

价格拐点未现

——9月通胀数据点评

报告日期：2024年10月15日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL：xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

证券分析师：万琦

电话：18702133638

E-MALL：wanq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190524070001

Contents

1

食品与非食品差异缩小，CPI环比弱于季节性

2

边际走弱叠加基数走高，PPI同比降幅扩大

3

关注政策转向后的基本面演绎

- 中国9月CPI同比上涨0.4%，预期涨0.7%，前值涨0.6%。
- 中国9月PPI同比下降2.8%，预期下降2.5%，前值下降1.8%。

(%)	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
CPI同比	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0
食品	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7	-0.9	-5.9	-3.7	-4.2	-4.0	-3.2
非食品	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1	0.4	0.5	0.4	0.7	0.7
核心	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	1.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.8
CPI环比	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-1.0	1.0	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.2
食品	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0	-1.0	-3.2	3.3	0.4	0.9	-0.9	-0.8	0.3
非食品	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.3	-0.5	0.5	0.2	-0.1	-0.4	0.0	0.2
核心	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.0	0.1
PPI同比	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5
生产资料	-3.3	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	-3.0	-3.3	-3.4	-3.0	-3.0
生活资料	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-1.1	-1.2	-1.2	-0.9	-0.3
PPI环比	-0.6	-0.7	-0.2	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.4
生产资料	-0.8	-1.0	-0.3	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.5
生活资料	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.1

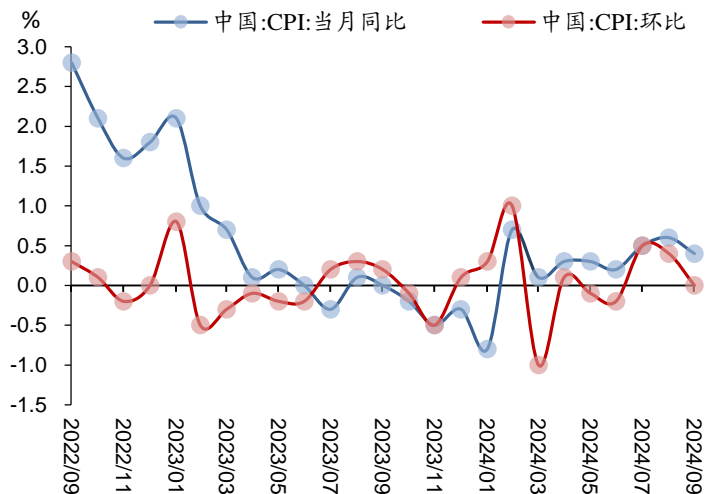
数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

01

食品与非食品差异缩小，CPI环比弱于季节性

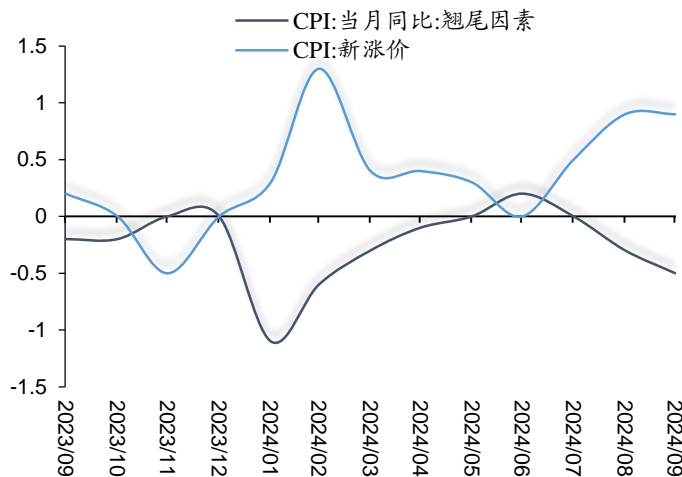
- **价格有所回踩。**中国9月CPI同比增长0.4%，较上月涨幅回落0.2个百分点，小幅低于市场预期。根据国家统计局测算，0.4%的涨幅中，翘尾影响约为-0.5个百分点，上月为-0.3个百分点；今年价格变动的新影响约为0.9个百分点，与上月持平。同比涨幅的回落主要受去年同期基数走高的影响。环比而言则持平上月，这一表现弱于季节性。
- **结构上看，食品与非食品项分化程度收窄，一方面食品项的拉动减弱，另一方面非食品项对于价格的拖累有所缓和。**9月食品价格影响CPI环比上涨约0.16个百分点，前值为0.60个百分点；非食品价格影响CPI环比下降约0.18个百分点，上月则影响CPI环比下降约0.24个百分点。
- **逻辑上来说，本月价格的向下调整主要驱动有以下几点：**一是内需偏弱的基本面影响，需求对价格的拉动有限；二是紧供给的局面有所缓和；三是国际大宗商品波动的传导效应。

