

2024年03月09日

## 出行消费火热带动服务与核心CPI超季节性回升

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**2月CPI同比+0.7%，预期+0.4%，前值-0.8%；PPI同比-2.7%，预期-2.5%，前值-2.5%。

● **服务与实物消费价格延续修复趋势，CPI环比涨幅扩大**

2月CPI同比由负转正，同比较前值上升1.5个百分点至0.7%，环比涨幅扩大，较前值上升0.7个百分点至1.0%。

(1) **食品项：蔬果猪肉价格带动食品项环比涨幅扩大**

2月CPI食品项环比涨幅扩大，较前值上升2.9个百分点至3.3%。蔬菜方面，春节需求较为旺盛，蔬菜价格季节性上升，往后看，节后需求或将有所降低，蔬菜价格或将回落。猪肉方面，春节猪肉价格季节性反弹，往后看，春节后进入消费淡季，且供给充足，预计猪肉价格或将有所回落。

(2) **非食品项：环比涨幅扩大，旅游、交通工具用燃料价格超季节性上升**

2月CPI非食品项环比涨幅扩大，较前值上升0.3个百分点至0.5%。季节性看，明显高于季节性的分项有旅游、交通工具用燃料、服装、家用器具等；明显低于季节性的分项有家庭服务、邮递服务等。需要注意的是，旅游、服装等出行消费环比超季节性，而家庭服务等居家高端消费环比低于季节性，或反映居民消费支出选择发生变化。

(3) **核心CPI同环比涨幅均扩大，中小企业经营与服务行业景气度延续改善**

2月核心CPI同比涨幅扩大，较前值上升0.8个百分点至1.2%；环比涨幅扩大，较前值上升0.2个百分点至0.5%。结合2月服务业PMI、中国企业经营状况指数、服务CPI环比较前值均上升来看，2月中小企业经营与服务行业景气度延续改善趋势。值得一提的是，继2023年12月以来，核心CPI与服务CPI连续3个月走势接近或超出季节性，反映服务消费与实物消费需求修复或具有一定持续性，建议对节后走势保持关注。

● **PPI同比回落，大宗商品价格跌多涨少**

2月PPI同比降幅扩大，同比较前值下降0.2个百分点至-2.7%，环比降幅与前值持平，为-0.2%。

(1) **多重复合指标显示，下游价格回升倾向大于上游原材料**

2月CPI-PPI同比剪刀差、PPI生活资料-生产资料同比增速差均扩大；上游采掘工业同比降幅较前值收窄，原材料工业、加工工业同比降幅较前值均扩大，下游食品、衣着、耐用品价格同比较前值回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，下游价格边际回升倾向大于上游原材料。

(2) **39个工业行业看，需求平淡，大宗商品价格跌多涨少**

能源方面，地缘政治冲突延续，国内石油链产品价格环比较前值回升，下游整体采购动能偏弱，PPI煤炭开采和洗选业环比由正转负。金属方面，需求平淡，黑色金属矿采选环比涨幅收窄，有色金属矿采选环比由正转负；节后需求恢复速度不及预期，非金属矿价格有所回落。

● **预计3月CPI同比略有回落，PPI同比回升**

从CPI来看，食品项中蔬菜猪肉价格短期内或将季节性回落，或对3月CPI形成一定拖累；而非食品项中核心CPI环比连续3个月超季节性，已显现一定积极因素，叠加低基数效应，CPI同比或在二季度开始继续温和上行，我们初步预计3月CPI环比为-0.4%左右，同比或在0.6%左右，2024年全年平均同比在0%-1%区间。近期大宗商品价格震荡运行，鲍威尔发言明确年内降息预期对大宗商品价格提供支撑，未来整体走势或将呈现回升态势，我们预计3月PPI同环比有所回升，2024年全年平均同比在-1%-0%区间。中长期看，随着需求内生修复叠加三大工程推进，实物工作量增加，提振商品及相关原材料消费需求，物价上行通道或已开启，在内生修复基础上，同时推进大规模设备更新与价格机制改革，CPI、PPI或将有超预期回升弹性。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

