



## 宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

# 通胀隐含的春节消费特征

## 2月通胀数据点评

### 投资要点:

- 核心观点:** 春节假期需求增加食品拖累减小, 服务涨价带动 CPI 同比回升, 政策显效前 CPI 或仍低速增长。2月 CPI 同环比较 1月明显改善, 春节期间消费需求增加、冰雪旅游爆火, 食品项对 CPI 拖累减小, 服务项中旅游出行链价格上涨带动 CPI 同环比上升。但春节后食品价格的快速回落、地产销售仍偏弱、新能源汽车新一轮价格战等因素均指向 CPI 上涨动力可能仍然不足。向后看, 消费品以旧换新相关政策逐步落实或能够提振消费价格, 不排除后续陆续出台推动通胀温和回升的政策“组合拳”的可能性, 但政策显效需要时间, 短期内 CPI 或仍将低速增长。PPI 方面, 上游行业涨价释放了积极信号, 在节后基建等项目开工支撑下, 后续涨价动力从上游向下传导值得期待。
- CPI:** 2月 CPI 同比上升 0.7%, 扭转连续四个月同比下降态势; 环比上升 1.0%, 涨幅扩大。2月 CPI 同比 0.7%, 前值-0.8%, 环比 1.0%, 前值 0.3%。具体来看, 食品项同比-0.9%, 前值-5.9%; 非食品项同比 1.1%, 前值 0.4%; 消费品项同比-0.1%, 前值-1.7%; 服务项同比 1.9%, 前值 0.5%。环比方面, 食品项环比 3.3%, 前值 0.4%; 非食品项环比 0.5%, 前值 0.2%; 消费品项环比 1.1%, 前值 0.2%; 服务项环比 1.0%, 前值 0.4%。扣除食品和能源的核心 CPI 同比 1.2%, 前值 0.4%, 环比 0.5%, 前值 0.3%。
- 食品:** 猪肉价格超季节性上涨带动 CPI 食品项同比降幅收窄, 环比涨幅扩大。2月 CPI 食品项同比-0.9%, 前值-5.9%; 环比 3.3%, 前值 0.4%。
  - 猪肉方面, CPI 猪肉项同比由 1月的下跌 17.3%转为上涨 0.2%, 环比由 1月的下跌 0.2%转为上涨 7.2%。虽然 2月猪肉价格仍低位运行, 但由于春节时点错位, 2月猪肉价格同环比均由降转升。从供给端来看, 截止 1月, 能繁母猪存栏连续 7个月下降, 但仍在 4000 万头以上, 猪肉价格后续或仍低位波动。
- 春节期间消费需求增加和区域雨雪天气影响供给, 鲜菜、水产品 and 鲜果价格分别环比上涨 12.7%、6.2%和 4.3%, 食品项合计拉动 CPI 环比上涨约 0.59 个百分点, 对 CPI 同比的拖累约 0.17 个百分点, 较 1月 1.13 个百分点的拖累幅度明显改善。
- 通过猪肉、蔬菜、水果价格观察今年春节食品消费特征, 以春节前第三周的最后一日价格为基准, 今年春节前后两周猪肉价格先升后降, 与过去三年同期明显不同; 而从蔬果价格来看, 共同的特征是年前价格涨幅高于去年, 但年后价格回落幅度较前几年更大, 呈现出消费需求虽有所回升, 但仍较 2019-2022 年同期相比偏弱, 相比之下, 猪肉价格走势超越季节性的原因或是猪肉价格持续偏低所致, 今年春节前后蔬菜、水果价格处于 2019 年以来 80%-90%分位, 而猪肉价格则处于 2019 年以来 30%-50%分位, 猪肉价格持续偏低可能导致了居民在年货购置中对猪肉的购买意愿较高, 带动了年前猪肉价格的超季节性上涨。
- 非食品:** 国际油价上涨影响未尽, 旅游出行需求旺盛带动服务价格上涨。2月 CPI 非食品项同比 1.1%, 前值 0.4%, 环比 0.5%, 前值 0.2%。
  - (1) 能源: 国际油价涨幅尚未完全反映在国内油价中, 3月 CPI 燃料项或仍有上涨动力。2月指征能源价格的 CPI 交通通信分项中的燃料项同比上涨 0.8%, 上月同比下跌 0.1%; 环比上涨 1.9%, 上月环比下跌 1.0%。受国际油价上行影响, 统计局口径国内汽油价格由上月下降 1.0%转为上涨 2.0%, 拉动 CPI 环比上涨约 0.07 个百分点。从高频数据观察, 2月 92#和 95#汽油价格环比分别上涨 1.84%和

1.81%，而2月布伦特原油价格上涨5.36%，CPI燃料项环比涨幅与92#和95#汽油高频价格涨幅接近，但仍明显低于国际油价涨幅，由于国内油价跟随国际油价调整有一定的滞后，而高频数据显示3月第一周布油价格继续高于2月均值，国内油价这部分“待涨”因素或将对3月CPI燃料项环比有一定支撑。

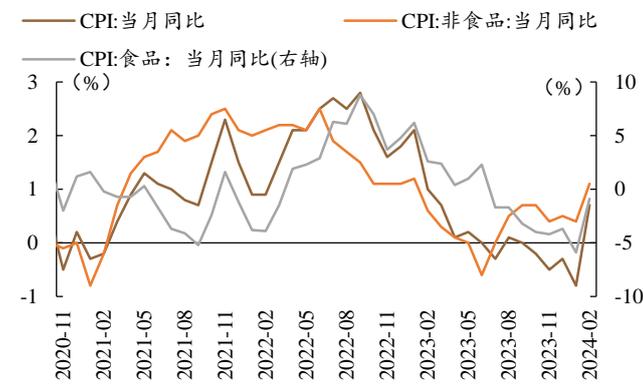
- **(2) 消费品：二手房销售偏弱拖累家具价格，出行需求旺盛推升交通工具租赁价格。**2月CPI消费品分项同比-0.1%，前值-1.7%，三大耐用品价格环比走势分化。其中，家用器具分项环比持平，回落至近五年增速区间低位，或受地产销售走弱影响，新房销售到装修有一定时滞，装修时长较为个性化，新房销售难以作为家具购置需求的前瞻指标；而二手房在完成销售后通常将立刻进行家具更新，以二手房销售来观察家具购置需求，2月地产销售偏弱，与2019年以来横向对比，14城二手房销售面积更是仅高于疫情爆发之初的2020年同期，即使与2019年以来春节当月对比，今年2月二手房销售依然处于最低水平，二手房销售热度下降或导致家具购置需求减弱；通信工具分项环比-1.1%，回落至近年增速区间下限以下，通信电子产品需求仍不乐观；交通工具分项环比由上月下降0.1%转为上涨0.1%，春节假期出行需求旺盛推升交通工具租赁价格。
- **(3) 服务：春节旅游出行需求旺盛，国内旅游资源不断挖掘成为长假旅游链条价格强支撑。**2月CPI服务分项同比1.9%，前值0.5%，环比1.0%，前值0.4%。今年春节受冰雪旅游爆火等影响，旅游出行需求旺盛，文旅部测算，今年春节假期国内旅游出游4.74亿人次，同比增长34.3%，按可比口径较2019年同期增长19.0%；哈尔滨文旅局统计，今年春节期间哈尔滨市累计接待游客1009.3万人次，日均同比增长81.7%。去年以来国内旅游“爆款”层出不穷，随着国内旅游资源的不断挖掘，长假期间国内旅游需求有望持续旺盛，带动旅游价格阶段性上涨。旅游出行需求旺盛也带动了相关产业链上其他商品和服务价格的上涨，2月飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格涨幅在12.5%—23.0%之间，合计影响CPI上涨约0.30个百分点。
- **PPI：生产淡季PPI回升乏力，上游先行涨价或将向下传导。**2月PPI同比-2.7%，前值-2.5%；环比-0.2%，前值-0.2%。其中，生产资料价格同比-3.4%，前值-3.0%，环比-0.3%，前值-0.2%；生活资料价格同比-0.9%，前值-1.1%，环比-0.1%，前值-0.2%。2月受国际油价上行、市场需求改善影响，采掘工业PPI环比上涨0.2%（前值0.2%）；受春节假日等因素影响，工业生产处于传统淡季，原材料和加工工业PPI环比分别下跌0.4%（前值-0.2%）和0.3%（前值-0.3%）。从产业链来看，PPI环比涨价的主要是上游原材料加工业，环比跌价的主要是中游装备制造业和公用事业，同样受到春节期间工厂停工等影响。今冬北方气温偏高，采暖用煤需求减少，叠加非电用煤需求季节性偏弱，煤炭开采和洗选业价格下降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、水泥制造价格分别下降0.4%、1.4%。此外，车企价格战等因素导致锂离子电池制造、新能源车整车制造业价格分别下降0.5%和0.4%。
- **后续价格形势展望：春节需求增加食品拖累减小，服务涨价带动CPI同比回升，政策显效前CPI或仍低速增长。**2月CPI同环比较1月明显改善，春节期间消费需求增加、冰雪旅游爆火，食品项对CPI拖累减小，服务项中旅游出行链价格上涨带动CPI同环比上升。但春节后食品价格的快速回落、地产销售仍偏弱、新能源汽车新一轮价格战等因素均指向CPI上涨动力可能仍然不足。向后看，推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案的逐步落实或能够提振消费价格，不排除后续陆续出台推动通胀温和回升的政策“组合拳”的可能性，这或将对摆脱2023年低通胀环境起到不小的作用，但政策显效需要时间，短期内CPI或仍将低速增长；PPI方面，春节时点错位导致的生产节奏错位导致中游行业仍跌价为主，但上游行业涨价释放了积极信号，在节后基建等项目开工支撑下，后续涨价动力从上游向下传导值得期待。
- **风险提示：**国际原油价格波动；猪肉等食品价格波动；宏观政策力度及节奏超预期。

表 1: 2 月通胀数据概览

单位: %	CPI 同比	PPI 同比	CPI 环比	PPI 环比	CPI 食品项 同比	CPI 非食品 项同比	PPI 生产资 料同比	PPI 生活资 料同比
2023-02	1.0	-1.4	-0.5	0.0	2.6	0.6	-2.0	1.1
2023-09	0.0	-2.5	0.2	0.4	-3.2	0.7	-3.0	-0.3
2023-10	-0.2	-2.6	-0.1	0.0	-4.0	0.7	-3.0	-0.9
2023-11	-0.5	-3.0	-0.5	-0.3	-4.2	0.4	-3.4	-1.2
2023-12	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-3.7	0.5	-3.3	-1.2
2024-01	-0.8	-2.5	0.3	-0.2	-5.9	0.4	-3.0	-1.1
<b>2024-02</b>	<b>0.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>-3.4</b>	<b>-0.9</b>

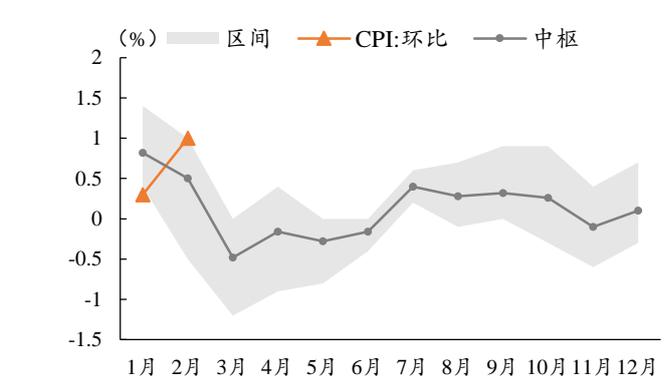
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

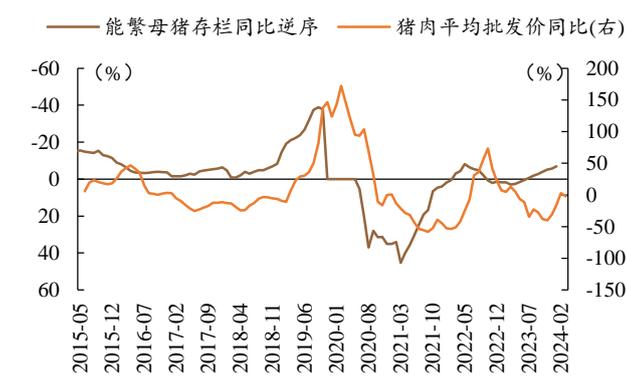
图 2: CPI 环比近年区间和中枢



资料来源: Wind, 德邦研究所

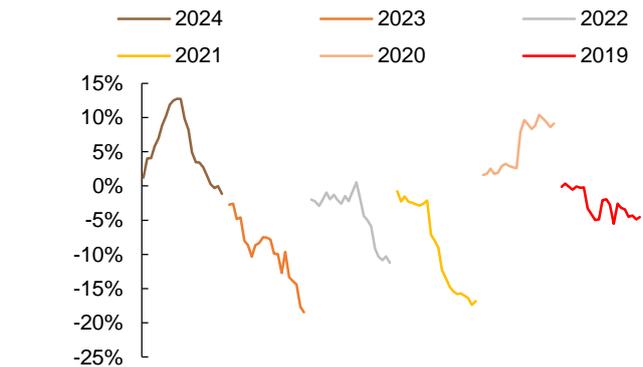
注: CPI:环比为当月数据 (2024-2); 区间为前五年同期该指标环比范围 (2019-2023); 中枢为前五年同期环比均值 (2019-2023); 图 7-图 10 与此同理。

图 3: 猪肉供给端较为稳定



资料来源: Wind, 德邦研究所

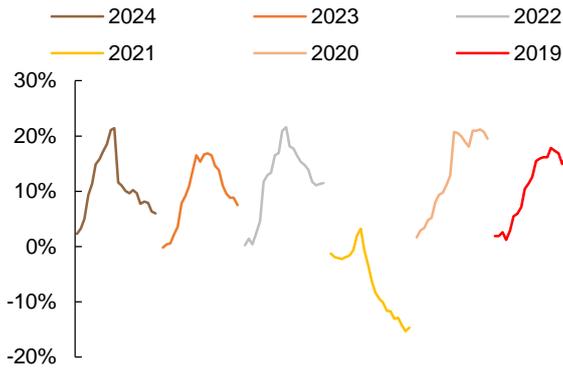
图 4: 2019 年以来春节前后猪肉价格变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

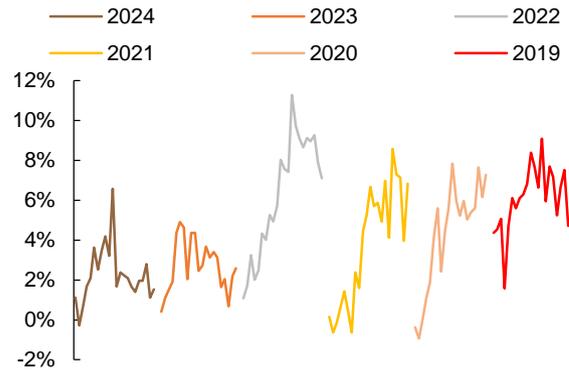
注: 价格基准为每年春节前第三周最后一日价格, 图里体现的是以春节前最后一个猪肉价格数据当日为中心, 前后两周时间内每日猪肉价格较基准日变化幅度, 图 5-6 原理与此相同, 但价格换成 28 种重点监测蔬菜平均批发价和 7 种重点监测水果平均批发价。

图 5：2019 年以来春节前后蔬菜价格变化



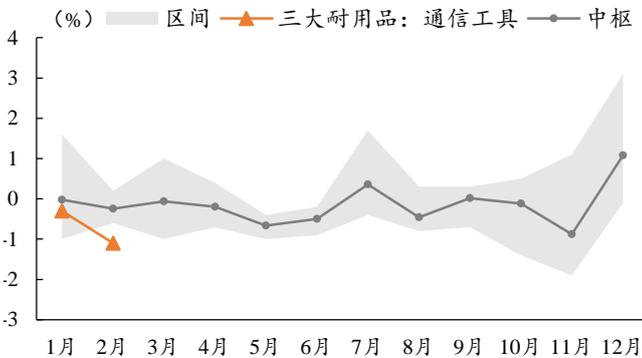
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2019 年以来春节前后水果价格变化



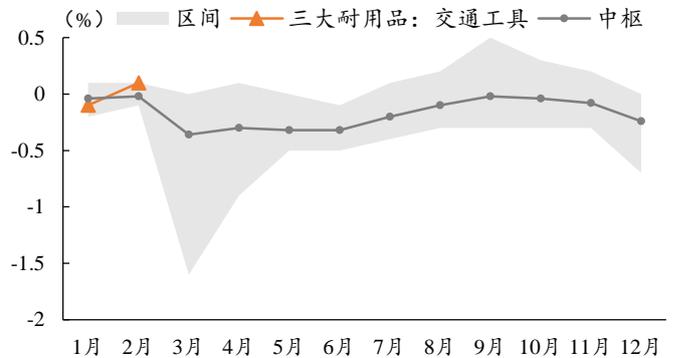
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：三大耐用品：通信工具价格环比



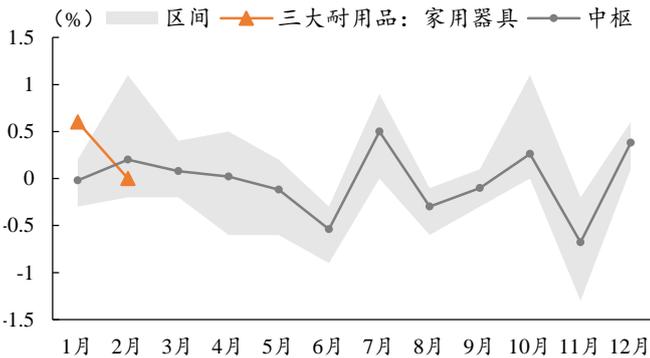
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：三大耐用品：交通工具价格环比



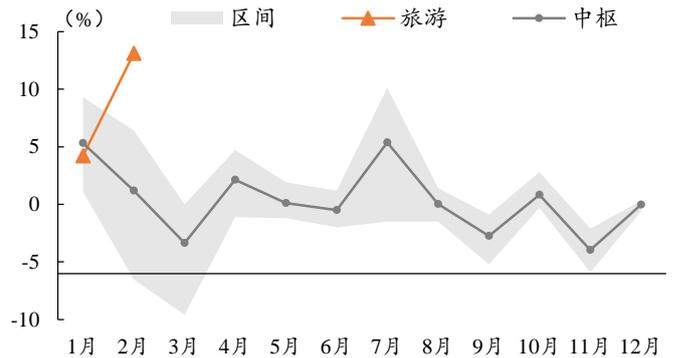
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：三大耐用品：家用器具价格环比



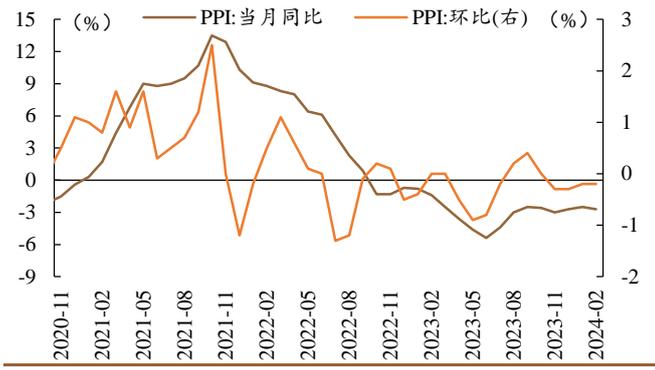
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：旅游价格环比



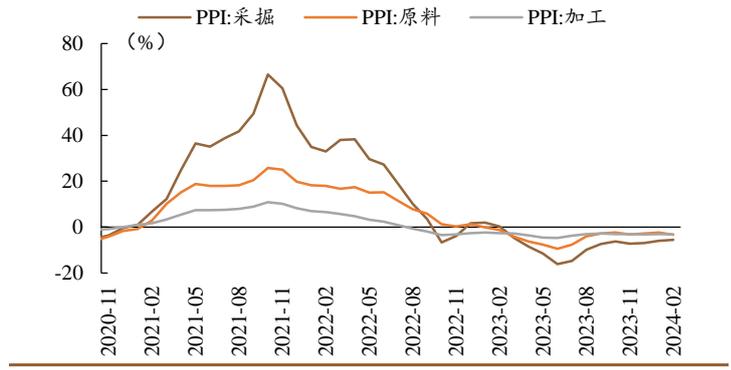
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11: PPI 同环比走势



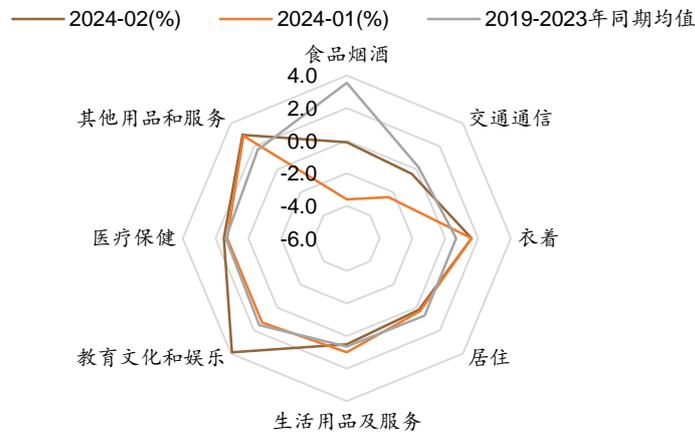
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: PPI 三分类走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: CPI 八分项同比



资料来源: Wind, 德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。