

## PPI改善不及预期，等待政策发力

### 主要结论：

2月CPI同比上涨0.7%（前值-0.8%），主要受春节错月效应影响，环比上行1.0%（前值0.3%），其中翘尾因素影响为-0.6%，新涨价因素影响为1.3%。PPI同比-2.7%，环比下降0.2%。

#### ● 服务价格带动CPI环比超预期上行，下游需求恢复缓慢拖累PPI改善

**服务价格超预期上行，交通工具使用维修和旅游是主要贡献项。**非食品中，服务价格上涨1.0%，处于过去十年中的最高值位置，主要源于交通工具使用维修和旅游价格的快速上涨。受国际油价上行影响，2月交通工具燃料环比同样上涨1.9%。值得注意的是家庭服务价格春节期间意外下行。食品中，鲜菜和猪肉价格分别上涨12.7%和7.2%，2月猪肉和鲜菜的超预期涨幅带动食品项上涨较多。

**PPI环比延续下行，上游石油相关行业价格上涨，中游的设备和下游的消费品价格走低。**国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采、黑色金属矿、中游的石油、煤炭及燃料加工业、化学纤维、有色金属冶炼等价格上涨。受春节假日房地产、基建项目停工等因素影响，钢材、水泥等行业需求减少，黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格下降。受部分行业产能过剩的影响，中游设备的锂离子电池制造、新能源车整车制造、计算机通信和其他电子设备制造业价格下行。

#### ● 我们的分析：春节带动了CPI回升，PPI回暖需要政策支持

2月CPI环比涨幅超预期主要受蔬菜、交通和旅游项贡献。后续猪肉价格短期内难以回升，蔬菜在不出现极端天气扰动的情况下，预计后续价格总体走势符合季节性特征。2月旅游价格更是创下10年来最高涨幅，释放出消费需求修复的信号。

2月PPI环比延续回落，3月是工业企业复工复产高峰，市场需求将转旺，将带动工业品需求上行，从而带动黑色金属、有色金属及非金属建材等市场回暖。此外，今年政府工作报告内容显示，财政政策的“适度加力”进一步显现，内需的企稳回升有望支撑未来价格的稳定走高。

#### ● 整体上CPI二季度转正、PPI三季度转正

3月份CPI的翘尾因素1.0%左右，新涨价因素在-0.9%左右，同比预计0.1%左右。随后物价会进入正常波动区间，居民生活消费的稳定小幅支撑CPI。

3月份PPI的翘尾因素在-2.4%左右，这将拖累PPI的回升势头，新涨价因素在0.1%左右，同比预计收窄至-2.3%左右。在房地产疲软的情况下，出口形势好转给与PPI支撑，政府支持项目的加快建设有望成为带动PPI环比上行的贡献力量。