### 相关研究报告

《外需实质性改善，斜率及持续性有待进一步观察——宏观经济点评》

-2024.3.8

《“以进促稳”的关键是向改革要动力——宏观经济点评》-2024.3.5

《从网络关系模型理解经济大省如何挑大梁——宏观量化策论之二》

-2024.3.4

## 目 录

1、 服务与实物消费价格修复或具有持续性，CPI 环比涨幅扩大.....	3
1.1、 食品项：蔬果猪肉价格带动食品项环比涨幅扩大.....	3
1.2、 非食品项：环比涨幅扩大，旅游、交通工具用燃料价格超季节性上升.....	4
1.3、 核心 CPI 同环比涨幅均扩大，中小企业经营与服务行业景气度延续改善.....	4
2、 PPI 同比回落，大宗商品价格跌多涨少.....	5
2.1、 多重复合指标显示，下游价格回升倾向大于上游原材料.....	5
2.2、 需求平淡，大宗商品价格跌多涨少.....	5
3、 后续通胀预测：3 月 CPI 同比略有回落，PPI 同比回升.....	6
3.1、 CPI 预测：预计 3 月 CPI 环比回落，同比在 0.6% 左右.....	6
3.2、 PPI 预测：预计 3 月 PPI 同环比均回升.....	6
3.3、 物价上行通道或已开启.....	6
4、 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1： 受春节错位影响，2024 年 2 月 CPI 同比涨幅扩大.....	3
图 2： 2024 年 2 月食品 CPI 环比涨幅扩大.....	3
图 3： 2024 年 2 月旅游 CPI 环比涨幅扩大.....	4
图 4： 2024 年 2 月旅游、交通工具用燃料等高于季节性.....	4
图 5： 2023 年 12 月以来核心 CPI 与服务 CPI 环比表现不弱于季节性.....	5
图 6： 2024 年 2 月非制造业 PMI 与 BCI 指数较前值明显回升.....	5
图 7： 2 月 PPI 同比降幅扩大.....	6
图 8： PPI 重点工业品中黑色、有色金属矿采选与煤炭采选环比回落.....	6
图 9： CPI 和 PPI 预测.....	7
图 10： CPI-PPI 预测.....	7

事件：2月CPI同比+0.7%，预期+0.4%，前值-0.8%；PPI同比-2.7%，预期-2.5%，前值-2.5%。

## 1、服务与实物消费价格修复或具有持续性，CPI 环比涨幅扩大

2月CPI同比由负转正，同比较前值上升1.5个百分点至0.7%，环比涨幅扩大，较前值上升0.7个百分点至1.0%。CPI数据显示蔬果猪肉价格带动食品项环比涨幅扩大，旅游、交通工具用燃料价格带动非食品项环比延续回升。总量上看，继2023年12月以来，核心CPI与服务CPI连续3个月走势接近或超出季节性，反映服务消费与实物消费需求修复或具有一定持续性，建议对节后走势保持关注。结构上看，旅游、服装等出行消费环比超季节性，而家庭服务等居家高端消费环比低于季节性，或反映居民消费支出选择发生变化。

