

# CPI 与 PPI 走势背离

——2月物价数据点评



YONGXING SECURITIES

## 核心观点

**事件：**2024年3月9日，国家统计局公布2月CPI及PPI数据：中国2月CPI同比上涨0.7%，环比上涨1.0%；2月PPI同比下降2.7%，环比下降0.2%。

**PPI 降幅略有扩大。**受传统生产淡季等因素影响，PPI同比降幅比上月扩大0.2个百分点至-2.7%。上下游工业产品价格同比降幅走阔。分行业来看，降幅较前值扩大的有：化学原料和化学制品制造业价格(-6.6%)、黑色金属冶炼和压延加工业价格(-4.9%)、石油煤炭及其他燃料加工业价格(-4.8%)，电气机械和器材制造业价格(-4.5%)，合计影响PPI同比下降约1.17个百分点，对PPI的下拉作用比前值增加0.19个百分点。此外，煤炭开采和洗选业价格(-14.7%)，非金属矿物制品业价格(-7.7%)，计算机通信和其他电子设备制造业价格(-2.1%)，合计影响PPI同比下降约0.92个百分点。但是也可以观察到生活资料价格下降0.9%，降幅收窄0.2个百分点，延续了近期修复走势。

**CPI 呈改善趋势。**春节需求上行带动食品和非食品价格回升，拉动CPI同比上行，其中，食品价格同比下降0.9%，降幅比前值收窄5.0个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点。非食品价格同比上涨1.1%，涨幅扩大0.7个百分点，影响CPI上涨约0.89个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅扩大0.8个百分点，为2022年2月以来最高涨幅，环比上涨0.5%。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%之间，合计影响CPI上涨约0.30个百分点；受国际油价上行影响，国内汽油价格由上月下降1.0%转为上涨2.0%，影响CPI上涨约0.07个百分点。

## 投资建议

**CPI 与 PPI 走势背离。**春节错位下的基数效应以及食品价格的季节性回升，综合拉动CPI同比转正，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅扩大0.8个百分点，为2022年2月以来最高涨幅。我们认为，未来在基数效应消退后CPI同比增速可能会出现波动，但在需求逐步企稳的背景下物价或开始呈现逐步回升势头。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，PPI同比降幅比上月扩大0.2个百分点，我们认为生产端同比价格或多受春节错位下传统生产淡季等因素影响，未来其或延续前期降幅收窄走势。近期受供给和交易拥挤等因素影响，债市波动加大。我们认为债券调整空间取决于基本面修复斜率，短期受市场情绪等偶发性因素影响，现券收益率出现震荡上行，但长期债牛趋势还在，大幅调整仍是机会，长期来看权益资产配置性价比提升。

## 风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年03月28日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523080003

## 相关报告：

《宽信用基础仍需巩固》

——2024年03月26日

《债牛趋势仍在，短期波动加大》

——2024年03月22日

《两会聚焦“新质生产力”》

——2024年03月13日

## 正文目录

1. PPI 降幅略有扩大.....	3
2. CPI 呈改善趋势.....	4
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图目录

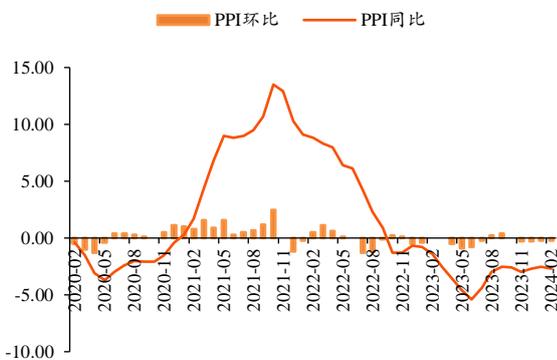
图 1: PPI 同比环比增速(%).....	3
图 2: PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%).....	3
图 3: 上游行业 PPI 环比涨跌幅(%).....	4
图 4: 上下游价格走势.....	4
图 5: PPI 和 CPI 剪刀差.....	5
图 6: CPI 价格变动情况(%).....	5
图 7: CPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%).....	5
图 8: 非食品与食品价格同比(%).....	5
图 9: 非食品与食品价格环比(%).....	5
图 10: 食品与非食品价格对 CPI 同比的拉动(%).....	6
图 11: 核心 CPI 变动情况(%).....	6
图 12: 近 3 个月主要食品价格同比涨跌幅(%).....	6
图 13: 细分食品对 CPI 同比的影响(%).....	6
图 14: 消费品与服务价格同比(%).....	7
图 15: 消费品与服务价格环比(%).....	7
图 16: 通信交通价格走势变化.....	7
图 17: 近 3 个月非食品细分价格同比涨跌幅(%).....	7

