

消费复苏助力 CPI 走强，政府工作报告提振经济预期

2024年3月4日-3月10日周报

◆ 消费修复，CPI 明显走强

2024年2月CPI同比为+0.7%，较上月+1.5PCTS，时隔4个月再次转正，高于市场预期。分食品和非食品看，2024年2月食品项和非食品项CPI同比分别-0.9%和+1.1%，分别较上月+5.0PCTS和+0.7PCTS。今年2月，食品项和非食品项价格同比均较1月明显走强。食品项方面，上月拖累性较强的猪肉项和鲜菜项均实现了同比转正，其中鲜菜项录得+2.9%（上月-12.67%），猪肉项录得了+0.2%（上月为-17.3%），非食品项方面，交通通信项和教育文化和娱乐项较1月明显走强走强走强，同比分别录得-0.4%和+3.9%，较上月分别+2.0PCTS和+2.6PCTS。去除食品和能源后，2024年2月核心CPI同比为+1.2%，较1月+0.8PCTS。

2024年2月CPI环比录得+1.0%，较上月+0.7PCTS，剔除春节假期主要在1月的2017、2020和2023年后，较近10年均值高0.2PCTS。2024年2月核心CPI环比录得+0.5%，较上月+0.2PCTS，剔除春节假期主要在1月的年份后，比近10年同月环比均值高0.3PCTS，显示扣除价格波动较大的食品项和能源项后，2月核心CPI环比强于季节性。

总体来看，今年2月CPI以及核心CPI的走强虽然部分受到了今年春节在2月而去年春节在1月的春节错位因素影响，但结合CPI和核心CPI环比明显强于季节性来看，居民消费的明显修复对2月CPI的走强起到了较大作用，这也与我们此前所观察到的春节前后居民旅游、出行等高频数据已经强于疫情之前相互印证。考虑到去年上半年猪肉和原油价格基数走低，结合目前消费复苏的良好趋势，预计今年上半年CPI同比有望整体上行。

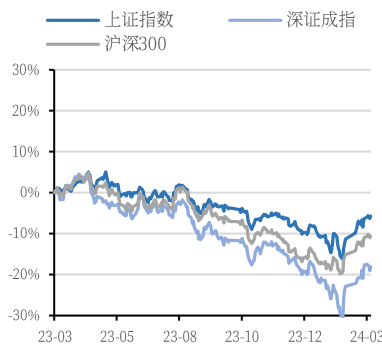
2024年2月，PPI同比-2.7%，较上月-0.2PCTS，环比为-0.2%，与上月相同。2024年2月PPIRM同比-3.4%，与上月相同，环比为-0.2%，与上月持平。从工业子行业角度，2024年2月，30个子行业中，有7个子行业PPI环比为正，较7月减少3个子行业，但石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业以及化学纤维制造业价格的强势反弹下，2月PPI环比持平于1月。

与CPI受消费反弹的支撑不同，2月春节假期之下，工业企业生产放缓，PPI受到了一定拖累。分子行业类别看，主要受输入性因素影响的原油产业链价格表现相对强势，而受到房地产和基建拖累的黑色金属、非金属矿物产业链价格表现相对弱势，体现了我国经济不同部门复苏节奏差异对工业品价格走势的影响。去年上半年工业品价格基数下降，结合当前工业的整体的恢复趋势，预计今年上半年PPI同比降幅将逐渐走低。

主要数据

上证指数	3046.0192
沪深300	3544.9099
深证成指	9369.0462

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyys@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

进出口规模创新高，外贸开局良好	—2024-03-07
金融市场分析周报	—2024-03-06
广义财政有亮点，稳“量”求“质”促发展	—2024-03-05

◆ 政府工作报告指明方向，提振今年经济增长预期

2024 年 GDP 增长目标设为 5%左右，与 2023 年目标相同。我们认为，这一目标并不低。2023 年 5%的目标在当时普遍被市场解读为偏向保守，原因在于 2022 年因疫情因素扰动，我国 2022 年 GDP 增速只有 3%，在疫情因素消退，同比低基数利好之下，经济回归常态的 2023 年实现 5%的增速并不困难。2023 年我国 GDP 实际增速为 5.2%，2024 年要在基数抬升的基础上再实现 5%左右的 GDP 增速，实际隐含的预期是今年经济动能的恢复要比去年更强劲。

财政政策上：会议提出，今年赤字率拟按 3%安排，与去年两会目标值持平，但低于去年增发 1 万亿元特别国债后的 3.8%，这一水平基本处于市场预期区间的下限。赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元。一般公共预算支出规模 28.5 万亿元、比上年增加 1.1 万亿元，同比增速为 3.8%，低于 2023 年的 5.4%和 2022 年的 6.1%。

从上述数据来看，今年一般公共预算口径下的财政支出和赤字力度并不算强。但在我国仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等问题的背景下，私人部门加杠杆、扩需求的意愿和能力均存在不足，政府部门加杠杆支撑内需以打通宽货币向宽信用的传导渠道有较强的必要性，此时就需要中央政府来更多承担加杠杆的职责。因此，在去年推出 1 万亿特别国债之后，市场对今年继续发行特别国债存有预期。政府工作报告提到：“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。”结合去年增设的 1 万亿特别国债有 5000 亿元结转今年使用，对应今年有 1.5 万亿元的特别国债用于支撑项目投资，直接形成投资额的话将推动固定资产投资总额增长 3 个百分点。在政府性基金支出发力的情况下，今年广义财政口径下的支出力度并不弱，此外，报告强调增强宏观政策取向一致性，提出“研究储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱，并留出冗余度，确保一旦需要就能及时推出、有效发挥作用”，表明各项政策为了适应经济形势的变化和需要，后续或还有灵活调整的空间，因此财政政策对内需的支撑值得期待。

货币政策方面，政府工作报告提出：稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配；加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能；加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；促进社会综合融资成本稳中有降；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

上述表述与去年底中央经济工作会议基本一致，显示货币政策基调保持稳定，未出现明显变化。在内需总体不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的进一步支持。“促进社会综合融资成本稳中有降”既指向了名义利率可能进一步调降，同时也显示了要防范通缩压力，驱动实际利率水平下降。今年 2 月，降准和 LPR 降息接连落地，明确了货币政策支持经济复苏的明确立场。从近年来的 LPR 走势来看，1 年期 LPR 自 2022 年以来调整了 3 次，5 年期及以上 LPR 则是下调了 4 次，基本上保持每年调整 2 次的节奏。预计年内政策利率仍有进一步调降的空间，特别是在美联储开启降息前后（CME 数据显示，目前市场对美联储降息时点的预期是 6 月），我国货币政策宽松空间有望进一步打开。

◆ 央行行长潘功胜表示“后续仍有降准空间”，下周 MLF 续作操作需关注

当前资金面较为平稳，以 DR007 为代表的资金利率在政策利率上方小幅波动。截止 3 月 8 日，DR007 报收 1.86%，较上周五上行 4BP；SHIBOR1W 报收 1.85%，较上周五上行 4BP。公开市场操作方面，跨月结束后央行公开市场操作规模重回低量，周内共投放 7D 逆回购 500 亿元，利率维持 1.80%；逆回购到期 11640 亿元，通过逆回购净回笼流动性 11140 元。

下周五将有 4810 亿元的 MLF 到期，央行 MLF 续作规模和利率水平续重点关注。2024 年春节后首周即宣布下调 5 年期 LPR 25BP 至 3.95%，在资金面宽松预期下十年期国债收益率一路下行，当前已落至 MLF 政策利率下方。MLF 续作利率或向市场利率“回归”。

在 3 月 6 日的十四届全国人大二次会议经济主题记者会上，央行行长潘功胜表示，目前我国银行业存款准备金率平均在 7%，后续仍然有降准空间，持续为货币宽松预期加码。结合去年底中央经济工作会议和刚结束的两会对于货币政策的表态延续“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；保持流动性合理充裕”的总基调，我们认为在内需总体不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的进一步支持，年内货币政策进一步宽松值得期待。

◆ 非农就业报告显示美国劳动力市场具有韧性但有降温迹象，6 月降息预期强化，美债收益率下行，人民币汇率持续小幅波动

截至 3 月 9 日，美国 10 年期国债收益率录得 4.09%，较上周五下行 10BP。3 月 8 日，美国劳工局公布最新的非农就业报告数据。报告显示美国 2 月的劳动力市场有所降温，但是仍具有韧性：2 月新增非农就业人口 27.5 万，较分析师预期多增 7.5 万；失业率升至 3.9%，创两年来新高；工资较 1 月增长放缓，同比增速持平预期的 4.3%，环比增速 0.1%，低于预期的 0.2%。

最新报告强化了市场对美联储 6 月开启降息的预期，当前 CME FEDWatch 显示市场预期美联储年内降息 4 次，降息力度加大。此外，鲍威尔周内在国会作证时重申年内降息预期，他表示 1 月份强劲的通胀和就业数据并未改变美联储关于今年晚些时候适宜降息的预期，但官员们希望看到更多证据表明通胀正在放缓。周内美元指数加速下行，周五报收 102.74，较上周五下行 1.1%。美债收益率跌幅近 10BP，人民币汇率外部压力边际趋缓。截止 3 月 8 日，人民币兑美元即期汇率报收 7.1918，周内持续小幅波动。

◆ 宽松预期助推 10 年期国债收益率突破 2.3%

截止 3 月 8 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.28%，较上周五下行 9BP；1 年期国债收益率报收 1.75%，较上周五下行 3BP，长端利率快速下行带动期限利差回落，本周五期限利差录得 53.00BP，较上周五下行 5.42BP。央行行长潘功胜对货币政策工“后续仍然有降准空间”的表态点燃了债市的做多情绪，10 年期国债收益率在 2 月下旬突破 2.40% 的关口后进一步发力，本周一举突破历史性的 2.30%，超出市场预期。

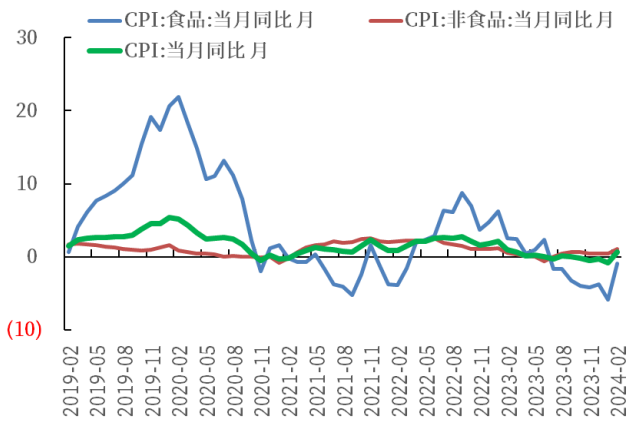
基本上近期发布的进出口数据显示开年前两个月外贸有企稳改善迹象，1-2 月进出口同比增长数据均处于正区间，且货物进出口规模创历史同期新高，外贸实现良好开局。CPI 方面，受春节期间消费需求增加等因素影响，中国 2 月 CPI 同比增速转正，录得 0.7%，环比上涨 1.0%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅。不过，春节假日工业生产处于传

统淡季，PPI 同比加速放缓。但是经济基本面是否持续修复乃至国内内需和循环是否能本质上的提升后续内需进一步修复有待政策发力，特别是 1 万亿特别国债对内需的带动效果值得期待。在此之前基本面对债市尚难构成利空因素。

长期来看，处于缓释金融系统风险、维持地方债务滚续的要求，货币政策进一步宽松可期，政策利率下行以及增加流动性投放均有利于债市长端利率的趋势性下移，以实现政府债券“降本增效”的目标。但当前债市情绪性交易已达到高点，短期内需关注政府债发行等影响下导致的资金波动以及止盈情绪等因素引发的债市波动增大。

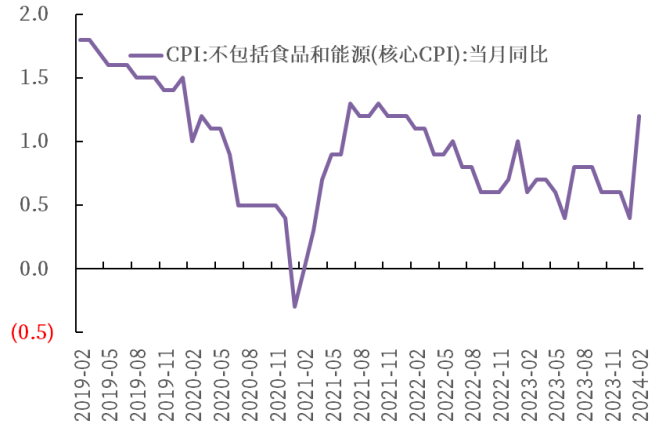
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 CPI 及主要分项同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 CPI 同比及环比 8 大分项 (%)

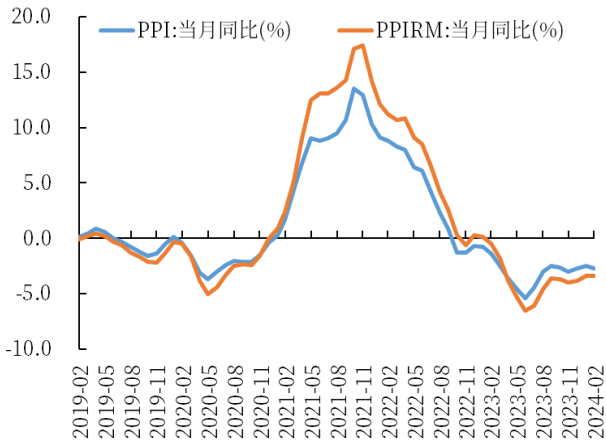
	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
CPI: 当月同比	0.70	-0.80	-0.30	-0.50	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20	0.10	0.70	1.00
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-0.10	-3.60	-2.00	-2.20	-2.10	-1.50	-0.50	-0.50	2.00	1.20	0.80	2.10	2.10
CPI: 衣着: 当月同比	1.60	1.60	1.40	1.30	1.10	1.10	1.10	1.00	0.90	0.90	0.90	0.80	0.70
CPI: 居住: 当月同比	0.20	0.30	0.30	0.30	0.30	0.20	0.10	0.10	0.00	-0.20	-0.20	-0.30	-0.10
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.50	1.00	0.00	-0.50	-0.60	-0.40	-0.50	-0.20	-0.50	-0.10	0.10	0.70	1.40
CPI: 交通和通信: 当月同比	-0.40	-2.40	-2.20	-2.40	-0.90	-1.50	-2.10	-4.70	-6.50	-3.90	-3.30	-1.90	0.10
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	3.90	1.30	1.80	1.80	2.30	2.50	2.50	2.40	1.50	1.70	1.90	1.40	1.20
CPI: 医疗保健: 当月同比	1.50	1.30	1.40	1.30	1.30	1.30	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	3.00	2.90	2.90	3.00	3.60	3.90	3.80	4.10	2.40	3.10	3.50	2.50	2.60
CPI: 环比	1.00	0.30	0.10	-0.50	-0.10	0.20	0.30	0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.30	-0.50
CPI: 食品烟酒: 环比	0.50	0.30	0.10	-0.30	0.00	0.10	0.00	0.50	-0.10	0.00	0.10	0.00	-0.20
CPI: 衣着: 环比	-0.20	-0.30	0.10	0.60	0.20	0.80	-0.10	-0.30	-0.20	0.40	-0.10	0.50	-0.10
CPI: 居住: 环比	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.20	0.10	-0.10	0.00	0.00	0.30
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.00	0.60	0.60	-1.10	1.10	0.00	-0.60	0.90	-0.90	-0.60	-0.60	0.40	0.00
CPI: 交通和通信: 环比	0.10	-0.10	-0.70	-0.30	-0.20	-0.30	-0.30	-0.40	-0.40	-0.40	-0.90	-1.60	-0.10
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.40	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.10	0.00	0.30	0.20	1.00	0.80	1.10	0.80	0.60	0.40	0.50	0.40
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

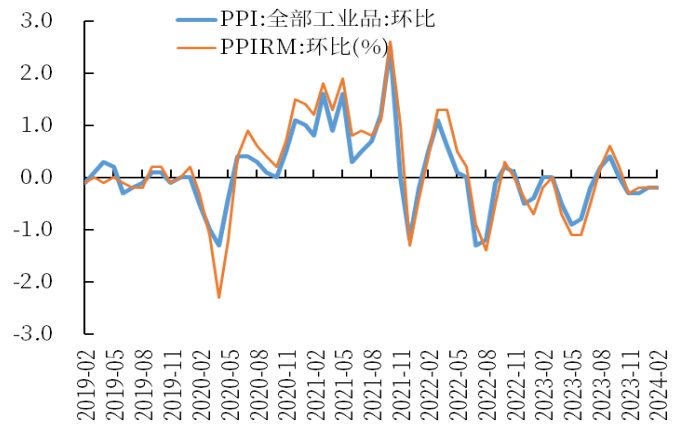
图4 春节假期主要在 2 月的年份 CPI 环比季节性对比 (%)

	除今年外的均值	2024-02	2022-02	2021-02	2019-02	2018-02	2016-02	2015-02	2014-02
中国: CPI: 环比	0.80	1.00	0.60	0.60	0.80	1.00	1.20	-0.17	1.60
中国: CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 环比	0.20	0.50	0.20	0.20	-0.10	0.40	0.50	-0.10	0.30
中国: CPI: 食品烟酒: 环比	2.15	2.20	1.20	1.20	3.00	2.30	3.10	-0.32	4.60
中国: CPI: 衣着: 环比	-0.37	-0.20	-0.30	-0.50	-0.30	-0.20	-0.60	-0.26	-0.40
中国: CPI: 居住: 环比	0.10	0.00	0.10	0.10	-0.10	0.10	0.00	0.41	0.10
中国: CPI: 生活用品及服务: 环比	0.10	-0.50	0.20	0.10	-0.10	0.10	0.30	0.01	0.10
中国: CPI: 交通和通信: 环比	0.40	1.60	1.40	1.10	-1.50	1.00	0.90	-0.41	0.30
中国: CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.57	1.70	0.40	0.80	0.00	1.30	1.80	-0.94	0.60
中国: CPI: 医疗保健: 环比	0.11	0.40	0.00	0.00	0.10	0.20	0.10	0.26	0.10
中国: CPI: 其他用品和服务: 环比	0.26	-0.20	0.10	-0.30	-0.20	0.20	0.40	-0.01	1.60

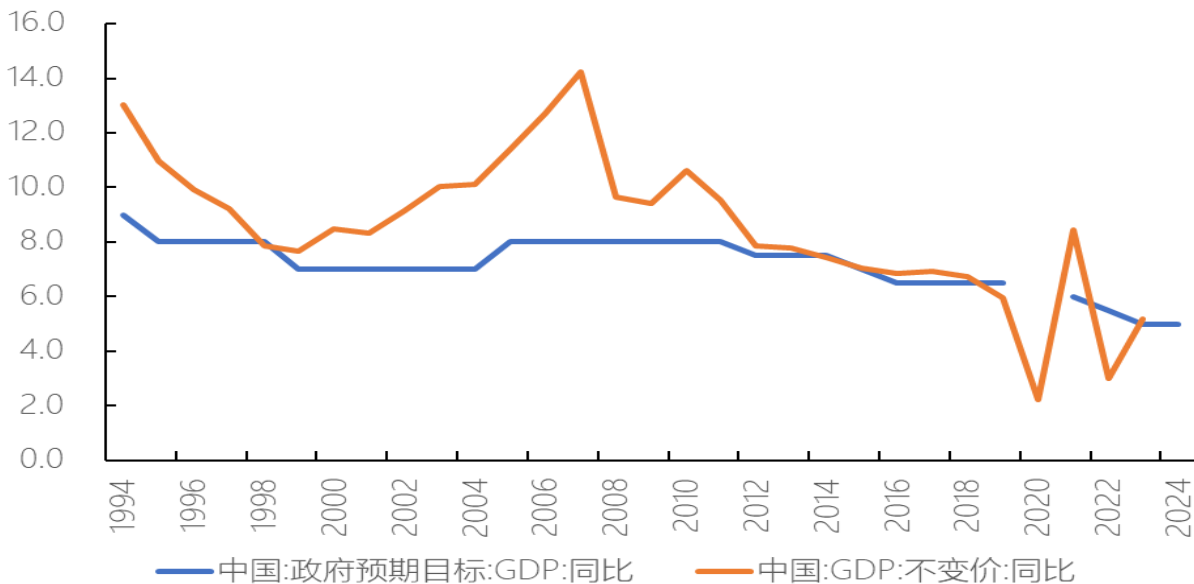
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 PPI 及 PPIRM 同比 (%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 PPI 及 PPIRM 环比 (%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图7 历年政府目标 GDP 同比和实际 GDP 同比 (%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637