

2024年2月物价点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

CPI 超预期的微观线索

事件：

3月9日，统计局公布2月物价数据：CPI 同比上涨 0.7%，预期上涨 0.4%，前值下降 0.8%；PPI 同比下降 2.7%，预期降 2.5%，前值降 2.5%。

CPI 同比超预期，受春节效应、寒潮扰动供给等共同影响

CPI 同比超预期上涨，主因春节期间新涨价因素拉动。2月，CPI 同比上涨 0.7%、高于预期的 0.4%，其中，翘尾因素拖累 0.6 个百分点、较上月收窄 0.5 个百分点，新涨价因素贡献 1.3 个百分点。结构中，食品环比涨幅扩大 2.9 个百分点、与近 10 年春节环比均值大体相当；非食品环比涨幅扩大 0.3 个百分点至 0.5%、高于季节性水平。

拆分来看，食品价格边际回升、与部分商品供给压力减弱等有关，非食品回升主因服务价格修复等。一方面，春节需求增加、叠加寒潮影响供给等，鲜菜、猪肉、水产品等合计影响 CPI 上涨 0.58 个百分点；另一方面，节假日期间服务需求回升带动 CPI 旅游等环比创历史新高至 13.1%、叠加原油链拖累减弱等，支撑非食品价格延续修复。

往后来看，寒潮低温对蔬果等价格影响更多为短期脉冲作用、加之春节效应走弱等，3月 CPI 同比或有所回落、0.5% 左右；二、三季度表现相对温和、0.5% 附近震荡；四季度后，CPI 同比增速或回升至阶段性高点、1.5% 左右（详情参见《极端天气，如何影响复苏节奏？》、《温和通胀的微观基础？》）。

2024 年 PPI 同比增速延续修复、斜率或相对平缓，年中前后转正，全年中枢在 0.2% 左右。原材料等生产资料拖累最大阶段或已过去，伴随需求边际修复或支撑部分商品涨价、但部分行业供给压力或仍存，涨价弹性还待观察。中性情景下，PPI 同比高点或在三季度、1.5% 左右，四季度边际有所回落。

常规跟踪：CPI 同比转正，PPI 降幅扩大、与生产资料拖累等有关

CPI 同比增速转正。2月，CPI 同比增速由负转正至 0.7%、上月为 -0.8%；核心 CPI 同比涨幅扩大 0.8 个百分点至 1.2%。分项环比中，食品环比涨幅扩大至 3.3%，其中，鲜菜、猪肉和水产分别为 12.7%、7.2% 和 6.2%；非食品环比涨幅扩大至 0.5%，其中，原油涨价带动交通通信燃料由负转正至 1.6%，服务价格回升支撑文教娱环比创近年同期新高、1.7%。

PPI 同比降幅扩大、主因生产资料拖累。2月，PPI 同比降幅扩大 0.2 个百分点至 2.7%，环比持平于 -0.2%。大类环比中，生产资料环比降幅扩大 0.1 个百分点至 -0.3%、主因原材料价格拖累，采掘和加工环比持平于上月；生活资料环比降幅收窄 0.1 个百分点至 -0.1%，主因耐用消费品价格拖累放缓，食品、衣着也有支撑，一般日用品环比回落。

分行业来看，受节假日、生产淡季影响，部分中下游制造业价格延续回落。行业环比中，原油链拖累减弱，石油开采、化学纤维环比转正至 2.5% 和 0.2%；受假日停工影响等，钢材、水泥等行业需求减少，黑色冶炼、水泥制造环比分别回落至 -0.4% 和 -1.4%；此外，设备制造、烟草制造等部分中下游价格延续回落。

