

2024年02月08日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

剔除春节错位影响的CPI仍然弱于季节性

——国内观察：2024年1月通胀数据

投资要点

- **事件：**2月8日，统计局发布2024年1月通胀数据。1月，CPI当月同比-0.8%，前值-0.3%；环比0.3%，前值0.1%。PPI当月同比-2.5%，前值-2.7%；环比-0.2%，前值-0.3%。
- **核心观点：**总的来看，春节错位对CPI的影响较大，但剔除春节的因素来看环比也明显弱于季节性，主要拖累来自于食品、商品，服务类价格表现相对稳定。2月CPI或有一定程度回升，但往后CPI的回升仍需政策加力。PPI受传统施工淡季影响，3月集中开工后，保交楼、万亿国债政策的落地效果或有进一步体现。总的来看，1月通胀回落后，实际利率水平进一步抬升，关注2月政策利率及LPR利率的变动。
- **虽有春节错位影响，但CPI环比仍明显弱于季节性。**1-2月CPI通常存在春节错位扰动，我们以2010年以后春节位于2月的年份测算环比均值为0.65%，2024年1月CPI环比为0.3%，虽然较前值有所上升，但仍明显弱于季节性。其中，食品环比仅0.4%（2010年以来剔除春节错位影响均值2.15%），是主要拖累项，非食品环比0.2%（均值0.18%），基本持平于季节性。
- **猪价基数回落，同比拖累收窄。**据农业农村部数据，1月猪肉平均批发价20.09元/公斤，较上月的20.21元/公斤小幅回落，但基数回落的影响明显（2022年12月29.31元/公斤降至2023年1月23.83元/公斤），CPI中猪价同比降幅收窄至-17.30%（+8.8pct）。1月下旬以来猪价出现了一定程度反弹，主要受季节性需求增加影响。但从供给来看，2023年能繁母猪存栏整体维持去化的趋势，但截至12月数据仍然高于4100万头，去化速度偏慢。预计后续猪价大幅上涨的可能性不高，但对CPI的拖累可能会逐步减弱。寒潮对鲜菜供应影响持续，叠加需求上升，鲜菜价格环比上涨3.8%，而鲜果供应相对充足，环比下跌0.5%。
- **商品消费偏弱，服务消费偏强。**12月消费品价格环比0.2%（2010年以来剔除春节错位影响均值0.81%），虽然延续正增长，但明显弱于季节性。服务消费价格环比0.4%（2010年以来剔除春节错位影响均值0.40%），持平于季节性，在近5年内属于相对优异的表现。从价格层面可以反映出服务消费的表现要强于商品消费。
- **基数以及去年同期疫情放开后的返乡高峰影响，核心通胀同比回落。**受服务的带动，核心CPI环比0.3%，但由于去年同期恰逢疫情放开后春节返乡高峰，同比基数由0.7%跃升至1.0%，高基数下虽然环比超季节性（2010年以来剔除春节错位影响均值0.19%），但同比由0.6%降至0.4%。
- **PPI环比同比继续为负，但降幅收窄，后续观察需求端政策落地效果。**1月PPI环比-0.2%，降幅较上个月有所收窄，略弱于季节性（近5年同期均值0.04%）。从工业品需求来看，整体进入传统施工淡季。发改委表示下达增发国债第三批项目清单，安排资金2000亿元，自此1万亿增发国债项目全部下达完毕，预计农历新年后，相关工业品需求有望得到提振。另外，房地产白名单落地速度加快，第一批城中村改造专项借款已落地，意味着PSL投放的效果开始显现，对水泥、钢铁等房地产相关工业品需求或有一定支撑。分产业来看，原油、有色等价格回落，带动1月相关产业PPI回落；钢材节前补库需求增加，黑色金属冶炼和压延加工业环比上涨；寒潮引起部分地区采暖需求增加，煤炭开采和洗选业价格微涨。
- **风险提示：**政策落地不及预期，海外金融市场风险。

正文目录

1. 春节错位影响，环比弱于季节性.....	4
2. PPI 环比同比继续为负，但降幅收窄，后续观察需求端政策落地效果	5
3. 核心观点	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, %	4
图 3 2 月为春节所在年份对应 1 月 CPI 环比, %.....	5
图 4 猪肉平均批发价月平均, 元/公斤.....	5
图 5 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 6 2 月为春节所在年份对应 1 月核心 CPI 环比, %	5
图 7 PPI 当月同比, %	6
图 8 PPI 生产和生活资料类同比, %	6
图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %.....	6
图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, %	6

事件: 2月8日, 统计局发布2024年1月通胀数据。1月, CPI当月同比-0.8%, 前值-0.3%; 环比0.3%, 前值0.1%。PPI当月同比-2.5%, 前值-2.7%; 环比-0.2%, 前值-0.3%。

