

价已缩，策已落，关注未来价格修复

——中国通胀系列六

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

10月13日，国家统计局公布9月通胀数据。9月CPI环比持平，上月为上涨0.4%，同比上涨0.4%，上月为上涨0.6%；扣除食品和能源价格的核心CPI环比上涨0.1%，上月为下降0.3%，同比上涨0.1%，比上月收缩0.5个百分点。9月PPI环比下跌0.6%，上月为下跌0.7%，同比下降2.8%，上月为下降1.8%。

核心观点

■ 价“缩”压力进一步增加

CPI: 9月CPI同比读数相比较8月回落，至+0.4%，主要是食品价格同比上升放缓后，受到非食品价格转为负增长拖累。主要分项中，鲜菜价格上涨22.9%反映了天气因素的临时性影响，猪肉价格上涨16.2%反映了生猪产能去化的影响；交通分项维持车和油的共振回落，整体负增长扩大至-4.1%，非食品价格增速的回落反映了需求的影响。

PPI: 9月PPI同比读数相比较8月负增长程度加深，为-2.8%；9月上游采掘和原物料价格大幅放缓，凸显出中下游需求增长压力向上游的传导加深。主要分项中，生产资料收缩1.3个百分点，生活资料收缩0.2个百分点；9月大宗商品后期虽有反弹，但整体依然回落，采掘同比收缩3.4个百分点，原料同比收缩2.4个百分点；在有效需求不足的背景下，耐用消费品同比降幅扩大至-2.1%（较8月回落0.2个百分点）。

价格剪刀差: 价格改善任务虽然仍艰巨，但是财政增量政策的落地正形成拐点的预期。1) 9月CPI和PPI剪刀差继续上涨0.8个百分点，价格缺口上升至3.2%（CPI+0.4%，PPI-2.8%），政策落地后更关注需求拉动型的“涨价”因素。政策驱动来看，10月财政部地方化债和土地储备专项债等的增量政策落地，预计将大幅降低市场悲观预期，提升价格向上的弹性。2) 9月PPI和PPIRM剪刀差继续回升0.4个百分点至-0.6%（PPI-2.8%，PPIRM-2.2%），有色价格的上涨（+7.4%）虽然仍是支撑原物料价格的主要驱动，但暂不能抵消中游黑色材料（-6.8%）、下游建筑材料（-4.2%）以及燃料（-4.1%）的价格回落压力。9月CPI/PPI和PPI/PPIRM价差结构的继续恶化体现出需求暂未改善状态下，地产链的负面影响短期上升的特点（一方面，CPI中非食品价格增速进入到负增长状态，另一方面，下游消费的放缓影响开始向上游PPI和PPIRM传导，中游利润将继续受到挤压）。未来：1) 等待外围市场交易“降息”的落地后美元流动性的改善，即降息的持续性；2) 财政增量政策的落地对于中国经济压力提供的缓释作用。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

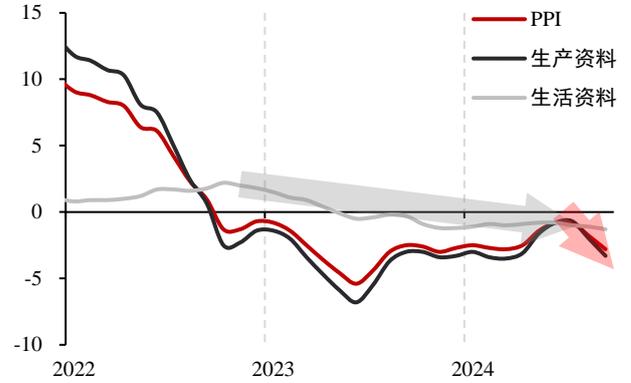
相关图表

图 1: CPI 同比走势 | 单位: %YoY



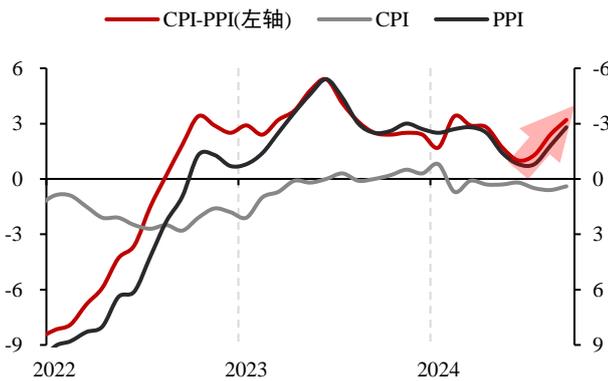
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 2: PPI 同比走势 | 单位: %YoY



