



超预期的CPI，低于预期的PPI

——2024年2月通胀数据点评

点评

- **春节错位叠加天气影响，CPI同比超预期上涨。同比来看**，2024年2月，春节错位效应，叠加天气因素影响供给，CPI同比由上月下降0.8%转为上涨0.7%，涨幅超出市场预期。其中，食品价格的拖累有所减弱，食品CPI同比降幅大幅收窄5个百分点至-0.9%，影响CPI下降约0.17个百分点，非食品价格同比涨幅扩大0.7个百分点至1.1%，影响CPI上涨约0.89个百分点；**环比来看**，春节期间消费需求增加，加之部分地区雨雪天气影响供给，2月CPI环比上涨1%，涨幅扩大0.7个百分点，连续三个月上涨，但小幅低于2015-2019年春节当月CPI环比平均水平1.2%。其中，食品价格环比涨幅扩大2.9个百分点至3.3%，影响CPI上涨约0.58个百分点，春节期间出行和文娱消费增多，非食品价格上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI上涨约0.44个百分点。2月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅较上月扩大0.8个百分点，为2022年2月以来最高涨幅，环比上涨0.5%，涨幅扩大0.2个百分点。
- **鲜菜价格环比大涨，猪肉价格环比结束下行。同比来看**，2月食品细项中除粮食、鲜菜、水产品、卷烟类价格同比上升外，其余食品类价格同比均下降。鲜菜价格同比增速回升最多，其次是畜肉类、水产品、鲜果等，而酒类同比降幅扩大。其中，畜肉类价格同比降幅收窄8.7个百分点至-2.9%，2月在春节消费带动下猪肉价格有所回升，加之春节错位使得基数走低，猪肉价格同比由下降17.3%转为上涨0.2%，在连续下降9个月首次转涨；在节日需求拉动以及采摘、运输成本上涨下，鲜菜价格季节性上行，再加上春节错位，鲜菜价格同比由下降12.7%转为上涨2.9%；春节期间，水产品需求增加，叠加基数效应，水产品价格同比由下降3.4%转为上涨4.1%。**环比来看，节日效应叠加天气影响供应和运输，鲜菜、水产品、鲜果、畜肉类及卷烟价格环比上行**。其中，鲜菜价格环比上涨最多，涨幅达12.7%，较上月扩大8.9个百分点；猪肉价格环比由上月下降0.2%转为上涨7.2%，结束了连续四个月的环比下降；水产品价格环比上涨6.2%，涨幅扩大3.6个百分点；鲜果价格环比由下降0.5%转为上涨4.3%。春节假期带动，以及养殖端惜售挺价，猪肉价格有所反弹，但节后终端需求下滑，养殖端出栏节奏逐渐恢复，猪价有所回落。但后续随着生猪产能持续去化，猪肉价格有望逐步企稳。此外，随着气温逐渐回升，蔬菜供应逐步恢复，鲜菜价格或有所下滑。截至2024年3月8日，高频数据显示3月初28种重点监测蔬菜同比由下降转为上涨，7种重点监测水果价格和鸡蛋平均批发价同比降幅扩大，猪肉平均批发价同比由上涨转为下降；28种重点监测蔬菜、猪肉平均批发价环比由上涨转为下降，7种重点监测水果价格环比涨幅收敛，鸡蛋平均批发价环比降幅扩大。**2024年3月，预计在春节效应消退之后主要食品类别价格将有所回落，食品CPI同比增速将走低，但中期随着供给逐渐去化，食品CPI有望逐步回升**。
- **旅游价格表现亮眼，交通工具用燃料价格同比转涨**。2月，非食品中消费品价格同比降幅收窄1.6个百分点至-0.1%，服务价格同比涨幅扩大1.4个百分点至1.9%。其中，七大类价格同比六涨一降，交通通信、教育文化娱乐、医疗

