

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

被低估的 CPI

2024年3月9日

- **市场低估了 CPI 的上涨。**今年2月CPI同比由负转正,核心CPI同比为2022年2月以来最高涨幅。CPI同比涨幅较高,既有春节错月因素,也有经济体消费需求增长的拉动。1) 春节错月拉升CPI同比。今年春节在2月,去年春节是1月,春节错月因素导致今年同期的基数偏低。2) 2月环比涨幅扩大显示当月消费需求亦有增长。春节期间食品消费需求、出行和文娱消费需求大量增加带动了CPI环比,被市场低估的CPI走出“W型”的双底形态。
- **地产和基建项目停工带动PPI回落。**PPI同比表现低于市场预期,我们认为,2月春节假日影响下工业生产处于传统淡季,因此全国PPI环比下降、同比降幅扩大。而黑色系相关价格环比回落较多或是2月PPI降幅扩大的关键。1) 在春节期间,由于房地产、基建项目停工,钢材、水泥等行业需求减弱,黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格环比下降。2) 在采掘和原材料行业中,黑色系相关价格均出现较大回落。而下游行业中,除食品、医药行业外,多个下游行业价格环比均有不同程度的改善。
- **经济出现结构性弱改善。**截至今年2月,CPI、PPI价格水平双负的局面已经被打破。2月CPI的转正有春节错月的影响,但当月需求亦有增长。2月PPI同比、环比均出现回落,背后有地产、基建项目因春节停工的影响。总体看,CPI同比由负转正、环比增长较多,被市场低估的CPI走出了“W型”走势的双底形态。结合年初的进出口贸易和物价数据来看,经济企稳并呈弱改善迹象,但结构分化很大。经济不同部门出现分化,出口数据超预期、服务业价格上涨,显示出口和服务业等部门在改善,但地产部门仍在继续下行,经济出现结构性弱改善。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目录

一、CPI 走出“W 型”的双底形态	3
二、地产和基建项目停工带动 PPI 回落	4
三、经济出现结构性弱改善	7
风险因素	8

图目录

图 1: CPI 同比由负转正	3
图 2: 春节当月 CPI 环比上涨较多	3
图 3: 节前猪肉涨价并非是 CPI 环比上涨的关键	4
图 4: 今年 PPI 同比降幅再次扩大	4
图 5: 除采掘工业外, 其他分项环比均较弱	5
图 6: 制造业价格端未能持续上涨	5
图 7: 下游行业除食品和医药外, 其余行业均有不同程度的环比改善	6
图 8: 2 月 CPI 环比回升较多	7