我们预计1季度CPI和PPI增速分别为0%和-2.5%，全年分别预计在0.7%和-0.6%左右运行。整体节奏上，预计CPI二季度转正、PPI三季度转正。

### 分析师

许冬石

☎：010-83574134

✉：xudongshi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

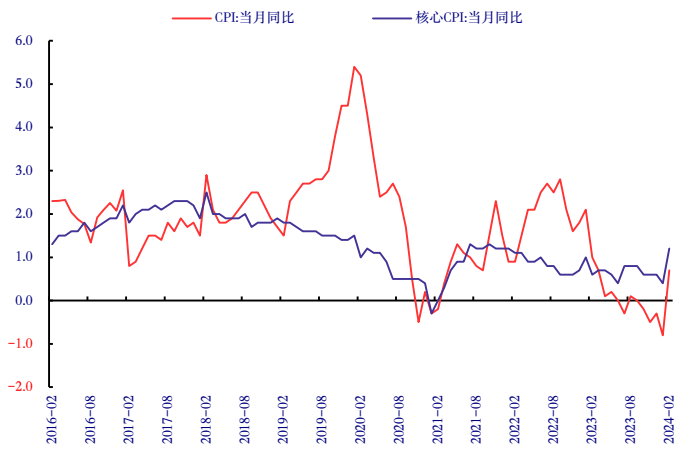
### 风险提示：

1. 房地产持续回落的风险
2. 大宗商品大幅下行的风险

## 一、CPI：服务价格带动 CPI 环比超预期上行

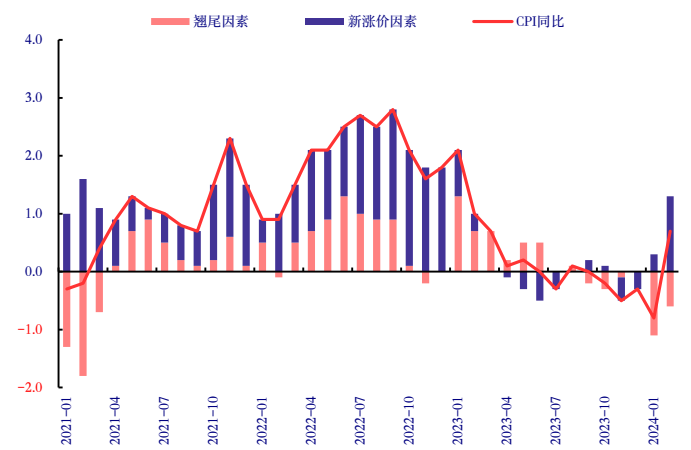
2 月份 CPI 环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点；同比转正为 0.7%，回升较多。2 月 CPI 同比上涨 0.7%（前值-0.8%），高于 Wind 一致预期（+0.4%），主要春节错月效应影响，其中翘尾因素影响为-0.6%，新涨价因素影响为 1.3%。2 月份 CPI 环比上行 1.0%（前值 0.3%），其中消费品价格环比上行 1.1%（前值 0.2%），服务价格上行 1.0%（前值 0.4%），过去五年春节在 2 月份年份的环比均值为 0.52%，服务价格修复改善推动 CPI 环比上行。核心 CPI 同比增速 1.2%，比上个月上升 0.8%。

图1：CPI 与核心 CPI 同比回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：CPI 翘尾和新涨价因素（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2 月份 CPI 环比上涨 1.0%，服务项中，教育文化娱乐价格上涨 1.7%，拉动 CPI 上涨约 0.19%；交通通信价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨 0.21%；医疗保健价格上涨 0.4%，拉动 CPI 上涨约 0.07%，其它服务项中，居住价格持平；生活用品及服务、衣着、其他用品及服务价格分别下降 0.5%、0.2%和 0.2%。商品项中，鲜菜价格上涨 12.7%，影响 CPI 上涨 0.28%；水产品价格上涨 6.2%，影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点；猪肉价格上涨 7.2%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点。

**第一、服务价格超预期上行，交通燃料和旅游是主要贡献项，家庭服务和其它商品服务不及预期。**服务价格上涨 1.0%，处于过去十年中的最高值位置，过去五个春节在 2 月份的年份的环比均值为 0.52%，主要源于交通工具燃料和旅游价格的快速上涨。受国际油价上行影响，2 月交通工具燃料环比上涨 1.9%，过去五年环比均值为+0.66%，带动交通和通信项价格影响 CPI 上行约 0.21%。根据文化和旅游部数据中心 2 月 18 日测算，春节假期国内旅游出游人次同比增长 19.0%（按可比口径较 2019 年同期），国内游客出游总花费同比增长 7.7%，旅游出行的快速上涨带动旅游价格环比增长 13.1%，过去五年的环比均值为 5.2%。此外，家用服务价格环比下降 1.7%，其它商品服务环比下降 0.2%，表现均低于过去五年均值。

