

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

■ 事件：统计局公布，2024年2月CPI同比上涨0.7%，环比上涨1.0%；PPI同比下降2.7%，环比下降0.2%。我们点评如下：

■ **CPI：2月CPI同比0.7%（前值-0.8%），高于预期值0.4%，自2023年9月份以来首度回正。**CPI环比上涨1.0%；核心CPI同比增速为1.2%（2023年12月和2024年1月分别为0.6%、0.4%）。CPI同比增速回正，可能一方面受到春节错位因素影响，去年2月份春节后物价回落，而今年2月份春节物价上涨；另一方面，猪肉、旅游价格1-2月同比增速较快，是本次居民价格指数超预期上行的主要拉动项，二者分别对应三分法中的食品项和服务项。三分法来看，食品项同比由-5.9%回升至-0.9%，拉动CPI回落约0.2个百分点，对CPI的拖累减小；工业消费品同比由0.2%升至0.3%，拉动CPI回升0.1个百分点；服务项同比增速由0.5%回升至1.9%，拉动CPI约0.8个百分点。

■ 八大项中，食品烟酒、教育文化娱乐、交通通信是2月份CPI的主要拉动项。

1) **食品烟酒：猪肉价格同环比均上涨。**2月份食品烟酒同比增速-0.1%，相比2023年12月上升1.9个百分点；1-2月同比增速（-1.9%）相比12月份上升0.1个百分点。其中，猪肉、蛋类和水产品同比增速较快，剔除春节效应，考虑1-2月同比增速，三者相比2023年12月份分别高出17.0、1.2和1.0个百分点。猪肉价格结束了去年10月份以来的环比下行，2月份逆势回升7.2个百分点，而2021-2023年同期猪肉价格均环比回落；从同比来看，2023年12月、2024年1月猪肉价格增速分别为-26.1%、-17.3%，处在猪周期价格下行的阶段，而2月份同比转正至0.2%。但猪肉价格是否已经走出下行周期，还是仅由春节期间物价总体上行驱动仍需观察。

2) **教育文化娱乐：春节假期延长，旅游需求旺盛。**2月份教育文化娱乐同比增速3.9%，相比2023年12月上升2.1个百分点；1-2月同比增速（2.6%）相比12月份上升0.8个百分点。教育文化娱乐内含教育服务和旅游两个分项，其中教育服务2月份同比增速1.7%，旅游分项增长23.1%，因此主要由旅游价格带动。从环比来看，2月份旅游价格增速13.1%，明显超季节性。去年年底，中办、国办《关于做好2024年元旦春节期间有关工作的通知》提出，鼓励各单位结合带薪年假制度落实，安排职工在除夕休息。因此2024年春节相比往年有所延长，叠加交通部加强重点时段、热点路线运力储备和供给，最大限度满足群众出行需求，今年春节期间旅游需求相对旺盛，推升了旅游分项价格。

3) **交通通信：春运、旅游需求推升交通价格。**2月份交通通信同比增速-0.4%，相比2023年12月上升1.8个百分点；1-2月同比增速（-1.4%）相比12月份上升0.8个百分点。其中，交通工具使用和维修、交通工具使用燃料2月份同比增速分别为2.9%和0.8%，1-2月同比增速分别为0.9%和0.3%，均相比去年12月份有所上行。

■ **2月PPI同比下降2.7%，低于Wind一致预期（-2.5%）。**在2月份的PPI同比增速中，去年价格变动的翘尾影响约为-2.3个百分点，新涨价影响约为-0.4个百分点。从分项来看，生产资料价格由上月的同比-3.0%回落至-3.4%，生活资料价格回升0.2个百分点至-0.9%。在主要行业中，油气开采2月份正增长（4.2%），其余行业多数负增长，煤炭开采和洗选业负增长程度较大（-14.7%）。2月份，PPI与CPI剪刀差由-1.7%回落1.7个百分点至-3.4%。

■ **CPI正增长能否持续？我们认为3月份仍将维持正增长。**从影响CPI最主要的两个因素，即猪肉价格和原油价格来看，首先，2023年上半年猪肉价格连续环比回落，3月份环比增速-4.2%，意味着3月份猪肉价格基数进一步降低，即便本月猪肉价格在春节效应消退之后上升速度减缓、持平甚至微降，猪肉价格都将对CPI形成一定支撑。其次，从原油价格来看，去年3月份油价先降后升，中枢相比2月份有所降低，意味着油价基数将有所下降，假使本月油价未出现明显趋势性变动，原油分项对CPI的拉动作用将有所上升。最后，2月份旅游价格的超季节性上行可能会在3月份消退，旅游分项对CPI的贡献回归正常水平。但“猪油共振”下，3月份CPI预计仍为正数。

政策层面，潘功胜行长在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问上明确表示，“我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量”，因此通胀的温和回升既具有一定的现实基础，也与政策导向相一致。

■ **但2月份通胀数据“开门红”能否指示经济基本面的进一步修复可能仍需观察。**春节效应以及旅游需求的超季节性增长是难以完全剔除的因素。2月份经济修复的效果以及持续性如何还需等待后续金融、经济数据的进一步验证。

■ **风险提示：猪肉价格、原油价格超预期波动等。**

图表目录

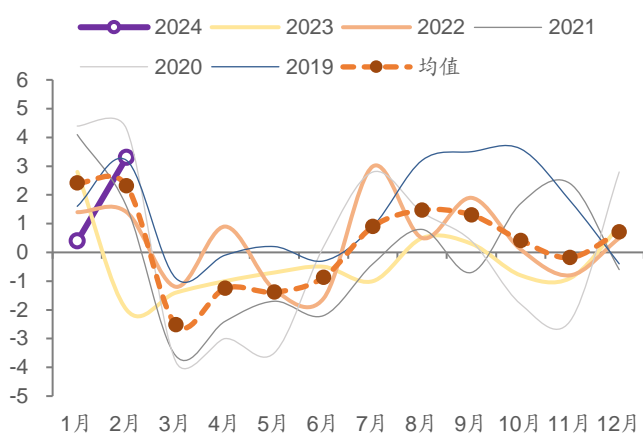
图表 1: 通胀数据概览 (%)	- 3 -
图表 2: CPI 食品环比增速上升 (%)	- 3 -
图表 3: CPI 旅游环比增速上升 (%)	- 3 -
图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)	- 4 -
图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)	- 4 -
图表 6: 猪肉价格环比上行 (%)	- 4 -
图表 7: 3 月份原油价格基数有望下行 (美元/桶)	- 4 -
图表 8: PPI 主要行业同比增速 (%)	- 5 -
图表 9: 2 月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差扩大 (%)	- 5 -

图表 1: 通胀数据概览 (%)

CPI	2024-02	2024-01	2023-12	2023-02	2023-01	2022-12
CPI 环比	1.0	0.3	0.1	-0.5	0.8	0.0
CPI 同比	0.7	-0.8	-0.3	1.0	2.1	1.8
食品	-0.9	-5.9	-3.7	2.6	6.2	4.8
非食品	1.1	0.4	0.5	0.6	1.2	1.1
核心 CPI	1.2	0.4	0.6	0.6	1.0	0.7
三分法 CPI						
食品	-0.9	-5.9	-3.7	2.6	6.2	4.8
工业消费品	0.3	0.2	0.0	0.7	1.3	1.6
服务	1.9	0.5	1.0	0.6	1.0	0.6
PPI	2024-02	2024-01	2023-12	2023-02	2023-01	2022-12
PPI 环比	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.4	-0.5
PPI 同比	-2.7	-2.5	-2.7	-1.4	-0.8	-0.7
生产资料	-3.4	-3.0	-3.3	-2.0	-1.4	-1.4
生活资料	-0.9	-1.1	-1.2	1.1	1.5	1.8

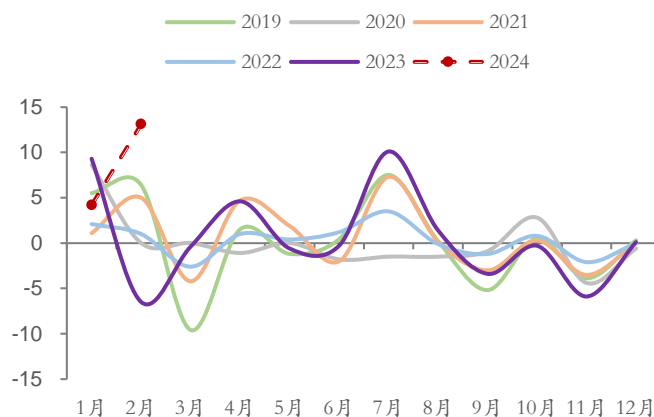
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: CPI 食品环比增速上升 (%)



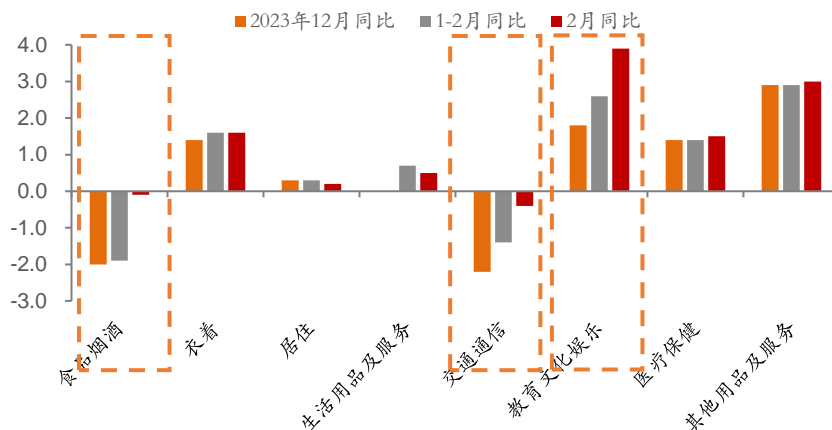
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: CPI 旅游环比增速上升 (%)



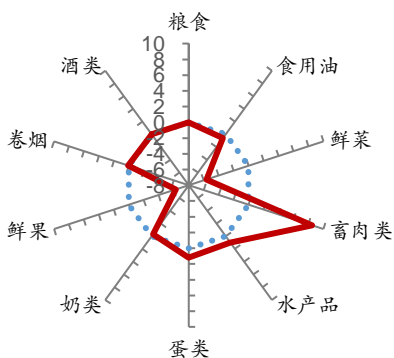
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)



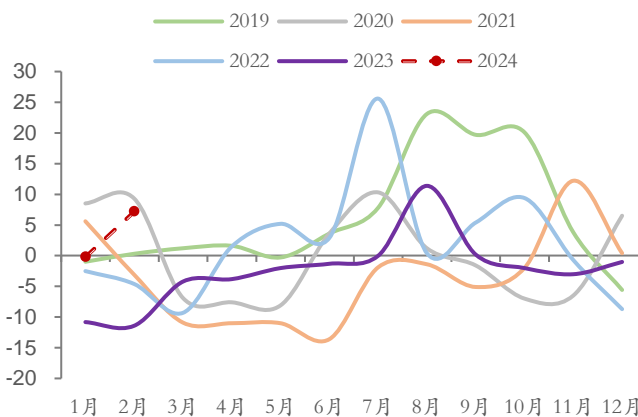
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)



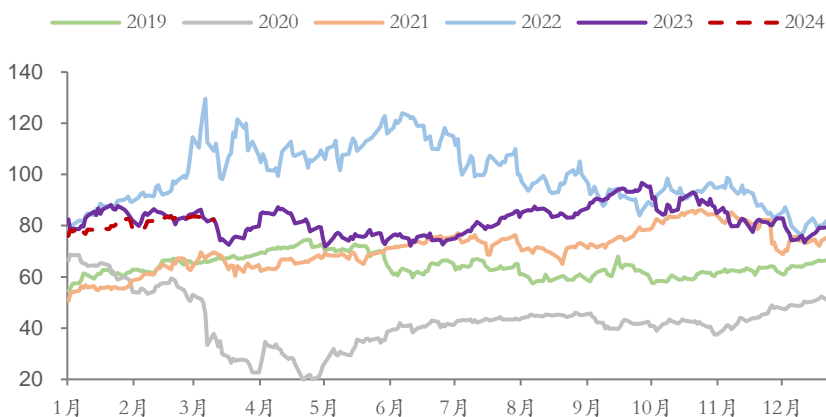
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 猪肉价格环比上行 (%)



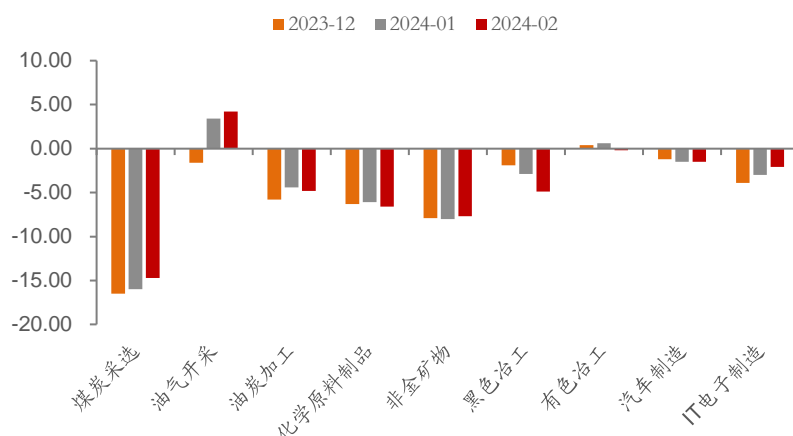
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 3 月份原油价格基数有望下行 (美元/桶)



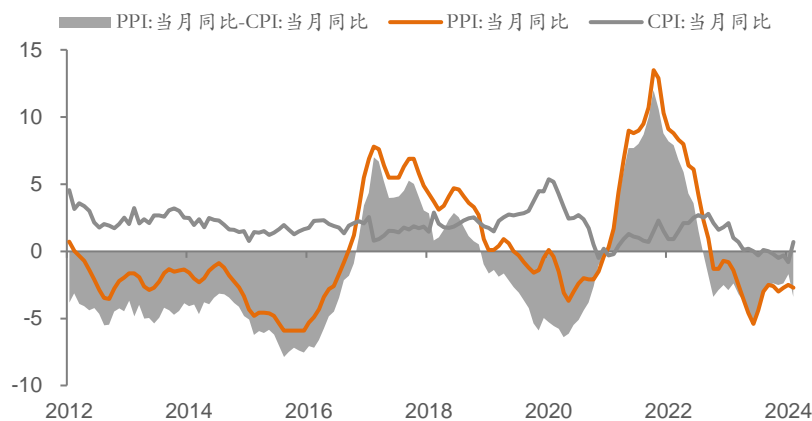
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: PPI 主要行业同比增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2 月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差扩大 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 猪肉价格、原油价格超预期波动等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。