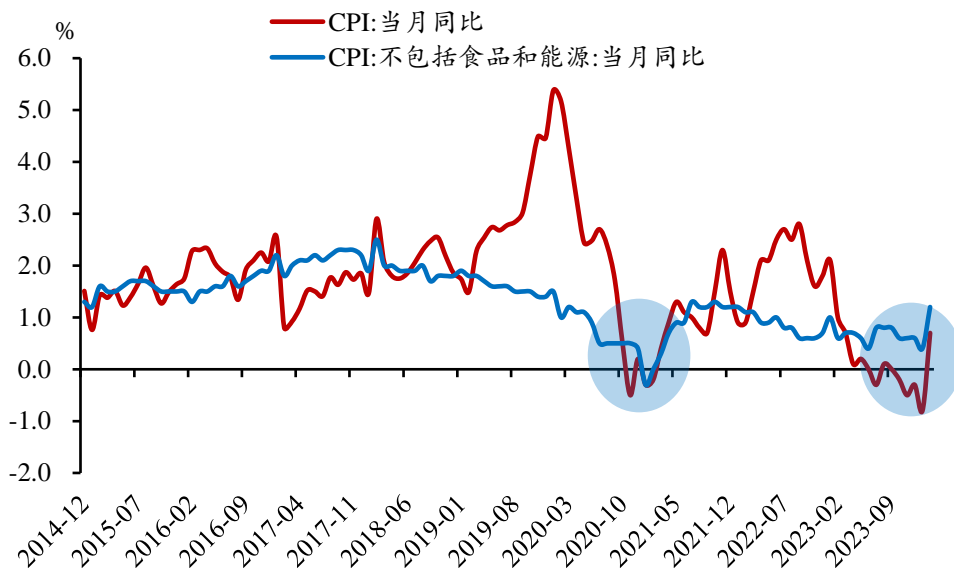
一、CPI 走出“W 型”的双底形态

今年 2 月 CPI 同比上升 0.7%，前值为-0.8%，且此次 CPI 同比涨幅高于市场预期（同花顺预期值：0.3%）。2 月 CPI 同比涨幅较高，既有春节错月因素，也有经济体消费需求增长的拉动：

1) **春节错月拉升 CPI 同比**。今年春节在 2 月，去年春节是 1 月，春节错月因素导致今年同期的基数偏低。这与我们在前期报告中指出“春节错位转向拉升 CPI，2 月 CPI 同比增速大概率回正”的观点一致（见已外发报告《价格水平先向着 1% 迈进》）。

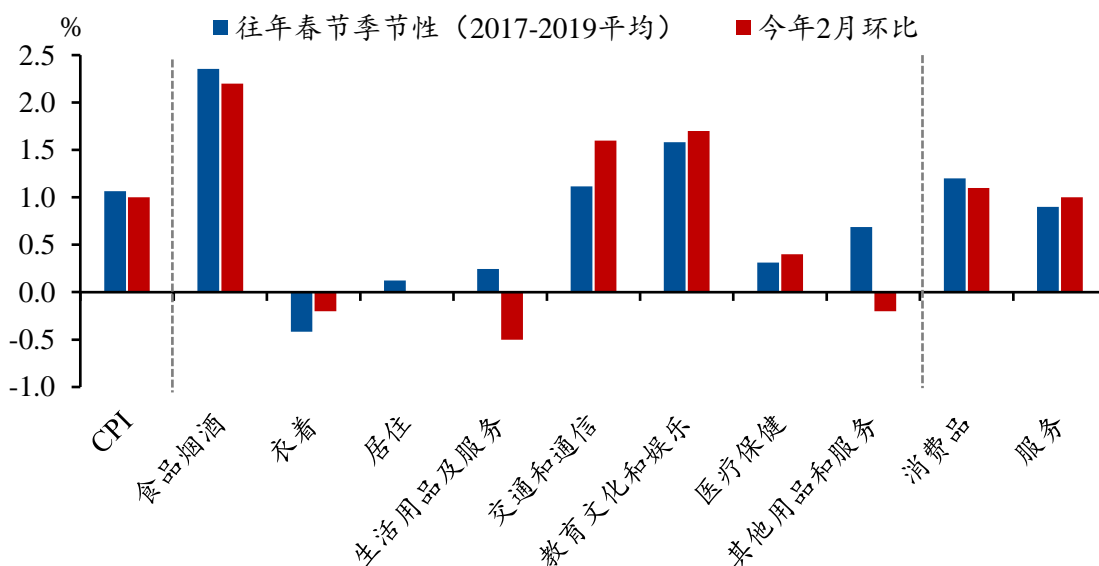
2) **除基数等技术性原因外，2 月环比涨幅扩大显示当月消费需求亦有增长**。CPI 环比上涨较多，主要是春节期间食品消费需求增加，出行和文娱消费需求也大量增加。可以看到，2 月交通工具租赁费，旅游，电影等价格环比涨幅较大，介于 12.5%-23.0% 之间。不仅如此，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比 1 月扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅，这些表现与今年春节期间出游人数等数据大超预期相互对应。