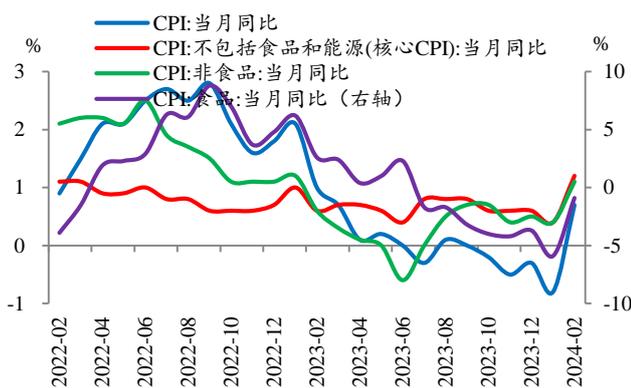
### 1.1、食品项：蔬果猪肉价格带动食品项环比涨幅扩大

2月CPI食品项环比涨幅扩大，较前值上升2.9个百分点至3.3%。鲜菜环比涨幅扩大，猪肉、鲜果环比由负转正，蛋类环比降幅扩大。

蔬菜方面，春节需求较为旺盛，蔬菜价格季节性上升，2月鲜菜CPI环比涨幅扩大，较前值上升8.9个百分点至12.7%。往后看，节后需求或将有所降低，蔬菜价格或将回落。高频指标看，3月1-8日的28种重点监测蔬菜平均批发价较2月平均价格环比回落7.5%。

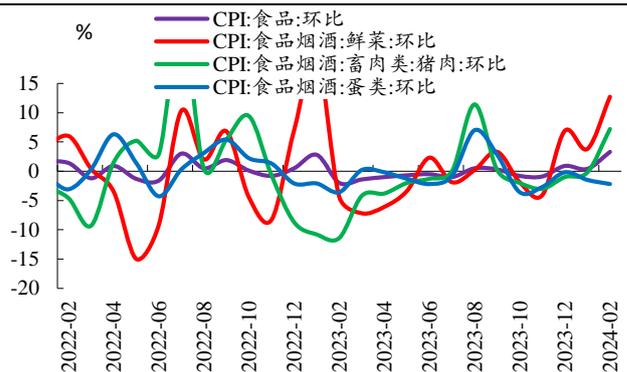
猪肉方面，春节猪肉价格季节性反弹，2月CPI猪肉环比由负转正，较前值上升7.4个百分点至7.2%。往后看，长期看，母猪生产性能恢复背景下能繁存栏量仍处高位，上半年猪肉整体供给或保持宽松，猪价上涨缺乏驱动力；短期看，春节后进入消费淡季，供给充足，预计猪肉价格或将有所回落。

图1：受春节错位影响，2024年2月CPI同比涨幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年2月食品CPI环比涨幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

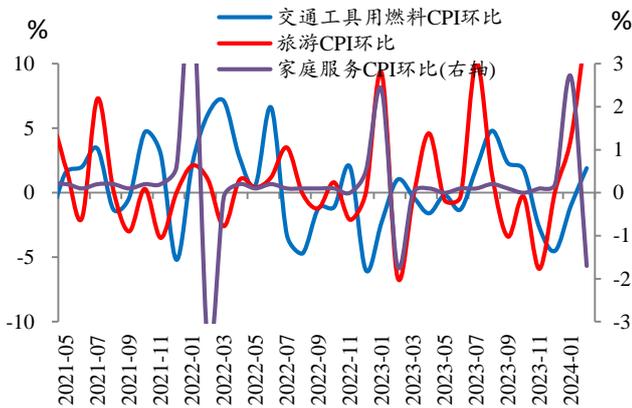
## 1.2、非食品项：环比涨幅扩大，旅游、交通工具用燃料价格超季节性上升

2月CPI非食品项环比涨幅扩大，较前值上升0.3个百分点至0.5%。分项看，旅游、交通工具用燃料、交通工具使用和维修等价格上涨，家庭服务、通信工具等价格下降。

(1) 与前值相比，环比明显上行的行业有旅游(环比较前值上升8.9个百分点至13.1%)、交通工具用燃料(环比较前值上升2.9个百分点至1.9%)等。涨幅较前值明显下降的行业有家庭服务(环比较前值下降4.4个百分点至-1.7%)等。