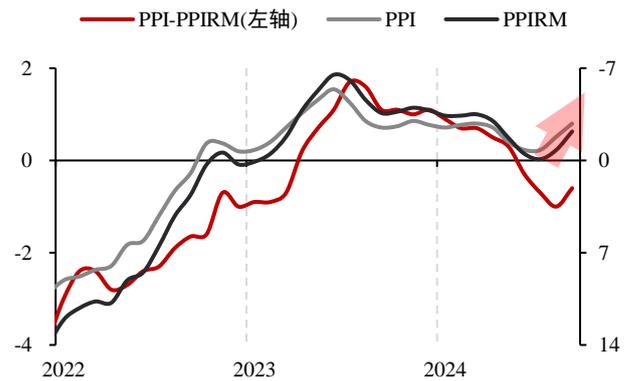
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: CPI-PPI 剪刀差扩大 | 单位: %YoY



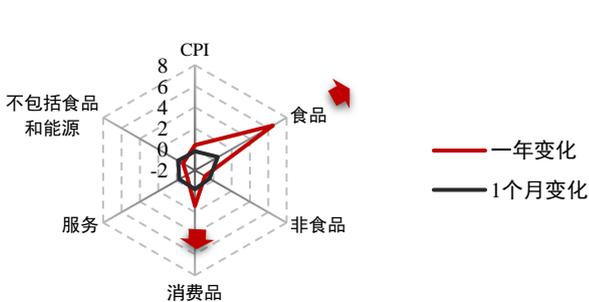
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 4: PPI-PPIRM 剪刀差继续收窄 | 单位: %YoY



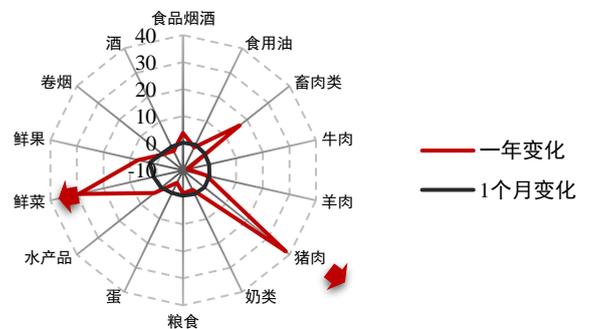
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: CPI 和分项同比的变化情况 | 单位: %



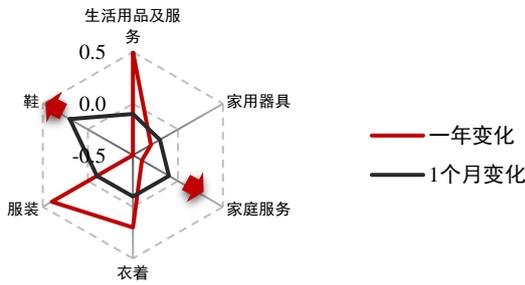
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 6: CPI 食品分项同比的变化情况 | 单位: %



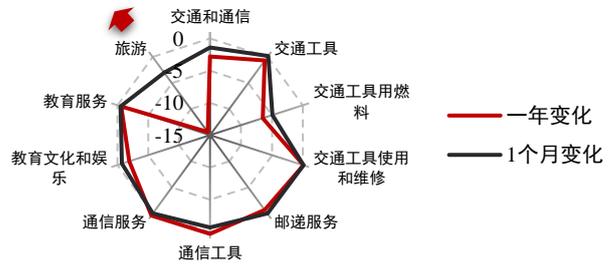
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 7: CPI 生活分项同比的变化情况 | 单位: %



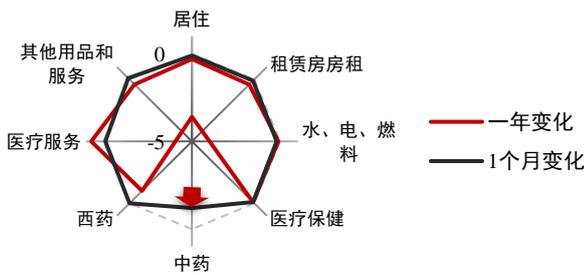
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 8: CPI 教育、通讯分项同比的变化情况 | 单位: %