1. 春节错位影响, 环比弱于季节性

虽有春节错位影响, 但CPI环比仍明显弱于季节性。1-2月CPI通常存在春节错位扰动, 我们以2010年以后春节位于2月的年份测算环比均值为0.65%, 2024年1月CPI环比为0.3%, 虽然较前值有所上升, 但仍明显弱于季节性。其中, 食品环比仅0.4% (2010年以来剔除春节错位影响均值2.15%), 是主要拖累项, 非食品环比0.2% (均值0.18%), 基本持平于季节性。

猪价基数回落, 同比拖累收窄。据农业农村部数据, 1月猪肉平均批发价20.09元/公斤, 较上月的20.21元/公斤小幅回落, 但基数回落的影响明显 (2022年12月29.31元/公斤降至2023年1月23.83元/公斤), CPI中猪价同比降幅收窄至-17.30% (+8.8pct)。1月下旬以来猪价出现了一定程度反弹, 主要受季节性需求增加影响。但从供给来看, 2023年能繁母猪存栏整体维持去化的趋势, 但截至12月数据仍然高于4100万头, 去化速度偏慢。预计后续猪价大幅上涨的可能性不高, 但对CPI的拖累可能会逐步减弱。寒潮对鲜菜供应影响持续, 叠加需求上升, 鲜菜价格环比上涨3.8%, 而鲜果供应相对充足, 环比下跌0.5%。

商品消费偏弱, 服务消费偏强。12月消费品价格环比0.2% (2010年以来剔除春节错位影响均值0.81%), 虽然延续正增长, 但明显弱于季节性。服务消费价格环比0.4% (2010年以来剔除春节错位影响均值0.40%), 持平于季节性, 在近5年内属于相对优异的表现。从价格层面可以反映出服务消费的表现要强于商品消费。

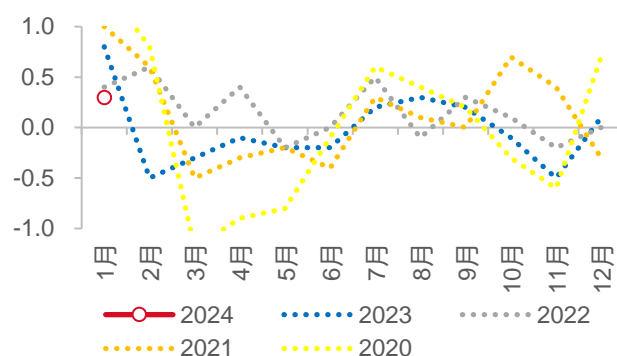
基数以及去年同期疫情放开后的返乡高峰影响, 核心通胀同比回落。受服务的带动, 核心CPI环比0.3%, 但由于去年同期恰逢疫情放开后春节返乡高峰, 同比基数由0.7%跃升至1.0%, 高基数下虽然环比超季节性 (2010年以来剔除春节错位影响均值0.19%), 但同比由0.6%降至0.4%。

图1 CPI 当月同比, %



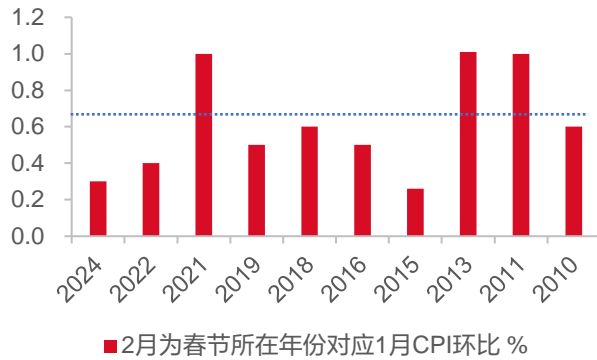
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律, %



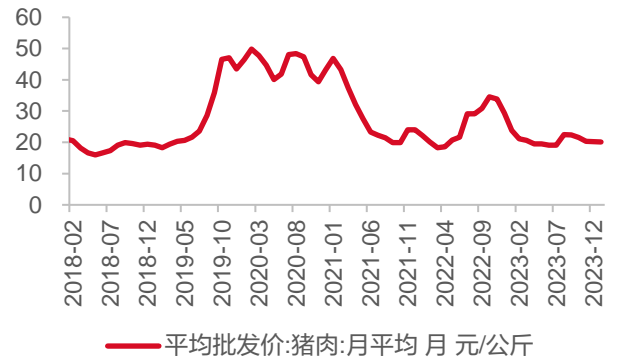
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图3 2月为春节所在年份对应1月CPI环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 猪肉平均批发价月平均，元/公斤



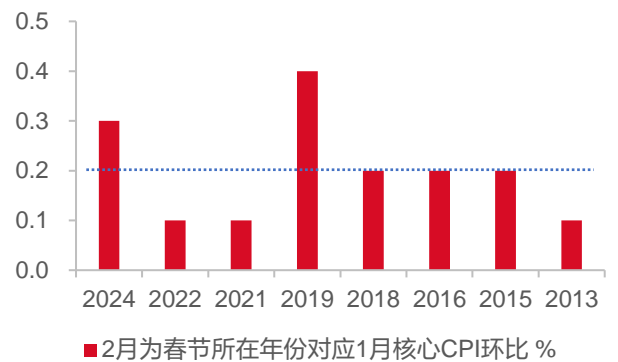
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心CPI当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 2月为春节所在年份对应1月核心CPI环比，%