CPI 环比及同比



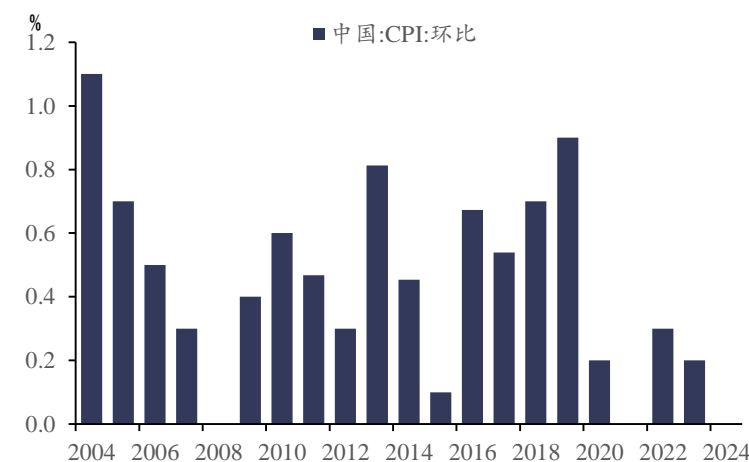
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

新涨价及翘尾因素



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

9月CPI环比

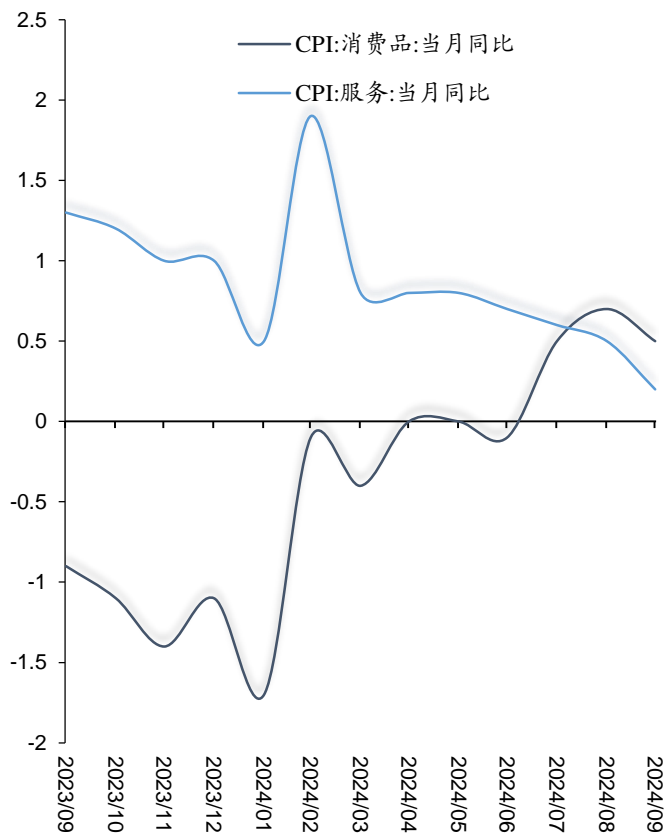


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01

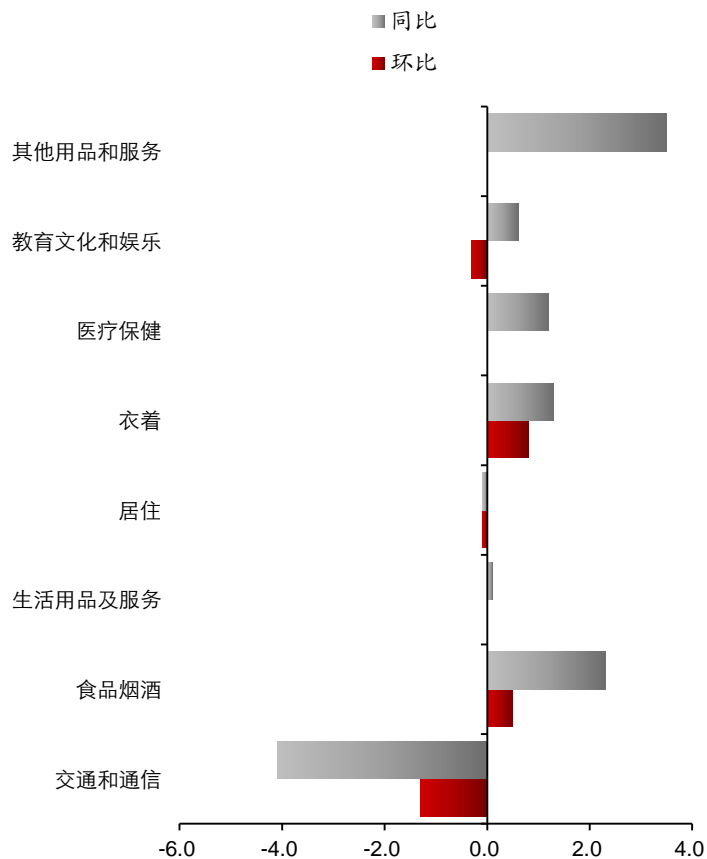
食品与非食品差异缩小，CPI环比弱于季节性

消费品及服务同比



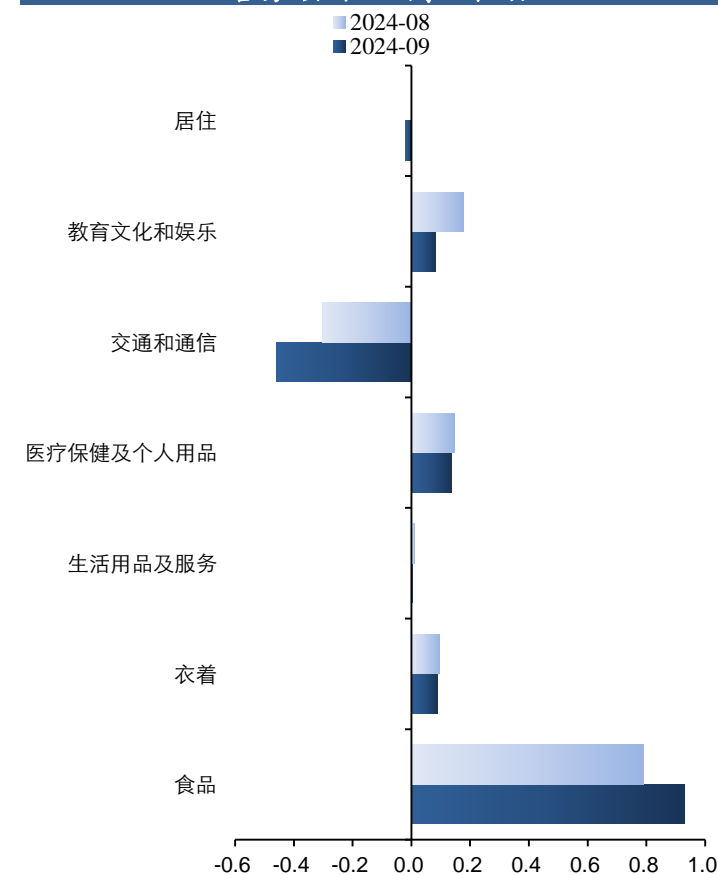
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

9月各分项价格环比及同比