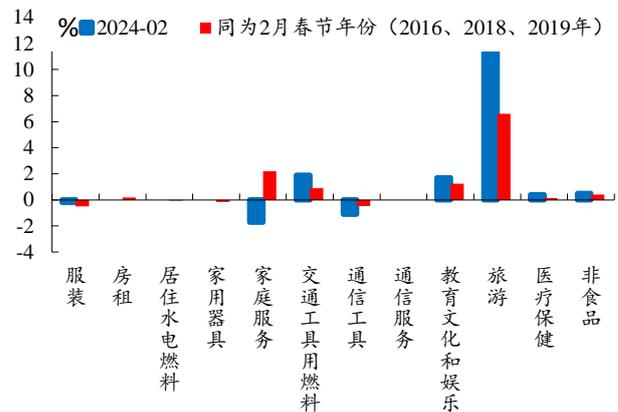
(2) 与环比的季节性(同为2月春节年份，2016年、2018-2019年)规律相比，明显高于季节性的分项有旅游、交通工具用燃料、服装、家用器具等。明显低于季节性的分项有家庭服务、邮递服务等。需要注意的是，旅游、服装等出行消费环比超季节性，而家庭服务等居家高端消费环比低于季节性，或反映居民消费支出选择发生变化。

图3：2024年2月旅游CPI环比涨幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

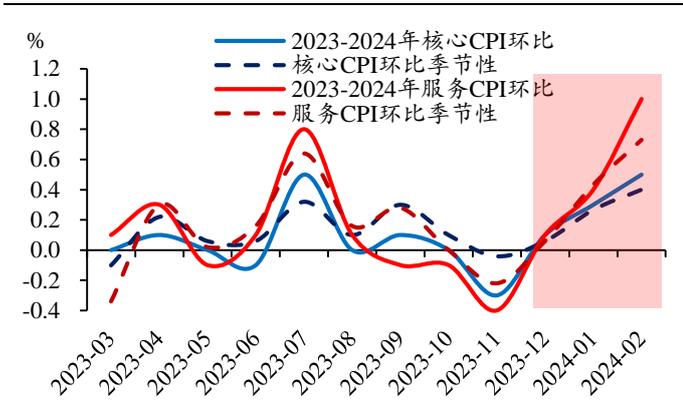
图4：2024年2月旅游、交通工具用燃料等高于季节性



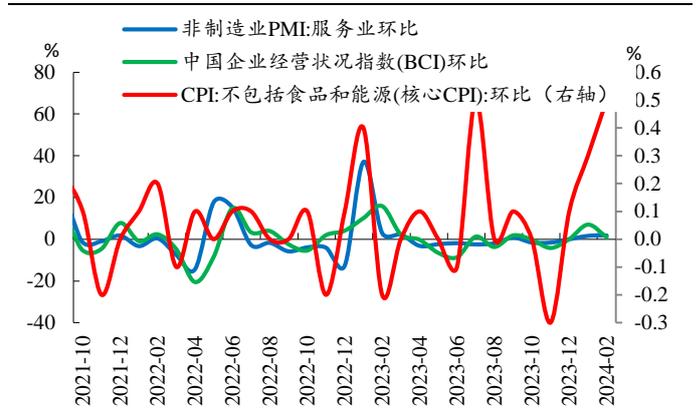
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3、核心CPI同环比涨幅均扩大，中小企业经营与服务行业景气度延续改善

2月剔除食品和能源的核心CPI同比涨幅扩大，较前值上升0.8个百分点至1.2%；环比涨幅扩大，较前值上升0.2个百分点至0.5%。结合服务业PMI较前值上升0.9个百分点至51.0%、中国企业经营状况指数较前值回升0.5个百分点至51.6点，服务CPI环比较前值上升0.6个百分点至1.0%来看，2月春节需求旺盛，中小企业经营与服务行业景气度延续改善趋势。值得一提的是，继2023年12月以来，核心CPI与服务CPI连续3个月走势接近或超出季节性，反映服务消费与实物消费需求修复或具有一定持续性，建议对节后走势保持关注。

**图5：2023年12月以来核心CPI与服务CPI环比表现弱于季节性**


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：春节月份季节性采用2016、2018、2019年均值，非春节月份采用2016—2019、2021年均值