风险提示

猪价大幅反弹。

内容目录

1、CPI 超预期的微观线索	3
2、常规跟踪：CPI 同比转正，PPI 降幅扩大、与生产资料拖累等有关	5
风险提示	7

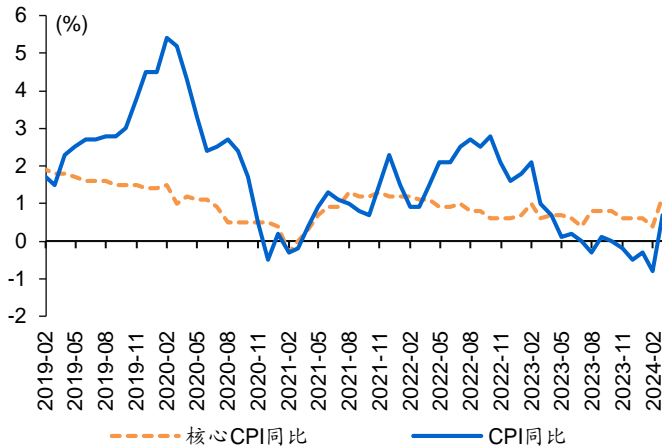
图表目录

图表 1： 2 月，CPI 同比转正	3
图表 2： 拆分来看，新涨价因素贡献 1.3 个百分点左右	3
图表 3： 2 月，CPI 食品环比与季节性水平大体相当	3
图表 4： 2 月，CPI 非食品环比高于季节性	3
图表 5： 寒潮下，部分果蔬价格回升	4
图表 6： 2 月，旅游环比创历史单月新高	4
图表 7： 部分商品产能去化或仍有压力	4
图表 8： 中性情境下，2024 年 CPI 同比中枢或在 0.4%	4
图表 9： 原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去	5
图表 10： 中性情境下，2024 年 PPI 同比中枢或在 0.2%	5
图表 11： 2 月，CPI 同比、环比双双回升	5
图表 12： 2 月，食品、非食品环比双双回升	5
图表 13： 食品环比中，猪肉、鲜果拉动明显	6
图表 14： 非食品环比中，交通通信、其他项拉动明显	6
图表 15： 2 月，PPI 同比降幅扩大至-2.7%	6
图表 16： 大类环比中，生产资料拖累明显	6
图表 17： 2 月，分行业 PPI 环比及其变化情况	7

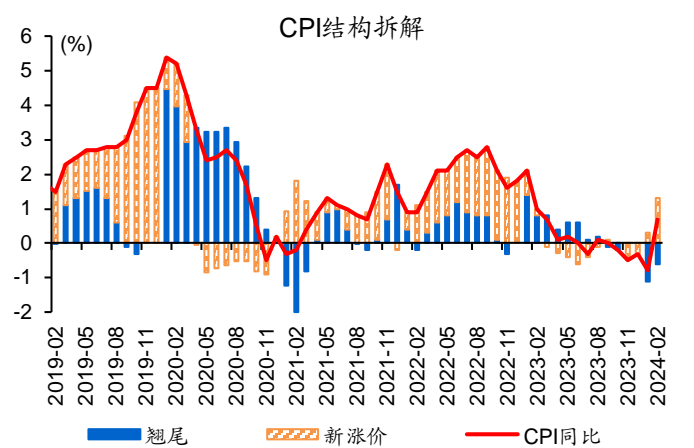
1、CPI 超预期的微观线索

CPI 通胀率超预期上涨，主因春节期间新涨价因素拉动。2月，CPI 同比上涨 0.7%、高于预期的 0.4%，其中，翘尾因素拖累 0.6 个百分点、较上月收窄 0.5 个百分点，新涨价因素贡献 1.3 个百分点。结构中，食品环比涨幅扩大 2.9 个百分点、与近 10 年春节环比均值大体相当；非食品环比涨幅扩大 0.3 个百分点至 0.5%、高于季节性水平。