数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

各分项对CPI同比拉动



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

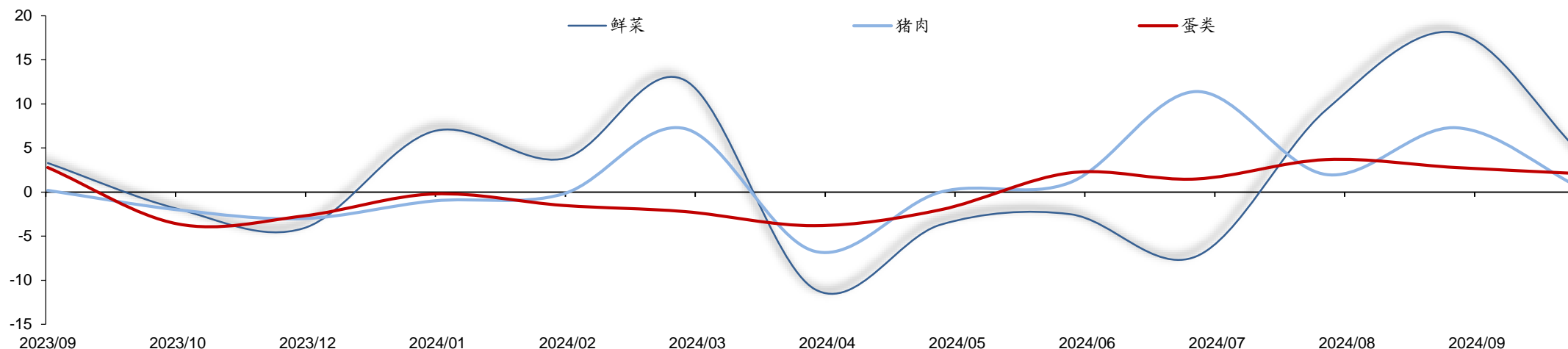
01

食品与非食品差异缩小，CPI环比弱于季节性

食品方面，

➤ 前期紧供给导致高基数，食品价格涨幅回落。9月食品价格环比继续上涨，但涨幅较上月回落2.6个百分点至0.8%。其中鲜菜、鸡蛋、鲜果和猪肉价格分别环比上涨4.3%、2.5%、2.1%和0.4%。一方面极端天气对鲜菜鲜果供给侧的扰动仍存，另一方面中秋假期以及开学季上述品类食品的需求也有阶段性释放，因此食品项价格边际而言还是有所上行，但考虑到前期紧供给推升价格形成较高基数，本月环比涨幅有所回落。另外9月高频数据显示猪价处于下行趋势中，这可能是由于养殖户增加出栏量，市场供给偏紧的局面有所缓解，但平均而言，9月猪价还是略高于8月，对于整体CPI还是存在一定支撑作用。