**事件：**2024年3月9日，国家统计局公布2月份全国居民消费价格指数（CPI）以及全国工业生产者出厂价格指数（PPI）数据：中国2月CPI同比上涨0.7%，前值为-0.8%；中国2月PPI同比下降2.7%，前值为-2.5%。环比来看，CPI环比上涨1.0%，PPI环比下降0.2%。

## 1. PPI 降幅略有扩大

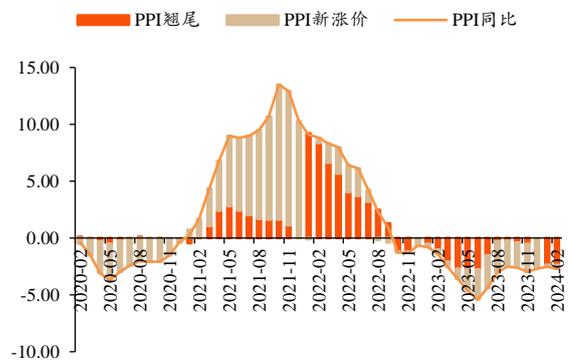
受传统生产淡季等因素影响，PPI 同比降幅比上月扩大 0.2 个百分点。同比来看，在基数效应下 2 月 PPI 同比降幅走阔 0.2 个百分点至-2.7%；环比来看，2 月 PPI 与前值相同，为-0.2%。在 2 月-2.7%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-2.38 个百分点（前值-2.38 个百分点），新涨价因素影响约为-0.32 个百分点（前值-0.12 个百分点）。

图1:PPI 同比环比增速(%)



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图2:PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



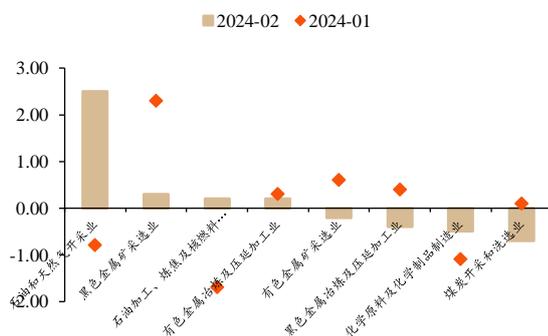
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

在春节错位等因素影响下，上下游工业产品价格同比降幅走阔。生产资料价格同比下降 3.40%，降幅走阔 0.4 个百分点。其中，原材料工业出厂价格同比为-3.40%，较前值低 1.10 个百分点；下游加工工业价格同比增速录得-3.20%，较前值低 0.10 个百分点，原材料工业和加工工业出厂价价差下降 1.00 个百分点至-0.20%。分行业来看，降幅较前值扩大的有：化学原料和化学制品制造业价格(-6.6%)、黑色金属冶炼和压延加工业价格(-4.9%)、石油煤炭及其他燃料加工业价格(-4.8%)，电气机械和器材制造业价格(-4.5%)，合计影响 PPI 同比下降约 1.17 个百分点，对 PPI 的下拉作用比前值增加 0.19 个百分点。此外，煤炭开采和洗选业价格(-14.7%)，非金属矿物制品业价格(-7.7%)，计算机通信和其他电子设备制造业价格(-2.1%)，合计影响 PPI 同比下降约 0.92 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转跌为-0.2%（前值 0.6%）；石油和天然气开采业价格上涨 4.2%，涨幅扩大 0.8 个百分点。但是也可以观察到生活资料价格下降 0.9%，降幅收窄 0.2 个百分点，延续了近期修复走势。

