

宏观点评 20240219

春节错位下的 1 月通胀数据

2024 年 02 月 19 日

■ **事件：**2 月 8 日统计局公布 2024 年第一份通胀数据：1 月 CPI 同比下降 0.8%，环比上涨 0.3%；1 月 PPI 同比下降 2.5%，环比下降 0.2%。

一、春节错位影响 CPI 同比读数偏低。1 月整体 CPI 同比下降 0.8%，录得 2009 年以来最低读数，主要受 2023 年春节落在 1 月以及疫后恢复涨价导致的高基数影响。1 月食品价格同比下降 5.9%，已连续 7 个月降幅走阔，为整体 CPI 同比走弱主要拖累因素。1 月核心 CPI 同比收窄至 0.4% 同样受春节错位影响，参考同为 2 月中旬春节的 2021 年，其 1 月核心 CPI 同比大幅走弱至 -0.3%。

二、CPI 环比连月回升显示实际需求持续修复。1 月整体 CPI 环比上涨 0.3%，显示实体需求有边际改善迹象。其中 1 月食品价格环比上涨 0.4%，主要受寒潮天气影响驱动；1 月核心 CPI 环比涨幅同样走阔至 0.3%。不过整体 CPI 环比涨幅仍略低于季节性，显示价格修复动能仍在积蓄。

三、服务与非食品消费品价格回暖。1 月服务 CPI 环比上涨 0.4% 符合季节性，且高于晚春年份同期数据（2021 年、2018 年、2016 年），反映旅游与外出消费的需求有明显改善。同时 1 月非食品消费品同比首次转正，居民可选商品消费有回暖迹象。乘联会公布 1 月乘用车市场零售同比增长 57.4%，综合多因素来看，1 月消费数据预计不差。

四、PPI 环比修复动力有限。1 月 PPI 环比下降 0.2%，同比因去年同期基数走弱回升至 -2.5%。内部因素来看，节前生产开工景气有限，环比价格主要受上游端黑色及有色金属采选支撑，而下游行业生产价格普遍回落；外部方面，1 月国际油价下跌带动国内油气化工价格回落，为 PPI 环比下降的主要拖累。

五、一季度平减指数仍有继续处于负区间的风险。1 月通胀数据继续反映需求复苏波动的特征，往后看，2 月 CPI 同比预计因春节错位而反弹转正，后续回到温和复苏趋势，而 PPI 同比在一季度或仍在 -2.0% 水平波动，导致一季度 GDP 平减指数连续第四个季度处于负区间。从节奏上看，CPI 同比转正的时点预计早于 PPI 同比。

再通胀斜率偏缓亟需政策加码。节前降准对实体经济的修复作用有限，而近期一线楼市限购解绑与地产融资推进的政策效果还有待节后观察，就目前偏低的价格水平来看，宏观政策有必要在节后加码以加速本轮“再通胀”进程。我们预计春节假期后 2 月 LPR 有 5-10bp 的调降可能，流动性偏充裕的背景下 2-3 月政府债发行节奏也有望加快（一季度政府债净融资需求达 1.7 万亿水平才能较好地防资金空转且维持财政力度）。

■ **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。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

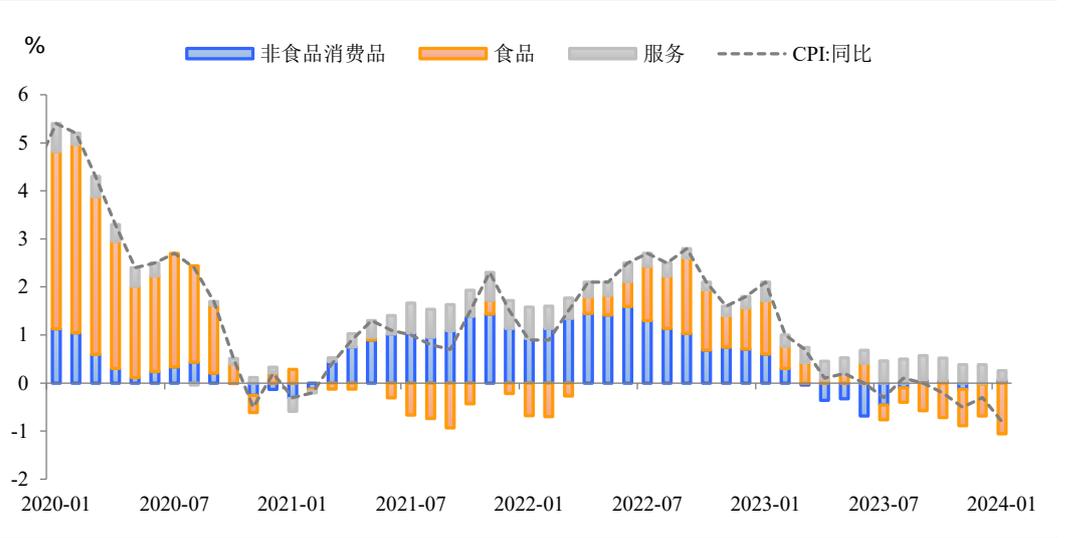
《今年春节“热辣滚烫”了吗？》

2024-02-17

《三条线索透视假期“乐观向上”的海外市场》

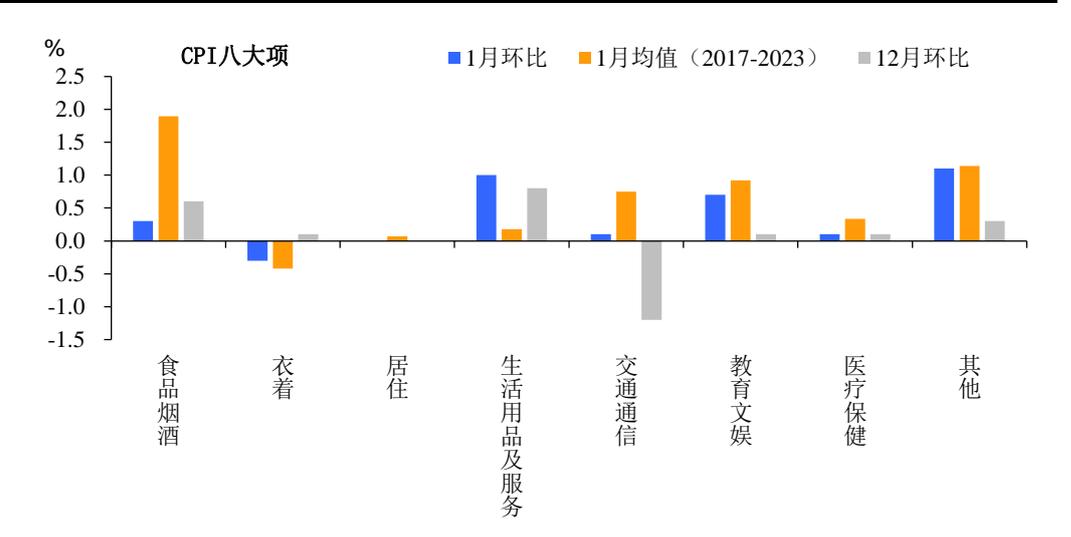
2024-02-17

图1: CPI 同比三分法



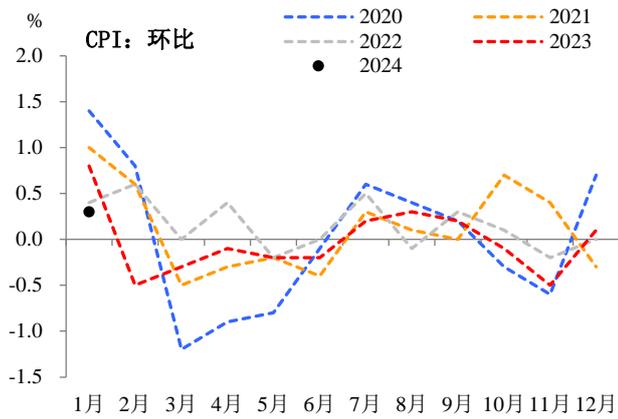
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: CPI 八大分项环比: 食品烟酒拖累显著