部分食品分项价格环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

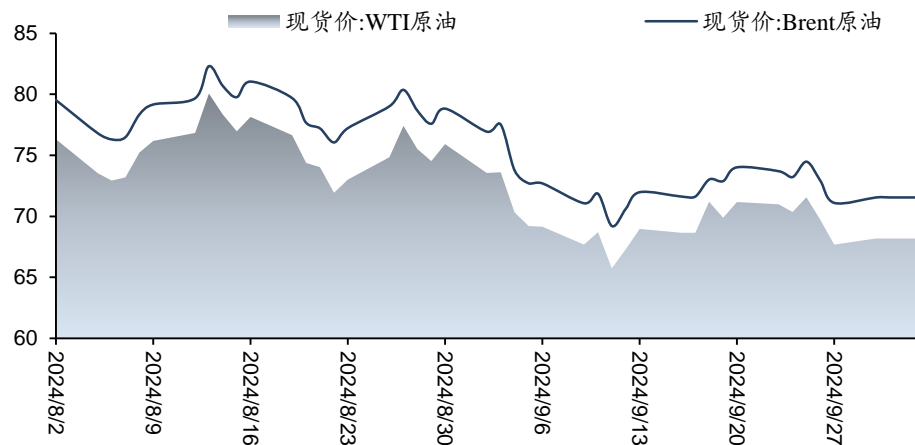
01

食品与非食品差异缩小，CPI环比弱于季节性

非食品方面，

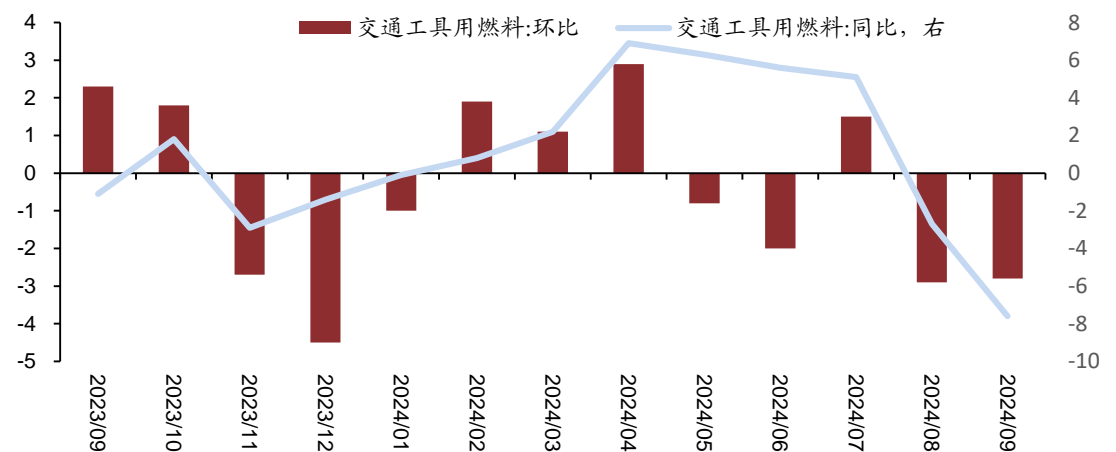
- 非食品价格边际继续走弱，但降幅有所收窄。9月非食品价格下降0.2%，降幅比上月收窄0.1个百分点，与食品的差异也有所收窄。细分结构而言，对于非食品项拖累比较明显的一是出行服务相关分项，二是能源相关。
- 国际大宗商品带动国内汽油价格边际下行。8月至9月国际原油价格向下波动调整，这也传导至国内相关能源分项，9月份汽油价格下降2.9%，持续负增。
- 重点可选消费品价格持续向下调整。9月份家用器具环比下降0.2%，通信工具环比下降0.6，交通工具则环比下降0.1%。上述重点可选消费商品价格环比降势未止，可能与家电、手机及汽车品类产品以价换量的销售策略有关，此外以旧换新政策也有可能带动上述商品的促销潮。

国际油价



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

交通燃料价格环比及同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

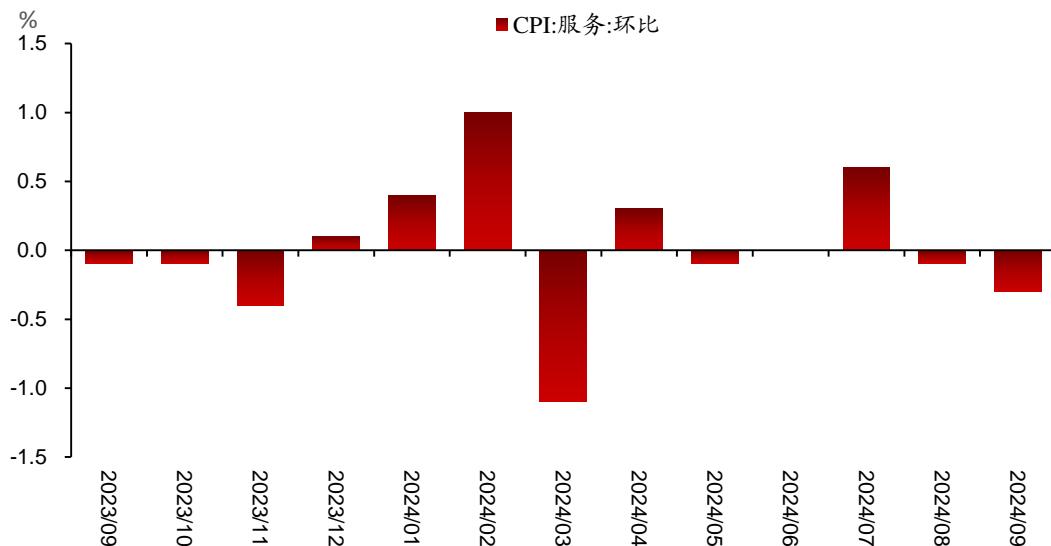
01

食品与非食品差异缩小，CPI环比弱于季节性

非食品方面，

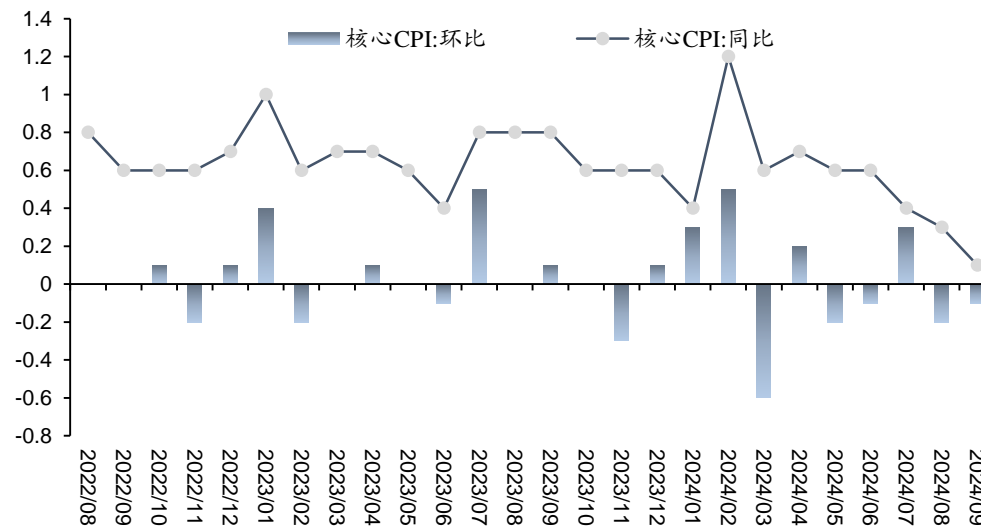
- 暑期出行热度降低，相关分项价格出现回调。本月飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别环比下降14.8%、7.4%和6.3%，主要受暑期结束，出行需求明显降温的影响。
- 核心CPI进一步走弱。本月核心CPI边际走弱迹象加重，一是同比继续回落0.2个百分点至0.1%，二是环比继续负增长，下降0.1个百分点，表现同样弱于季节性。核心CPI与国内需求紧密挂钩，这一价格信号偏弱反映出内需较疲软背景下，居民消费动能不够强劲的现实，这也是制约居民消费价格回升的一大关键。

