

金融数据再度转弱，美国通胀高于预期

观点

展望后市：国内商品或维持分化走势。国内方面，2月金融数据再度回落，表明经济复苏仍存在不确定性，尤其值得注意的是当前房地产销售走势疲软、建筑业复工进度偏慢、基建尚未有显性变化，弱现实的压力依旧较大，不过，后续随着专项债、增发国债、超长期特别国债、PSL等广义财政工具影响的落地，边际上还是值得期待的。海外方面：各国制造业PMI普遍回升，发达经济边际改善幅度明显好于新兴市场，尤其是美国部分行业补库带来的商品需求回升值得关注。同时，欧美央行降息预期此起彼伏，全球需求回暖叠加货币宽松预期带动外需定价类的商品表现偏强。不过，当前欧美经济增长趋缓、商品需求偏弱的基本趋势不变，反弹的空间或有限。

核心逻辑

(1) 本周国内商品呈现分化走势，其中，一是，黑色系继续大幅下跌，节后需求恢复偏慢，弱现实持续打击盘面走势；二是，铜价大幅上涨，主因是减产的风险有所升温；三是，原油价格反弹，主因是欧佩克+正在减产，且中东地区的紧张局势依然存在；四是，3月USDA报告偏利多，油脂油粕类商品维持偏强走势。

(2) 2月金融数据转弱。2月份社融整体表现低于预期，主因是居民端融资拖累，表明当前居民部门加杠杆意愿仍然不强，不过，企业端融资结构延续改善（尤其是中长期贷款打破同比持续少增的状态），这或与政策加力和经营预期改善等有关。整体而言，1-2月受春节错位的影响，金融数据波动较大，进入3月份金融数据将回归常态化，除总量数据外，也建议关注相关结构性数据：一方面，重点观察居民加杠杆意愿会否得到修复，这背后涉及到消费和房地产的改善情况；另一方面，考虑到后续随着国债、地方政府债等发行提速，新一轮设备更新等相应信贷配套资金落地后，将给企业端贷款带来支撑。至于2024年货币政策，保持宽松已形成共识，关键在于节奏的把握，这可以关注物价和汇率的变化。

(3) 美国2月通胀超预期，日本结束负利率预期上升。1) 美国2月CPI同比增3.2%，核心服务CPI（尤其是住房）仍是支撑核心CPI韧性的最重要因素，预计核心通胀下行道路仍将缓慢且有波折。不过，几个有利的因素或令美联储对通胀回落保持信心：住房CPI回归回落的正轨、尽管超级核心服务CPI虽然依然偏高，但是也显著下滑，此外，美联储更为重视的核心PCE价格指数中住房的权重低很多。因此，预计本次通胀数据并不会影响美联储目前既定的降息路径选择，在3月的议息会议中预计美联储不会降息，并且会维持此前12月作出的政策利率预测不变。2) 日本“春斗”初步结果显示，最大工会Rengo争取到的年度工资涨幅达到5.28%，高于预期，日本央行取消YCC并结束负利率政策的预期上升。

宏观·周度报告

2024年03月17日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 2月金融数据转弱

1、2月金融数据转弱

事件：3月15日，央行公布2月货币金融数据：新增人民币贷款1.45万亿，前值4.92万亿，市场预期1.55万亿；新增社会融资规模1.56万亿，前值6.50万亿，市场预期2.34万亿；社融存量增速9.0%、较上月回落0.5个百分点；M1同比1.2%，前值5.9%。M2同比8.7%，前值8.7%，市场预期8.8%。

(1) 居民融资需求较弱，企业贷款维持韧性。

2月金融机构新增人民币贷款1.45万亿元，同比少增3600亿元。其中，居民、企业贷款分别新增5907亿元、15700亿元，同比分别多减7987亿元、少增400亿元。具体来看：

居民部门：2月各期限新增居民贷款均同比少增。居民贷款减少5907亿元，同比少增约7988亿元，其中，短期贷款减少4868亿元，中长期贷款减少1038亿元，分别同比少增约6086、1901亿元；居民短贷同比大幅减少（环比波动较大），除了春节错位的影响外，居民消费仍有待加强。而中长期贷款通常与房地产销售数据相同步，当房地产销售情况较好，居民中长贷扩张，反之则减少。进入2024年以来，30城商品房成交面积一直弱于2021年-2023年的同期水平，数据显示，2月30大中城市商品房成交面积同比仍在负区间，国内房地产行业恢复缓慢，我们认为这是居民中长贷表现较差的原因。