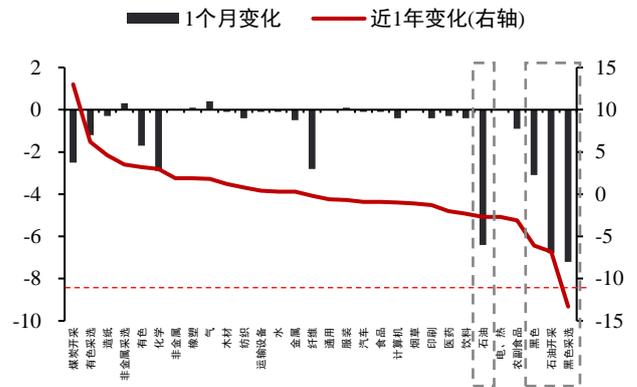
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 9: CPI 居住、医疗分项同比的变化情况 | 单位: %



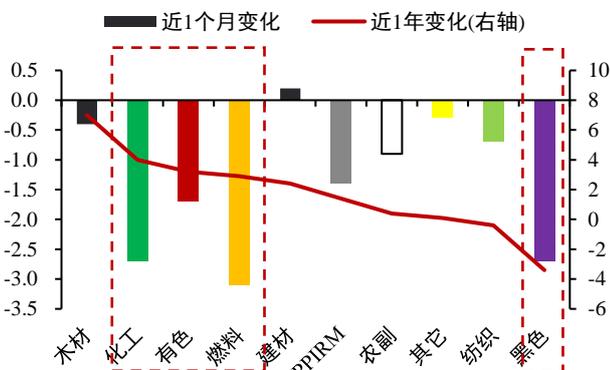
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 10: PPI 分项同比的变化情况 | 单位: %



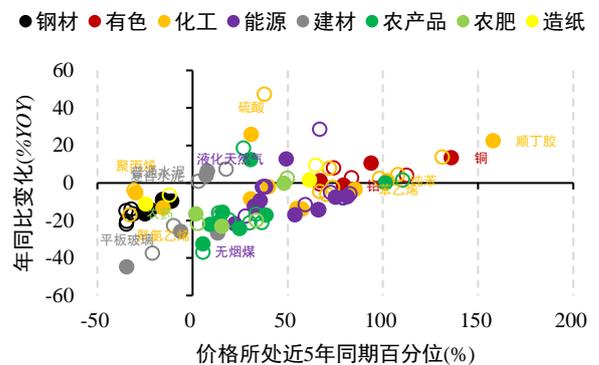
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 11: PPIRM 分项同比的变化情况 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 12: 生产资料同比变化分布 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 9 月份工业生产者出厂价格同比降幅扩大 环比降幅收窄¹

2024 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比**下降 2.8%**（8 月下降 1.8%），环比**下降 0.6%**（8 月下降 0.7%）；工业生产者购进价格同比**下降 2.2%**（8 月下降 0.8%），环比**下降 0.8%**（8 月下降 0.6%）。1-9 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期**下降 2.0%**（1-8 月下降 1.9%），工业生产者购进价格**下降 2.1%**。（1-8 月下降 2.1%）。

一、9 月份工业生产者价格同比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 3.3%**（8 月下降 2.0%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.41 个百分点。其中，采掘工业价格**下降 2.5%**（8 月上涨 0.9%），原材料工业价格**下降 3.2%**（8 月下降 0.8%），加工工业价格**下降 3.3%**（8 月下降 2.7%）。生活资料价格**下降 1.3%**（8 月下降 1.1%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.35 个百分点。其中，食品价格**下降 1.6%**（8 月下降 1.3%），衣着和一般日用品价格均**下降 0.3%**（8 月分别下降 0.4%和持平），耐用消费品价格**下降 2.1%**（8 月下降 1.9%）。

工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格**下降 6.8%**（8 月下降 4.1%），建筑材料及非金属类价格**下降 4.2%**（8 月下降 4.4%），燃料动力类价格**下降 4.1%**（8 月下降 1.0%），农副产品类价格**下降 3.8%**（8 月下降 2.9%），化工原料类价格**下降 3.3%**（8 月下降 0.6%），纺织原料类价格**下降 1.7%**（8 月下降 1.0%）；有色金属材料及电线类价格**上涨 7.4%**（8 月上涨 9.1%）。

二、9 月份工业生产者价格环比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 0.8%**（8 月下降 1.0%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.61 个百分点。其中，采掘工业价格**下降 1.6%**（8 月下降 1.6%），原材料工业价格**下降 1.2%**（8 月下降 1.2%），加工工业价格**下降 0.6%**（8 月下降 0.9%）。生活资料价格**下降 0.1%**（8 月持平），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.03 个百分点。其中食品、一般日用品和耐用消费品价格均**下降 0.2%**（8 月持平），衣着价格**上涨 0.2%**（8 月下降 0.1%）。