服务项价格环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

核心CPI同比及环比



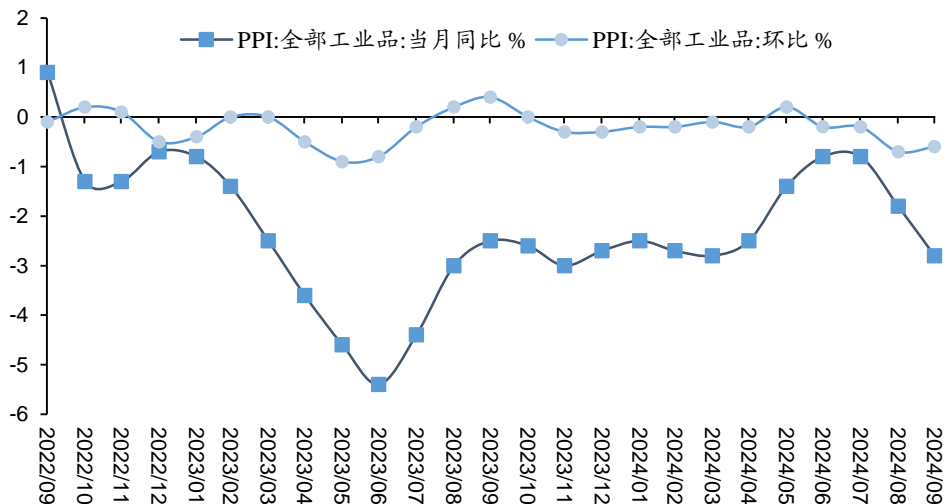
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02

边际走弱叠加基数走高，PPI同比降幅扩大

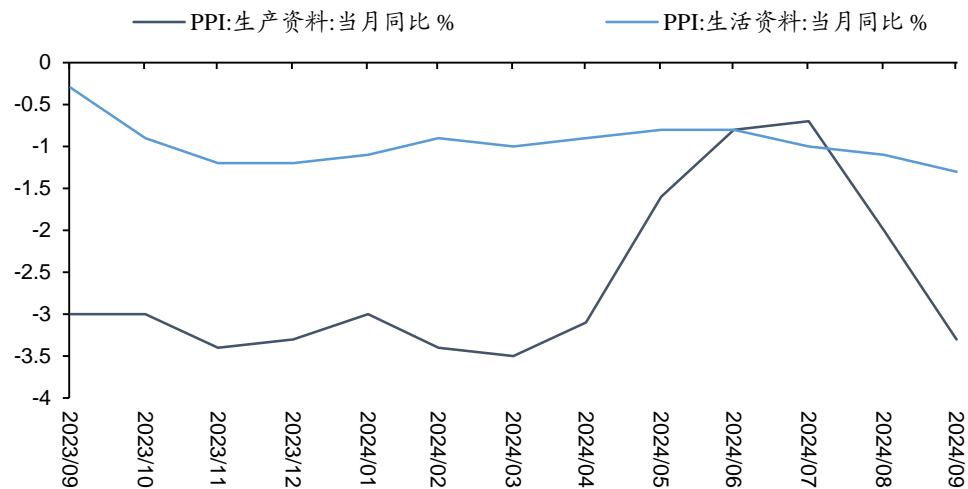
- 9月PPI同比下降2.8%，降幅较前值扩大1.0个百分点，表现低于市场预期。环比来看，本月PPI环比负增依旧，降幅比上月收窄0.1个百分点至0.6%。
- **基期与当期共同拖累PPI同比。**据国家统计局测算，本月-2.8%的PPI同比变动中，翘尾影响约为-0.5个百分点，上月为-0.1个百分点；今年价格变动的新影响约为-2.3个百分点，上月为-1.7个百分点。一方面基数走高增加同比读数压力，另一方面本月PPI环比下降，是导致同比降幅明显扩大的另一因素。
- 梳理本月PPI变动背后的驱动，大致有以下几点：供给端，部分行业产能过剩，制约价格上涨空间；需求端，国内市场有效需求不足，对价格上涨的拉动有限；外部因素方面，有色、原油等国际大宗商品波动对国内工业品价格存在传导效应。