图表1：2月，CPI 同比转正



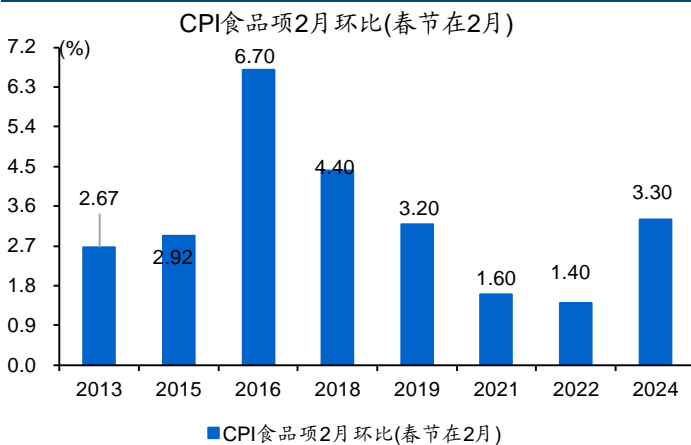
图表2：拆分来看，新涨价因素贡献 1.3 个百分点左右



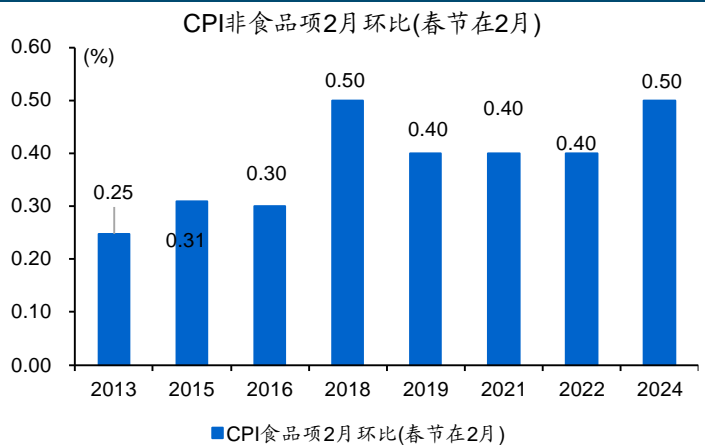
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：2月，CPI 食品环比与季节性水平大体相当



图表4：2月，CPI 非食品环比高于季节性

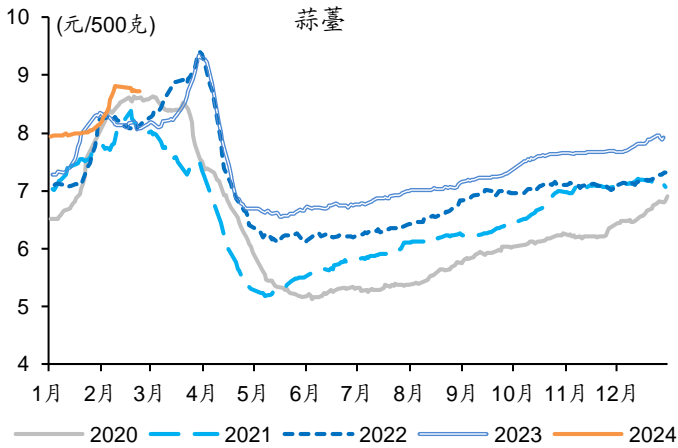


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

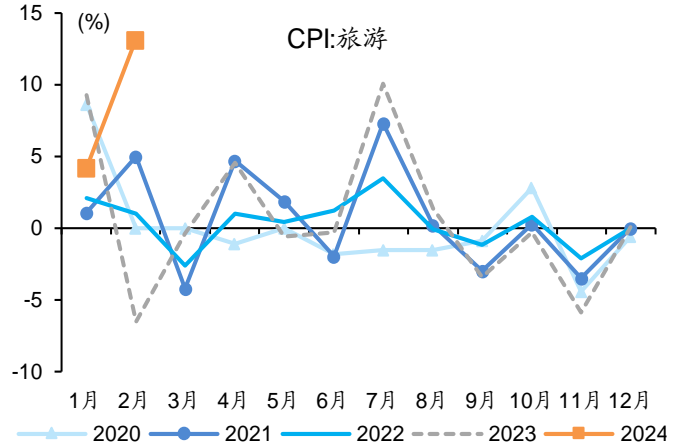
拆分来看，食品价格边际回升、与部分商品供给压力减弱等有关，非食品回升主因服务价格修复等。一方面，春节需求增加、叠加寒潮等影响供给，鲜菜、猪肉、水产品等合计影响 CPI 上涨 0.58 个百分点；另一方面，节假日期间服务需求回升带动 CPI 旅游等环比创历史新高至 13.1%、叠加原油链拖累减弱等，支撑非食品价格延续修复。

