



春节效应支撑居民物价

——中国物价 2024 年 2 月数据点评

2 月 CPI 通胀 0.7%，超过市场预期的 0.4%。环比增速 1.0%，符合春节月特征；PPI 通胀-2.7%，弱于市场预期的-2.5%。环比增速-0.2%，持平前值。

春节效应同时支撑了猪肉和旅游价格，CPI 通胀随之大幅反弹。然而，猪价尚未实质性见底，且疫后旅游价格多次大起大落，故改善的可持续性仍然有待观察。PPI 通胀连续 17 个月录得负值，指向地产投资尚未企稳与部分行业供过于求。

前瞻地看，年内猪价大概率实质性见底，这将支撑 CPI 通胀的进一步修复。随着上游价格企稳向下游传导，PPI 通胀亦有望转负为正。

一、CPI 通胀：读数反弹

2 月 CPI 通胀录得 0.7%，为 2023 年二季度以来最高值。读数反弹来自于春节效应对猪肉和旅游价格的提振，进一步改善仍有赖于需求回暖。

食品价格在春节效应影响下涨幅走阔。2 月食品价格环比上涨 3.3%，同比下跌 0.9%，对 CPI 通胀的拖累收窄至 0.2pct。春节阶段性提振猪肉需求，猪周期仍未实质性反转。1 月能繁母猪头数大幅下跌至 4,067 万，仍然高于农业农村部最新划定的正常保有量 3,900 万。2 月猪价受春节效应提振环比上涨 7.2%，从高频数据看截至 3 月上旬猪价已跌回 1 月水平。对春节效应不敏感的食品分项价格表现依然低迷。肉类、水产品、鲜菜、鲜果价格普涨，但粮食、食用油、蛋类、奶类价格仍在下跌。

能源通胀转跌为涨，与国际油价走势相一致。2 月交通工具用燃料价格环比上涨 1.9%，同比上涨 0.8%，拉动总通胀约 0.02pct。

核心通胀的显著走强同样来自于春节效应的影响，背后是旅游价格的大起大落，可持续性仍待观察。核心通胀环比增速录得 0.5%，位于季节性上沿，



同比增速录得 1.2%，创 2022 年 2 月以来新高。在疫后首个春节的提振下，2 月旅游价格环比大涨 13.1%，同比大涨 23.1%，双双创下历史最高值。除旅游外的服务分项价格表现偏弱。房租价格连续 6 个月非跌即平，家庭服务逆季节下跌，仅弱周期的医疗服务价格显著走强。商品价格同样延续了低迷表现。服装、家具、汽车、手机价格多数下跌，供过于求的情况仍待改善。

二、PPI 通胀：依然低迷

地产投资仍未见底，PPI 通胀连续 17 个月为负。2 月 PPI 通胀录得 -2.7%，弱于市场预期的 -2.5%，环比增速 -0.2%，连续 4 个月下跌。

受产能持续去化影响，上游价格或已率先企稳。上游价格连续第 2 个月环比正增，与中下游走势分化。供给侧改革以来，采掘业产能利用率从 65% 上行至 77%，供求关系或已逐步逆转，对冲了需求转弱的影响，叠加海外经济韧性对部分大宗商品价格的支撑，上游价格实现止跌企稳。相比之下制造业产能利用率未有显著变化。汽车、TMT、设备制造业等重点行业价格均未止跌，指向部分行业仍存供给过剩问题。

春节效应对企业部门和居民部门价格表现的影响是相反的，这加剧了企业部门价格表现弱于居民部门的现状。2 月生活资料 PPI 同比下跌 0.9%，环比下跌 0.1%，所有细分项价格均在下行。

三、前瞻：继续修复

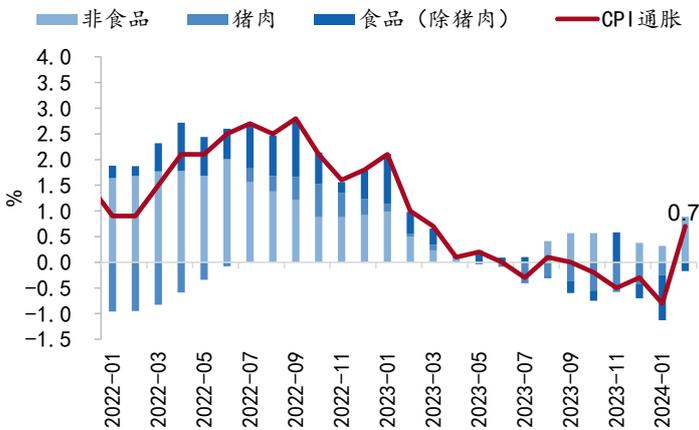
前瞻地看，通胀读数仍会在一波三折中继续修复，CPI 通胀有望于年中升至 1% 上方，PPI 通胀则有望实现转正。CPI 方面，全行业亏损决定了生猪产能仍将进一步去化，猪价见底回升仍将带来 CPI 通胀读数的进一步修复；PPI 方面，随着价格企稳从上游向下游传导，读数也将开启一轮修复。

（作者：谭卓 王天程）

附录

图1: CPI通胀大幅反弹

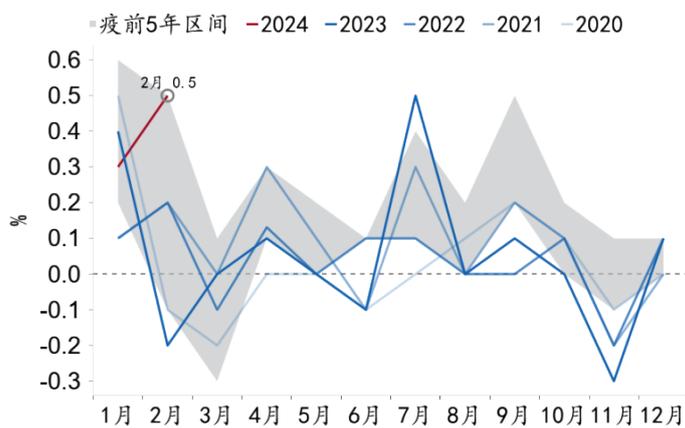
CPI同比增速及拆分



资料来源: WIND、招商银行研究院

图3: 核心CPI环比动能略超季节性

核心CPI环比增速



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图5: PPI上中下游均处收缩区间

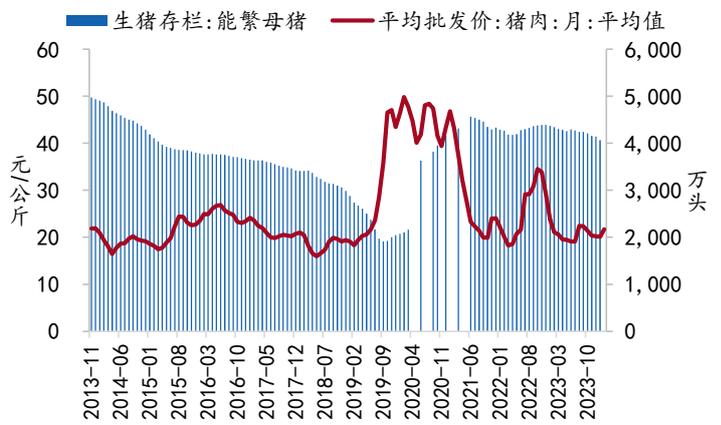
PPI各分项当月同比



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图2: 生猪产能持续去化

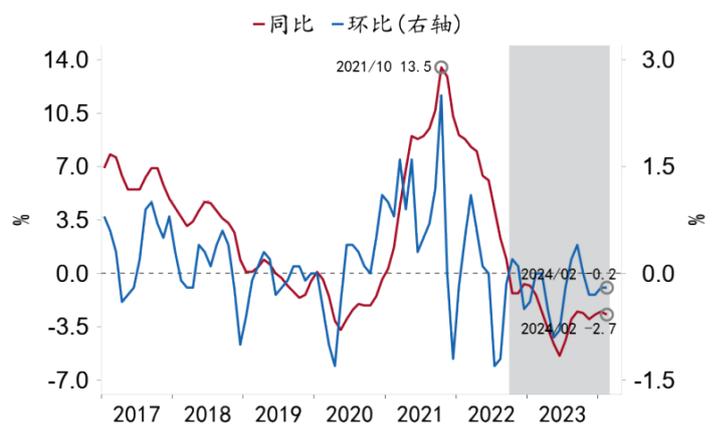
能繁母猪头数与猪价



资料来源: WIND、招商银行研究院

图4: PPI通胀连续17个月为负

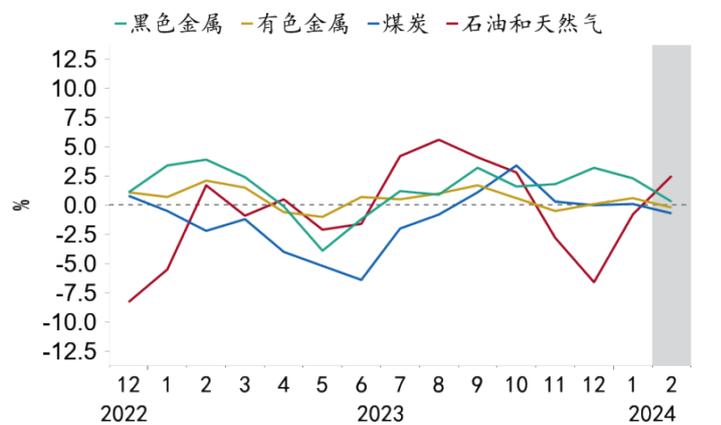
PPI同比与环比



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图6: 油气采掘业价格受国际油价支撑

PPI上游主要分项环比增速



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院