

春节影响下，CPI、PPI 表现分化

——2月通胀数据点评

2024年03月11日

- **事件：**2月CPI同比0.7%，前值-0.8%，环比1%；PPI同比-2.7%，前值-2.5%，环比-0.2%。
- **CPI 增速转正，食品项、服务项价格大幅上行，核心CPI同比走高。**食品项、服务同比由分别上行5、1.4个pct至-0.9%、1.9%，核心CPI同比上行0.8个百分点至1.2%。
- **食品价格季节性上行，猪肉同比明显拉升，水果、蔬菜价格环比均大幅上行。**受到春节错位和需求季节性增加的影响，2月猪价同环比明显抬升，未来产能将继续保持去化。果蔬价格显著拉升，春节和部分地区雨雪天气为主要影响。牛羊肉、蛋类、食用油价格同比回落，粮食、烟草价格整体保持平稳，酒类价格同比下滑。
- **非食品项中，汽车价格同比保持低位，春节假期带动出行、旅游相关服务需求，但房租、家庭服务保持低位。**汽车降价促销尚未结束，交通工具分项同比由-5.6%小幅上行为-5.4%。服务项分项表现具有一定差异，春节假期出行、娱乐需求显著增加，机票、旅游、住宿价格均有所上涨。教育、家庭服务增速持平，房租价格小幅回落，务工人员集中返乡带来一定影响。
- **PPI 同比回落，加工工业-原材料工业剪刀差转正。**工业品价格水平仍处于低位，PPI上行动力不足。生产资料中，采掘工业同比上行，加工和原材料工业同比回落，但原材料下行幅度偏大，两者剪刀差缩窄。生活资料中，耐用消费品、衣着、食品类同比增速均有所上行。
- **黑色金属、有色金属产业链价格持续下滑，下游制造业价格依然较为低迷。**采掘业中，煤炭开采和洗选业为同比主要拉动项，石油和天然气开采业也有所上行。春节期间地产、基建等工程建设停工，带来钢材、水泥等产品需求回落，价格有所下行。整体中下游行业需求不足的问题依然存在，价格波动小于上游行业，春节期间停工给工业生产带来一定影响。
- **通胀短期仍将保持温和，春节影响将逐步消退。**2月春节影响下，CPI和PPI的表现明显分化，背后是居民食品、服务消费和工业开工带来的走势差异。虽然2月CPI明显反弹，但春节过后服务类消费面临边际转弱的压力，居民消费旺盛的可持续性依然有待观察。当前猪肉产能保持去化，但猪肉价格大幅反弹的风险有限，CPI或延续低位温和的态势。随着3月基建、地产等复工复产，工业品需求有望边际好转，但上行幅度依然相对有限。我国积极的财政政策将发力提振内需，政策也开始关注价格问题，短期CPI驱动依然较为有限。随着经济逐步修复，价格提振仍需时间，低基数也将给CPI带来一定推力。
- **风险因素：**海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费回暖可持续性有待观察，原油价格上行幅度超预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

经济目标增速不变，注重高质量发展

春节假期影响PMI表现，关注后续政策出台
经济结构的强与弱

正文目录

事件.....	3
1、CPI 增速转正，春节为主要拉动.....	3
2、PPI 同比回落，春节停工带来工业品需求偏弱.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速反弹 (%).....	3
图表 2: 春节影响下，CPI 食品项环比走强 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项通胀大幅拉升 (%).....	3
图表 4: 油价波动幅度减小 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格在 2 月上旬抬升 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪去化进程边际提速 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格环比季节上行 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性高位 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项走势 (%).....	5
图表 10: 服务相关分项，旅游为主要拉动 (%).....	5
图表 11: CRB 指数同比低位，PPI 上行动力不足 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差转正 (%).....	6
图表 13: 黑色、有色产业链价格有所回落 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差区间明显下行 (%).....	6
图表 15: 春节带来 M1 上行，但资金活化依然不足(%).....	7
图表 16: 居民杠杆率增速上行乏力 (%).....	7

