

# 春节错位消费平稳，内需主动力仍需夯实

## 事件点评

### CPI、PPI 点评（2024.1）

#### 投资要点

- ◆ **1月受去年同期春节错位因素造成的鲜菜鲜果价格高基数影响，CPI 同比大幅下行；核心 CPI 也打破连续三个月的稳定小幅下行。**1月受到去年同期春节假日错位因素的影响，鲜菜鲜果价格出现了大幅下滑，加之猪肉价格未改下滑趋势，二者共同拖累 CPI 同比跌幅大幅扩大 0.5 个百分点至-0.8%的近十年来新低，低于我们此前的预期；核心 CPI 打破了连续三个月的持平水平，小幅下行 0.2 个百分点至 0.4%，。国际原油价格有所反弹，但国内煤炭保供仍在持续进行，拉动 1 月 PPI 同比跌幅仅小幅收窄 0.2 个百分点至-2.5%，连续第二个月有所改善。
- ◆ **食品供给充足叠加春节错位的高基数效应，食品 CPI 同比跌幅显著扩大。**1月食品 CPI 环比 0.4%，显著低于历史上春节位于 2 月年份的当月均值水平，显示食品供给总体相当充裕，近期并无因供给趋紧而导致食品大幅涨价的担忧。食品中波动较大、权重也较高的畜肉类、鲜菜、鲜果 1 月环比分别为-0.5%、3.8%、-0.5%，均比较明显地低于 2016 年以来春节位于 2 月的年份中的 1 月环比均值。一方面显示本轮猪周期供大于求的格局可能持续更久，另一方面显示蔬果供应保障能力稳定。
- ◆ **核心 CPI 受春节错位影响短暂下行，非食品环比基本符合非春节 1 月季节性特征，显示居民商品和服务消费整体平稳，未出现进一步下探，也尚未显现明显上行动能。**由于春节错位的高基数效应，核心 CPI 同比打破连续三个月持平状态，小幅下行 0.2 个百分点至 0.4%，有望在 2 月之后随春节因素完全体现出来而再度小幅改善。从环比情况来看，代表能源价格的交通工具用燃料项 1 月环比小幅下跌 1%，近期油价小幅回升，2 月该分项环比有望企稳。扣除食品和能源的核心 CPI 中，扣除交通工具用燃料的工业消费品、房租和其他服务环比均基本符合季节性涨幅特征。消费品和服务 CPI 同比增速分别下行 0.6、0.5 个百分点至-1.7%、0.5%，也主要受春节错位效应的影响，总体消费需求年初平稳开局，仍需政策和财富效应预期蓄力。
- ◆ **国际原油价格有所反弹，但国内煤炭保供仍在持续进行，PPI 同比跌幅仅小幅收窄。**1 月国际原油价格出现一轮一定幅度的上涨，PPI 石油和天然气开采环比跌幅收窄至-0.8%，油价拉动 PPI 同比上行 0.1 个百分点；考虑到国内的煤炭保供持续进行，在全国大范围寒潮导致电力和供暖需求激增的背景下，煤炭开采及洗选业 PPI 环比仅小幅上行 0.1 个百分点，价格保持了相当平稳的状态，1 月 PPI 同比跌幅小幅收窄 0.2 个百分点至-2.5%。
- ◆ **我们预计在房价见底、房地产市场预期得到稳定的大背景下，国内的消费和投资内需都有改善倾向，在此基础上，通过个税减税等二次收入分配政策对居民的收入预期进行改善，2024 年 CPI、PPI 有望有所回升。**近期广州、苏州、上海、深圳相继宣布不同程度的房地产限购政策放松，房地产市场本轮结构性放松再度有所加码，显示政策层面希望促进各地房价水平加快企稳。当前房价的连续调整、财富效应收缩已经成为导致中等收入人群消费意愿不足的重要原因之一。如果在春节假期后、两会前见到各地房价调整到位底部趋稳、房地产市场“量缩价稳”的良好态势，则我们将明确预期今年两会采取更大力度的赤字率扩张、通过个税减税等二次收入分配政策改善中等收入人群收入预期，以形成持续的消费动能，夯实内需主动力。
- ◆ **风险提示：**消费内需复苏不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.com.cn