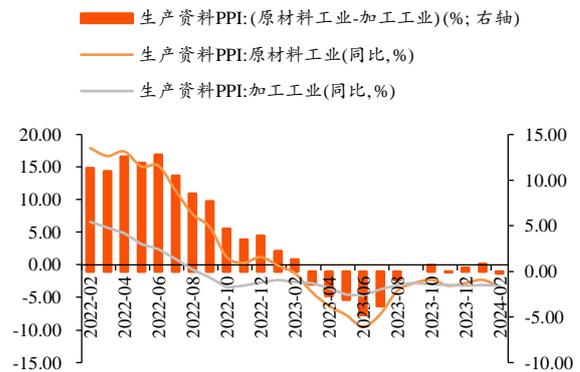
**PPI 环比下降 0.2%。**其中，生产资料价格环比下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点；生活资料价格环比下降 0.1%，降幅收窄 0.1 个百分点。

请务必阅读报告正文后各项声明

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环比上涨 2.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 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、水泥制造价格环比分别下降 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%。

**图3:上游行业 PPI 环比涨跌幅(%)**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**图4:上下游价格走势**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2. CPI 呈改善趋势

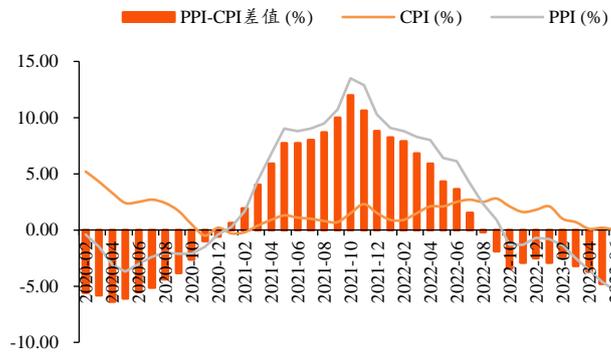
**春节错位下的低基数效应以及食品价格的季节性回升，综合拉动 CPI 转正。**从同比看，CPI 上涨 0.7%（前值-0.8%）。从环比看，CPI 在 2 月上涨 1.0%，涨幅比前值高 0.7 个百分点。CPI 或呈改善趋势。一方面，平滑两月 CPI 数据来看物价仍呈现回暖。尽管 2 月 CPI 同比增速在春节错位背景下<sup>1</sup>出现较快反弹，但从均值平滑来看，1、2 月 CPI 同比增速均值为-0.05%，高于 2023 年四季度水平，或能侧面显示在扣减春节错位效应后 CPI 依旧呈现改善。另一方面，新涨价因素回升明显。2 月价格变动的新影响约为 1.30 个百分点（前值为 0.30 个百分点），拉动明显；而翘尾因素影响有所下降，其影响 CPI 约为-0.60 个百分点（前值为-1.10 个百分点）。

**核心 CPI 同比涨幅扩大。**春节需求上行带动食品和非食品价格回升，拉动 CPI 同比上行，其中，食品价格同比下降 0.9%，降幅比前值收窄 5.0 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。非食品价格同比上涨 1.1%，涨幅扩大 0.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.89 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最

<sup>1</sup> 2023 年农历大年初一为 2023 年 1 月 22 日；2024 年农历大年初一为 2024 年 2 月 10 日。

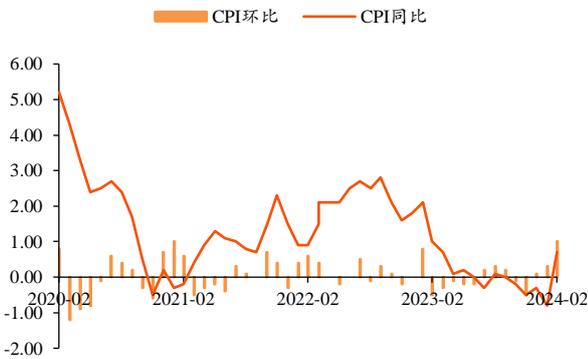
高涨幅，环比上涨 0.5%。

图5:PPI 和 CPI 剪刀差



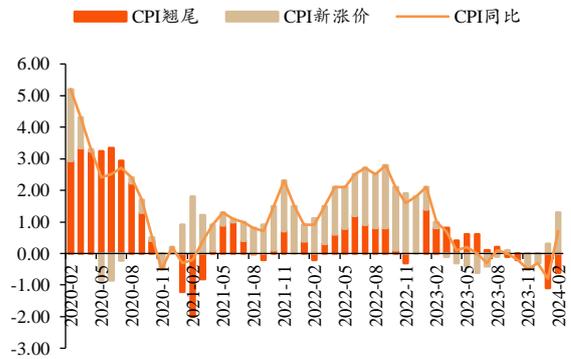
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:CPI 价格变动情况(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:CPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