**图6：2024年2月非制造业PMI与BCI指数较前值明显回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、PPI 同比回落，大宗商品价格跌多涨少

2月PPI同比降幅扩大，同比较前值下降0.2个百分点至-2.7%，环比降幅与前值持平，为-0.2%。

### 2.1、多重复合指标显示，下游价格回升倾向大于上游原材料

2月CPI-PPI同比剪刀差扩大，较前值上升1.7个百分点至3.4%，PPI生活资料-生产资料同比增速差较前值上升0.6个百分点至2.5%，PPI-PPIRM同比增速差较前值下降0.2个百分点至0.7%；上游采掘工业同比降幅较前值收窄，原材料工业、加工工业同比降幅较前值均扩大，下游食品、衣着、耐用品价格同比较前值回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，下游价格边际回升倾向大于上游原材料。

### 2.2、需求平淡，大宗商品价格跌多涨少

(1) 能源方面，地缘政治冲突延续，国内石油链产品价格环比较前值回升，下游整体采购动能偏弱，PPI煤炭开采和洗选业环比由正转负。

中东地缘政治冲突持续，对原油价格形成支撑。2月布伦特原油期货价格环比上涨2.8%，WTI原油期货价格环比上涨3.9%，国内石油链产品价格环比较前值回升，PPI石油和天然气开采业环比2.5%，前值-0.8%。

动力煤方面，下游整体采购动能偏弱，以高库存进入淡季，动力煤价格上涨乏力。2月PPI煤炭开采和洗选业环比由正转负，较前值下降0.8个百分点至-0.7%。

(2) 金属方面，需求平淡，黑色金属矿采选环比涨幅收窄，有色金属矿采选环比由正转负；节后需求恢复速度不及预期，非金属矿价格有所回落。

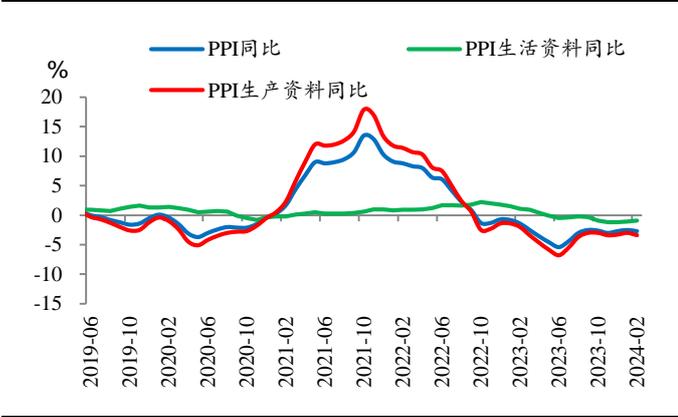
黑色方面，需求有限，淡季氛围加重，2月螺纹钢价格环比下降3.3%，PPI黑色金属矿采选业环比涨幅收窄，较前值下降2个百分点至0.3%。

有色方面，需求较为平淡，有色价格震荡偏弱运行，国际铜月均期货价环比上升0.6%，铝月均期货价环比下降0.9%，PPI有色金属矿采选业环比由正转负，较前

值下降 0.8 个百分点至-0.2%。

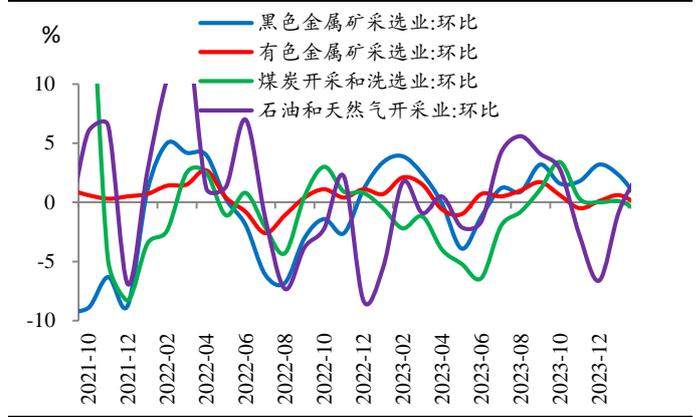
非金属矿方面，节后需求恢复速度不及预期，2 月水泥价格有所回落，PPI 非金属矿物制品业环比略有回升但仍为负值，较前值上升 0.2 个百分点至-0.4%。