图表5: 寒潮下, 部分果蔬价格回升



来源: Wind、国金证券研究所

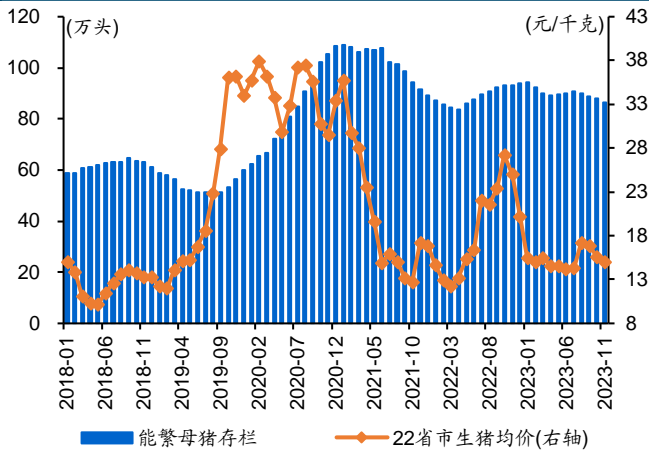
图表6: 2月, 旅游环比创历史单月新高



来源: Wind、国金证券研究所

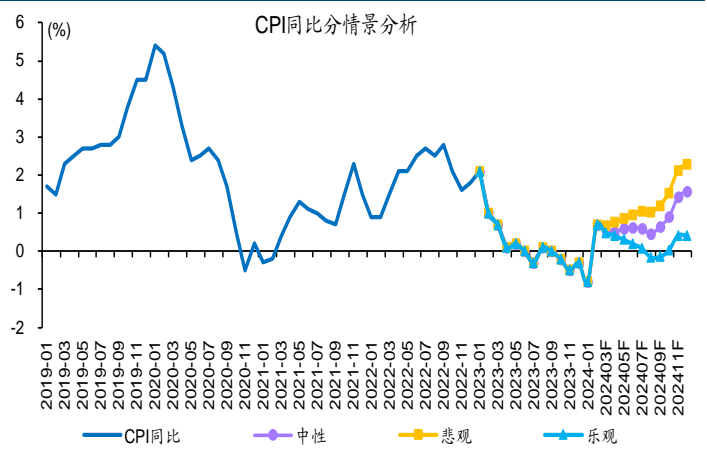
往后来看, 寒潮低温对蔬果等价格影响更多为短期脉冲作用、加之春节效应走弱等, 3月CPI 同比或有所回落、0.5%左右; 二、三季度表现相对温和、0.5%附近震荡; 四季度后, CPI 同比增速或回升至阶段性高点、1.5%左右(详情参见《极端天气, 如何影响复苏节奏?》、《温和通胀的微观基础?》)。

图表7: 部分商品产能去化或仍有压力



来源: Wind、国金证券研究所

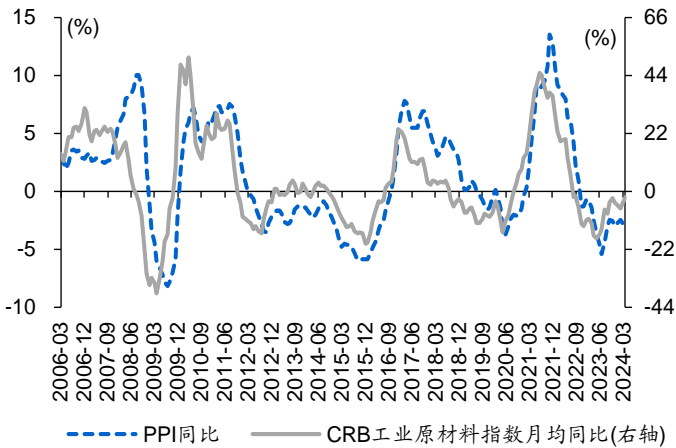
图表8: 中性情境下, 2024年CPI同比中枢或在0.4%



来源: Wind、国金证券研究所

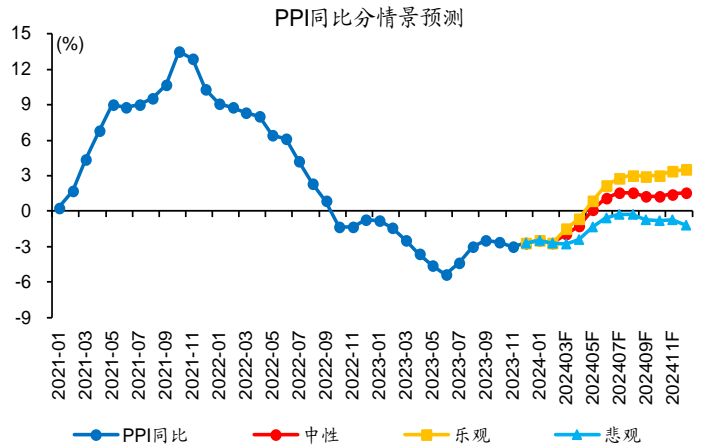
2024年PPI 同比增速延续修复、斜率或相对平缓, 年中前后转正, 全年中枢在0.2%左右。原材料等生产资料拖累最大阶段或已过去, 伴随需求边际修复或支撑部分商品涨价、但部分行业供给压力或仍存, 涨价弹性还待观察。中性情景下, PPI 同比高点或在三季度、1.5%左右, 四季度边际有所回落。

图表9: 原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 中性情境下, 2024年PPI同比中枢或在0.2%

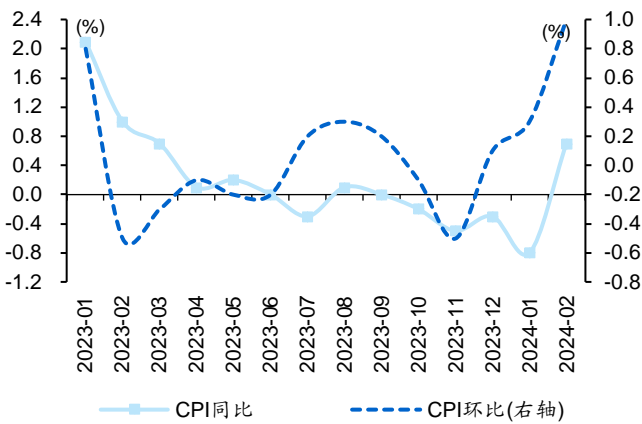


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪: CPI 同比转正, PPI 降幅扩大、与生产资料拖累等有关

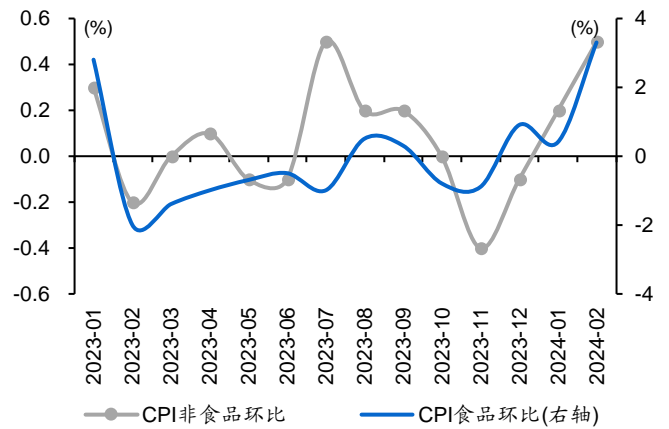
CPI 同比增速转正。2月, CPI 同比增速由负转正至 0.7%、上月为-0.8%; 核心 CPI 同比涨幅扩大 0.8 个百分点至 1.2%。分项环比中, 食品环比涨幅扩大至 3.3%, 其中, 鲜菜、猪肉和水产分别为 12.7%、7.2%和 6.2%; 非食品环比涨幅扩大至 0.5%, 其中, 原油涨价带动交通通信燃料由负转正至 1.6%, 服务价格回升支撑文教娱环比创近年同期新高、1.7%。

图表11: 2月, CPI 同比、环比双双回升



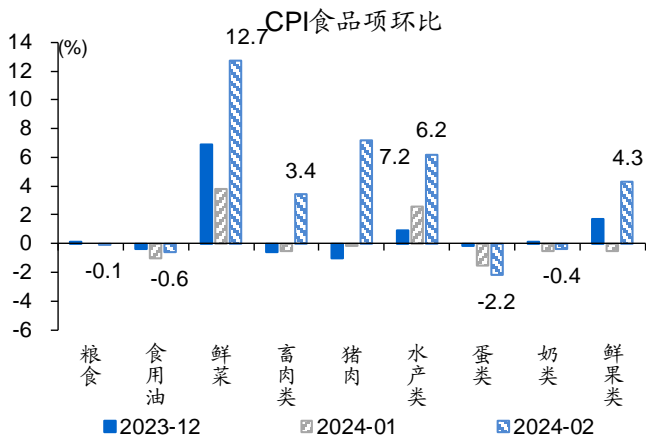
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 2月, 食品、非食品环比双双回升

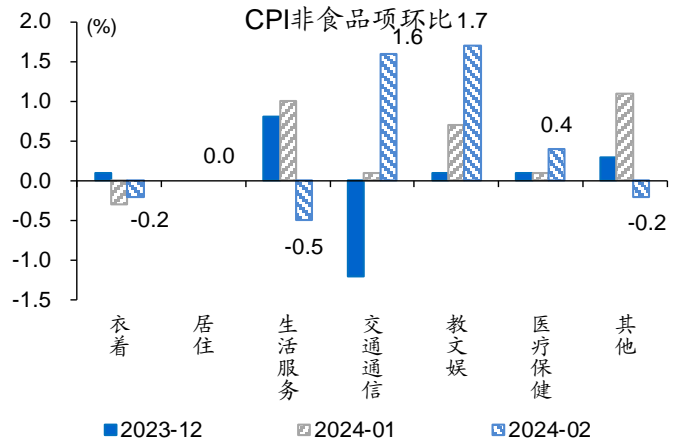


来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 食品环比中, 猪肉、鲜果拉动明显



图表14: 非食品环比中, 交通通信、其他项拉动明显

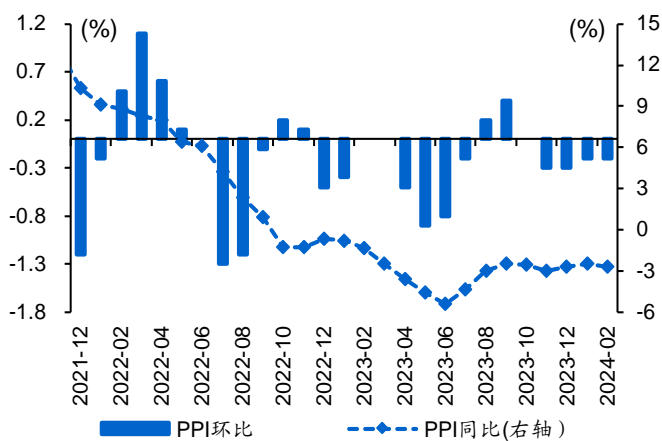


来源: Wind、国金证券研究所

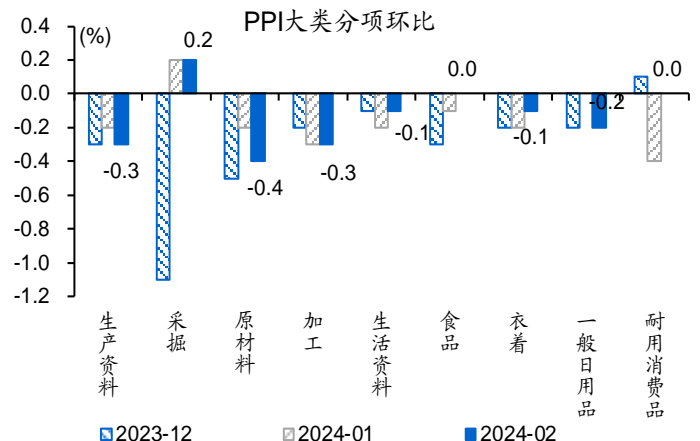
来源: Wind、国金证券研究所

PPI 同比降幅扩大、主因生产资料拖累。2月, PPI 同比降幅扩大 0.2 个百分点至 2.7%, 环比持平于-0.2%。大类环比中, 生产资料环比降幅扩大 0.1 个百分点至-0.3%、主因原材料价格拖累, 采掘和加工环比持平于上月; 生活资料环比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.1%, 主因耐用消费品价格拖累放缓, 食品、衣着也有支撑, 一般日用品环比回落。

图表15: 2月, PPI 同比降幅扩大至-2.7%



图表16: 大类环比中, 生产资料拖累明显

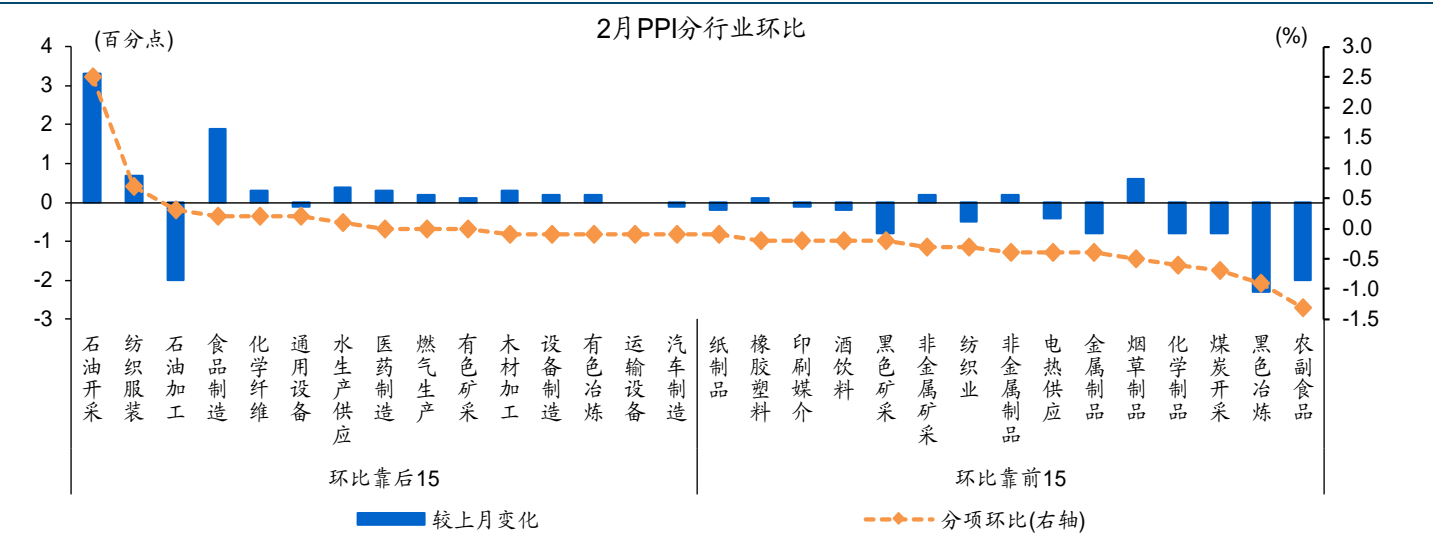


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 受节假日、生产淡季影响, 部分中下游制造业价格延续回落。行业环比中, 原油链拖累减弱, 石油开采、化学纤维环比转正至 2.5%和 0.2%; 受假日停工影响等, 钢材、水泥等行业需求减少, 黑色冶炼、水泥制造环比分别回落至-0.4%和-1.4%; 此外, 设备制造、烟草制造等部分中下游价格延续回落。

图表17: 2月, 分行业PPI 环比及其变化情况



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402