

宏观点评 20241014

9月通胀：底部区间确认，静待政策提振

2024年10月14日

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001
021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 武朔

执业证书：S0600124070017

wushuo@dwzq.com.cn

相关研究

《大选前的最后一份通胀“悬念”》

2024-10-11

《9月非农：首次降息后的就业“成绩单”》

2024-10-06

■ **三季度通胀底部区间基本确认，四季度财政货币发力将带动物价温和修复。**9月物价延续下行，尤其是PPI同比回落至年内低点，显示内需放缓依然是经济修复的较大阻碍。在此时点上，一揽子政策的推出适逢其时，9月“政策底”基本确认，随着周六财政部新闻发布会的召开，对增量财政政策的落地有了更加明确的指引，财政货币的协同发力将有助于微观主体预期的提振和资产负债表的修复，四季度物价回升将是重要的宏观线索。

■ **CPI：天气因素对供给端的扰动逐步退去，食品通胀回归平稳带动CPI环比增速回落。**9月CPI同比上涨0.4%，较前值0.6%有所回落；环比录得0%，同样弱于季节性。从环比来看，食品分项明显回落，9月食品CPI环比上涨0.8%，较前值3.4%大幅回落，随着暑期天气因素扰动的消退，食品通胀逐步回归平稳。

其中，鲜菜、蛋类、鲜果和猪肉价格环比分别上涨4.3%、2.1%、2.1%和0.4%，较前值明显回落。此外，随着休渔期结束鱼类供应有所增加，水产品价格环比下行0.5%。

■ **核心CPI环比延续负增长，但边际有所改善。**9月非食品项环比降幅收窄0.1pct至-0.2%，核心CPI环比降幅同样收窄至-0.1%，显示有效需求不足的问题仍然存在，但边际有所缓解。其中，随着暑期结束、出行消费减少，飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比分别下行14.8%、7.4%和6.3%；此外，国际油价下行带动汽油价格环比下行2.9%，交通工具用燃料价格环比下降2.8%。

■ **得益于9月底一揽子政策的影响以及四季度增量财政政策的逐步推出，后续CPI将稳步回升。**9月底一揽子政策发力下，房地产、股市均得到提振，居民信心和预期有效改善。得益于股市带来的财富增长效应以及存量房贷利率下降带来的居民偿债负担减轻，居民四季度消费将有效改善。此外，增量财政政策也将围绕促消费、改善民生、帮扶困难群体进行展开，带动物价温和回升，因此对于四季度来说，价格端的复苏将是重要的宏观主线。

■ **9月PPI延续回落，需求仍是较大制约。**9月PPI同比录得-2.8%，较前值-1.8%明显回落，环比-0.6%降幅略有收窄，均低于市场预期。三季度PPI回升空间明显受阻，需求不足仍然是当前经济的主要制约。具体来看：

■ **原油化工：9月国际油价环比下行，带动原油化工产业链价格回落。**其中，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业分别环比下降3.2%、3.7%、1.7%和1.0%。但10月随着中东地缘冲突的加剧，油价快速回升，10月原油化工产业链价格将有明显回升。

■ **有色金属：受降息和软着陆预期升温影响，有色金属价格回升。**其中，有色金属冶炼和压延加工业降幅收窄1.9pct至-0.4%、有色金属矿采选业价格环比上涨0.6%。

■ **黑色金属：房地产市场仍在调整，黑色金属价格端未见明显修复，期待后续地产政策对相关产业价格的支持力度。**其中，黑色金属冶炼和压延加工业、黑色金属矿采选业价格环比分别下降3.3%和4.2%。

■ **其他产业：根据统计局数据显示，装备制造业中，锂离子电池制造、新能源车整车制造价格分别环比下行0.3%、0.1%；而电力电子元器件制造、工业机器人制造价格环比则分别上涨1.8%、0.6%。消费品制造业中，农副食品加工业、食品制造业价格分别环比下降0.3%、0.2%；文教工美体育和娱乐用品制造业、纺织服装服饰业价格则分别上涨0.4%、0.2%。**