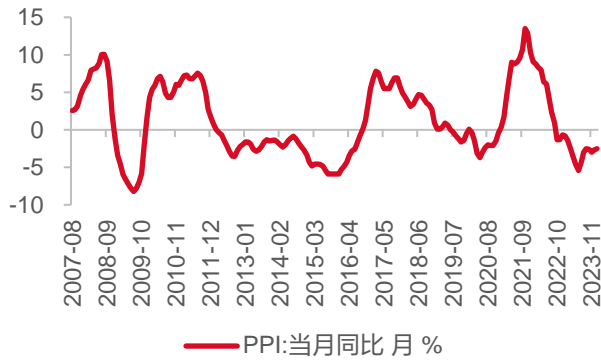


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.PPI 环比同比继续为负，但降幅收窄，后续观察需求端政策落地效果

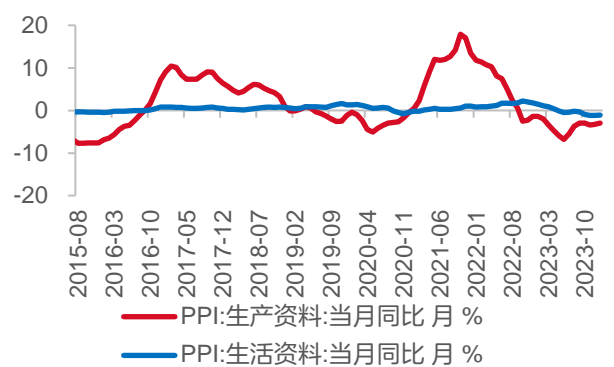
PPI 环比同比继续为负，但降幅收窄，后续观察需求端政策落地效果。1 月 PPI 环比-0.2%，降幅较上个月有所收窄，略弱于季节性（近 5 年同期均值 0.04%）。从工业品需求来看，整体进入传统施工淡季。发改委表示下达增发国债第三批项目清单，安排资金 2000 亿元，自此 1 万亿增发国债项目全部下达完毕，预计农历新年后，相关工业品需求有望得到提振。另外，房地产白名单落地速度加快，第一批城中村改造专项借款已落地，意味着 PSL 投放的效果开始显现，对水泥、钢铁等房地产相关工业品需求或有一定支撑。分产业来看，原油、有色等价格回落，带动 1 月相关产业 PPI 回落；钢材节前补库需求增加，黑色金属冶炼和压延加工业环比上涨；寒潮引起部分地区采暖需求增加，煤炭开采和洗选业价格微涨。

图7 PPI 当月同比, %



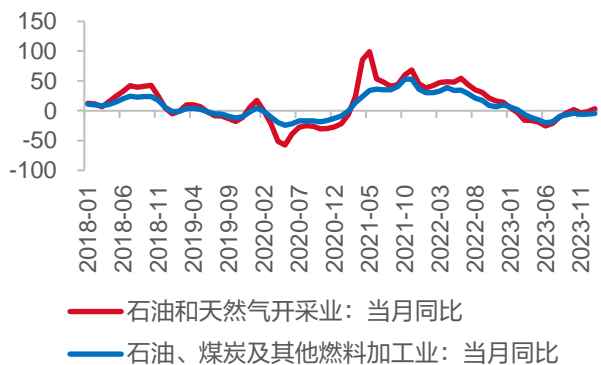
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比, %



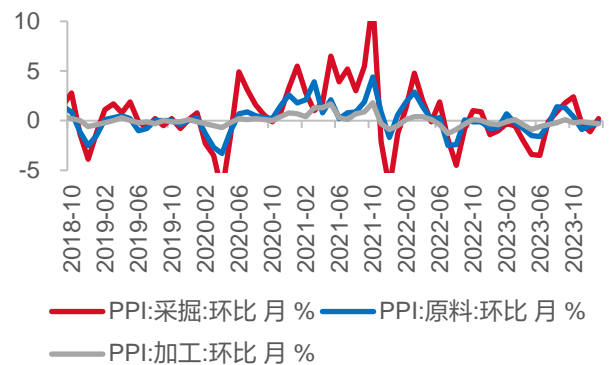
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 采掘、原料、加工环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.核心观点

总的来看，春节错位对 CPI 的影响较大，但剔除春节的因素来看环比也明显弱于季节性，主要拖累来自于食品、商品，服务类价格表现相对稳定。2 月 CPI 或有一定程度回升，但往后 CPI 的回升仍需政策加力。PPI 受传统施工淡季影响，3 月集中开工后，保交楼、万亿国债政策的落地效果或有进一步体现。总的来看，1 月通胀回落后，实际利率水平进一步抬升，关注 2 月政策利率及 LPR 利率的变动。

4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089