图 1：CPI 同比由负转正



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：春节当月 CPI 环比上涨较多

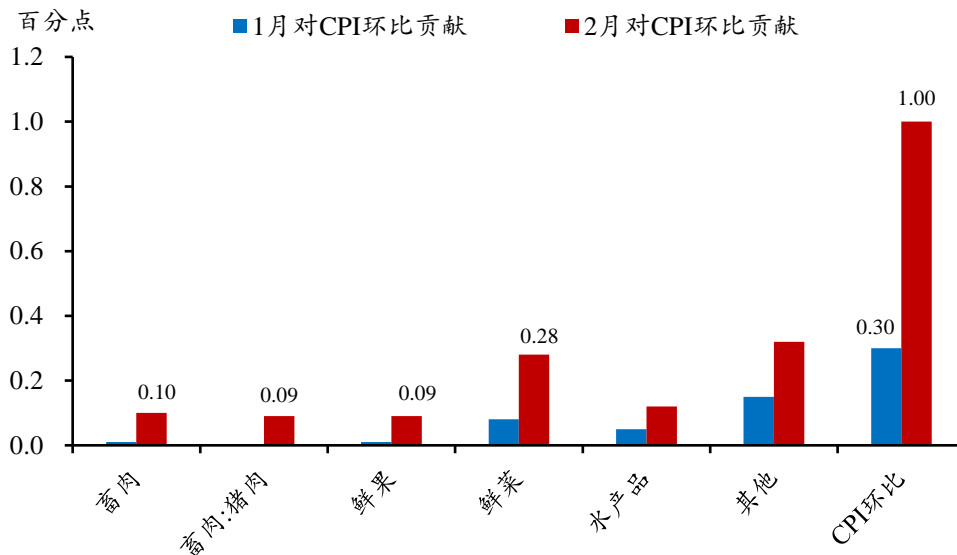


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

另一个消费需求增长的证据是，在2月CPI同比变动中，翘尾影响约-0.6个百分点，而价格变动的新涨价因素为1.3个百分点，由此也可以看出春节错月有基数影响，但当月的新变动影响也非常大。

食品消费中，节前猪肉涨价并非CPI环比上涨的关键。春节前，猪肉价格出现一波上涨，2月CPI环比大增，是否意味着猪价迎来拐点？我们认为，节前猪肉涨价并非CPI环比上涨的关键。2月全国居民消费价格环比上涨1.0%中，食品烟酒类价格环比变动影响CPI上涨0.63个百分点，而鲜菜和鲜果食品价格环比上涨共影响CPI上涨0.37个百分点（图3），与之形成对比的是猪肉价格上涨，甚至整个畜肉类价格上涨最多影响CPI 0.1个百分点。