工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格**下降 2.4%**（8 月下降 2.0%），燃料动力类价格**下降 1.4%**（8 月下降 0.5%），化工原料类价格**下降 1.1%**（8 月下降 0.8%），建筑材料及非金属类价格**下降 0.8%**（8 月下降 0.5%），有色金属材料及电线类价格**下降 0.6%**（8 月下降 1.7%），纺织原料类价格**下降 0.5%**（8 月下降 0.3%），农副产品类价格**下降**

¹ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202410/t20241013_1956898.html

0.4% (8月上漲 0.7%)。

附录 2：2024 年 9 月份居民消费价格同比上漲 0.4%²

2024 年 9 月份，全国居民消费价格同比上漲 0.4% (8月上漲 0.6%)。其中，城市上漲 0.4% (8月上漲 0.6%)，农村上漲 0.6% (8月上漲 0.8%)；食品价格上涨 3.3% (8月上漲 2.8%)，非食品价格下降 0.2% (8月上漲 0.2%)；消费品价格上涨 0.5% (8月上漲 0.7%)，服务价格上涨 0.2% (8月上漲 0.5%)。1-9 月平均，全国居民消费价格比上年同期上漲 0.3% (1-8月上漲 0.2%)。

9 月份，全国居民消费价格环比持平 (8月上漲 0.4%)。其中，城市下降 0.1% (8月上漲 0.3%)，农村上漲 0.1% (8月上漲 0.4%)；食品价格上涨 0.8% (8月上漲 3.4%)，非食品价格下降 0.2% (8月下降 0.3%)；消费品价格上涨 0.2% (8月上漲 0.7%)，服务价格下降 0.3% (8月下降 0.1%)。

一、各类商品及服务价格同比变动情况

9 月份，食品烟酒类价格同比上漲 2.3% (8月上漲 2.1%)，影响 CPI (居民消费价格指数) 上漲约 0.66 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 22.9% (8月上漲 21.8%)，影响 CPI 上漲约 0.48 个百分点；鲜果价格上涨 6.7% (8月上漲 4.1%)，影响 CPI 上漲约 0.13 个百分点；畜肉类价格上涨 3.8% (8月上漲 3.8%)，影响 CPI 上漲约 0.12 个百分点，其中猪肉价格上涨 16.2% (8月上漲 16.1%)，影响 CPI 上漲约 0.21 个百分点；水产品价格上涨 2.0% (8月上漲 1.7%)，影响 CPI 上漲约 0.04 个百分点；蛋类价格下降 4.1% (8月下降 3.5%)，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点；粮食价格下降 0.7% (8月下降 0.1%)，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

其他七大类价格同比五涨两降。其中，其他用品及服务、衣着、医疗保健价格分别上漲 3.5% (8月上漲 3.4%)、1.3% (8月上漲 3.4%) 和 1.2% (8月上漲 1.3%)，教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别上漲 0.6% (8月上漲 1.3%) 和 0.1% (8月上漲 0.2%)；交通通信、居住价格分别下降 4.1% (8月下降 2.7%) 和 0.1% (8月持平)。

二、各类商品及服务价格环比变动情况

9 月份，食品烟酒类价格环比上漲 0.5% (8月上漲 2.2%)，影响 CPI 上漲约 0.15 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 4.3% (8月上漲 18.1%)，影响 CPI 上漲约 0.11 个百分点；

² 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202410/t20241013_1956899.html

鲜果价格上涨**2.1%** (8 月上涨**3.8%**)，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；蛋类价格上涨**2.1%** (8 月上涨**2.8%**)，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格上涨**0.4%** (8 月上涨**3.6%**)，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点，其中猪肉价格上涨**0.4%** (8 月上涨**7.3%**)，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格**下降 0.5%** (8 月上涨**0.2%**)，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

其他七大类价格环比一涨三平三降。其中，衣着价格**上涨 0.8%** (8 月下降**0.2%**)；生活用品及服务、医疗保健、其他用品及服务价格均**持平** (8 月分别下降**0.7%**、**持平**、**下降 0.6%**)；交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别**下降 1.3%** (8 月下降**1.1%**)、**0.3%** (8 月下降**0.1%**) 和 **0.1%** (8 月**持平**)。

附录 3：国家统计局城市司首席统计师董莉娟解读 2024 年 9 月份 CPI 和 PPI 数据³

国家统计局今天发布了 2024 年 9 月份全国 CPI（居民消费价格指数）和 PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司首席统计师董莉娟进行了解读。