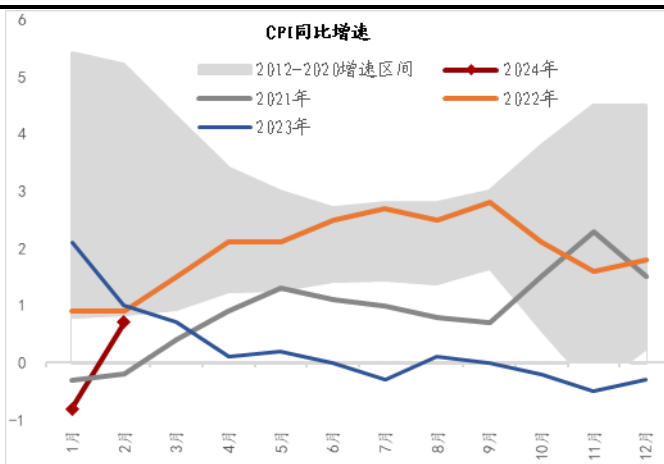
事件

2024年2月，CPI同比增速0.7%（市场预期0.4%），较上月上涨1.5个百分点，环比增速1%，前值0.3%，1-2月CPI累计同比0%；PPI同比增速-2.7%（市场预期-2.5%），较上月回落0.2个百分点，环比增速-0.2%，前值-0.2%，1-2月PPI累计同比-2.6%。

1、CPI 增速转正，春节为主要拉动

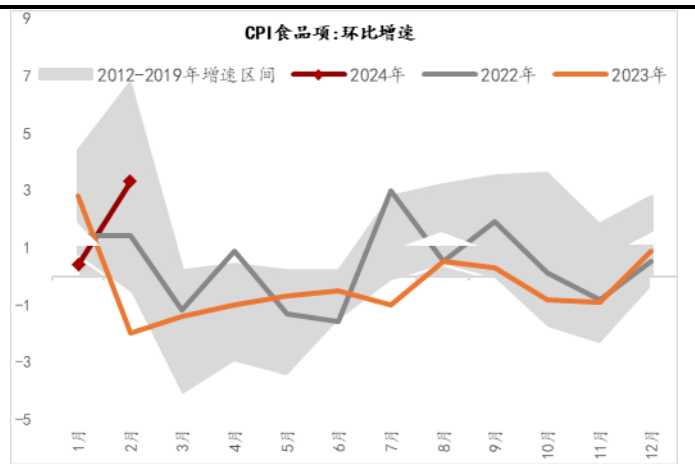
CPI同比增速转正，食品项同环比增速显著上升，非食品项也有所上行。2024年2月CPI同比增速较上月反弹1.5个百分点至0.7%，增速超出市场预期，环比增速1%，前值0.3%。CPI食品项同比增速由1月的-5.9%上行至-0.9%，环比由上月的0.4%上行至3.3%；非食品项同比由0.4%上行至1.1%，环比由上月的0.2%上行至0.5%。

图表1: CPI同比增速反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 春节影响下, CPI食品项环比走强 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

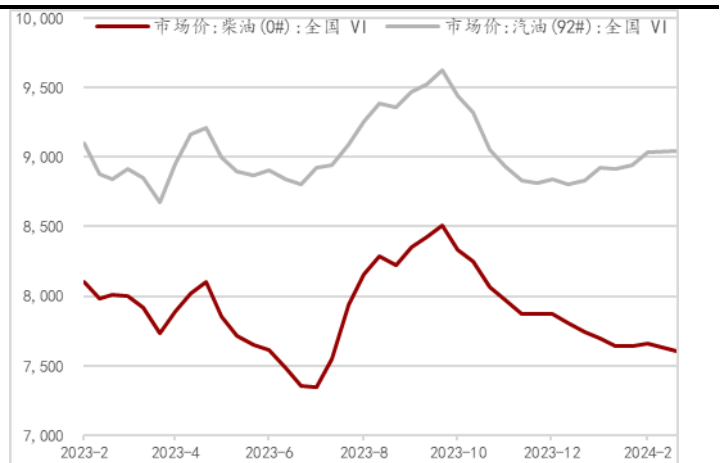
核心CPI同比上行，服务项CPI显著拉升，消费品同比也有所上行，环比均为正增。核心CPI同比增速明显上行0.8个百分点至1.2%，环比上行0.5%。CPI服务项同比较1月大幅上行1.4个百分点至1.9%，环比上行1%，前值0.4%；消费品同比则上行1.6个百分点至-0.1%，环比上行1.1%，环比增速较上月上行0.9个百分点。

