

## 服务价格走低带动 9 月 CPI 涨幅低位回落，需求偏弱是 PPI 同比跌幅扩大的主要原因

——2024 年 9 月物价数据点评

研究发展部执行总监 冯琳

**事件：**10 月 13 日，国家统计局公布的数据显示，2024 年 9 月 CPI 同比为 0.4%，上月为 0.6%；9 月 PPI 同比为-2.8%，上月为-1.8%。

### 基本观点：

主要受出行等服务价格和能源价格快速下行影响，9 月 CPI 同比涨幅比上个月回落 0.2 个百分点，至 0.4%，继续处于明显偏低水平，也略低于市场普遍预期。不过，当月蔬菜、水果等食品价格同比涨幅扩大，继续成为支撑 CPI 保持上涨的主要动力。9 月体现基本物价水平的核心 CPI 同比降至 0.1%，创近 43 个月以来最低，显示低通胀局面较为严峻。背后的主要原因在于，当前各类商品和服务供应稳定，而受多重因素影响，居民消费需求不振，菜价的短期冲高无法改变这一局面。预计 10 月 CPI 同比可能回升至 0.6% 左右，短期内低通胀现象还会延续，这也为宏观政策进一步促消费提供了较大空间。我们预计，接下来财政政策将通过增发国债等方式筹集资金，对居民消费提供较大规模的补贴。

PPI 方面，主要受国际原油价格下跌和国内有效需求不足影响，9 月工业品价格延续弱势，环比跌幅仍然较大，加之去年同期基数走高，当月 PPI 同比跌幅较上月扩大 1.0 个百分点至-2.8%。展望未来，一揽子增量政策陆续出台对工业品需求预期有所提振，9 月底以来铜、铝、钢铁等商品价格普遍经历一轮冲高过程。由此我们判断，在工业品价格上涨动能有所恢复带动下，10 月 PPI 同比降幅有望收窄至-2.6% 左右。

### 具体来看：

一、主要受出行等服务价格和能源价格快速下行影响，9 月 CPI 同比涨幅比上个月回落 0.2 个百分点，至 0.4%，继续处于明显偏低水平，也略低于市场普遍预期。不过，当月食品价格同比涨幅扩大，继续成为支撑 CPI 保持上涨的主要动力。9 月体现基本物价水平的核心 CPI 同比降至 0.1%，创近 43 个月以来最低，显示低通胀局面较为严峻。背后的主要原因在于，当前各类商品和服务供应稳定，而受多重因素影响，居民消费需求不振，菜价的短期冲高无法改变这一局面。这意味着一揽子财政政策在支持地方政府化债、

补充大行资本金后，接下来在促消费方面也会进一步发力。

食品价格方面，开学季叠加中秋节日来临，加之前期高温多雨天气导致供应受到一定影响，9月鲜菜、鲜果价格继续上涨，环比涨幅分别为4.3%、2.1%，拉动价格同比涨幅分别升至22.9%和6.7%，均比上月有所扩大。在当前供应较为充足的背景下，9月猪肉价格基本平稳，价格同比变化不大。整体上看，9月食品价格环比上涨0.8%，涨幅较上月的3.4%有明显回落，主要是极端天气对鲜菜、鲜果价格的带动作用减弱。9月食品价格同比上涨3.3%，涨幅比上月扩大0.5个百分点，也受到上年同期基数下沉推动。与上月类似，食品价格较快上涨是当前支撑整体CPI同比保持正增长的主要因素。

不过，9月非食品价格下行明显，是带动9月CPI同比涨幅收窄的主要原因。首先，9月国际原油价格下行明显，国内成品油价格“两连降”，同比跌幅度明显扩大。其次，除能源以外的工业消费品价格方面，受以旧换新政策发力等因素带动，9月汽车“价格战”趋缓，新能源小汽车和燃油小汽车价格分别下降6.9%和6.1%，降幅均有所收窄。不过，在供给充分、需求不足局面下，当月各类工业消费品价格整体偏弱，同比涨幅为-0.2%，与上月相同。

最后，9月CPI同比涨幅收窄的主要拖累来自服务价格。伴随暑期过后旅游出行减少，加之在供应充分、消费需求偏弱等因素作用下，9月飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比降幅超出季节性，同比跌幅扩大，其中旅游CPI同比为-2.1%，出现近39个月以来的首次同比负增长。这带动当月服务CPI同比涨幅降至0.2%，较上月收窄0.3个百分点，创下近42个月以来最低，意味着消费需求不足或正在从商品消费向服务消费扩散。

值得注意的是，9月剔除波动较大的食品、能源价格，更能体现整体物价水平的核心CPI环比为-0.1%，明显弱于季节性，同比涨幅为0.1%，较上月下行0.2个百分点，连续7个月处于1.0%以下的偏低区间。这意味着前低物价局面较为严峻，2023年初以来的物价上涨动能偏弱状况仍在延续。

当前物价水平偏低，一个重要原因是受楼市低迷、疫情疤痕效应等影响，居民消费信心偏弱。国家统计局最新数据显示，2024年8月消费者信心指数为85.8，环比下行0.2，连续5个月下行，继续明显低于100的中值水平。另外，二季度城镇居民可支配收入增速下滑的影响也不容低估。由此，在商品和服务供应比较稳定的背景下，消费需求不足是现阶段物价水平明显偏低的主因。

展望10月，伴随上年同期CPI基数回落，加之“十一”长期消费需求释放，特别是一揽子增量政策出台会对居民消费有一定提振效应，前期对整体物价水平拖累较大的工业消费品价格跌幅有望收窄，预计

10月CPI同比可能回升至0.6%左右。不过，短期内低通胀现象还会延续，年底前CPI同比升至1.0%以上的难度较大，这也为宏观政策进一步促消费提供了较大空间。我们预计，接下来财政政策将通过增发国债等方式筹集资金，对居民消费提供较大规模的补贴。需要指出的是，下一步决定CPI走势的最重要因素将是楼市何时企稳回暖，这对当前居民消费信心的影响最大。

## 二、主要受国际原油价格下跌和国内有效需求不足导致工业品价格延续弱势影响，9月PPI环比跌幅仍然较大，加之去年同期基数走高，当月PPI同比跌幅较上月扩大1.0个百分点至-2.8%。

9月PPI环比下降0.6%，降幅较上月小幅收敛0.1个百分点。受当月PPI环比延续下跌以及去年同期基数走高影响，9月PPI同比降幅较上月扩大1.0个百分点至-2.8%，降幅超出市场普遍预期，这也是PPI同比连续第24个月负增长。9月PPI环比延续较快下跌，主要受国际原油价格下行和国内有效需求不足导致工业品价格延续弱势影响。

从国际来看，主要受需求预期偏弱、供给波动影响，9月国际原油价格继续下跌，布伦特原油现货价月均值环比跌幅扩大至-8.1%，对国内原油相关行业价格拖累明显，其中石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别下降3.2%、3.7%，降幅与8月相比均有明显扩大；不过，在美联储较大幅度启动降息提振下，9月铜、铝等基本金属价格有所回升，带动国内有色金属相关行业价格环比走势改善，其中，有色金属冶炼业价格环比虽延续下跌，但跌幅较上月收敛1.9个百分点至-0.4%。

从国内来看，受房地产市场仍处调整期以及部分地区遭遇极端天气影响，9月水泥、钢材等国内定价商品需求不足，价格延续弱势，其中，非金属矿物制品业价格环比跌幅较上月扩大0.1个百分点至-0.8%，而尽管稳增长政策发力对钢材需求预期有所提振，但当月钢铁行业价格环比仍下降3.3%，降幅较上月收窄1.1个百分点；此外，在煤炭供给整体稳定、冬储备煤较为充足背景下，9月煤炭开采和洗选业价格下降1.3%，降幅较上月小幅扩大0.1个百分点。另外值得一提的是，受国内消费需求不足影响，下游消费品价格承压也对PPI整体上涨动能有所拖累。

分大类看，9月生产资料PPI环比下跌0.8%，跌幅较上月收窄0.2个百分点，这主要受加工工业PPI环比跌幅从上月的-0.9%收窄至-0.6%带动，采掘工业和原材料工业PPI环比跌幅则仍与上月持平，分别为-1.6%和-1.2%；同比来看，在环比续跌和基数走高作用下，9月生产资料各分项价格同比跌幅均有所扩大，拖累生产资料整体价格跌幅较上月扩大1.3个百分点至-3.3%。9月生活资料价格表现同样偏弱，环比从上月的0.0%回落至-0.1%，各分项中，除衣着类价格或受换季、节假日等因素提振环比小幅上涨0.2%外，其他分项价格环比均下跌0.2%（前值均为0.0%）。这导致，尽管去年同期基数保持稳定，但9月生活资

料 PPI 同比跌幅仍较上月扩大 0.2 个百分点至-1.3%，创下 2009 年 11 月以来最大同比跌幅。整体上看，9 月生活资料价格承压下跌，背后是终端消费低迷拖累下游消费品涨价动力不足。这也与当月扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比涨幅降至 0.1% 的低位相印证。

展望后续，9 月下旬一揽子增量政策陆续出台，对工业品需求预期有所提振，这可在 9 月 24 日之后的铜、铝、钢铁等商品价格冲高中得到体现。考虑到后续还有一批增量政策在路上，加之各项政策举措将逐步落地生效，工业品价格上涨动能仍有望进一步恢复，尤其是钢铁、有色等对政策反映较为敏感的商品，10 月价格环比有望回正。另外，受国内出台一揽子增量政策、中东局势紧张以及墨西哥湾飓风等因素影响，10 月以来国际原油价格震荡反弹，对国内 PPI 的拖累效应将有所减弱。由此我们判断，尽管上年同期基数保持稳定，但在工业品价格上涨动能有所恢复带动下，10 月 PPI 同比降幅有望收窄至-2.6% 左右。后期 PPI 同比降幅能否较快收敛并实现回正，将主要取决于本轮一揽子增量政策的力度和效果，其中房地产支持政策和财政增量政策的影响最大。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。