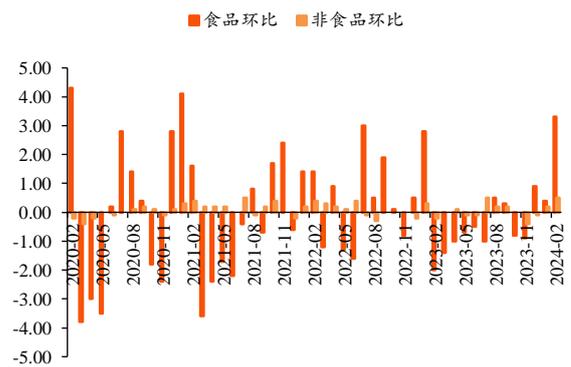
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:非食品与食品价格同比(%)



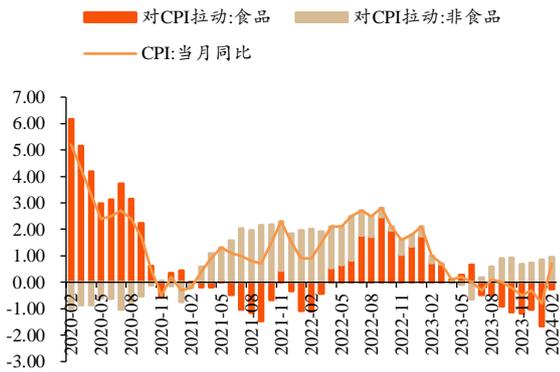
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:非食品与食品价格环比(%)



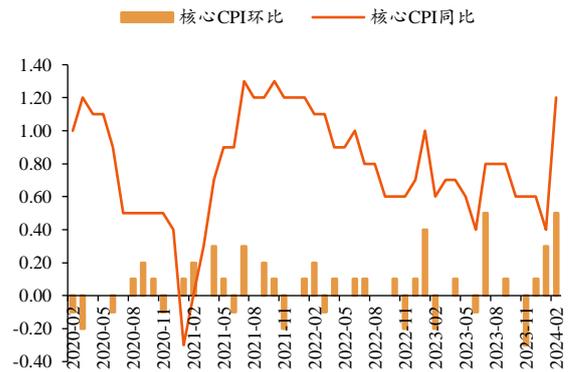
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:食品与非食品价格对CPI同比的拉动(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

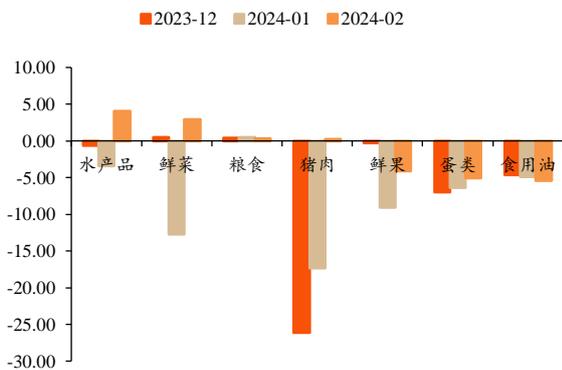
图11:核心CPI变动情况(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

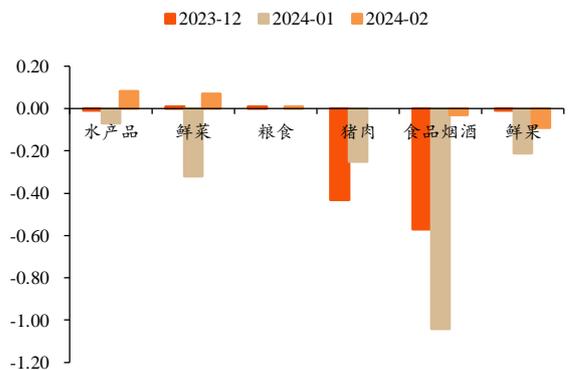
**多数食品价格回升。**2月食品价格一方面受春节需求增加影响，回升明显。从环比来看2月食品价格上升3.30%（前值0.40%），其中鲜菜、猪肉、水产品 and 鲜果价格分别上涨12.7%、7.2%、6.2%和4.3%，合计影响CPI环比上涨约0.58个百分点。另一方面叠加基数效应影响，2月CPI食品分项同比价格多数上涨，具体来看水产品、鲜菜、粮食、猪肉、鲜果、蛋类、食用油分别变动7.5、15.6、-0.2、17.5、5.0、1.3、-0.5个百分点至4.10%、2.90%、0.30%、0.20%、-4.10%、-5.10%、-5.40%，其中猪肉价格在连续下降9个月后首次转涨。