一、CPI 环比持平，同比涨幅回落

9 月份，消费市场运行总体平稳，**价格基本稳定**，全国 CPI 环比持平，同比上涨 0.4%。

从环比看，CPI 持平，上月为上涨 0.4%。其中，食品价格上涨 0.8%，涨幅比上月回落 2.6 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.16 个百分点。食品中，开学季叠加中秋节日因素等影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和猪肉价格分别上涨 4.3%、2.5%、2.1%和 0.4%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.17 个百分点；休渔期结束供应有所增加，水产品价格下降 0.5%。非食品价格下降 0.2%，**降幅比上月收窄 0.1 个百分点**，影响 CPI 环比下降约 0.18 个百分点。非食品中，暑期结束出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降 14.8%、7.4%和 6.3%；受国际油价波动影响，国内汽油价格下降 2.9%；受新学期开学影响，教育服务价格上涨 0.9%；秋装换季上新，服装价格上涨 0.8%。

从同比看，CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，主要是受上年同期对比基数走高影响。其中，食品价格上涨 3.3%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.61 个百分点。食品中，鲜菜、猪肉和鲜果价格分别上涨 22.9%、16.2%和 6.7%，涨幅均有扩大；牛肉、羊肉、鸡蛋、鸡和奶类价格降幅在 1.9%-13.1%之间，**降幅略有扩大**。非食品价格由上月上涨 0.2%转为**下降 0.2%**，影响 CPI 同比下降约 0.19 个百分点。非食品中，能源价格下降 3.5%，降幅比上月扩大 2.5 个百分点。扣除能源的工业消费品价格**下降 0.2%**，降幅与上月相同，其中新能源小汽车和燃油小汽车价格分别下降 6.9%和 6.1%，降幅均有收窄；中药材、家用纺织品和金饰品价格涨幅在 3.9%-22.5%之间。服务价格上涨 0.2%，涨幅回落 0.3 个百分点，其中旅游价格由上月上涨 0.9%转为下降 2.1%；飞机票和宾馆住宿价格分别下降 14.1%和 5.6%，降幅均有扩大。

据测算，在 9 月份 0.4%的 CPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.5 个百分点，上月为-0.3 个百分点；今年价格变动的**新影响**约为 0.9 个百分点，与上月相同。

二、PPI 环比降幅收窄，同比降幅扩大

9 月份，受国际大宗商品价格波动及国内市场有效需求不足等因素影响，PPI 环比降幅

³ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/sjtd/202409/t20240909_1956309.html

收窄，同比降幅扩大。

从环比看，PPI 下降 0.6%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点；生活资料价格由持平转为下降 0.1%。国际油价下行带动国内石油和天然气开采业价格下降 3.2%。国际有色金属价格先降后涨，影响国内有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.4%，降幅比上月收窄 1.9 个百分点。**房地产市场仍处调整期，叠加部分地区遭遇强风雨天气，建材需求整体偏弱**，非金属矿物制品业价格下降 0.8%。受政策提振预期影响，9 月下半月钢材需求显示恢复迹象，但全月黑色金属冶炼和压延加工业价格仍下降 3.3%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。全国煤炭生产保持稳定，冬储备煤较为充足，煤炭开采和洗选业价格下降 1.3%。装备制造业中，锂离子电池制造价格下降 0.3%，新能源车整车制造价格下降 0.1%；电力电子元器件制造价格上涨 1.8%，工业机器人制造价格上涨 0.6%。消费品制造业中，农副食品加工业价格下降 0.3%，食品制造业价格下降 0.2%；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 0.4%，纺织服装服饰业价格上涨 0.2%。

从同比看，PPI 下降 2.8%，环比下降叠加上年同期对比基数走高，本月降幅比上月扩大 1.0 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.3%，降幅比上月扩大 1.3 个百分点；生活资料价格下降 1.3%，降幅扩大 0.2 个百分点。调查的 40 个工业行业大类中，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 11.1%，石油和天然气开采业价格下降 10.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 9.4%，非金属矿物制品业价格下降 5.1%，农副食品加工业价格下降 4.9%，化学原料和化学制品制造业价格下降 4.1%，电气机械和器材制造业价格下降 3.1%，煤炭开采和洗选业价格下降 2.6%，上述 8 个行业合计影响 PPI 同比下降约 2.04 个百分点，超过总降幅的七成，对 PPI 的下拉作用比上月扩大 0.74 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 5.9%，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 4.6%，铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业价格上涨 0.5%。

据测算，在 9 月份-2.8%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.5 个百分点，上月为-0.1 个百分点；今年价格变动的新影响约为-2.3 个百分点，上月为-1.7 个百分点。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com