

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

Email: zhangdl01@zts.com.cn

相关报告

报告摘要

- 2024年10月13日，国家统计局公布2024年9月物价数据。9月CPI环比为0.0%，较上月回落0.4个百分点；CPI同比0.4%，较前值回落0.2个百分点，低于市场一致预期（0.7%）。9月PPI环比-0.6%，跌幅较前值收窄0.1个百分点；同比-2.8%，低于市场一致预期（-2.5%），降幅较前值扩大1.0个百分点。
- 随着极端天气9月消退，食品价格涨幅较前值明显收窄。CPI食品项当月环比为0.8%，较前值（3.4%）涨幅有明显收窄，影响CPI环比上涨约0.16个百分点。猪肉项环比涨幅较前值（7.3%）有明显收窄，主要因为中秋节后猪肉消费水平显著下降，养殖户落袋而安的心态偏强。
- 非食品方面，和旅游相关的服务环比普遍有明显跌幅。9月CPI旅游项环比为-6.3%，较前值-0.7%相比跌幅明显走阔，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降14.8%、7.4%和6.3%，一方面源于暑期结束出行减少，但考虑到9月还有中秋假期，因此或可反映当前的有效需求依然有待提振。
- 能源方面，国际油价趋势下行，9月国内汽油价格下降2.9%。剔除食品和能源价格后，9月核心CPI环比为-0.1%，低于过去5年的同期均值（0.1%），有效需求修复进程仍然缓慢。核心CPI同比为0.1%，较前值0.3%回落0.2个百分点，创2021年3月以来的最低水平。除基数原因外，也在指向当前的内需依然偏弱。
- 9月PPI环比为-0.6%，较前值降幅收窄0.1个百分点，主要受内需不足、部分国际大宗商品价格下跌等因素影响。从结构来看，中游加工的PPI环比边际有所修复，或受到相关行业出口提振。下游生活资料环比较前值回落0.1个百分点至-0.1%，低于过去5年同期的环比均值（0.1%），表明下游的消费回升动力仍然不足。
- 分行业来看PPI环比，PPI环比表现好转的细分行业集中在上中游，下游消费制造行业跌幅普遍走阔。受国际大宗商品价格下行的传导，上游方面，9月国内石油和天然气开采业价格下降3.2%。由于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个百分点。中游制造方面，黑色系价格受政策提振预期影响，价格有边际修复。下游消费制各行业跌幅普遍走阔，也映射当前内需依然面临的问题。
- 生活资料方面，9月生活资料出厂价格环比为-0.1%，低于过去5年的同期均值（0.1%）。从具体分项来看，除衣着外，食品、一般日用品和耐用消费品的环比表现均弱于季节性。
- 9月PPI环比降幅小幅收窄，同比降幅大幅走阔，内需不足、部分国际大宗商品价格下行是主要因素，内需不足仍是拖累PPI的核心问题。核心CPI同比进一步回落，也可印证需求不足。我们认为解决物价低迷，可能是近期政策大转向的重要目标，防止有效需求不足、物价低迷和财政减收形成负反馈。后续财政政策加力的节奏和方向，将是影响经济、物价的核心变量。
- 风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，研报信息更新不及时的风险。

内容目录

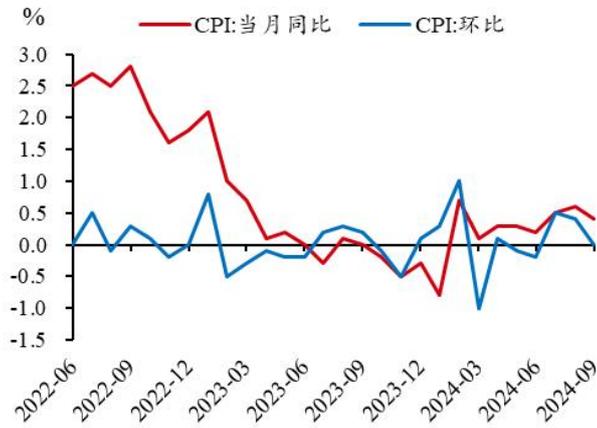
1. 核心 CPI 显示需求偏弱	3
2. PPI 同比跌幅大幅走阔	5
风险提示	7