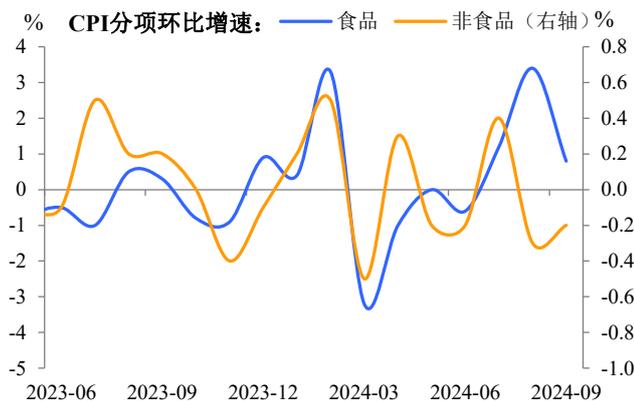
- **9月或为全年PPI底部，四季度随着财政资金的加快使用，PPI将进入回升通道。**三季度以来PPI再次回落至底部区间，显示内需放缓仍有制约，此时，一揽子政策的推出恰到好处，通过货币财政的协同发力，将有效扭转需求不足的矛盾，修复私人部门资产负债表。后续来看，在增量财政政策的进一步发力下，微观主体的信心将稳步修复，此外，前期筹集的财政资金也将加快拨付使用，带来私人部门投资的回升。
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 9月CPI分项一览

	CPI分项一览						环比增速 (%)					
	边际变化	同比增速 (%)					边际变化	环比增速 (%)				
	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05		2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	
CPI	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	-0.4	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1	
核心CPI	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.1	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	
食品	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.6	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0	
非食品	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.1	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	
消费品	0.5	0.7	0.5	-0.1	0.0	-0.5	0.2	0.7	0.4	-0.4	-0.1	
服务	0.2	0.5	0.6	0.7	0.8	-0.2	-0.3	-0.1	0.6	0.0	-0.1	
按类别分类												
一、食品烟酒	2.3	2.1	0.2	-1.1	-1.0	-1.7	0.5	2.2	0.7	-0.4	0.0	
粮食	-0.7	-0.1	0.1	0.4	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	
食用油	-3.7	-4.1	-4.1	-4.2	-5.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.6	0.0	-0.3	
鲜菜	22.9	21.8	3.3	-7.3	2.3	-13.8	4.3	18.1	9.3	-7.3	-2.5	
畜肉类	3.8	3.8	4.9	3.5	-2.2	-3.2	0.4	3.6	0.8	4.5	-0.4	
猪肉	16.2	16.1	20.4	18.1	4.6	-4.9	0.4	7.3	2.0	11.4	1.1	
牛肉	-13.1	-12.9	-12.9	-13.4	-12.9	0.4	0.4	0.0	-0.9	-2.5	-3.6	
羊肉	-6.4	-6.3	-6.3	-7.1	-7.5	0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.9	-1.2	
水产品	2.0	1.7	1.2	1.2	0.1	-0.7	-0.5	0.2	0.4	-0.2	-0.1	
蛋类	-4.1	-3.5	0.4	-3.9	-7.4	-0.7	2.1	2.8	3.7	1.5	2.2	
奶类	-1.9	-1.7	-1.9	-1.8	-1.7	-0.4	-0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0	
鲜果	6.7	4.1	-4.2	-8.7	-6.7	-1.7	2.1	3.8	-0.3	-3.8	3.0	
烟草	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	
酒类	-1.9	-1.5	-1.6	-1.6	-1.3	-0.7	-0.9	-0.2	0.2	-0.6	-0.2	
二、衣着	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.0	0.8	-0.2	-0.4	-0.2	0.4	
服装	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.2	0.4	
鞋类	0.3	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.6	-0.3	-0.5	-0.4	0.4	
三、居住	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	
租房房租	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1	
水电燃料	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
四、生活用品及服务	0.1	0.2	0.7	0.9	0.8	0.7	0.0	-0.7	0.4	-0.4	-0.7	
家用器具	-2.0	-1.8	-1.8	-1.3	-0.9	0.5	-0.2	-0.7	0.4	-1.2	-1.1	
家庭服务	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	
五、交通和通信	-4.1	-2.7	-0.6	-0.3	-0.2	-0.2	-1.3	-1.1	0.9	-0.6	-0.8	
交通工具	-5.3	-5.5	-5.6	-5.3	-4.7	0.2	-0.1	-0.3	-0.6	-1.0	-0.9	
交通工具用燃料	-7.6	-2.7	5.1	5.6	6.3	0.1	-2.8	-2.9	1.5	-2.0	-0.8	
交通工具使用和维修	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	
通信工具	-2.8	-2.1	-2.1	-1.5	-2.5	0.2	-0.6	-0.8	-0.1	0.8	-0.4	
通信服务	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
快递服务	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	
六、教育文化和娱乐	0.6	1.3	1.7	1.7	1.7	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	-0.2	-0.1	
教育服务	1.2	1.7	1.8	1.8	1.8	0.9	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	
旅游	-2.1	0.9	3.1	3.7	4.2	-5.6	-6.3	-0.7	9.4	-0.8	-0.6	
七、医疗保健	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	
中药	0.9	2.1	2.9	4.0	4.8	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
西药	-1.0	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9	0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	
医疗服务	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	
八、其他用品和服务	3.5	3.4	4.0	4.0	3.6	0.6	0.0	-0.6	0.9	-0.2	0.1	

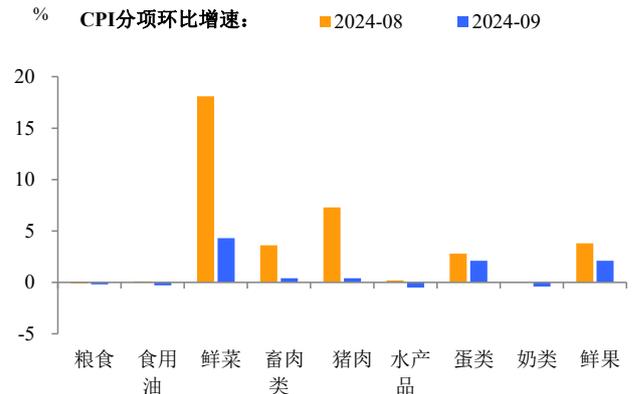
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 食品CPI环比回落



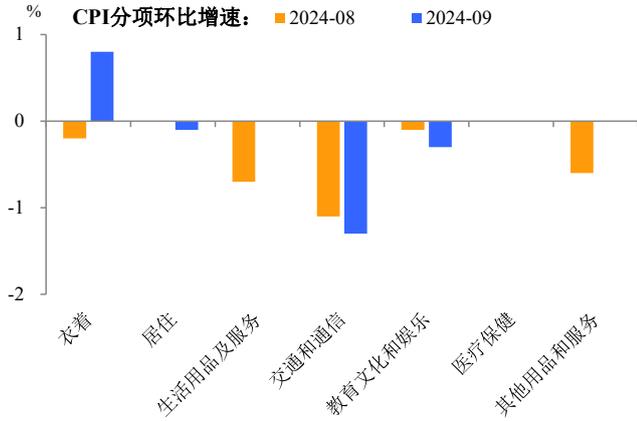
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 鲜菜、猪肉、鲜果CPI环比回落



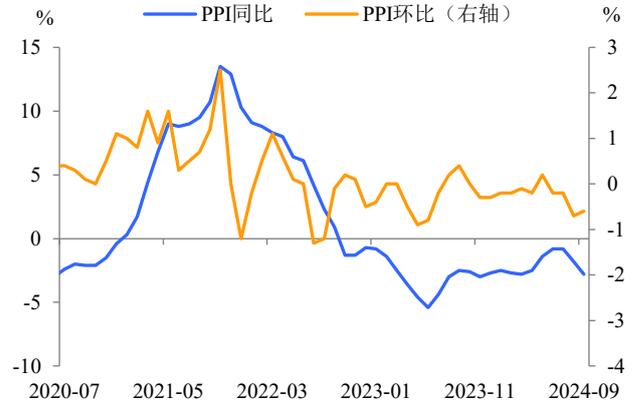
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 非食品 CPI 环比增速一览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: PPI 同比延续下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 有色金属价格改善, 原油、黑色产业价格延续回落

行业类别	PPI 增速一览(%)	同比增速				环比增速			
		2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
上游	煤炭开采和洗选业	-2.6	-0.1	0.3	-1.6	-1.3	-1.2	0.0	1.1
	石油和天然气开采业	-10.1	-3.3	6.7	8.0	-3.2	-4.3	3.0	-2.9
	黑色金属矿采选业	-6.5	0.7	3.8	5.9	-4.2	-2.0	-0.8	0.0
	有色金属矿采选业	15.9	17.1	18.1	17.0	0.6	0.1	1.6	3.8
	非金属矿采选业	1.2	0.9	0.1	-1.6	0.2	0.4	0.0	0.0
	黑色金属冶炼及压延加工业	-11.1	-8.0	-3.7	-2.1	-3.3	-4.4	-1.7	-0.6
	有色金属冶炼及压延加工业	5.9	7.6	10.6	11.5	-0.4	-2.3	-0.4	1.6
	化学纤维制造业	-2.0	0.8	1.3	0.3	-1.7	-0.2	0.6	0.3
	化学原料及化学制品制造业	-4.1	-1.2	0.3	-0.6	-1.0	-0.9	-0.3	0.2
	橡胶和塑料制品业	-1.7	-1.8	-1.9	-2.1	-0.2	-0.3	-0.1	0.0
中游	金属制品业	-2.1	-1.6	-1.1	-1.2	-0.6	-0.6	-0.1	0.0
	非金属矿物制品业	-5.1	-5.1	-5.6	-6.9	-0.8	-0.7	-0.6	0.2
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.4	-3.0	4.3	4.0	-3.7	-2.0	0.5	-2.0
	通用设备制造业	-1.0	-1.0	-1.1	-1.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.5	0.6	0.5	0.0	-0.2	0.0	0.2	0.1
	公用事业	-2.2	-2.2	-1.9	-2.0	0.1	0.0	-0.5	-1.0
	燃气生产和供应业	0.4	0.0	0.2	-0.2	0.6	0.1	-0.1	-0.8
	水的生产和供应业	0.8	0.9	0.8	0.9	0.1	0.1	0.0	-0.1
	食品制造业	-1.6	-1.5	-1.1	-1.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
	酒、饮料和精制茶制造业	-1.2	-0.8	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	-0.2	-0.1
下游	农副食品加工业	-4.9	-4.0	-2.7	-2.2	-0.3	-0.1	-0.3	0.5
	纺织服装、服饰业	0.0	-0.1	-0.2	0.3	0.2	0.0	0.1	-0.1
	纺织业	-1.5	-1.1	-0.8	-0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2
	家庭设备用品	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	0.2
	医药保健	-1.2	-0.9	-1.2	-1.0	-0.3	0.0	0.1	-0.2
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.8	-2.4	-2.6	-2.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
	印刷业和记录媒介的复制	-1.7	-1.3	-1.5	-2.0	-0.3	0.1	0.0	-0.1
	汽车制造业	-2.3	-2.2	-2.1	-2.3	-0.2	-0.2	0.2	-0.7
	烟草制造业	0.2	0.2	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	造纸及纸制品业	-2.6	-2.3	-2.6	-3.2	-0.5	-0.3	-0.5	-0.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>