图12:近3个月主要食品价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:细分食品对CPI同比的影响(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**春节出行带动非食品价格涨幅走阔。**环比来看，非食品价格上涨0.5%，涨幅比前值扩大0.3个百分点，影响CPI上涨约0.44个百分点。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%之间，合计影响CPI上涨约0.30个百分点；受国际油价上行影响，国内汽油价格由上月下降1.0%转为上涨2.0%，影响CPI上涨约0.07个百分点。同比来看，非食品价格上涨1.1%，涨幅比上月

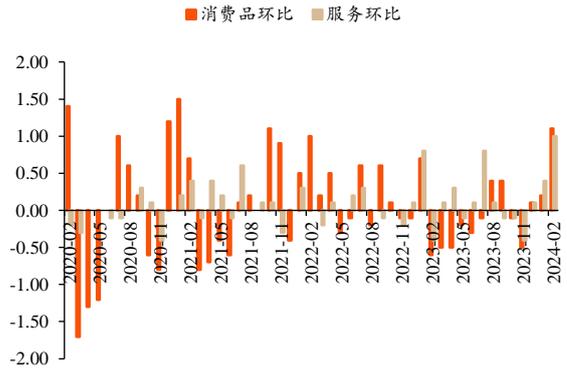
扩大 0.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.89 个百分点，主要是服务尤其是出行类服务价格上涨较多。其中，服务价格同比上涨 1.9%，涨幅扩大 1.4 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.76 个百分点；消费品价格同比下降 0.1%，降幅收窄 1.6 个百分点。具体来看，教育文化和娱乐、交通和通信同比涨幅分别走阔 2.6 和 2.0 个百分点至 3.90%和-0.40%，而旅游、飞机票和交通工具租赁费价格分别上涨 23.1%、20.8%和 17.4%。

图14:消费品与服务价格同比(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:消费品与服务价格环比(%)



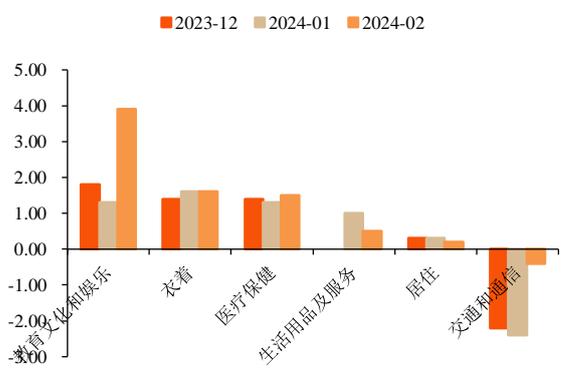
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:通信交通价格走势变化



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:近3个月非食品细分价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 3. 投资建议

**CPI 与 PPI 走势背离。**春节错位下的基数效应以及食品价格的季节性回升，综合拉动 CPI 同比转正，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅。我们认为，未来在基数效应消退后 CPI 同比增速可能会出现波动，但在需求逐步企稳的背景下物价或开始呈现逐步回升势头。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，PPI 同比降幅比上月扩大 0.2 个百分点，我们认为生产端同比价格或多受春节错位下传统生产淡季等因素

影响，未来其或延续前期降幅收窄走势。近期受供给和交易拥挤等因素影响，债市波动加大。我们认为债券调整空间取决于基本面修复斜率，短期受市场情绪等偶发性因素影响，现券收益率出现震荡上行，但长期债牛趋势还在，大幅调整仍是机会。长期来看权益资产配置性价比提升。

#### 4. 风险提示

**地缘政治风险：**地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

**美联储货币政策超调：**美联储货币政策或随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

**海外经济增速不及预期：**海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

**国内物价变化超市场预期：**国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

**上市公司业绩不及预期：**上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

**市场波动超预期：**市场波动存超预期可能。

## 分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。