图7：2 月 PPI 同比降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：PPI 重点工业品中黑色、有色金属矿采选与煤炭采选环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、后续通胀预测：3 月 CPI 同比略有回落，PPI 同比回升

#### 3.1、CPI 预测：预计 3 月 CPI 环比回落，同比在 0.6%左右

高频数据看，截至 3 月 8 日的农产品批发价格 200 指数较前值下降，环比-5.1%，我们预计 2 月食品 CPI 环比回落；非食品按等于季节性（为排除春节错月因素，1-3 月为 2016、2018-2019、2021 年均值；4-12 月为 2016-2019、2021 年同期均值）假设，考虑猪肉、成品油价格 2 月的调整，我们预计 2 月 CPI 环比为-0.4%左右，同比或在 0.6%左右，再往后，猪价短期内难有大幅上涨，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，CPI 同比或将稳中有升，预计 2024 年全年平均同比在 0%-1% 区间。

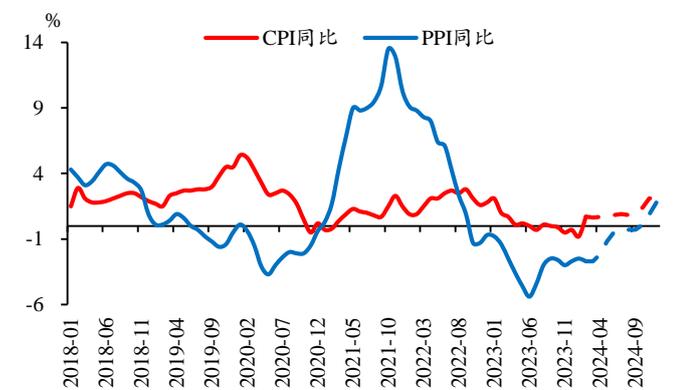
#### 3.2、PPI 预测：预计 3 月 PPI 同环比均回升

高频数据看，截至 3 月 7 日的 CRB 现货指数平均值环比上升 0.7%，截至 3 月 9 日的南华工业品指数平均值环比上升 0.6%，我们预计 3 月 PPI 环比有所回升，同比有所回升，2024 年全年平均同比在-1%-0% 区间。

#### 3.3、物价上行通道或已开启

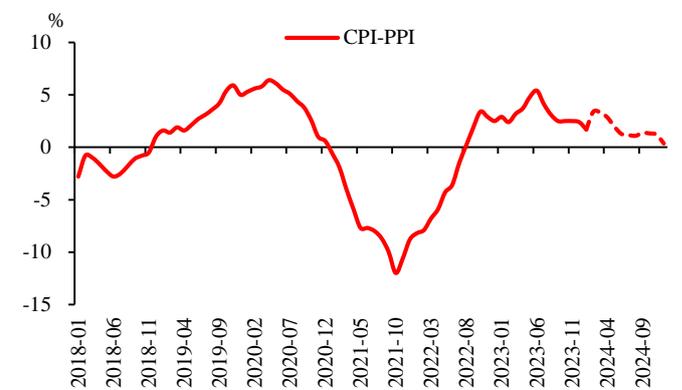
从 CPI 来看，食品项中蔬菜猪肉价格或短期内或将季节性回落，或对 3 月 CPI 形成一定拖累；而非食品项中核心 CPI 环比连续 3 个月超季节性，已显现一定积极因素，叠加低基数效应，CPI 同比未来或在二季度开始温和上行。从 PPI 来看，近期大宗商品价格震荡运行，鲍威尔发言明确年内降息预期对大宗商品价格提供支撑，未来整体走势或将呈现回升态势。中长期看，随着需求内生修复叠加三大工程推进，实物工作量增加，提振商品及相关原材料消费需求，物价上行通道或已开启，在内生修复基础上，同时推进大规模设备更新与价格机制改革，CPI、PPI 或将有超预期回升弹性。

图9: CPI 和 PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: CPI-PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策变化超预期, 大宗商品价格波动超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn