

2024年03月10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

CPI超预期回正，中枢有望上移

——国内观察：2024年2月通胀数据

投资要点

- **事件：**3月9日，统计局发布2024年2月通胀数据。2月，CPI当月同比0.7%，前值-0.8%；环比1.0%，前值0.3%。PPI当月同比-2.7%，前值-2.5%；环比-0.2%，前值-0.2%。
- **核心观点：**总的来看，春节错位影响导致1-2月CPI先降后升，其中服务价格的表现超预期、食品价格的超季节性表现是推动2月CPI同比回正的主要原因。往后看，受基数回落的影响，以季节性环比来推算，CPI可能在正值区间波动，中枢逐渐上移。PPI对工业企业利润的影响较大，影响权益分子端定价。总体来看，两会定调积极，超长期特别国债1万亿元，去年留存的5000亿元增发国债，大规模设备更新及消费品以旧换新等多项政策均有望推动通胀逐步回升。
- **剔除春节错位影响，CPI整体持平季节性，非食品超季节性。**2月CPI环比1.0%，以2010年以后春节位于2月的年份测算环比均值为1.08%，基本持平于季节性。分项来看，食品环比3.3%，持平于季节性（2010年以来剔除春节错位影响均值3.32%），而非食品环比0.5%（均值0.31%），表现超季节性。
- **猪价小幅上涨，基数回落下同比转正。**据农业农村部数据，2月猪肉平均批发价21.68元/公斤，较上月的20.09元/公斤小幅上涨，另一方面基数延续回落的趋势（2023年1月23.83元/公斤降至2023年2月21.11元/公斤），CPI中猪价同比升至0.2%（+17.5pct），2023年5月以来首次转正。供给来看，1月能繁母猪存栏量降至4100万头以下，为2020年11月以来首次，存栏去化的速度有所加快，持续性仍有待跟踪。鲜菜鲜果存季节性上涨，另一方面雨雪天气也影响供给，鲜菜、鲜果分别环比上涨12.7%和4.3%。
- **服务价格超季节性，核心通胀明显回升。**2月消费品价格环比1.10%（2010年以来剔除春节错位影响均值1.3%），仍然略弱于季节性。服务消费价格环比1.0%（2010年以来剔除春节错位影响均值0.66%），强于季节性，与春节期间消费表现较好相验证。整体上服务消费仍强于消费品，往后看消费品以旧换新政策落地后或推动汽车、家电等产品的销量，对通胀形成一定贡献。另一方面，受服务价格的带动，核心CPI环比0.5%，明显超季节性，同比跳升至1.2%，为2022年1月以来最高。
- **PPI能否回升期待政策落地效果。**2月PPI环比-0.2%，降幅持平于上月，表现依然弱于季节性（近5年同期均值0.14%）。2月受春节季节性影响，工业品需求处于淡季。若只以PPI季节性环比推演，上半年可能很难回正，往后看可能需要关注四条线索：一是地方财力受限对传统基建的影响；二是房地产三大工程的推进速度；三是大规模设备更新投资的力度，据发改委表示市场空间在5万亿以上；四是原油价格是否能保持高位震荡。总体来看，驱动PPI回升的有利因素正逐步增加。从2月当月来看，油价上行，带动石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别为2.5%、0.2%；市场需求改善带动有色金属冶炼和压延加工业环比0.2%。用煤需求有所下滑，煤炭开采和洗选业环比-0.7%。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、水泥制造环比-0.4%、-1.4%。
- **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. 剔除春节错位影响，CPI 整体持平季节性，非食品略超季节性	4
2. PPI 能否回升期待政策落地效果	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 2 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 2 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：3月9日，统计局发布2024年2月通胀数据。2月，CPI当月同比0.7%，前值-0.8%；环比1.0%，前值0.3%。PPI当月同比-2.7%，前值-2.5%；环比-0.2%，前值-0.2%。

1.剔除春节错位影响，CPI整体持平季节性，非食品略超季节性

剔除春节错位影响，CPI整体持平季节性，非食品超季节性。2月CPI环比1.0%，以2010年以后春节位于2月的年份测算环比均值为1.08%，基本持平于季节性。分项来看，食品环比3.3%，持平于季节性（2010年以来剔除春节错位影响均值3.32%），而非食品环比0.5%（均值0.31%），表现超季节性。

猪价小幅上涨，基数回落下同比转正。据农业农村部数据，2月猪肉平均批发价21.68元/公斤，较上月的20.09元/公斤小幅上涨，另一方面基数延续回落的趋势（2023年1月23.83元/公斤降至2023年2月21.11元/公斤），CPI中猪价同比升至0.2%（+17.5pct），2023年5月以来首次转正。供给来看，1月能繁母猪存栏量降至4100万头以下，为2020年11月以来首次，存栏去化的速度有所加快，持续性仍有待跟踪。鲜菜鲜果存季节性上涨，另一方面雨雪天气也影响供给，鲜菜、鲜果分别环比上涨12.7%和4.3%。