#### 相关报告

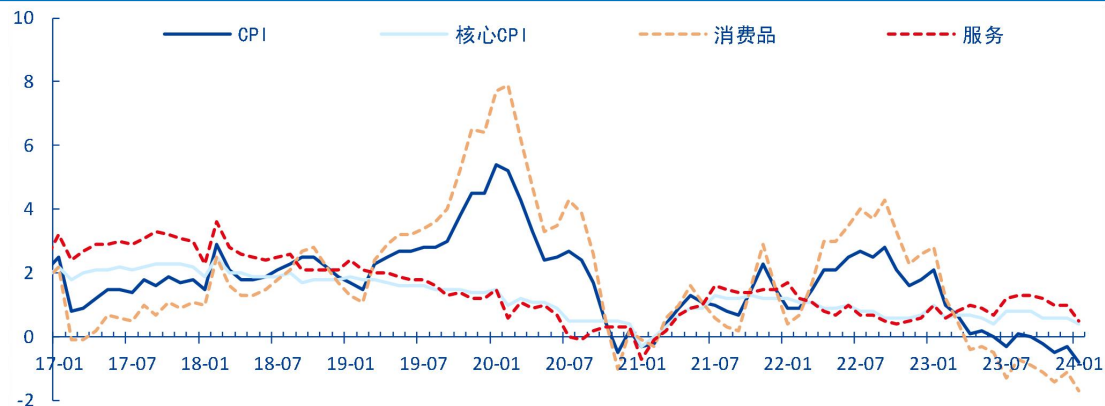
- 松地产再度加码，强非农推迟降息——华金宏观·双循环周报（第 43 期） 2024.2.3
- 美联储转鹰“三重奏”——FOMC 会议点评 2024.2.1
- PMI 低位徘徊，需求改善重在消费——PMI 点评（2024.1） 2024.1.31
- 美国经济的强劲表现是否可持续？——华金宏观·双循环周报（第 42 期） 2024.1.26
- 降准如期落实，这只是个开始 2024.1.24



一、1月受去年同期春节错位因素造成的鲜菜鲜果价格高基数影响，CPI 同比大幅下行；核心 CPI 也打破连续三个月的稳定小幅下行，当前阶段仍未见到消费内需复苏的有效内生动能。

1月受到去年同期春节假日错位因素的影响，鲜菜鲜果价格出现了大幅下滑，加之猪肉价格未改下滑趋势，二者共同拖累 CPI 同比跌幅大幅扩大 0.5 个百分点至-0.8%的近十年来新低，低于我们此前的预期；核心 CPI 打破了连续三个月的持平水平，小幅下行 0.2 个百分点至 0.4%。国际原油价格有所反弹，但国内煤炭保供仍在持续进行，拉动 1 月 PPI 同比跌幅仅小幅收窄 0.2 个百分点至-2.5%，连续第二个月有所改善。

图 1: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)

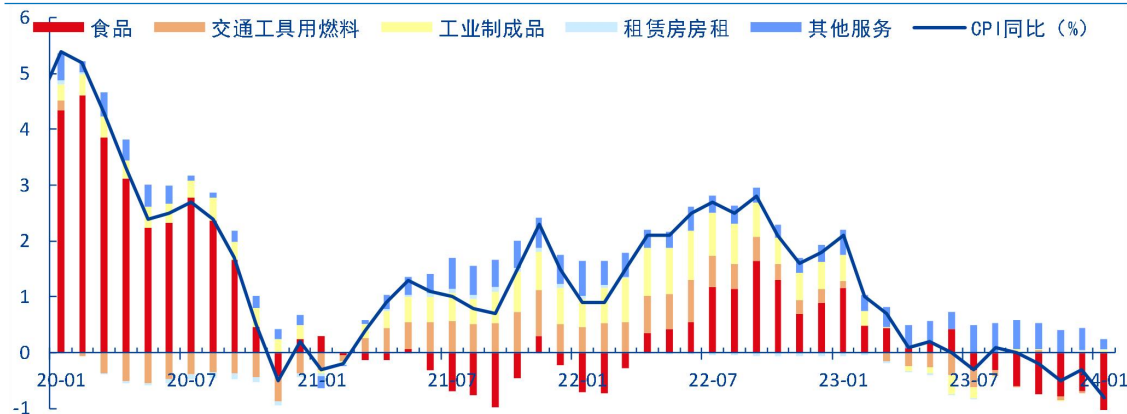


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

二、食品供给充足叠加春节错位的高基数效应，食品 CPI 同比跌幅显著扩大。

1月食品 CPI 环比 0.4%，显著低于历史上春节位于 2 月年份的当月均值水平，显示食品供给总体相当充裕，近期并无因供给趋紧而导致食品大幅涨价的担忧。食品中波动较大、权重也较高的畜肉类、鲜菜、鲜果 1 月环比分别为-0.5%、3.8%、-0.5%，均比较明显地低于 2016 年以来春节位于 2 月的年份中的 1 月环比均值。一方面显示本轮猪周期供大于求的格局可能持续更久，另一方面显示蔬果供应保障能力稳定。

图 2: CPI 同比及结构贡献 (%)