图 3：节前猪肉涨价并非CPI环比上涨的关键

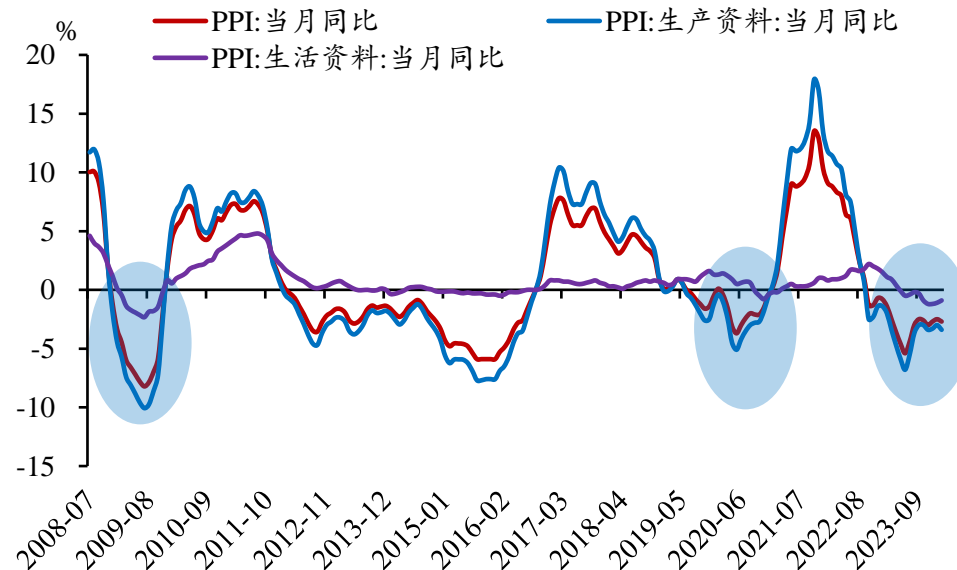


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、地产和基建项目停工带动PPI回落

今年2月PPI同比降幅扩大至2.7%，PPI同比表现低于市场预期。我们认为，2月有春节因素的影响，工业生产处于传统淡季，因此全国PPI环比下降。其中，PPI生产资料价格环比下降0.3%，降幅较1月扩大；生活资料价格环比下降0.1%，降幅则有收窄。

图 4：今年PPI同比降幅再次扩大



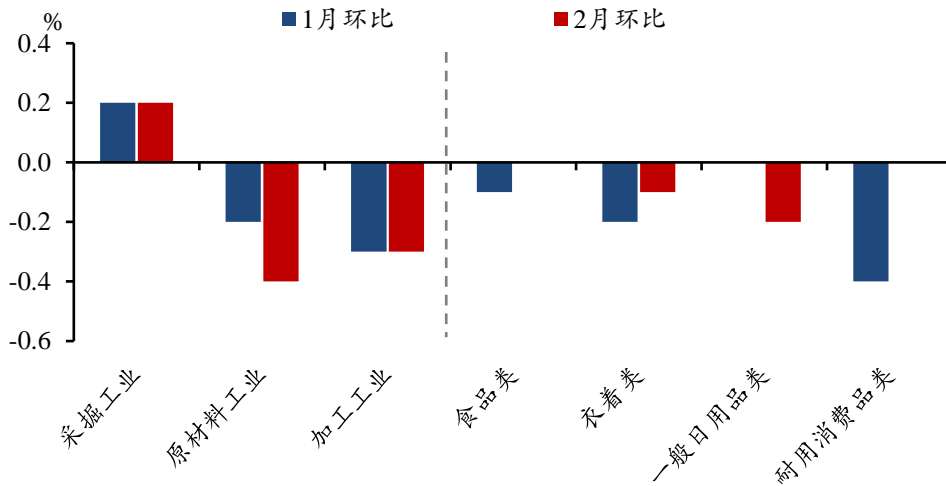
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

黑色系相关价格环比回落较多或是2月PPI降幅扩大的关键。

1) 在春节期间，由于房地产、基建项目停工，钢材、水泥等行业需求减弱，导致黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格环比分别下降0.4%和1.4%，而黑色金属冶炼和压延加工业在1月环比仍在上涨（图7）。

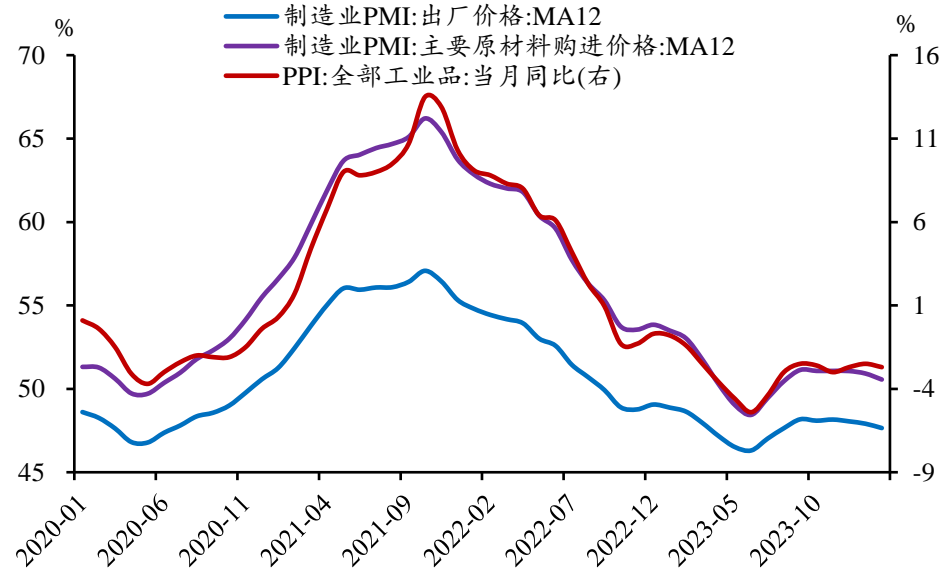
2) 分类别来看，在采掘和原材料行业中，黑色系相关的价格均出现较大回落。而下游行业中，除食品、医药行业外，多个下游行业价格环比均有不同程度的改善（图7）。