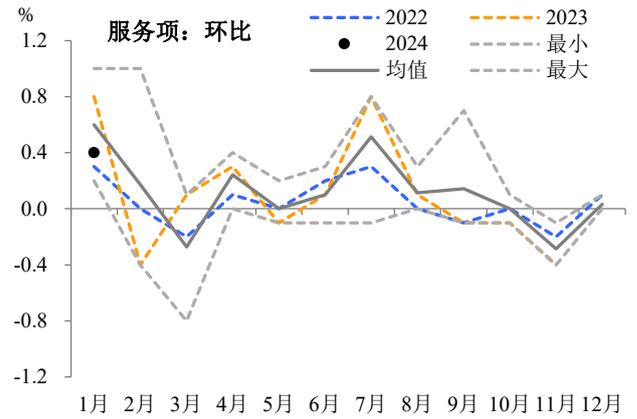
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 1月CPI环比涨幅弱于季节性



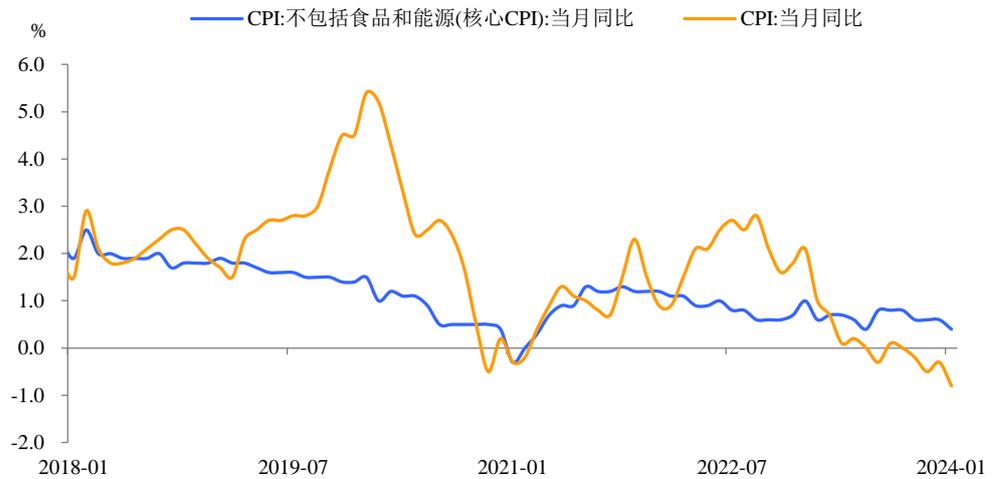
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 1月CPI服务项涨幅不低



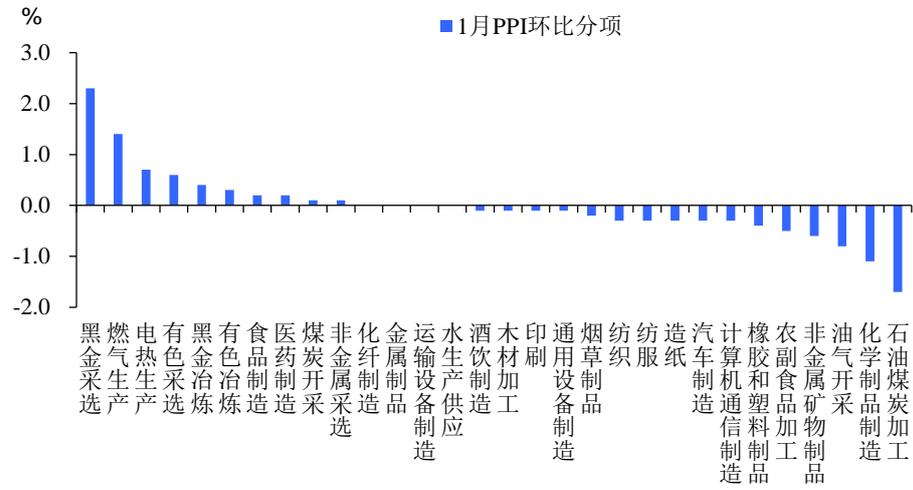
注: 平均值取值范围为2017-2023年
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 1月核心CPI同比回落至0.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: PPI 环比分项: 上游黑金有色矿采涨幅居前



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>