企业部门：2月企业贷款表现分化。企业部门贷款增加1.57万亿元，同比少增约400亿元，其中，短期贷款增加5300亿元，中长期贷款增加1.29万亿元，同比分别变化-485亿元、1800亿元。值得注意的是，企业部门中长期贷款打破同比持续少增的状态。新华网显示，2月末，制造业中长期贷款余额同比增长28.3%，其中高技术制造业中长期贷款余额同比增长26.5%；高新技术企业、专精特新企业、科技型中小企业贷款余额分别增长14.2%、18.5%、21.4%，均明显高于同期各项贷款增速。3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提到运用再贷款政策工具，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持；中央财政对符合再贷款条件的银行贷款给予一定贴息支持。政策支持下，预计企业贷款仍将继续维持韧性。

(2) 季节性因素叠加政府债券融资节奏不及去年拖累社融。

2月社会融资规模增量为1.52万亿元，同比大幅少增约1.64万亿元，月末增速9%，前值为9.5%。增量结构中，同比负贡献主要来自贷款、未贴现银行承兑汇票、政府债券和企业债券。具体来看：

新增人民币贷款方面：社融口径人民币贷款增加9773亿元，同比少增约8411亿元。该增量较人民币贷款口径数据少了约4727亿元，主因2月非银贷款大幅增加了4045亿元，而非银贷款不计入社融口径的

信贷统计。2月非银贷款超4000亿的增量是2015年有数据以来的次高，历史最高是2015年7月的8864亿元，这可能与2月份我国股市大幅调整，证金公司从银行拆借大量资金入市购买股票，推升非银贷款数据有关。外币贷款减少9亿元，同比少增约319亿元，该数据与进口数据相关性较强，数据回落主要受春节错位的影响。委托贷款减少172亿元，同比多减约95亿元；信托贷款增加571亿元，同比多增约505亿元，两个非标项目基本稳健，与1月数值相近，没有系统性变化。此外，2月未贴现的银行承兑汇票减少3688亿元，同比多减约3619亿元，与1月的大幅同比多增形成对比，这或是由于票据新规之下，商业汇票最长付款期限缩短至最长不超过6个月，抑制开票需求。

政府债券方面：由于2023年发行的万亿增发国债有5000亿元结转2024年使用，2024年政府债发行速度不及2023年，2月政府债券录得6011亿元，同比少增2127亿元。

直接融资方面：2月恰逢春节假期，债券融资与股票融资规模均有所回落，2月企业债券、股票融资规模分别录得1757亿元、114亿元，分别同比少增1905亿元、457亿元。

（3）春节假期错位下M1再度回落，M2-M1剪刀差再度扩大。

存款方面，2月，人民币存款增加9600亿元，同比少增约1.85万亿元。其中，住户存款增加3.2万亿元，非金融企业存款减少2.99万亿元，财政性存款减少3798亿元，非银行业金融机构存款增加1.16万亿元。同比角度，2月住户存款同比多增约2.41万亿元，企业存款同比少增4.28万亿元，企业年前发放薪酬、福利使得存款在企业 and 居民之间变动。

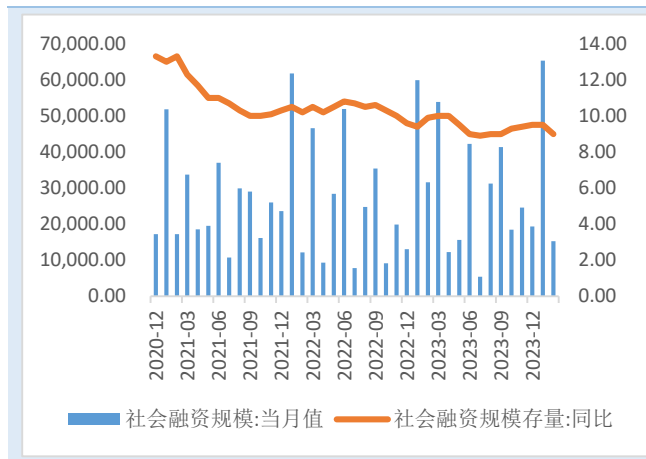
2月M1同比1.2%，较上月回落4.7个百分点；M2同比8.7%，与前值持平，M2-M1剪刀差再度扩大至7.5个百分点。2月M1的回落主要是由于春节假期的错位（M1主要受企业活期存款影响，由于节前企业发放薪酬奖金会消耗活期存款，春节错位会对年初M1数据有较大扰动），此外，2024年2月30大中城市商品房销售较去年春节同期（2023年1月13日—2月10日）同比录得-41.4%，新房销售疲弱仍在持续对M1形成拖累。而尽管2月社融与信贷投放呈同比少增，不过央行降准释放的流动性对M2形成支撑。