PPI同比及环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

生产资料及生活资料同比

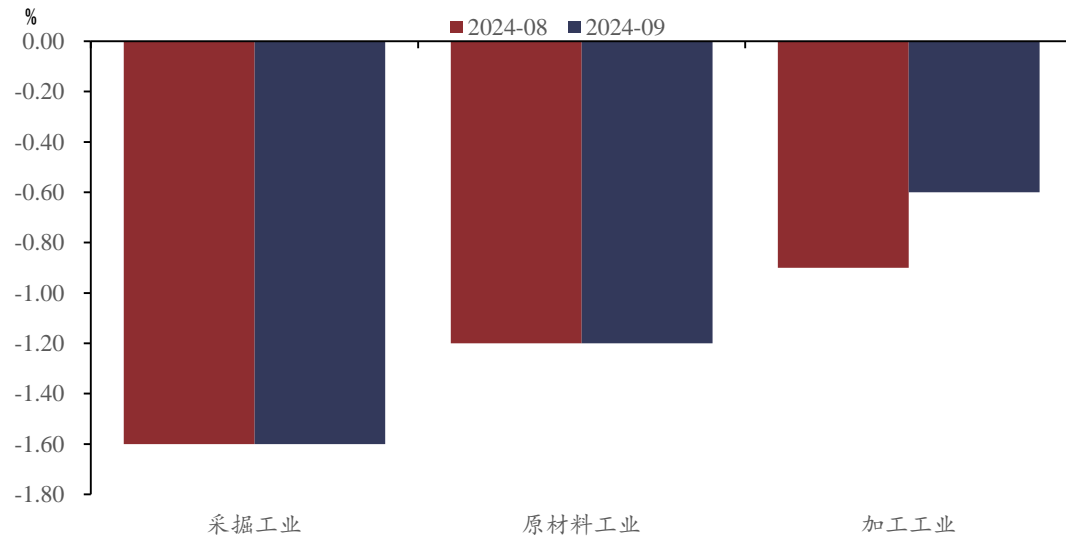


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02 边际走弱叠加基数走高，PPI同比降幅扩大

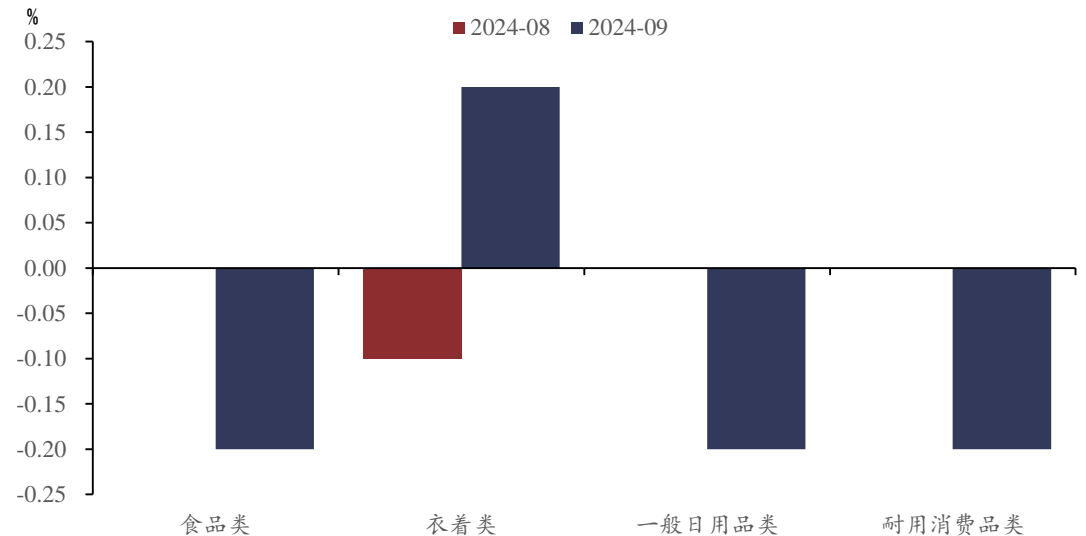
- 生产资料拖累相对明显。**与生活资料相比，生产资料仍是本月PPI的主要拖累。环比来看，生产资料下降0.8%，生活资料下降0.1%；同比来说，生产资料价格下降3.3%，生活资料价格下降1.3%。目前工业品价格压力多集中在中上游的原材料行业，生产资料下的分项数据也可印证这一点：本月采掘工业价格环比下降1.6%，原材料工业价格下降1.2%，加工工业价格下降0.6%，中上游行业环比降幅更为明显。

生产资料分项PPI环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

生活资料分项PPI环比



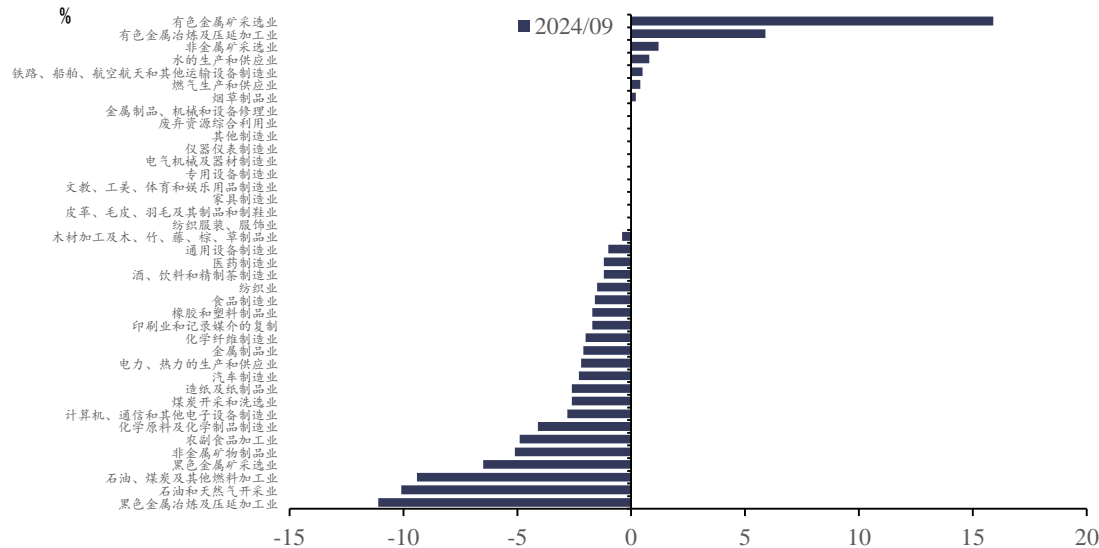
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02 边际走弱叠加基数走高，PPI同比降幅扩大