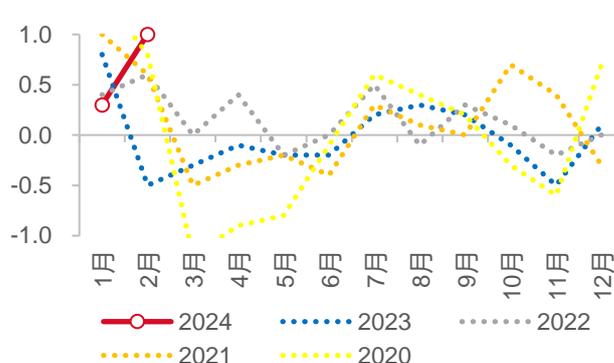
服务价格超季节性，核心通胀明显回升。2月消费品价格环比1.10%（2010年以来剔除春节错位影响均值1.3%），仍然略弱于季节性。服务消费价格环比1.0%（2010年以来剔除春节错位影响均值0.66%），强于季节性，与春节期间消费表现较好相验证。整体上服务消费仍强于消费品，往后看消费品以旧换新政策落地后或推动汽车、家电等产品的销量，对通胀形成一定贡献。另一方面，受服务价格的带动，核心CPI环比0.5%，明显超季节性，同比跳升至1.2%，为2022年1月以来最高。

图1 CPI 当月同比，%



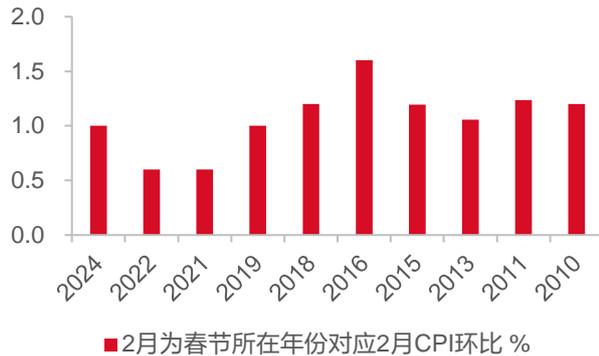
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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2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2月核心CPI环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.PPI 能否回升期待政策落地效果

PPI 能否回升期待政策落地效果。2月PPI环比-0.2%，降幅持平于上月，表现依然弱于季节性（近5年同期均值0.14%）。2月受春节季节性影响，工业品需求处于淡季。若只以PPI季节性环比推演，上半年可能很难回正，往后看可能需要关注四条线索：一是地方财力受限对传统基建的影响；二是房地产三大工程的推进速度；三是大规模设备更新投资的力度，据发改委表示市场空间在5万亿以上；四是原油价格是否能保持高位震荡。总体来看，驱动PPI回升的有利因素正逐步增加。从2月当月来看，油价上行，带动石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别为2.5%、0.2%；市场需求改善带动有色金属冶炼和压延加工业环比0.2%。用煤需求有所下滑，煤炭开采和洗选业环比-0.7%。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、水泥制造环比-0.4%、-1.4%。

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, %



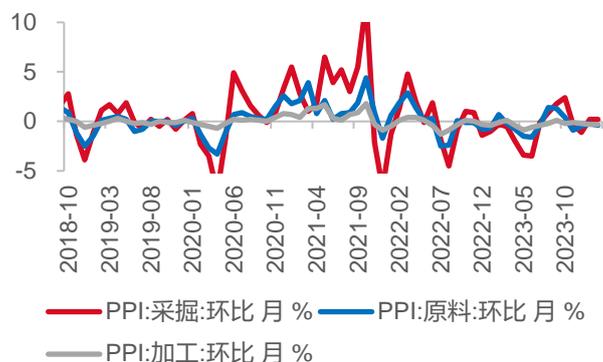
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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，春节错位影响导致 1-2 月 CPI 先降后升，其中服务价格的表现超预期、食品价格的超季节性表现是推动 2 月 CPI 同比回正的主要原因。往后看，受基数回落的影响，以季节性环比来推算，CPI 可能在正值区间波动，中枢逐渐上移。PPI 对工业企业利润的影响较大，影响权益分子端定价。总体来看，两会定调积极，超长期特别国债 1 万亿元，去年留存的 5000 亿元增发国债，大规模设备更新及消费品以旧换新等多项政策均有望推动通胀逐步回升。

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: 200125

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