图 5：除采掘工业外，其他分项环比均较弱

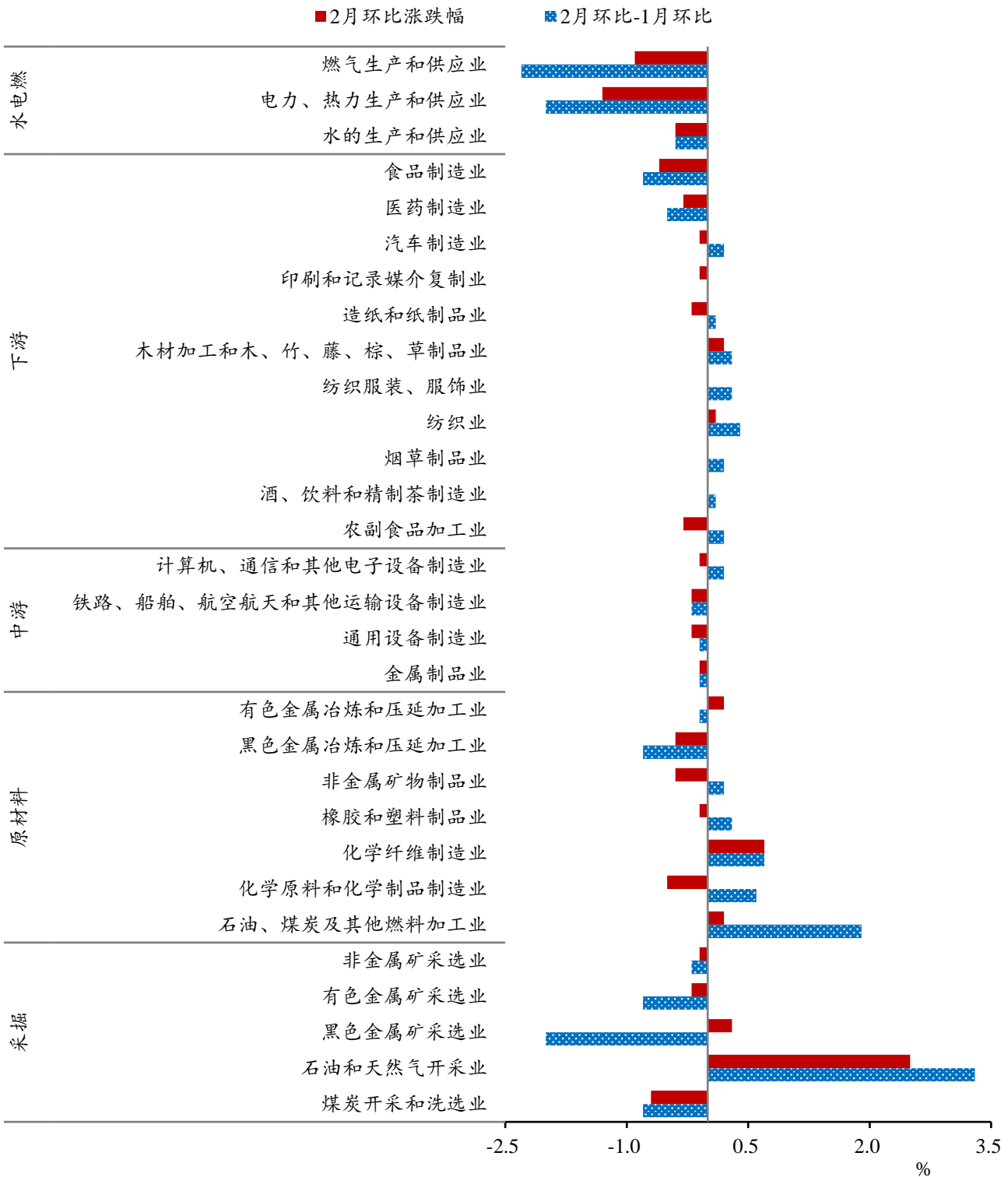


资料来源: ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 6：制造业价格端未能持续上涨



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：下游行业除食品和医药外，其余行业均有不同程度的环比改善


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

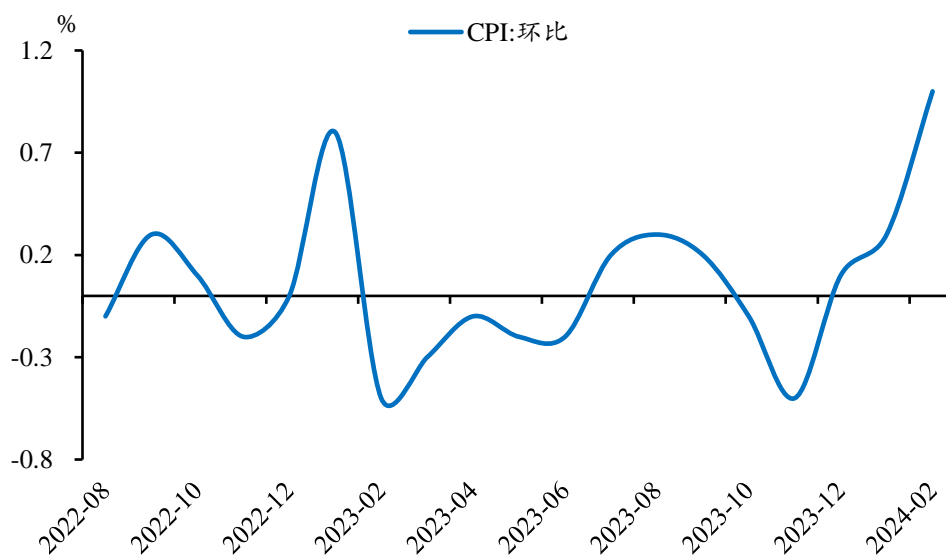
三、经济出现结构性弱改善

截至今年 2 月，CPI、PPI 价格水平双负的局面已经被打破。虽然 2 月 CPI 的转正有春节错月的影响，但当月需求亦有增长。2 月 PPI 同比、环比均出现回落，背后有地产、基建项目因春节停工的影响。

总体看，CPI 走出了“W 型”走势的双底形态。我们前期指出，去年是疫后正常化的第一年，全年经济修复经历了一些波折，一至四季度 GDP 环比呈现“W 型”。去年四季度，经济驶入“W”的第二个底（见已外发报告《经济可能是“W 型”修复》）。目前来看，CPI 同比由负转正、环比增长较多，我们认为 CPI 已走出了“W 型”的双底形态。

经济企稳并呈弱改善迹象，但结构分化很大。经济不同部门分化较大，结合年初的进出口贸易和物价数据来看，出口数据超预期、服务业价格上涨，显示出口和服务业等部门在改；但与此同时，地产部门仍在继续下行，地产相关的居住环比价格仍低于 2021-2023 年年初的水平。

图 8：2 月 CPI 环比回升较多



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。