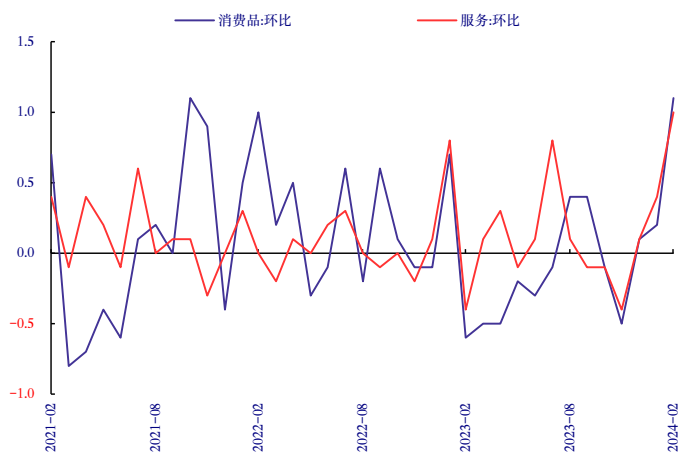
**第二、春节消费需求增加，食品项价格上涨较多。**春节期间消费需求增加，加之部分地区雨雪天气影响供给，鲜菜、猪肉、水产品 and 鲜果价格分别上涨 12.7%、7.2%、6.2%和 4.3%，合计影响 CPI 上涨约 0.58 个百分点。过去五年，猪肉价格的环比均值为-1.9%，蔬

菜价格的环比均值为 12.7%，2 月猪肉和鲜菜的超预期涨幅带动食品项上涨较多。

**第三、水电、交通、教育、中药价格基本稳定，衣着、快递、通信工具等价格下降。** 交通工具价格上行 0.1%，水电、家用器具、通信服务、教育、西药价格持平，符合季节性波动。中药价格同比上涨放缓，环比连续五个月保持稳定低增长。其它商品中，衣着和通信工具价格环比分别下行 0.2% 和 1.1%。

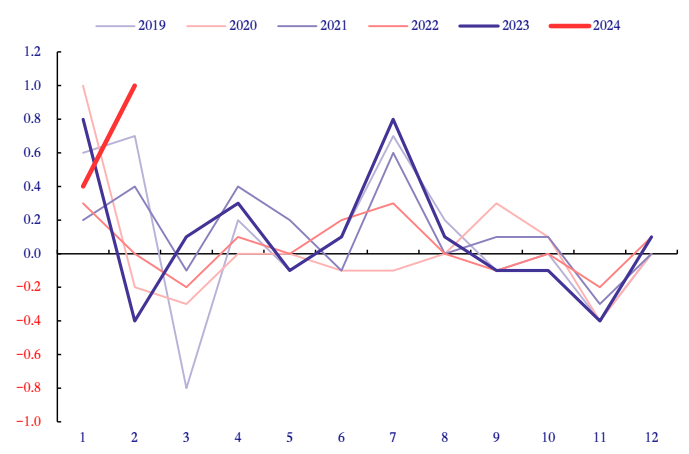
**第四、核心价格环比持续回升，同比大幅上行。** 2 月份核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅。

图3: CPI 商品和服务项价格变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 服务项价格环比季节性变动 (%)

