



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《关注全球流动性的两个“预期差”，  
我国出口需提“新”固“旧”》 -  
2024.03.10

宏观研究

## 温和通胀有望起步-2月通胀数据点评

### ● 核心观点

CPI超预期回升，春节效应明显；PPI超预期回落，短期支撑仍强。3月CPI同比有望继续温和增长，涨幅或小幅回落；PPI同比或仍处于负增长区间，跌幅或有所收窄。鉴于2月具有春节效应，新涨价因素贡献相对较高，3月新涨价因素或有所回落，但翘尾因素的拖累作用亦逐步减弱，叠加经济稳健修复，1-2月专项债提前储备发行，3月有望迎来开工季，预计3月CPI同比有望仍维持正增长，但涨幅或小幅回落。此外，当前美国经济存在技术性衰退风险，美联储降息预期进一步加强，会支撑美元计价的商品价格，叠加欧佩克减产计划延长至第二季度末，共同支撑油价上涨，对我国工业品价格形成输入性影响。以上因素对中期工业品价格有支撑，且短期拖累减弱。考虑3月翘尾因素基本持平2月，3月PPI同比增速或仍将处于负增长区间，但跌幅或有所收窄。预计3月CPI同比0.2%左右，PPI同比-2.3%左右。

基于上中下游利润传导视角，结合《政府工作报告》内容，此阶段可适度关注下游消费、传统设备更新改造的下游制造行业、以及以氢能、数字经济等为代表的创新投资方向。

### ● 风险提示：

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

## 1 CPI超预期回升，春节效应明显

### 1.1 CPI超预期回升，好于季节性表现

2月CPI同比增长0.7%，高于市场预期0.3pct，较前值上涨1.5pct，核心CPI同比增长1.2%，较前值上涨0.8pct。2月CPI环比增长1%，较前值上涨0.7pct。从季节性来看，2月CPI同比增速较春节分布相同的2022年、2021年和2019年均值低0.3pct，但核心CPI同比增速较春节分布相同的2022年、2021年和2019年均值高0.23pct。

**翘尾因素拖累减弱，新涨价因素改善，共同推动本月CPI走高。**2月份上年价格变动的翘尾影响约为-0.6个百分点，较上月回落0.5个百分点，新涨价因素影响约1.31个百分点，较上月上升1个百分点。

**2月CPI同比增长较快可能有以下两点原因：**一是春节效应。不仅是春节错位影响，同时今年春节8天（实际9天）假期，长于往年，有利于拉动消费回升，带动价格上涨，如旅游价格、交通工具使用等价格明显回升；二是大雪严寒天气，导致供给成本上升。

### 1.2 食品价格好于季节性，非食品价格弱于季节性

**食品价格增速好于季节性，应是春节长假效应和严寒天气共同作用。**食品价格同比上涨-0.9%，跌幅较上期收窄5个百分点，为2021年4月以来新高，较春节分布相同的2022年、2021年和2019年均值高0.2个百分点。从分项环比增速来看，食品价格环比增长3.3%，较上期增长2.9个百分点，其中，食品烟酒、鲜菜、猪肉、水产品、鲜果价格环比上涨明显，环比增速较上期增长1.9pct、8.9pct、7.4pct、3.6pct、4.8pct，主要是春节效应，叠加大雪、严寒极端天气导致供给成本上升影响；粮食、蛋类环比增速较上期有所下降。

**非食品价格弱于季节性。**非食品当月同比1.1%，较上期上涨0.7pct，为2023年2月以来新高，较春节分布相同的2022年、2021年和2019年均值低1.1个百分点，弱于季节性。

从分项来看，（1）**国际能源价格上涨带动交通工具用燃料价格走高，但弱于季节性。**交通工具用燃料环比增长1.9%，较上期变动2.9pct，上涨较为明显，

但较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值低 3.2 个百分点，弱于季节性。

**(2) 核心商品：耐用品价格涨跌分化。**交通工具使用和维修环比增速 2.6%，较上期增长 1.5pct，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值高 2.6 个百分点，好于季节性，指向不仅有春节长假效应，也与居民出行方式变化有关，这与今年自驾游明显增加相印证。家用器具环比增速 0%，较上期回落 0.6pct，较上期增长 1.5pct，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值低 0.37 个百分点，弱于季节性，反映了低迷房地产市场产生了影响。**非耐用品价格环比好于季节性。**衣着服装环比增速-0.2%，较上期跌幅有所收窄，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值高 0.2pct，好于季节性。