2月份社融整体表现低于预期，主因是居民端融资拖累，表明当前居民部门加杠杆意愿仍然不强，不过，企业端融资结构延续改善（尤其是中长期贷款打破同比持续少增的状态），这或与政策加力和经营预期改善等有关。整体而言，1-2月受春节错位的影响，金融数据波动较大，进入3月份金融数据将回归常态化，除总量数据外，也建议关注相关结构性数据：一方面，重点观察居民加杠杆意愿会否得到修复，这背后涉及到消费和房地产的改善情况；另一方面，考虑到后续随着国债、地方政府债等发行提速，新一轮设备更新等相应信贷配套资金落地后，将给企业端贷款带来支撑。

货币政策方面，2024年货币政策将保持宽松已形成共识，关键在于节奏的把握，这可以关注物价和汇率的变化：1）两会期间潘功胜行长表示“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”，年初CPI增速回落，实际利率被动抬升，一定程度上推动2月LPR报价下调。若一段时间内

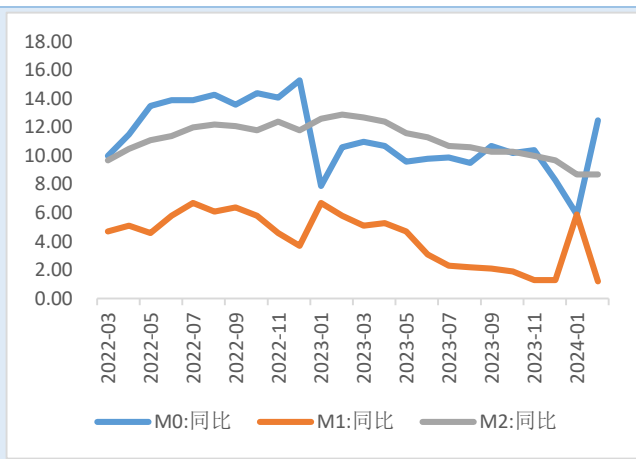
物价表现明显弱于预期，或可期待增量货币政策出台。2) 汇率：春节期间美联储降息预期明显调整，为维持人民币汇率的相对稳定，节后央行并未调整 MLF 政策利率。往后看，美联储有望在 6 月开启降息，届时汇率压力减弱，有助于扩宽货币政策降息空间。

图表 1：社融表现低于预期



数据来源：Wind

图表 2：M2-M1 剪刀差扩大



数据来源：Wind

2、国内政策跟踪

(1) 国常会审议通过 2024 年重点工作分工方案。

3 月 12 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，讨论通过《国务院 2024 年重点工作分工方案》、《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案(2024-2030 年)》和《以标准升级助力经济高质量发展工作方案》，听取关于推进义务教育优质均衡发展有关举措的汇报。审议通过《军人抚恤优待条例(修订草案)》。

会议主要就政策落实、粮食、标准、教育、军人抚恤优待五大方面进行部署。第一，十四届全国人大二次会议审议通过的《政府工作报告》，明确了全年经济社会发展的目标任务，要加强协调配合，牵头部门要主动沟通协调，参与部门要密切配合支持，确保同向发力、形成合力；第二，全面实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，扎实推进藏粮于地、藏粮于技，落实分品种增产任务和分区域增产布局，谋划实施高标准农田建设、种业振兴等支撑性重大工程，牢牢把握粮食安全主动权；第三，要加快推进标准制修订工作，充分征求企业、消费者等相关方面意见，坚持急用先行，成熟一项及时出台一项；第四，要适应人口变化和新型城镇化进程，前瞻研判义务教育需求变化，增强资源配置的灵活性和适应性，加大财政性义务教育经费向薄弱环节倾斜力度，着力补齐义务教育发展的短板；第五，要严格按照规定要求和标准落实好各项抚恤优待政策。