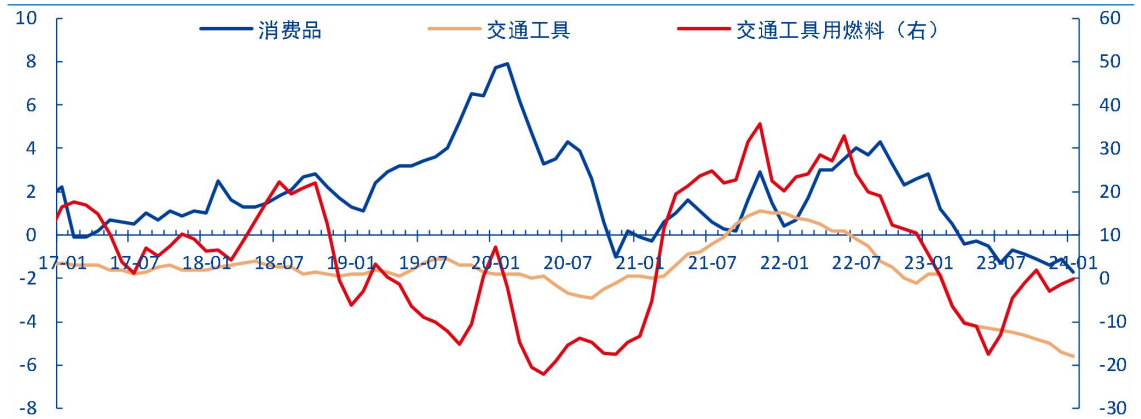


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、核心 CPI 受春节错位影响短暂下行，非食品环比基本符合非春节 1 月季节性特征，显示居民商品和服务消费整体平稳，未出现进一步下探，也尚未显现明显上行动能。

由于春节错位的高基数效应，核心 CPI 同比打破连续三个月持平状态，小幅下行 0.2 个百分点至 0.4%，有望在 2 月之后随春节因素完全体现出来而再度小幅改善。从环比情况来看，代表能源价格的交通工具用燃料项 1 月环比小幅下跌 1%，近期油价小幅回升，2 月该分项环比有望企稳。扣除食品和能源的核心 CPI 中，扣除交通工具用燃料的工业消费品、房租和其他服务环比均基本符合季节性涨幅特征。消费品和服务 CPI 同比增速分别下行 0.6、0.5 个百分点至 -1.7%、0.5%，也主要受春节错位效应的影响，总体消费需求年初平稳开局，仍需政策和财富效应预期蓄力。

图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)

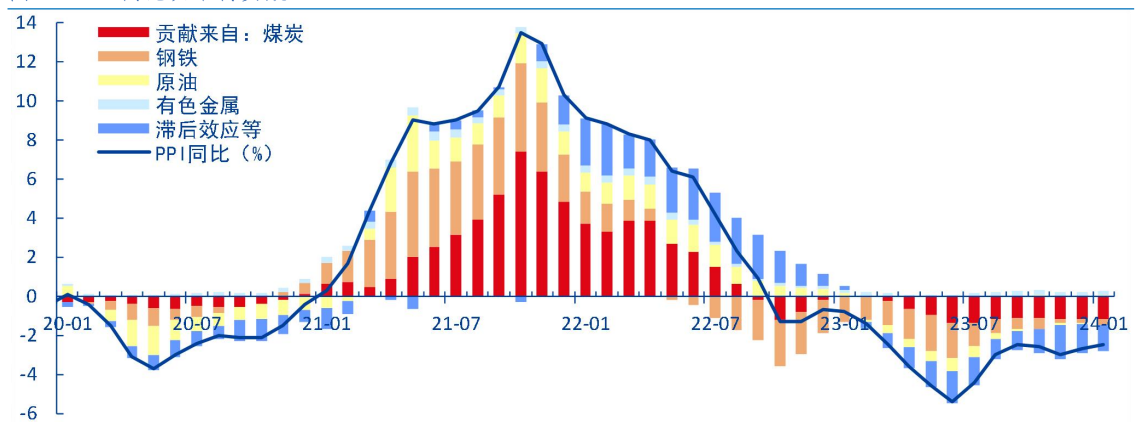


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

#### 四、国际原油价格有所反弹，但国内煤炭保供仍在持续进行，PPI 同比跌幅仅小幅收窄。

我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。1 月国际原油价格出现一轮一定幅度的上涨，PPI 石油和天然气开采环比跌幅收窄至 -0.8%，油价拉动 PPI 同比上行 0.1 个百分点；考虑到国内的煤炭保供持续进行，在全国大范围寒潮导致电力和供暖需求激增的背景下，煤炭开采及洗选业 PPI 环比仅小幅上行 0.1 个百分点，价格保持了相当平稳的状态，1 月 PPI 同比跌幅小幅收窄 0.2 个百分点至 -2.5%。

图 4: PPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

五、我们预计在房价见底、房地产市场预期得到稳定的大背景下，国内的消费和投资内需都有改善倾向，在此基础上，通过个税减税等二次收入分配政策对居民的收入预期进行改善，2024 年 CPI、PPI 有望有所回升。

近期广州、苏州、上海、深圳相继宣布不同程度的房地产限购政策放松，房地产市场本轮结构性放松再度有所加码，显示政策层面希望促进各地房价水平加快企稳。当前房价的连续调整、财富效应收缩已经成为导致中等收入人群消费意愿不足的重要原因之一。如果在春节假期后、两会前见到各地房价调整到位底部趋稳、房地产市场“量缩价稳”的良好态势，则我们将明确预期今年两会采取更大力度的赤字率扩张、通过个税减税等二次收入分配政策改善中等收入人群收入预期，以形成持续的消费动能，夯实内需主动力。

**风险提示：**消费内需复苏不及预期风险。

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)