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

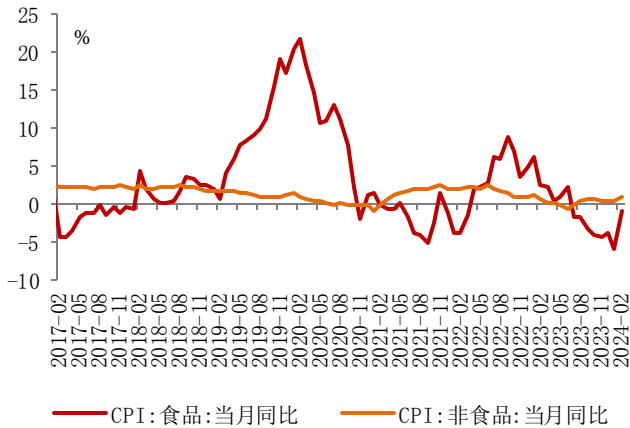
1. 基数效应主导，出口表现更优——1-2月贸易数据点评 (2024-03-08)
2. 纵深推进，高质量与新发展——《2024政府工作报告》解读 (2024-03-06)
3. 踏浪前行——动能转换中的经济运行与投资抉择 (2024-03-04)
4. 分化的数据，期待政策加力——2月PMI数据点评 (2024-03-02)
5. 加快发展新质生产力，美国经济数据下修 (2024-03-01)
6. 国内大幅降息，美国担心过快降息 (2024-02-23)
7. 新旧动能如何平稳接续？——详解地产转型后的财政、金融以及新质生产力 (2024-02-21)
8. 假期国际油价上行，商品房成交平淡 (2024-02-19)
9. 假期消费向好，海外波澜不断 (2024-02-18)
10. 数据开门红，政策放量呵护——1月社融数据点评 (2024-02-11)



保健和其他用品及服务价格同比增速上升，衣着价格同比增速持平，居住和生活用品及服务同比增速回落。交通工具用燃料价格同比由下降 0.1% 转为上涨 0.8%，旅游价格同比涨幅扩大 21.3 个百分点至 23.1%，飞机票和交通工具租赁费也同比上涨 20.8% 和 17.4%，主要因春节错位下基数较低。**七大类价格环比三涨一平三降**，春节期间出行和文娱消费需求大幅增加，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。其中旅游价格环比为 2011 年以来最大涨幅；受国际油价上行影响，国内汽油价格由上月下降 1.0% 转为上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点。而衣着、据国家发改委，自 3 月 4 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别提高 125 元、120 元，或带动交通工具用燃料价格继续走高，春节效应消退后，旅游等服务价格或将逐渐回落至淡季水平，预计非食品价格短期涨幅也将有所收敛。

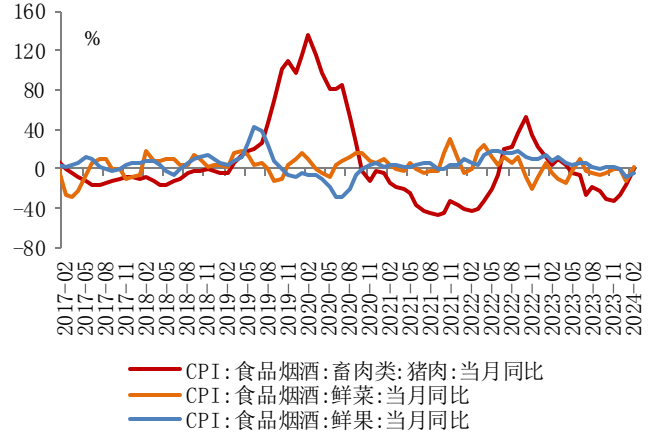
- **PPI 同比降幅超预期扩大，与工业淡季和复工节奏有关。** 2 月 PPI 同比降幅较 1 月扩大 0.2 个百分点至 -2.7%，低于市场预期，与 CPI 的走势分化，除了工业淡季因素之外，可能也与春节后复工节奏偏慢有关。其中，生产资料同比降幅较上月扩大 0.4 个百分点至 -3.4%，生活资料价格同比降幅较上月收敛 0.2 个百分点至 -0.9%。主要行业中，化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业、电气机械和器材制造业 4 个行业价格同比降幅比上月均扩大，合计影响 PPI 同比下降约 1.17 个百分点，对 PPI 的下拉作用比上月增加 0.19 个百分点。煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、计算机通信和其他电子设备制造业价格同比也走低，合计影响 PPI 同比下降约 0.92 个百分点。**从环比看**，PPI 环比下降 0.2%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 0.3%，降幅扩大 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅收敛 0.1 个百分点。国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别环比上涨 2.5% 和 0.2%；市场需求改善带动有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.2%；北方气温偏高，采暖用煤需求减少，加之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%；春节假日房地产、基建项目停工等因素影响下，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，锂离子电池制造、新能源车整车制造、计算机通信和其他电子设备制造业价格环比也呈下行态势。从国际上看，OPEC+ 减产延长至二季度，且全球制造业周期有启动迹象，1、2 月全球制造业 PMI 均升至荣枯线上，但美国等发达国家利率依然较高，对经济的滞后效应或将逐渐显现，2 月美国失业率上升 0.2 个点至 3.9%，需求端或依然偏弱，供需因素下预计国际油价将呈震荡走势。从国内来看，稳增长政策力度不减，今年两会提出 3% 赤字率和 1 万亿元超长期特别国债，而且提出优化房地产政策，有望支撑国内基建和地产开工，国内相关工业品价格有望得到提振，尤其是即将进入到节后金三银四开工旺季，预计 PPI 同比降幅有望逐步收敛。
- **预计短期 CPI 同比增速回落，PPI 同比降幅收敛。** 2 月，CPI 和 PPI 同比走势分化，CPI 继续高于 PPI，CPI-PPI 剪刀差较 1 月扩大至 3.4 个百分点。CPI 方面，在 2 月份 0.7% 的 CPI 同比变动中，翘尾影响约为 -0.6 个百分点，今年价格变动的新的影响约为 1.3 个百分点。春节效应消退之后主要食品类别价格将有所回落，食品 CPI 同比增速预计将走低，成品油价格上升对非食品价格有支撑，但旅游等服务价格或将逐渐回落至淡季水平，预计非食品价格短期涨幅也将有所收敛。综合来看 3 月份 CPI 同比增速或回落，但中期来看随着需求转好、供给下降 CPI 仍具备回升基础；PPI 方面，在 2 月份 -2.7% 的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为 -2.3 个百分点，今年价格变动的新的影响约为 -0.4 个百分点。国际油价短期或呈震荡态势，政策或支撑国内相关工业品价格，预计 PPI 同比降幅逐步收敛。
- **风险提示：**需求复苏不及预期、国际大宗商品价格波动超预期。

图 1：食品、非食品价格同比增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：食品类分项价格表现



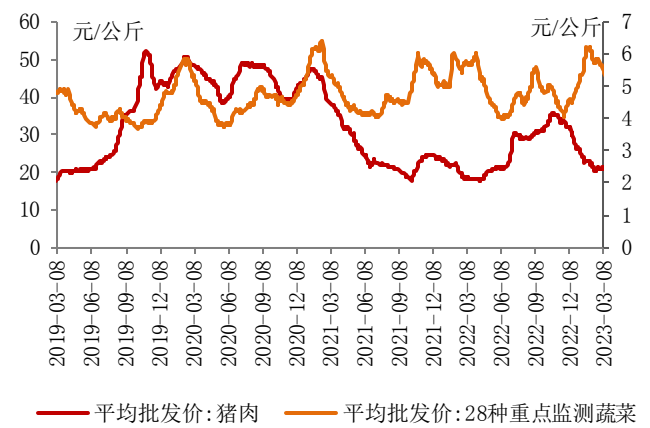
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：2024 年 3 月农产品价格指数回落



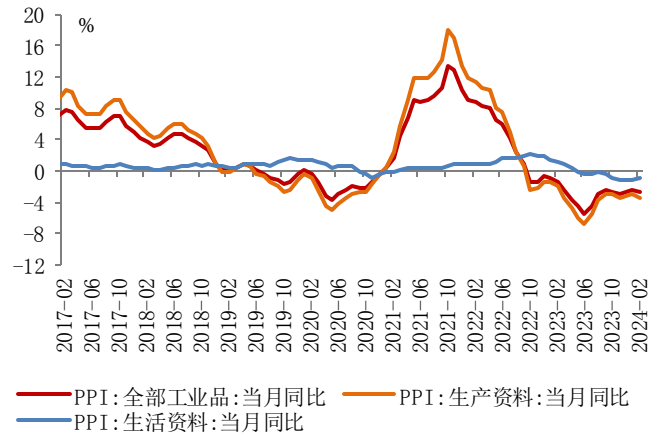
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：2024 年 3 月初蔬菜、猪肉价格回落



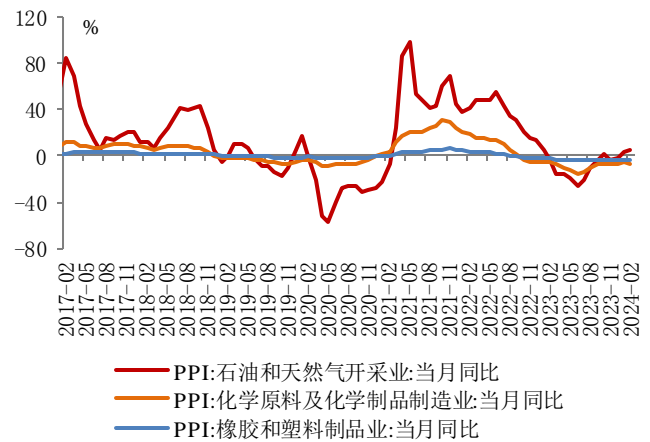
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：生产资料价格降幅扩大、生活资料价格降幅收敛



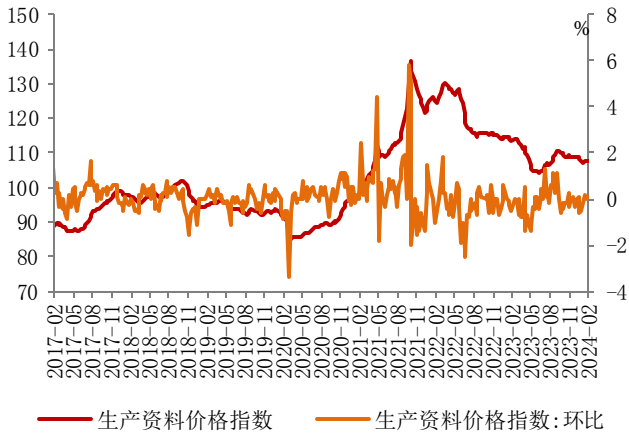
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：石油相关行业价格同比走势分化



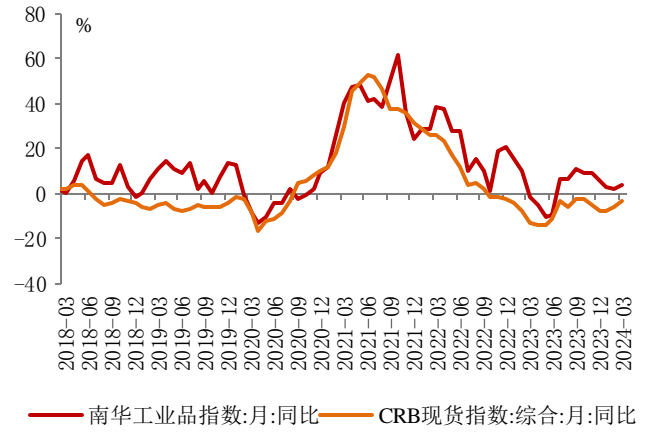
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：2024 年 2 月生产资料价格指数平稳



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：2024 年 3 月初南华工业品指数同比回升



数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