图表3: 核心CPI、服务项通胀大幅拉升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 油价波动幅度减小 (元/吨)



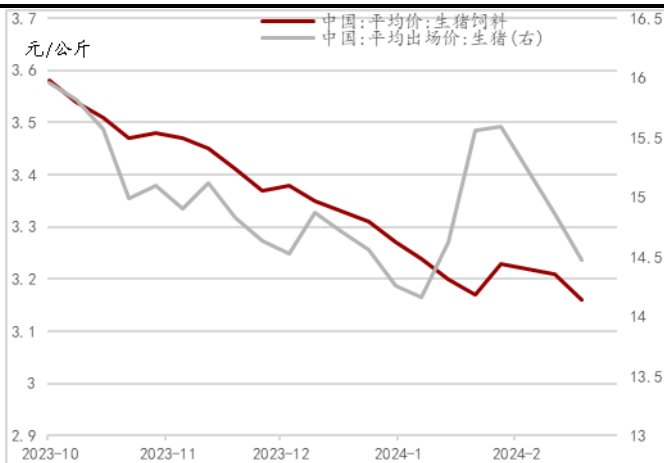
资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格显著上行，猪肉同比明显拉升，水果、蔬菜价格同环比也大幅上行。2月

猪价同环比明显抬升，主要受到春节错位和需求季节性增加的影响。3月1日，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》，能繁母猪正常保有量在3900万头左右。1月末我国能繁母猪存栏4067万头，高于正常保有量目标，未来产能将继续保持去化。2月蔬菜价格同比增速转正，环比大幅拉升，水果价格同环比也明显上行，春节和部分地区雨雪天气为主要影响。牛羊肉、蛋类、食用油价格同比回落，粮食、烟草价格整体保持平稳，酒类价格同比下滑。

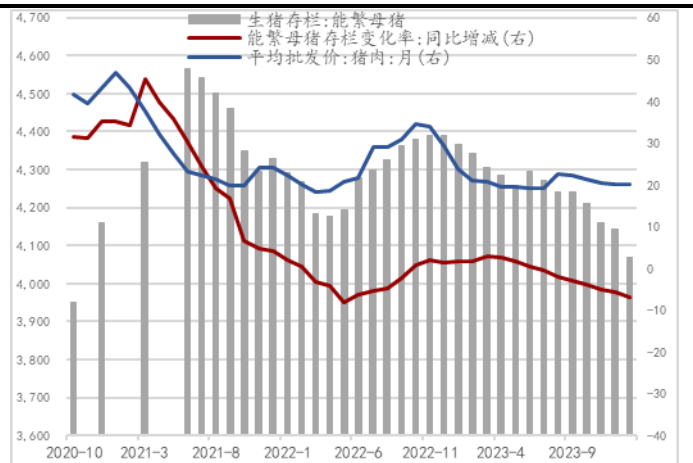
从CPI食品具体分项来看，2月，猪肉价格同比继续上行17.5个百分点至0.2%，上涨幅度加快，环比增速由上月的-0.2%显著上行至7.2%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-7.7%、-5.9%上行至-6.9%、-4.2%，蛋类同比增速上行1.3个百分点至-5.1%，环比-2.2%。鲜菜价格同比上涨15.6个百分点至2.9%，环比上行12.7%；鲜果价格同比上涨5个百分点至-4.1%，环比上行4.3%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由1月的0.5%、-4.9%、-3.4%、1.3%、-0.1%变动为0.3%、-5.4%、4.1%、1.3%、-1.3%。

图表5: 猪肉价格在2月上旬抬升 (元/公斤)



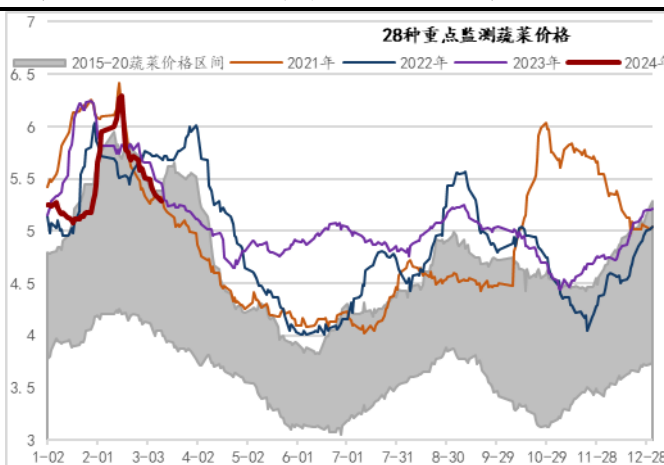
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪去化进程边际提速 (万头, %)



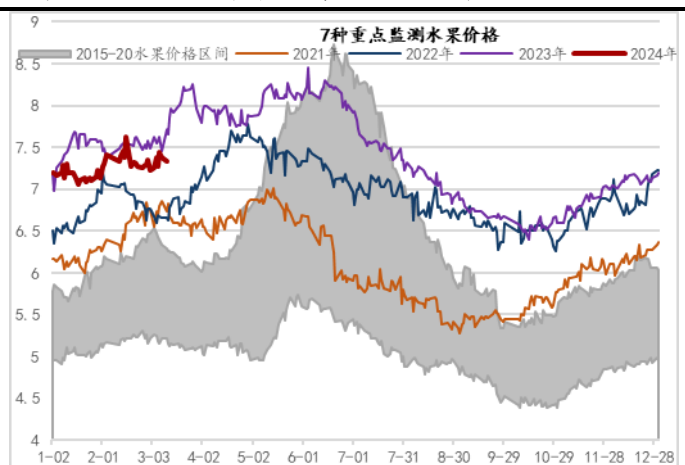
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格环比季节性上行 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格季节性高位 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，汽车价格同比保持低位，春节假期带动出行、旅游相关服务需求，但房租、家庭服务保持低位。春节返乡需求增加以及国际油价变动影响下，国内交通工具

用燃料分项环比增速由-0.1%上行为0.8%；冬季持续低温影响下，家用水电燃料同比持平于0.3%。汽车降价促销尚未结束，交通工具分项同比由-5.6%小幅上行为-5.4%，环比0.1%。服务项分项表现具有一定差异，旅游分项同比由1.8%显著拉升至23.1%，环比由4.2%上行为13.1%，春节假期出行、娱乐需求显著增加，机票、旅游、住宿价格均有所上涨。教育服务同比持平于1.7%，家庭服务分项同比持平于2%，环比下降为-1.7%，务工人员集中返乡带来一定影响。医疗保健同比由1.3%上行为1.5%，其中医疗服务为上行拉动项。房租价格同比回落0.2个百分点至0%，环比0%。地产下游的家具器具同比由-0.2%上行为-0.1%，环比0%。

图表9: CPI燃料相关分项走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务相关分项, 旅游为主要拉动 (%)



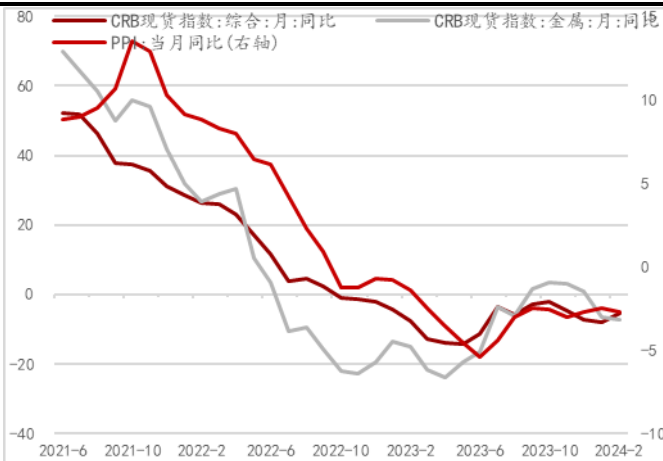
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 同比回落，春节停工带来工业品需求偏弱

PPI同比回落，工业品价格上行动力不足，加工工业-原材料工业剪刀差转正。PPI同比再度回落，工业品价格水平仍处于低位。且CRB指数同比低位震荡，PPI上行动力不足。PPI生产资料中，原材料、加工工业同环比增速继续下探，但两者剪刀差转正，加工行业压力小于上游。采掘工业同比上行，但依然处于低位。生活资料同比上行，耐用消费品、衣着、食品类同比增速均有所上行，耐用消费品环比由-0.4%上行为0%。

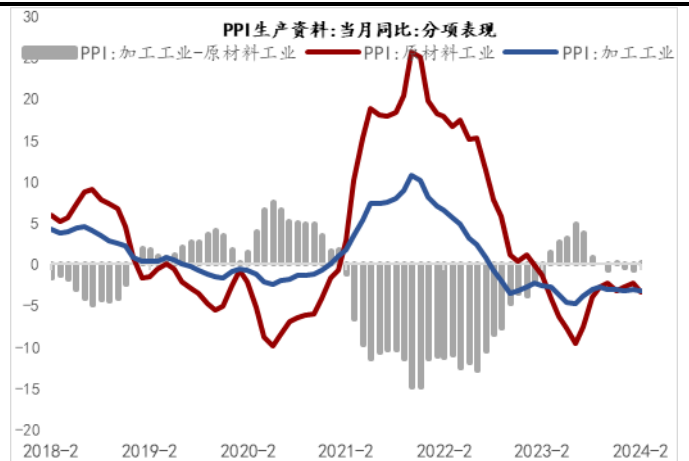
具体数据来看，PPI同比-2.7%，较上月回落0.2个百分点，环比增速-0.2%，前值-0.2%，工业生产者购进价格（PPIRM）同比持平于-3.4%。PPI生产资料同比回落0.4个百分点至-3.4%，其中，原材料工业、加工工业同比分别由1月的-2.3%、-3.1%下行至-3.4%、-3.2%，采掘工业同比由-6%上行至-5.5%。PPI生活资料同比上行0.2个百分点至-0.9%，环比增速-0.1%，前值-0.2%；其中，仅一般日用品类同比持平，其他分项同比均有所上行。

图表11: CRB指数同比低位, PPI上行动力不足 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差转正 (%)

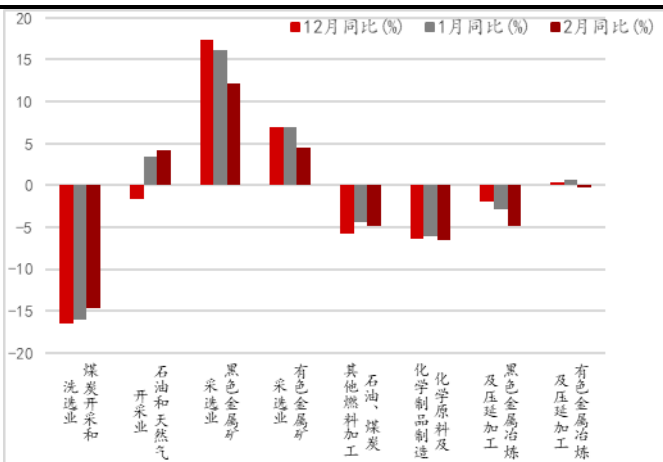


资料来源: Wind, 万联证券研究所

煤炭开采同比明显上行, 黑色金属、有色金属产业链价格持续下滑。采掘业虽然整体同比上行, 但内部表现分化, 其中煤炭开采和洗选业为同比主要拉动项, 低基数作用带来一定影响, 煤炭开采环比回落, 随天气回暖, 取暖用煤需求减少带来一定影响; 石油和天然气开采业同比也有所上行, 环比上行速度最快; 但黑色金属矿、有色金属矿采选业同比有所回落。下游黑色、有色金属冶炼及压延加工业同比也有所回落, 春节期间地产、基建等工程建设停工, 带来钢材、水泥等产品需求回落, 价格有所下行。

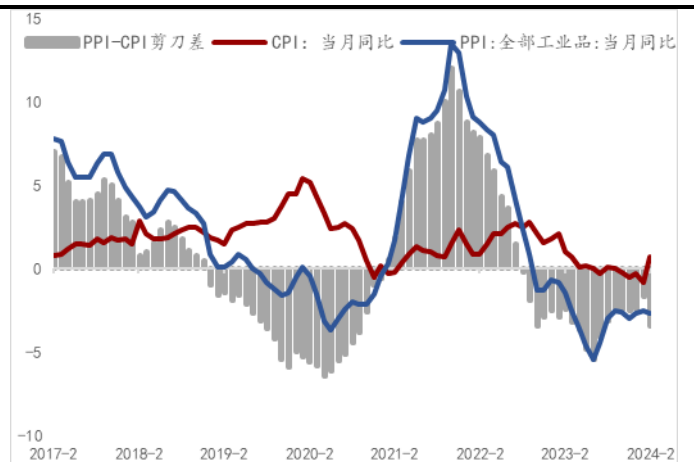
下游制造业价格依然较为低迷, 电力、热力的生产和供应业同环比回落。中游通用设备制造业同比持平于-0.5%, 环比-0.2%; 下游汽车制造同比持平于-1.5%, 环比-0.1%, 2月企业降价潮仍在持续。铁路、船舶等运输设备制造业同比持平于-0.5%, 环比-0.2%; 计算机、通信等电子设备制造业同比上行0.9个百分点至-2.1%, 环比-0.1%。消费品类中, 纺织业、木材加工业等环比小幅回暖, 食品、酒、饮料等制造业同比有所回落。整体中下游行业需求不足的问题依然存在, 价格波动小于上游行业, 春节期间停工给工业生产带来一定影响。电力、热力的生产和供应业同比由-0.5%回落为-2.6%, 环比-1.3%, 燃气、水的生产和供应业同环比均有所下滑。

图表13: 黑色、有色产业链价格有所回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差区间明显下行 (%)

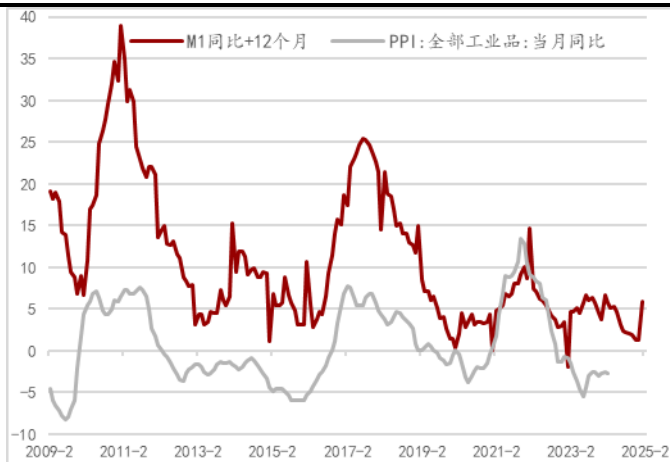


源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

通胀短期仍将保持温和，春节影响将逐步消退。春节影响下，CPI和PPI的表现明显分化，背后是居民食品、服务消费和工业开工带来的走势差异。虽然2月CPI明显反弹，但春节过后服务类消费面临边际转弱的压力，居民消费旺盛的可持续性依然有待观察。当前猪肉产能保持去化，但猪肉价格大幅反弹的风险有限，CPI或延续低位温和的态势。随着3月基建、地产等复工复产，工业品需求有望边际好转，但上行幅度依然相对有限。我国积极的财政政策将发力提振内需，政策也开始关注价格问题，短期CPI驱动依然较为有限，随着经济的修复，价格提振仍需时间，低基数也将给CPI带来一定推力。

图表15: 春节带来M1上行，但资金活化依然不足(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民杠杆率增速上行乏力(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费回暖可持续性有待观察，原油价格上行幅度超预期。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场