**(3) 租赁房房租弱于季节性。**租赁房房租较上期回升 0.1pct，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值低 0.2pct，弱于季节性，一方面可能是房地产市场低迷影响，带动租赁市场价格有所下降，另一方面可能是就业市场有所放缓，租赁需求热度有待回升。

**(4) 非住房服务方面价格较为明显回升，好于季节性。**旅游环比增速 13.1%，较上期回升 8.9pct，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值高 9pct，好于季节性表现，主要是春节 8 天（实际 9 天）长假期效应；医疗服务环比增速 0.6%，较上期回升 0.4pct，西药环比增速持平上期，较上期回升 0.1pct，均好于季节性，可能与当前严寒天气、流感季节有关；家庭服务价格环比增速-1.7%，较上期下降 4.4pct，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值低 1.34pct，指向不仅有春节效应影响，同时可能与流感季节减少近距离接触有关。

## 2 PPI：PPI 低于预期，弱于季节性表现

### 2.1 PPI 弱于预期，翘尾因素成为主要拖累

PPI 同比增长-2.7%，较市场预期低 0.2pct，较前值回落 0.2pct，PPI 持续回升态势有所改变，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值低 3.7pct，弱于季节性。PPI 环比增速-0.2%，持平前值，较春节分布相同的 2022 年、2021 年和 2019 年均值低 0.6pct。

翘尾因素是主要拖累，新涨价因素小幅改善，PPI 同比增速较上月有所回落。2 月份上年价格变动的翘尾影响约为-2.38 个百分点，上月为-2.09 个百分点，新涨价因素影响约-0.32 个百分点，上月为-0.42 个百分点。

## 2.2 生产和生活资料价格均弱于季节性，生活资料价格跌幅收窄

从结构来看，生产资料价格同比增长-3.4%，较前值跌幅扩大 0.4pct，生活资料价格同比增长-0.9%，较前值跌幅收窄 0.2pct，均弱于季节性，指向 PPI 价格回落不仅有春节错位影响，当前需求不足也产生了一定制约。（1）在生产资料方面，原材料工业价格、加工工业价格环比继续下跌，其中原材料工业环比增长-0.4%，跌幅较前值扩大 0.2pct，加工工业价格环比增长-0.3%，持平前值；采掘工业价格环比增长 0.2%，持平前值。主因应是需求相对不足，导致生产端景气度有所回落，企业家扩产相对谨慎，原材料需求有待恢复，价格回落。（2）在生活资料方面，食品类和耐用消费品环比零增长，增速较前值分别上涨 0.1pct 和 0.4pct；衣着类环比增长-0.1%，但较前值降幅收窄 0.1pct；一般日用品类环比增长-0.2%，环比增速由正转负。

从重点行业来看，国内煤炭、钢材供应充足，需求有所放缓，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比增速分别为-0.7%、-0.4%，增速由正转负，较上期均回落 0.8 个百分点。受国际市场原油、有色金属等价格上行影响，国内石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比延续正增长，环比增速分别为 2.5%、0.2%。此外，计算机制造通信电子行业价格环比增速为-0.1%，锂离子电池制造价格环比增速为-0.5%，新动能产品价格走弱。但水泥制造价格环比增速为-1.11%，玻璃制造价格环比增速为 1.16%，价格有所分化。

## 3 3 月 CPI 温和增长，涨幅或小幅回落；PPI 同比跌幅或收窄

3 月 CPI 同比有望继续温和增长，涨幅或小幅回落；PPI 同比或仍处于负增长区间，跌幅或有所收窄。鉴于 2 月具有春节效应，新涨价因素贡献相对较高，3 月新涨价因素或有所回落，但翘尾因素的拖累亦逐步减弱，叠加经济稳健修复，1-2 月专项债提前储备发行，3 月有望迎来开工季，预计 3 月 CPI 同比有望仍维持正增长，但涨幅或小幅回落。另外，当前美国经济存在技术性衰退风险，美联

储降息预期进一步加强，会支撑美元计价的商品价格，叠加欧佩克减产计划延长至第二季度末，共同支撑油价上涨，对我国工业品价格形成输入性影响。以上因素对中期工业品价格有支撑，且短期拖累减弱。同时，考虑3月翘尾因素基本持平2月，PPI同比增速或仍将处于负增长区间，但跌幅或有所收窄。预计3月CPI同比0.4%左右，PPI同比-2.3%左右。

基于上中下游利润传导视角，结合《政府工作报告》内容，此阶段可适度关注下游消费、传统设备更新改造的下游制造行业、以及以氢能、数字经济等为代表的创新投资方向。

## 风险提示

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。



---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048