图表目录

图表 1: 9 月 CPI 环比与同比均回落	3
图表 2: 9 月 PPI 环比降幅较前值收窄, 同比降幅走阔	3
图表 3: 2024 年 8 月、9 月 CPI 食品分项的环比对比	3
图表 4: 2024 年 9 月 CPI 交通燃料项环比延续为负	4
图表 5: 2024 年 8 月、9 月 CPI 各主要分项同比表现	5
图表 6: 2024 年 9 月, 中游加工的 PPI 环比边际有所修复	5
图表 7: 2024 年 8 月和 9 月的 PPI 上中下游主要行业环比	6
图表 8: 9 月下游生活资料各分项的出厂价格环比	7

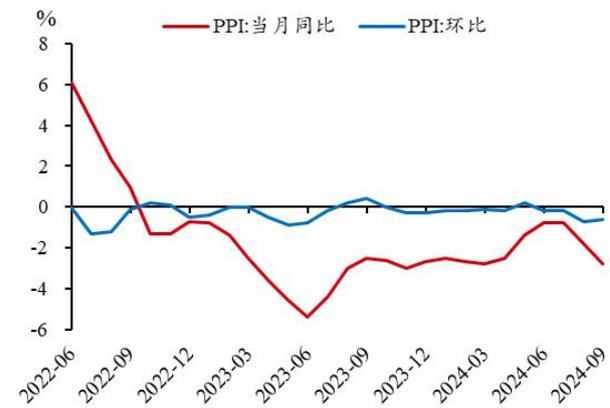
2024年10月13日，国家统计局公布2024年9月物价数据。9月CPI环比为0.0%，较上月回落0.4个百分点；CPI同比0.4%，较前值回落0.2个百分点，低于市场一致预期(0.7%)。9月PPI环比-0.6%，跌幅较前值收窄0.1个百分点；同比-2.8%，低于市场一致预期(-2.5%)，降幅较前值扩大1.0个百分点。

图表 1: 9月CPI 环比与同比均回落



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 9月PPI 环比降幅较前值收窄, 同比降幅走阔

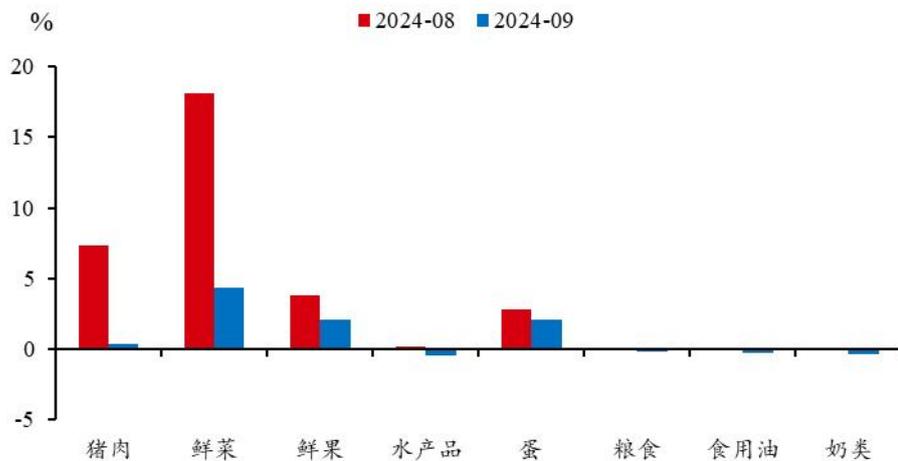


来源: WIND, 中泰证券研究所

1. 核心 CPI 显示需求偏弱

随着极端天气消退, 9月食品价格涨幅较前值明显收窄。CPI 食品项当月环比为0.8%, 较前值(3.4%)涨幅明显收窄, 影响CPI 环比上涨约0.16个百分点, 但相对于其他项, 食品项依然是CPI 环比的主要贡献项。其中, 中秋假期带动鲜菜、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, 涨幅较前值相比均有收窄。猪肉环比涨幅较前值(7.3%)有明显收窄, 主要因为中秋节后猪肉消费季节性下降, 养殖户落袋为安的心态偏强。受到休渔期结束供应有所增加的影响, 9月水产品价格环比下降0.5%。

图表 3: 2024年8月、9月CPI 食品分项的环比对比



来源: WIND, 中泰证券研究所

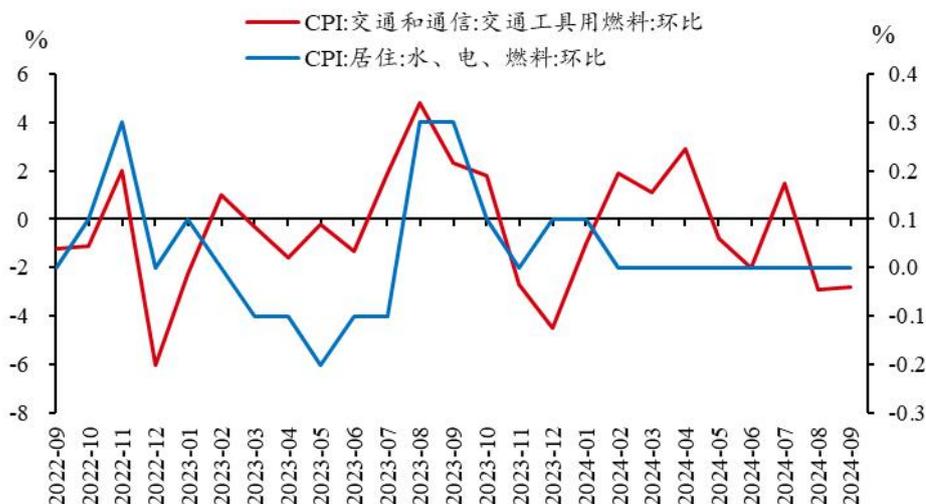
非食品方面, 和旅游相关的服务环比普遍明显下跌。9月CPI 旅游项环比为-6.3%, 较前值-0.7%相比跌幅明显走阔, 飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降14.8%、

7.4%和6.3%。一方面源于暑期结束后出行减少，但考虑到9月还有中秋假期，因此或可反映当前的有效需求依然有待提振。其他非食品方面，受新学期开学影响，教育服务价格上涨0.9%；受秋装换季上新影响，服装价格上涨0.8%。

能源方面，国际油价下跌，9月国内汽油价格下降2.9%，拖累了9月CPI环比。油价变动对CPI交通工具用燃料项有直接影响，和居住项中的水电燃料分项也有一定相关性，9月交通燃料和水电燃料环比分别为-2.8%、0.0%，均低于过去5年同期的环比均值（分别为-0.0%、0.3%）。

剔除食品和能源价格后，9月核心CPI环比为-0.1%，低于过去5年的同期均值（0.14%），有效需求修复进程仍然缓慢。**核心CPI，剔除了波动较大的分项，能够更客观反映当前的物价图景，物价低迷趋势延续。**

图表4：2024年9月CPI交通燃料项环比延续为负

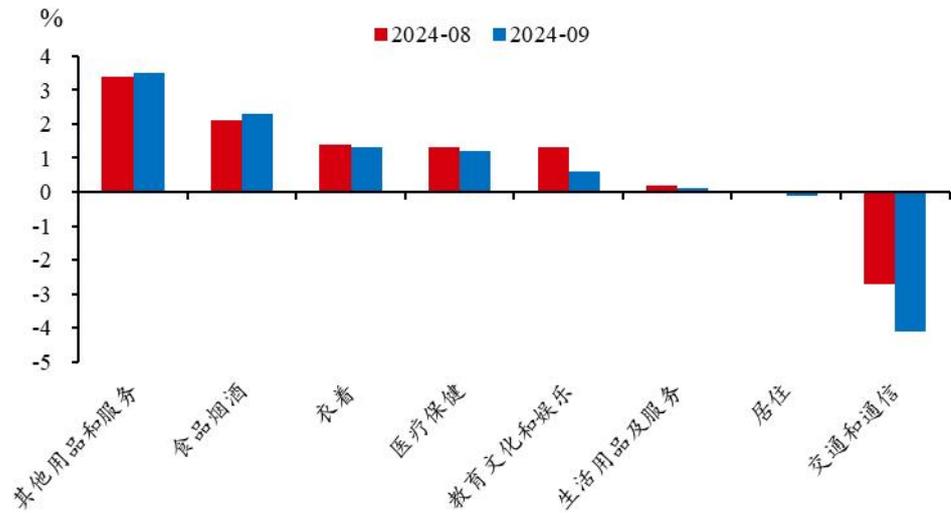


来源：WIND，中泰证券研究所

从CPI同比来看，根据统计局测算，在9月份0.4%的CPI同比变动中，翘尾因素约为-0.5个百分点，上月为-0.3个百分点；新涨价因素约为0.9个百分点，与上月相同。从大类项来看，食品价格涨幅较前值扩大0.5个百分点至3.3%，影响CPI同比上涨约0.6个百分点，是对CPI同比贡献最大的分项。非食品分项同比由正转负至-0.2%，影响CPI同比下降约0.2个百分点。其中，能源价格下降3.5%，降幅比上月扩大2.5个百分点。

CPI八大分项中，除食品烟酒和其他用品外，其他六大分项当月同比均有不同程度的回落。其他用品可能是受到了国际黄金价格上涨的提振，其他六大分项具体来看，衣着、医疗保健、教育文化和娱乐、生活用品及服务、居住、交通和通信当月同比分别为1.3%、1.2%、0.6%、0.1%、-0.1%、-4.1%，较前值分别回落0.1、0.1、0.7、0.1、0.1、1.4个百分点。**物价同比普遍回落，也可直观地反映出居民消费偏弱的现状。**

9月核心CPI同比为0.1%，较前值0.3%回落0.2个百分点，创2021年3月以来的最低水平。除基数原因外，也在指向当前的内需依然偏弱。

图表 5：2024 年 8 月、9 月 CPI 各主要分项同比表现


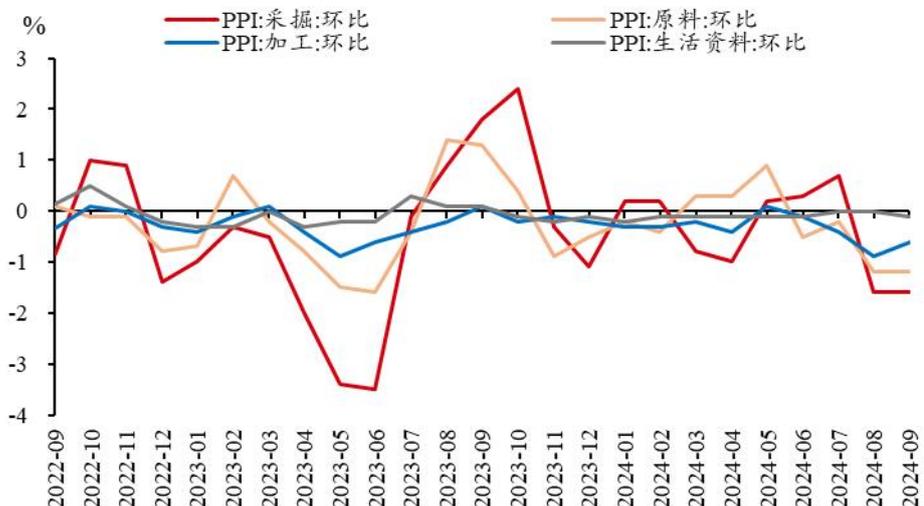
来源：WIND，中泰证券研究所

总的来说，由于极端天气消退，食品分项对 9 月 CPI 环比的贡献明显减少。从高频数据来看，10 月初生猪价格较 9 月末继续下滑，在前期高基数、养殖端挺价情绪松动、国庆假期后居民家庭消费缩量等的推动下，预计 10 月生猪价格将震荡下滑。考虑到 10 月可能会有部分“双十一”消费行为前置，十一黄金周也对相关服务消费需求有所促进，可一定程度对冲食品分项对 CPI 的拖累。从核心 CPI 和其他经济指标看，当前内需仍然偏弱，低物价的趋势预计还将持续。

2. PPI 同比跌幅大幅走阔

9 月 PPI 环比为-0.6%，较上月降幅收窄 0.1 个百分点，主要受内需不足、部分国际大宗商品价格下跌等因素影响。

从结构来看，中游加工的 PPI 环比边际有所修复，或受到相关行业出口提振。上游原料和采掘 8 月环比分别为-1.2%、-1.6%，均与前值持平。中游加工业环比降幅边际收窄 0.3 个百分点至-0.6%，或是 PPI 环比降幅小幅收窄的主要贡献因素。下游生活资料环比较前值回落 0.1 个百分点至-0.1%，低于过去 5 年同期的环比均值（0.1%），表明下游的消费回升动力仍然不足。

图表 6：2024 年 9 月，中游加工的 PPI 环比边际有所修复


来源：WIND，中泰证券研究所

分行业来看，PPI 环比表现好转的细分行业集中在上中游，下游消费品行业跌幅普遍走阔。

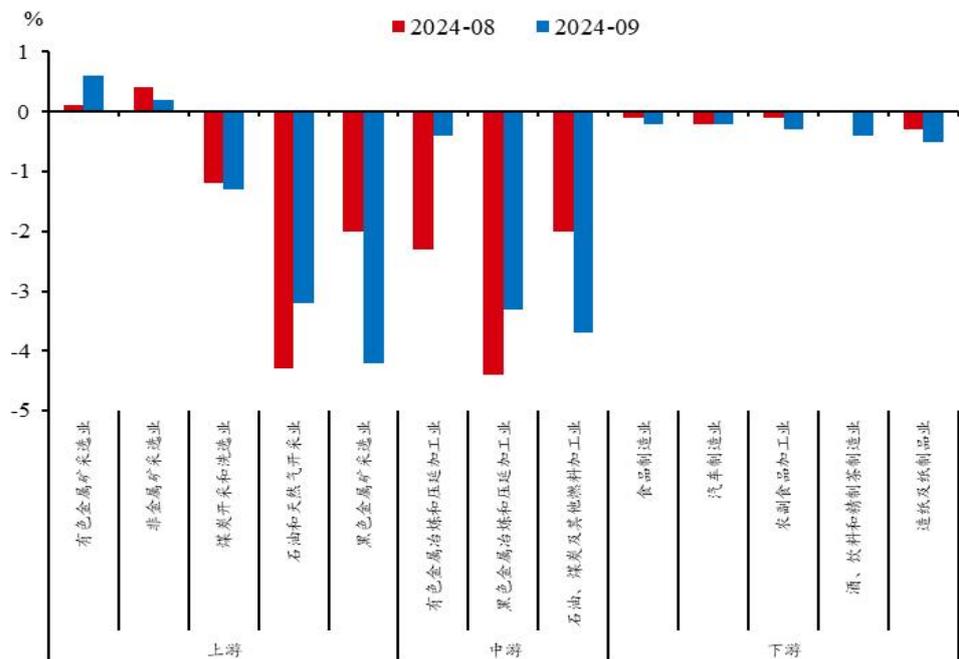
上游行业中，受国际大宗商品价格下行的传导，9 月国内石油和天然气开采业价格下降 3.2%。由于全国煤炭生产保持稳定，冬储备煤较为充足，煤炭开采和洗选业价格下降 1.3 个百分点。

中游制造方面，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。因房地产市场继续调整，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 月下半月钢材需求边际恢复，全月黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.3%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。

装备制造方面，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%，或表明相关行业受产能充裕影响价格战仍在延续。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%，可能因为全球半导体行业仍处于上行周期，以及出口高景气持续。

下游消费制造方面，汽车制造环比为-0.2%，与前值持平，可能受到了两新政策的支撑；食品制造业环比跌幅扩大 0.1 个百分点至-0.2%，酒饮料茶、农副食品加工、造纸环比跌幅有所扩大。消费制造各行业跌幅普遍走阔，也映射当前内需依然面临不足的问题。

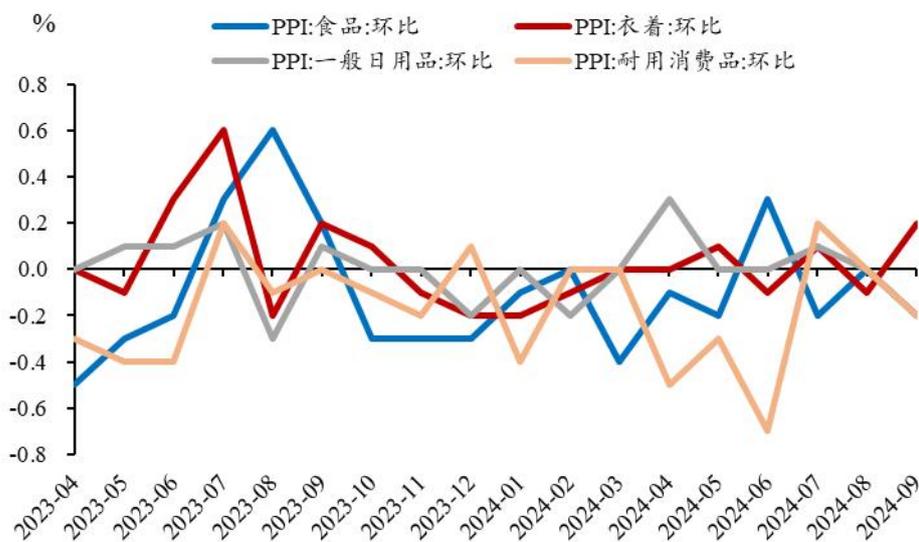
图表 7：2024 年 8 月和 9 月的 PPI 上中游主要行业环比



来源：WIND，中泰证券研究所

生活资料方面，9 月生活资料出厂价格环比为-0.1%，低于过去 5 年的同期均值（0.1%）。从具体分项来看，衣着的环比表现强于季节性，可能受益于秋冬衣服换季上新。除衣着外，食品、一般日用品和耐用消费品的环比表现均弱于季节性，三者 9 月的 PPI 环比均为-0.2%，过去 5 年同期的均值分别为 0.3%、0.04%、-0.04%，也在侧面印证消费需求不足。

图表 8：9 月下游生活资料各分项的出厂价格环比



来源：WIND，中泰证券研究所

同比方面，9月PPI同比为-2.8%，较前值降幅走阔1.0个百分点，除去年同期基数走高外，主要受到内需不足的拖累。根据统计局测算，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；新涨价因素约为-2.3个百分点，上月为-1.7个百分点，新涨价因素对PPI同比的拖累愈发明显。从大类项来看，生产资料价格下降2.0%，降幅比上月扩大1.3个百分点；生活资料价格下降1.1%，降幅扩大0.1个百分点。

总的来说，9月PPI环比降幅小幅收窄，同比降幅大幅走阔，内需不足、部分国际大宗商品价格下行是主要因素，内需不足仍是拖累PPI的核心问题。核心CPI同比进一步回落，也可印证需求不足。我们认为解决物价低迷，可能是近期政策大转向的重要目标，防止有效需求不足、物价低迷和财政减收形成负反馈。后续财政政策加力的节奏和方向，将是影响经济、物价的核心变量。

风险提示

政策变动，经济恢复不及预期，研报信息更新不及时的风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。