细分工业品价格来看，

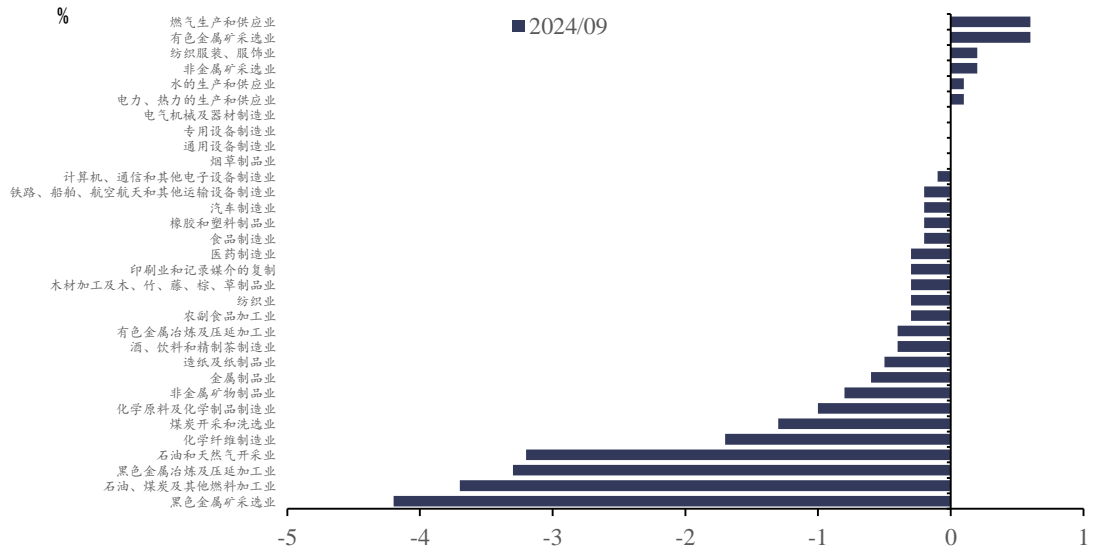
➤ **黑色、石化等高耗能行业拖累依旧。** 边际变化来看，本月黑色金属、油气及化工等行业价格向下调整相对明显。黑色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油和天然气开采业、化学原料及化学制品制造业PPI环比降幅都在1个百分点及以上。一方面国际油价下行传导至国内工业品，另一方面对于黑色这种内需定价的大宗商品，国内地产市场尚未摆脱低位调整，基建方面虽然发债筹集资金的速度加快，但实际项目推进还未见到明显提速，黑色工业品整体需求释放有限，相关工业品价格仍运行在环比负增区间。值得注意的是，9月下旬钢材品类价格因国内超预期利好政策的推出，出现了明显反弹，但本月黑色工业品价格似乎没有反映这一点，我们理解这是因为：拉长到全月口径看，9月份黑色工业品价格还是不及8月；此外，大宗商品价格变动在PPI中得到体现本身也需时间。

主要行业PPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

主要行业PPI环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

03

关注政策转向后的基本面演绎

- 9月份通胀整体不及预期，无论是居民消费品还是工业品价格同比均有回踩，除了天气、假期造成的短期波动外，国内有效需求不足更是影响通胀（尤其是核心通胀）走势的关键。结合高频数据以及9月其他宏观数据来看，弱内需这一基本面现实在9月并未出现逆转，价格相应也有所承压。
- 后续价格同比存在一定基数走低的支撑，但具体走势如何还需看价格边际上如何变动。需关注政策端情况，包括前期政策实际落地、增量政策的推出以及政策至基本面的传导效应。9月底“一行一局一会”超预期推出的政策组合拳拉开政策转向的序幕，后政治局会议、财政部发布会均向市场传达政府稳增长的决心，这有助于经济阶段性企稳，至于经济回升的动能、持续性以及价格信号能否摆脱偏弱状态，还需做进一步观察。

风险提示：

- 政策力度不及预期。
- 国内需求修复不及预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。