(2) 大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案颁布

3 月 13 日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持

续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。

工业方面：聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造；建筑方面，围绕建设新型城镇化，结合推进城市更新、老旧小区改造，以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、安防等为重点，分类推进更新改造；交通方面，持续推进城市公交车电动化替代，加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车，加强电动、氢能等绿色航空装备产业化能力建设，大力支持新能源动力船舶发展等；农业方面扎实推进老旧农业机械报废更新，加快农业机械结构调整；教育方面，更新置换先进教学及科研技术设备；文旅方面，推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升；医疗方面，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，推动医疗机构病房改造提升；消费品方面，开展汽车、家电以旧换新，推动家装消费品换新。

《方案》提出到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上的目标，经测算，每年投资增长 5.7%左右。此前国家发展改革委主任郑栅洁在十四届全国人大二次会议举行的经济主题记者会上表示，2023 年我国工业、农业等重点领域设备投资规模约 4.9 万亿元，根据《方案》提出的目标来看，2027 年重点领域设备投资规模有望达 61 万亿元以上，每年投资约 3000 亿元。

（3）促进金融与房地产良性循环

3 月 13 日，金融监管总局党委召开扩大会议，学习“两会”期间重要讲话和全国两会精神，研究部署贯彻落实举措。会议要求要有力有序防范化解金融风险。全力推进中小金融机构改革化险，有计划、分步骤开展工作，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。促进金融与房地产良性循环。加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，提高项目“白名单”对接效率，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，大力支持保障性住房等“三大工程”建设，促进构建房地产发展新模式。配合防范化解地方债务风险，指导银行保险机构按照市场化方式开展债务重组、置换。会议强调，要持续提升服务实体经济质效。全力做好五篇大文章，畅通资金资本资产“三资”循环。把服务新质生产力作为关键着力点，加大对建设现代化产业体系的金融支持，助力培育新兴产业、未来产业，支持传统产业转型升级。积极促进新型消费和传统消费，加大对国家重大工程、重点项目的资金供给，提供更有针对性的外贸金融服务。本次会议上，金融监管总局在多个细项上都详细提及，房地产方面继续强调加快推进城市房地产融资协调机制落地见效。

1.2 海外：美国 2 月通胀超预期，日本结束负利率预期上升

1、美国 2 月 CPI 同比增速超预期

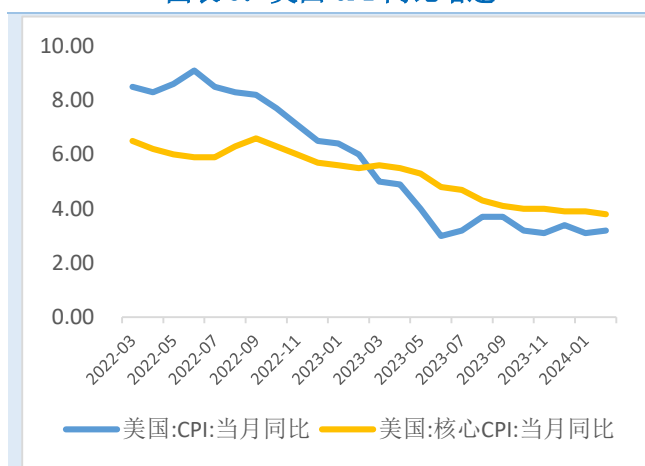
当地时间 3 月 12 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 2 月 CPI 同比增 3.2%，高于预期的 3.1%，前值为 3.1%。美国 2 月 CPI 环比增 0.4%，符合预期，但高出前值 0.3%。2 月核心 CPI 同比增 3.8%，高于预期的 3.7%，较前值 3.9% 进一步回落，仍为 2021 年 5 月以来的最低水平。2 月核心 CPI 环比增 0.4%，为八个月最大升幅，高于预期的 0.3%，与前值持平。

从分项来看，商品通货紧缩仍在继续但已趋于平缓，同比下滑 0.3%，而服务业通胀仍居高不下，同比大幅增长 5.2%。其中，汽油和住房(包括租金)对 CPI 月度涨幅的贡献超过 60%，暗示通胀存在一定的粘性。二手车、服装、机动车保险和机票价格也有所上涨。作为服务业中最大的类别，业主等效租金指数上涨 0.4%（由于业主等价租金中各类住房比重在今年 1 月调整，1 月的业主等价租金环比 CPI 上涨到 0.56%），1 月 OER 的异常抬升没有在 2 月延续，意味着居住服务通胀仍然在回落的正轨上。

综合来看，核心服务 CPI（尤其是住房）仍是支撑核心 CPI 韧性的最重要因素，展望未来，预计核心通胀下行道路仍将缓慢且有波折。坚挺的核心服务价格 CPI 仍是影响整体核心通胀下行的主要阻力，其中，业主等价租金的权重调整可能引发该分项 CPI 更多变数，不过整体而言我们认为住房价格今年或仍偏高。劳动力市场虽然继续温和收紧，但是在未实现显著收紧之前，排除了住房价格之外的超级核心服务 CPI 下行或依然缓慢。

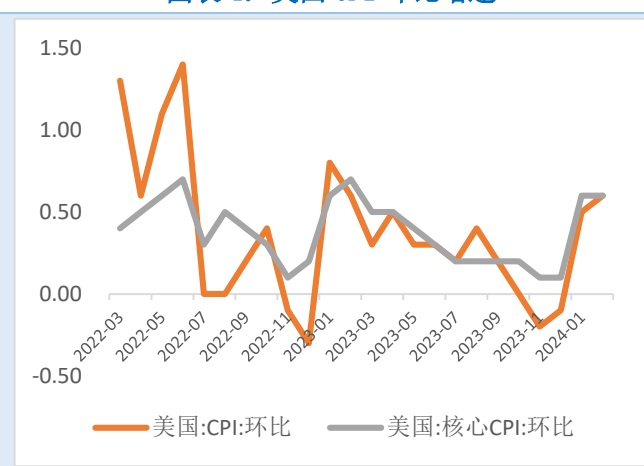
不过，有几个有利的因素或令美联储对通胀回落保持信心：一是，1 月突增的住房 CPI（尤其是业主等价租金）回归回落的正轨；二是，尽管超级核心服务 CPI 虽然依然偏高，但是也显著下滑；三是，2 月住房价格对核心 CPI 环比增速的贡献高达 54%，而在美联储更为重视的核心 PCE 价格指数中，住房的权重要低很多。因此，预计本次通胀数据并不会影响美联储目前既定的降息路径选择，在 3 月的议息会议中预计美联储不会降息，并且会维持此前 12 月作出的政策利率预测不变（美联储预测全年降息 75 个基点）。

图表 3：美国 CPI 同比增速



数据来源：Wind

图表 4：美国 CPI 环比增速



数据来源：Wind

2、拜登政府公布 2025 财年预算提案

当地时间3月11日，拜登政府公布的2025财年财政预算提案显示，预算支出为7.3万亿美元，高于2024财年的6.9万亿美元。两个财年的提案都包含了增加社会保障、医疗保险和为富人增税。拜登政府旨在通过对富人和企业征收更高的税收，来为选民提供更多服务给中产阶级税收减免、以及进行价格控制。

根据拜登的最新提案，一些房主将获得每月税收抵免，以抵消高按揭贷款利率带来的冲击；建造或预留经济适用房；父母将获得儿童保育补贴；扩大对低收入家庭学生的助学金；政府将使用新权力来降低处方药价格。这些需要花钱的地方，将通过税法的全面修改来填补，包括提高公司税以及亿万富翁和大型公司需要缴纳的新的最低税率。

根据拜登的提案，明年赤字将从目前预计的2024财年的1.86万亿美元降至1.78万亿美元。未来十年，拜登的提案预计将增加16.3万亿美元的赤字，比目前的路径下减少约3万亿美元。到2034年，年度赤字占经济的比例将从6.6%下降到3.9%，但美国欠公众的债务将从现在的28万亿美元增加到那时的45万亿美元。美国众议院共和党人上周四公布了自己的预算提案，该提案将削减14万亿美元的赤字，并声称在十年内实现平衡，同时避免增税。此次拜登的预算提案也可以看作是他总统竞选的经济纲领声明，受制于目前众议院激烈的竞争状况，拜登预算案完全落地的概率较低。

3、日本GDP增速上修，日央行结束负利率预期上升

1) **日本四季度GDP增速上修**。当地时间3月11日，日本内阁府公布，去年第四季度日本GDP折合成年率增长0.4%，扭转了最初公布的萎缩0.4%的局面，虽不及经济学家预测的1.1%的增速，不过却让日本经济暂时摆脱技术性衰退的局面，因为前一季度GDP增速经修正后为-3.3%。根据修订后的国内生产总值数据，2023年第四季度资本支出年化增长8.4%(初步数据显示收缩0.3%)，然而占日本GDP一半以上的私人消费仍然疲软，为负1.0%，(初步数据显示为-0.9%)。总的来看，2023年日本经济增长1.9%，与初值1.9%持平，较2022年增速1.0%有所加快。修正后的GDP数据显示出日本经济继续温和复苏，企业有意愿投资符合此前日本央行官员提出的观点。

2) **“春斗”结果陆续出炉，加薪幅度超过预期**。当地时间3月13日，日本“春斗”结果陆续揭晓，日本各行业薪资增幅均较2023年大幅上涨，为日本央行结束负利率政策铺平道路。以丰田、松下、新日铁和日产为代表的日本大企业同意在“春斗”中充分满足工会加薪的要求，同时，以中小制造企业为主的日本行业工会“JAM”称，他们达成5.32%的涨薪协议，加薪超出了预期。“春斗”谈判“风向标”丰田率先宣布，同意25年来最大幅度加薪，员工的奖金将从6.7个月工资提高到7.6个月的工资，成为有史以来最高的年度奖金，根据职位不同，丰田员工月薪将最高增加28440日元(约合1386.87元)。汽车、电子、金属、重型机械和服务业等行业的工会都要求大幅加薪。3月15日公布的2024年“春斗”初步结果显示，日本最大工会Rengo争取到的年度工资涨幅达到5.28%，高于前一年的3.8%，更创下30年来最大涨幅。

3) 早在1月份的时候,日本央行行长植田和男在记者会上强调需要重点关注3月“春斗”谈判结果,表示如果确认工资和通胀实现良性循环,将考虑改变包括负利率在内的宽松政策,因为更高的工资水平能带来服务业通胀和实际消费增长。

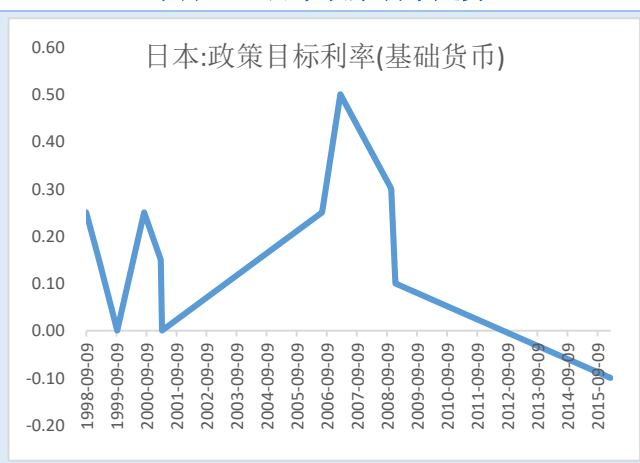
据日本时事通讯社3月9日报道,日本央行可能于3月19日的政策会议上决定取消YCC,并结束负利率政策。因此相关资产对于日本央行加息的预期快速升温,11日,日元兑美元小幅走高至146.92,日经225指数开盘后迅速跳水,跌幅扩大至2.5%,日本10年期国债收益率一度涨至0.753%,为2月14日以来新高。

图表5: 日本GDP增速



数据来源: Wind

图表6: 日本政策利率走势



数据来源: Wind

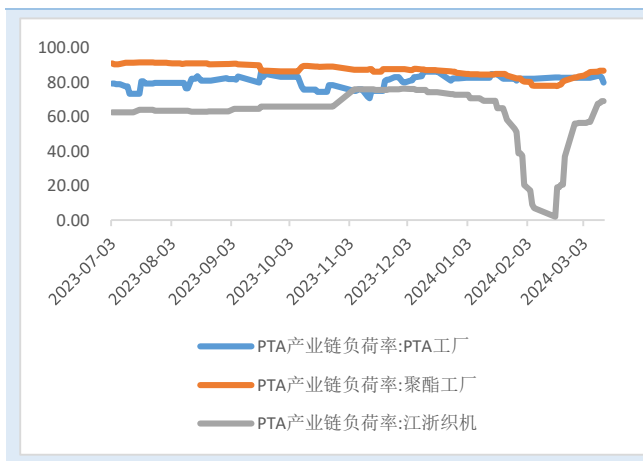
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产逐步回升