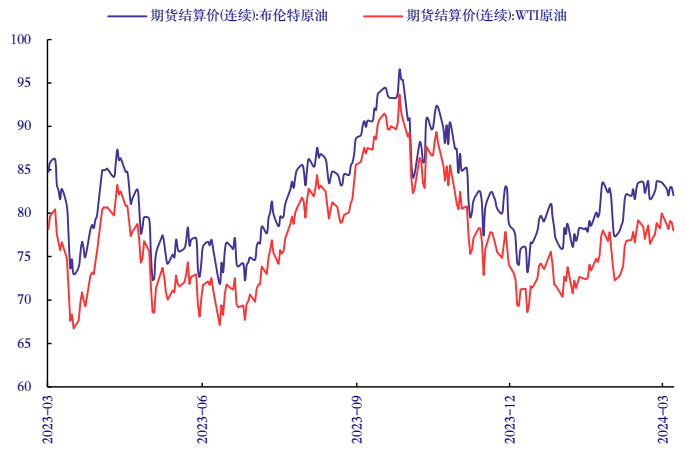


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

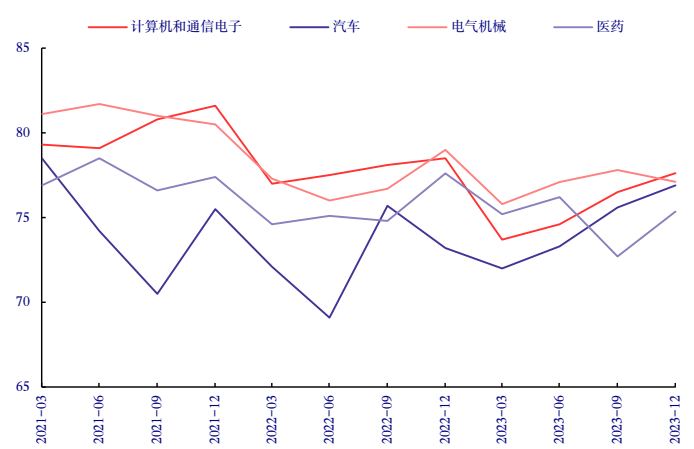
## 二、PPI: 下游需求恢复缓慢拖累 PPI 改善

2 月份 PPI 环比下降 0.2%，降幅与上月相同；同比下降 2.7%，降幅略有扩大。2 月份生产资料价格环比下行 0.3%，降幅比上月扩张 0.1 个百分点，主要受春节假日、工业生产处于传统淡季等因素影响。生活资料价格延续小幅走低态势，居民需求恢复缓慢。

**PPI 环比延续下行，上游石油相关行业价格上涨，中游的设备和下游的消费品价格走低。** 国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采 (+2.5%)、黑色金属矿 (+0.2%)、中游的石油、煤炭及燃料加工业 (+0.2%)、化学纤维 (+0.7%)、有色金属冶炼 (+0.3%) 等价格上行。受北方气温偏高，采暖用煤需求减少，加之非电用煤需求季节性偏弱影响，煤炭开采和洗选业价格下降 0.7%。受春节假日房地产、基建项目停工、第四轮焦炭提降快速落地等因素影响，钢材、水泥等行业需求减少，黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格分别下降 0.4%、1.4%。2 月份居民生活用品以下跌为主，其中一般日用品行业出厂价格下行，下游的农副食品 (-0.3%)、食品 (-0.6%)、医药 (-0.3%) 价格小幅下行，受部分行业产能过剩的影响，中游设备的锂离子电池制造、新能源车整车制造、计算机通信和其他电子设备制造业价格分别下降 0.5%、0.4%、0.1%。

**图5：2 月份国际原油价格上行（美元/桶）**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

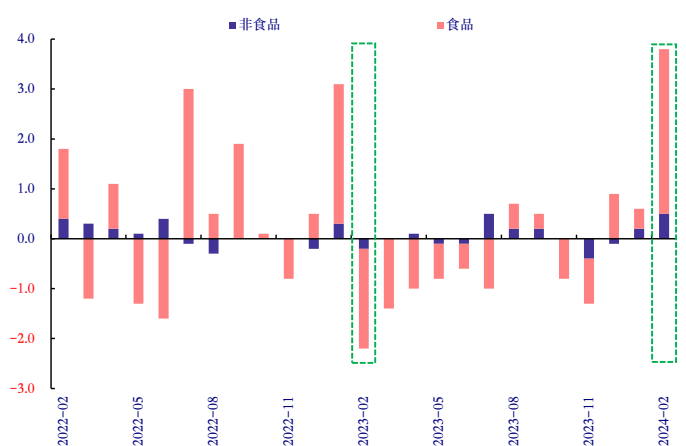
**图6：部分行业产能过剩（%）**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

