

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀走势分化 后续温和修复 —2月物价数据点评

2024年3月11日

分析师:

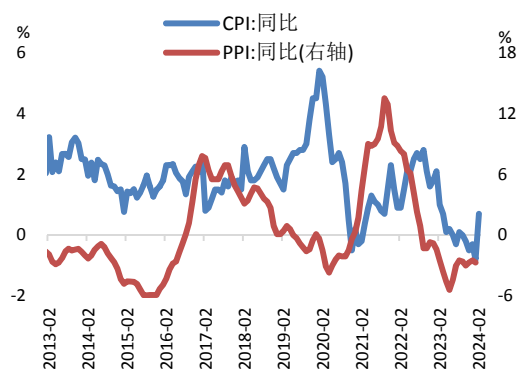
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《经济呈现波浪式复苏 稳增长仍需政策呵护—2023年12月及全年经济数据点评》
- 《通胀修复上行 关注需求复苏—2024年通胀形势展望》

内容提要:

2月CPI同比0.7%，预期0.4%，前值-0.8；PPI同比-2.7%，预期-2.5%，前值-2.5%。

2月通胀出现分化，CPI强于预期，PPI表现较弱。春节错位、雨雪天气、消费需求改善共同推动2月CPI超预期改善，但剔除基数因素后并未明显改善也提示当前终端需求复苏仍然是温和的。展望未来，3月CPI或小幅回落但维持正增长，中性情况下全年或同比增长0.7%左右。

PPI低于预期，除了受春节因素扰动外，节后终端需求并未明显复苏也是很重要的原因。近期国内经济温和复苏，投资端尚未明显发力，对工业品价格及PPI回升拉动效应较弱，短期PPI环比或仍在0左右波动，同比转正最早在年中。未来，支撑PPI回升的因素在于，一是短期基数效应尚存，二是随着2023年增发万亿国债剩余部分及今年增发国债等政策逐步落地，叠加三大工程等发力，一定程度上将拉动通胀端回升。

从政策层面看，未来通胀温和回升与潘功胜在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上“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”的表态是一致的。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局3月9日公布的数据显示，2月CPI同比0.7%，预期0.4%，前值-0.8；PPI同比-2.7%，预期-2.5%，前值-2.5%。

点评：2月通胀出现分化，CPI强于预期，PPI表现较弱。春节错位、雨雪天气、消费需求改善共同推动2月CPI超预期改善，但剔除基数因素后并未明显改善也提示当前终端需求复苏仍然是温和的。展望未来，3月CPI或小幅回落但维持正增长，中性情况下全年或同比增长0.7%左右。PPI低于预期，除了受春节因素扰动外，节后终端需求并未明显复苏也是很重要的原因。近期国内经济温和复苏，投资端尚未明显发力，对工业品价格及PPI回升拉动效应较弱，短期PPI环比或仍在0左右波动，同比转正最早在年中。未来，支撑PPI回升的因素在于，一是短期基数效应尚存，二是随着2023年增发万亿国债剩余部分及今年增发国债等政策逐步落地，叠加三大工程等逐步发力，一定程度上将拉动通胀端回升。从政策层面看，未来通胀温和回升与潘功胜在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上“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”的表态是一致的。

1、食品与非食品价格均强于季节性拉动CPI超预期，核心CPI有所修复

2月CPI同比上涨0.7%，强于市场预期（0.4%）。从环比看，2月CPI环比增长1.0%，好于历史（2011-2019年，下同）同期均值（0.8%），其中食品与非食品价格均强于季节性。从同比分项看，食品烟酒类价格同比下降0.1%，影响CPI下降约0.03个百分点。食品中，蛋类价格下降5.1%，影响CPI下降约0.03个百分点；鲜果价格下降4.1%，影响CPI下降约0.09个百分点；畜肉类价格下降2.9%，影响CPI下降约0.09个百分点；水产品价格上涨4.1%，影响CPI上涨约0.08个百分点；鲜菜价格上涨2.9%，影响CPI上涨约0.07个百分点；粮食价格上涨0.3%，影响CPI上涨约0.01个百分点。非食品价格上涨1.1%，涨幅比1月扩大0.7个百分点。在2月0.7%的CPI同比涨幅中，翘尾影响约为-0.6个百分点（1月为-1.1个百分点），新涨价影响为1.3个百分点（1月为0.3个百分点）。

春节错位导致的基数走低因素对CPI形成支撑。2023年春节在1月，其2月CPI较当年1月下行1.1个百分点，今年春节在2月，基数因素走低为CPI贡献较多支撑。剔除基数因素后的CPI两年平均增速为0.85%，为近4个月以来最高。

食品价格好于季节性表现。2月食品价格环比上涨3.3%，好于1月(0.4%)以及历史同期均值(2.7%)，主要受肉类、鲜菜、水产品等价格走强拉动。

肉类价格表现强于季节性。2月肉禽及其制品价格环比上涨3.4%，强于1月(-0.5%)及历史同期均值(1.3%)；同比下跌2.9%，降幅较1月大幅收窄8.7个百分点，主因2023年同期低基数影响。其中，猪肉价格环比上涨7.2%，强于1月(-0.2%)及历史同期均值(1.0%)；同比上涨0.2%，为近10个月以来首次转正，较1月大幅提升17.5个百分点，亦受2023年同期偏低基数影响。根据农业农村部数据，今年1月全国能繁母猪存栏量4067万头，环比下降1.8%（降幅为近22个月最大），连续4个月环比下降；同比下降6.9%，连续7个月同比减少，是自2021年以来最少存栏量。本轮产能去化有所加速，一方面是受市场环境影响，根据农业农村部数据，1月散养生猪每头净利润、规模养殖生猪每头净利润分别为-116元、-30元；另一方面，2023年四季度部分地区疫病加重致使淘汰母猪增加。此外，根据《生猪产能调控实施方案(2024年修订)》，“十四五”后期设定能繁母猪正常保有量从此前设定的4100万头左右下调至3900万头左右，今年1月相当于正常保有量的104%，不排除未来会继续会延续产能去化，从而推动猪肉价格再平衡以及对CPI的拉动。

其他主要食品涨多跌少。春节期间消费需求增加，加之部分地区雨雪天气影响供给，鲜菜、水产品 and 鲜果价格分别上涨12.7%、6.2%、4.3%。蛋类、油脂、奶及奶制品、粮食价格分别下跌2.2%、0.6%、0.4%、0.1%，总体弱于季节性表现。从农产品、菜篮子产品批发价格200指数走势看，3月上旬均较2月末回落1个百分点以上。对比国际价格，2月FAO食品价格指数(117.3)环比下降0.6%，同比下降9.6%，总体水平回归至2021年一季度后半期。

非食品价格强于季节性。2月非食品价格环比上涨0.5%，强于1月(0.2%)与历史同期均值(0.2%)。分项数据3涨1平3降，其中教育文化娱乐、交通通信、医疗保健价格分别上涨1.7%、1.6%和0.4%；居住价格持平；生活用品及服务、衣着、其他用品及服务价格分别下降0.5%、0.2%和0.2%。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%，合计影响CPI上涨约0.30个百分点；受国际油价上行影响，国内汽油价格由1月下降1.0%转为上涨2.0%，影响CPI上涨约0.07个百分点。

核心CPI有所改善。2月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.2%，为2022年2月以来最高，较1月提升0.8个百分点；两年平均增速升至

0.9%，为2023年4月以来最高。

综合而言，春节错位、雨雪天气、消费需求改善共同推动2月CPI超预期改善，但剔除基数因素后并未明显改善也提示当前终端需求复苏仍然是温和的。展望未来，3月CPI或小幅回落但维持正增长，全年或同比增长0.7%左右。

2、PPI弱于预期

PPI弱于预期。2月PPI环比下跌0.2%，同比回落2.7%，较1月下行0.2个百分点，弱于市场预期（-2.5%）；同比两年平均增速（-2.1%）较1月（-1.7%）下行。在2月-2.7%的PPI同比变动中，翘尾影响约为-2.3个百分点（1月为-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（-0.2个百分点）。PPI低于预期，除了受春节因素扰动外，节后终端需求并未明显复苏也是很重要的原因。根据百年建筑数据，截至3月5日，其调研的全国10094个工地开复工率62.9%，农历同比减少13.6个百分点；劳务上工率57.5%，农历同比下降10.7个百分点。

生产资料、生活资料均连续下跌。从环比看，2月生产资料价格环比下跌0.3%，连续4个月负增长；生活资料价格下降0.1%，连续5个月负增长但降幅有所收窄。从同比两年平均增速看，生活资料（0.1%）、生产资料（-2.7%）均接近历史最低水平。

从行业看，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价格上涨2.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨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%。受春节假日房地产、基建项目停工等因素影响，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%。另外，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分别下降0.5%、0.4%、0.1%。

短期PPI或弱势反弹，同比转正最早在年中。近期国内经济温和复苏，投资端尚未明显发力，对工业品价格及PPI回升拉动效应较弱，短期PPI环比或仍在0左右波动，同比转正最早在年中。未来，支撑PPI回升的因素在于，一是短期基数效应尚存，二是随着2023年增发万亿国债剩余部分及今年增发国债等政策逐步落地，叠加三大工程等逐步发力，一定程度上将拉动通胀端回升。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层