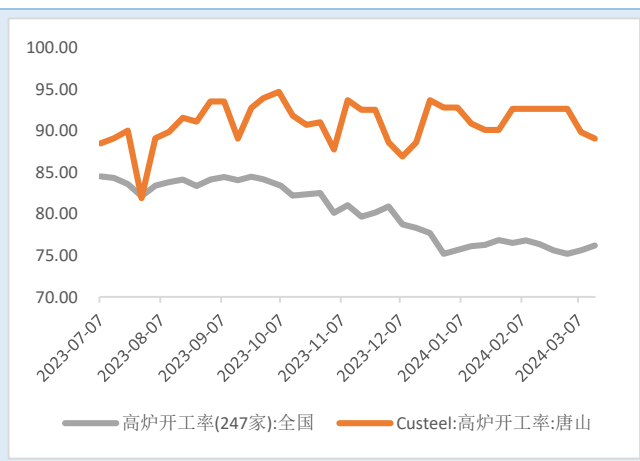
化工：生产负荷回升，产品价格多数下跌。需求方面，聚酯产业链产品价格多数下跌，截至3月15日，涤纶POY价格、聚酯切片价格均小幅回落，PTA价格则小幅回升。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率持稳于82.5%，聚酯工厂负荷率回升至86.5%，江浙织机负荷率回升至69.0%。

钢铁：生产小幅回升，需求依旧偏弱。全国高炉开工率小幅回升0.55个百分点至76.17%；春节后需求表现不及预期，钢厂累库较多，钢厂高炉开工率回升偏慢。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需回升缓慢，各个环节库存继续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

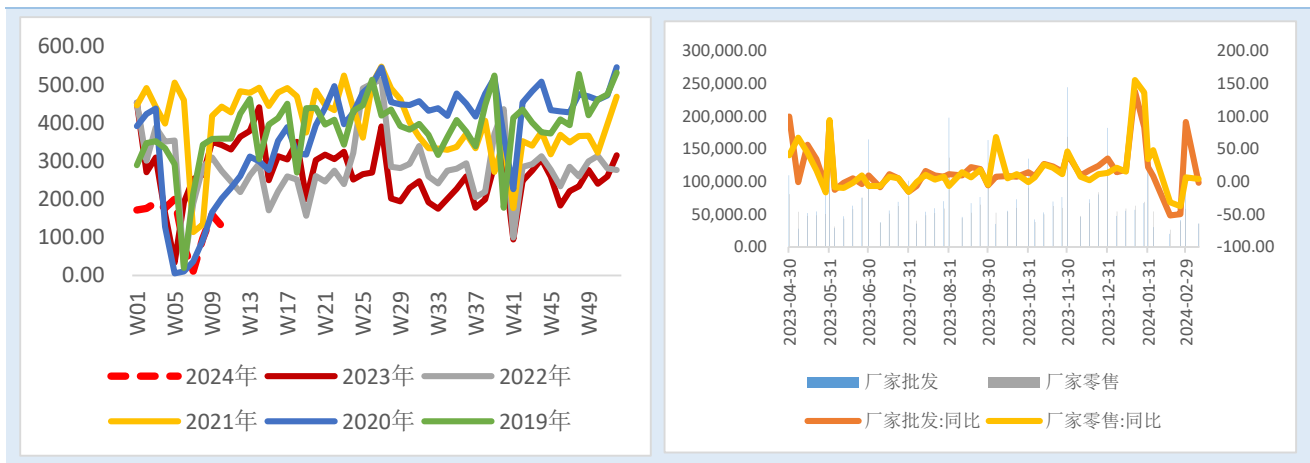
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比上升。截至3月14日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升19.33%，按均值计，月同比下降64.25%，其中，一、二、三线城市3月同比分别增长-60.45%、-65.11%、-65.85%；3月，100个大中城市成交土地占地面积同比上涨51.99%。

乘用车零售同比增长。乘联会数据显示，3月第一周全国乘用车市场日均零售3.5万辆，同比去年3月同期增长4.0%，环比上月同期下降4.0%。3月1-10日，乘用车市场零售35.5万辆，同比去年同期增长4.0%，较上月同期下降4.0%，今年以来累计零售349.7万辆，同比增长16%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格多数下跌。节后食品价格持续回落，本周（截至 3 月 15 日）蔬菜均价环比下跌 1.49%，猪肉均价环比下跌 0.26%。

中国 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%）。中国 2 月 PPI 同比下降 2.7%，前值下降 2.5%，低于预期的-2.5%。

(2) 2 月 CPI 同比增速回正。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。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。

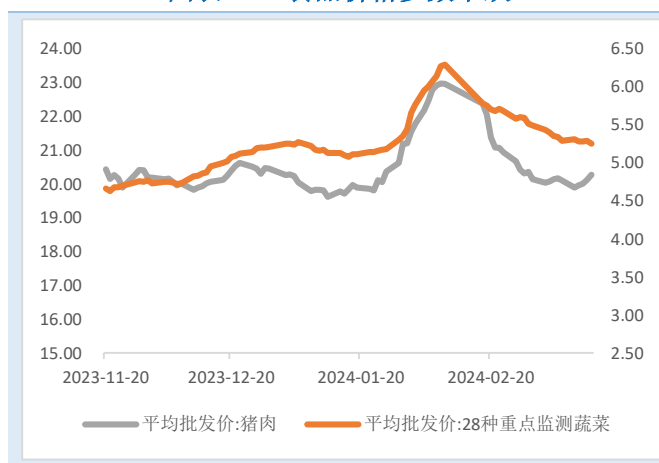
展望后市，CPI 能否维持正增长？历史经验来看，猪油共振上行是通胀持续回升的关键。从猪肉价格走势来看，考虑到去年 3 月基数较低，预计今年 3 月猪肉价格都将对 CPI 同比增速形成一定支撑。从原油价格来看，去年 3 月油价较 2 月走低，假使 3 月油价未出现明显趋势性变动，原油分项对 CPI 的拉动作用将有所上升。因此，尽管，2 月份旅游价格的超季节性上行可能会在 3 月份消退，旅游分项对 CPI 的贡献回归正常水平，但“猪油共振”下，3 月份 CPI 同比增速预计仍为正数。而从更长周期来看，CPI 能否持续回升，取决于内需能否在一系列政策加码后出现回升。考虑到潘功胜行长表示“我们将把维护价格稳定、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。

(3) PPI 同比降幅再度扩大。2 月 PPI 同比下降 2.7%，低于前值和预期的-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

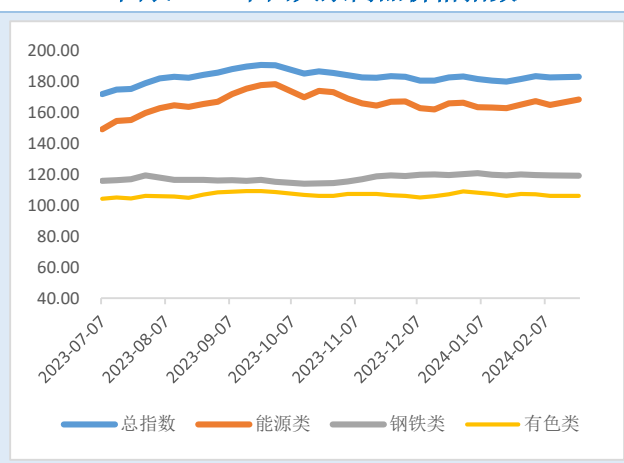
产资料价格由上月的同比-3.0%回落至-3.4%，生活资料价格回升 0.2 个百分点至-0.9%。在主要行业中，油气开采 2 月份正增长（4.2%），其余行业多数负增长，煤炭开采和洗选业负增长程度较大（-14.7%）。2 月份，PPI 与 CPI 剪刀差由-1.7%回落 1.7 个百分点至-3.4%。

PPI 环比表现的拖累因素在于，内需定价的原材料、电力煤炭、装备制造价格表现偏弱。一是，受春节假日影响，建筑施工需求季节性走弱，春节假期钢材、水泥等行业需求减少，黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格回落。二是，装备制造主要行业价格均下跌（包括锂离子电池制造、新能源车整车制造、通用设备制造、铁路船舶运输设备制造、计算机通信电子设备制造、金属制品业），或受部分行业产能过剩拖累。三是，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、水电燃气相关的三个子行业价格均回落。往后看，PPI 能否回升转正仍处在较大的不确定性，主因是传统工业制造业面临下游需求房地产、出口等尚未企稳的压力，价格回升乏力；而装备制造主要行业短期则存在部分行业产能过剩的问题尚未得到有效解决。未来重点关注三大工程和增量政策发力的效果。

图表 12：食品价格多数下跌



图表 13：中国大宗商品价格指数



数据来源：Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