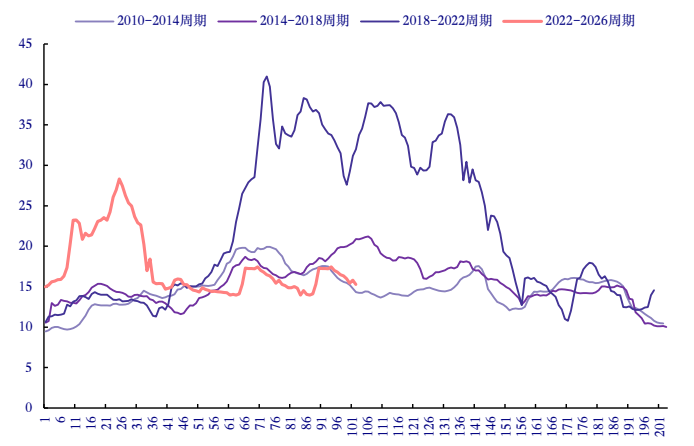
### 三、我们对 CPI 的分析：春节带动了 CPI 回升

受春节错配影响，2 月 CPI 环比涨幅超预期主要受蔬菜、交通燃料和旅游项贡献。从环比涨幅来看，食品价格受到的影响最大，2023 年 2 月份食品价格下行影响 CPI 下行 0.38%，2024 年 2 月食品价格上行 CPI 上涨约 0.63 个百分点，猪肉和蔬菜二者带动整体食品消费的价格位于历史同期高位。猪肉价格受春节需求带动在 2 月份价格上涨，但猪肉的高供给和低需求并没有结束，猪肉市场仍然处于“资本”竞争阶段，其价格上行可能要等到 2024 年下半年。2 月份受需求和雨雪天气影响供给等因素扰动，蔬菜价格涨幅超过过去五年季节性表，在不出现极端天气扰动的情况下，预计后续蔬菜价格总体走势符合季节性特征。

春节错配对于服务项价格同样带来较大影响。寒假游与春节相连接带动了住宿、餐饮等旅游消费价格，2 月份旅游价格更是创下 10 年来最高涨幅，释放出消费需求修复的信号。受国际油价上行影响，2 月交通工具燃料环比上涨 1.9%，当前原油价格整体受石油国组织减产进程、地缘政治风险因素等支撑，原油价格大幅上行可能性较低。

**图7：食品和非食品环比涨幅（%）**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图8：猪肉价格走势（元）**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 四、我们对 PPI 的分析：PPI 回暖需要政策支持

首先，原油受到国际外围价格影响上行，石油和天然气开采业、黑色金属矿行业价格上涨。当前原油价格由需求端主导供需格局，全球需求不乐观的前景使得原油价格大幅上行可能性较低。

其次，1-2 月受春节假期、极寒天气影响，工业生产处于传统淡季，黑色产业链受到基建项目停工的影响下行。3 月是工业企业复工复产和生产高峰，同时也会增加相应的备货补库需求，市场需求将转旺，将带动工业品需求上行，从而带动黑色金属、有色金属及非金属建材等市场回暖。

最后，今年政府工作报告内容显示，2024 年财政预算赤字率为 3%，新增专项债额度为 3.9 万亿元，同时拟发行 1 万亿超长期特别国债，考虑专项债和特别国债后的政府广义赤字率也高于去年，财政的“适度加力”进一步显现，有望支撑未来价格的稳定走高。

## 五、3 月份 CPI 和 PPI 预期

尽管 2 月份 CPI 环比超预期上行，同比顺势转正，但主要受春节错位影响，除了蔬菜、旅游等价格超预期上涨外，其它商品价格涨幅基本符合季节性特征。总体来说，CPI 仍然是偏平稳运行。

3 月份 CPI 的翘尾因素 1.0%左右，新涨价因素在-0.9%左右，同比预计 0.1%左右。3 月份预计猪肉价格延续回落，蔬菜价格受南方春菜供应增加带动价格下行。在刚刚结束春节假期后，下一个集中出行的旅游小高峰将会是清明和五一小长假，旅游、生活用品及服务、其他用品及服务价格可能下行，其他商品价格小幅波动，居民生活消费的稳定小幅支撑 CPI。

PPI 的环比降幅持平，同比降幅略有扩大，回升趋势波折，主要受内需疲软拖累。一个比较好的信号是 1-2 月出口累计同比超预期至+7.1%，自去年 11 月以来已经连续四个月正增长，出口持续的复苏改善有望带动内需支撑 PPI 的回暖修复。

3 月份 PPI 的翘尾因素影响依旧较高，增速或在-2.4%左右，这将拖累 PPI 的回升势头，新涨价因素在 0.1%左右，同比预计收窄至-2.3%左右。在房地产疲软的情况下，出口形势好转有望成为带动 PPI 环比上行的贡献力量。

我们预计 1 季度 CPI 和 PPI 增速分别为 0%和-2.5%，全年分别预计在 0.7%和-0.6%左右运行。整体节奏上，预计 CPI 二季度转正、PPI 三季度转正。



### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐曼羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn