

## 春节错配拉低 CPI，整体物价全年前低后高

### 主要结论：

1月CPI同比下降0.8%（前值-0.3%），主要受上年同期春节错月高基数影响，环比上行0.3%（前值0.1%），其中翘尾因素影响为-1.1%，新涨价因素影响为0.3%。PPI同比-2.5%，环比下降0.2%。

#### ● 服务价格回升推动CPI环比上行，黑色系商品价格支撑PPI弱势回升

服务价格上行但仍偏弱，交通燃料下行和家庭服务不及预期是主要拖累。服务价格上涨0.4%但仍处于偏弱区位，过去五年环比均值为0.58%，主要源于交通工具燃料大幅下降，1月交通工具燃料环比下行1%，带动交通和通信项价格影响CPI下行约0.27%。家用服务价格环比上行2.7%，家用器具价格环比上行0.6%。食品项中，猪肉价格下行0.2%，鲜菜价格上行3.8%，需求端平稳，食品项价格涨幅不及预期。其它商品中，旅游价格环比上行4.2%，交通工具价格下行0.1%，教育服务价格持平，水电价格环比0.1%，符合季节性波动。中药价格同比上涨放缓，衣着和通信工具价格环比均下行0.3%。

PPI环比延续下行，上游的原油、中游的设备和下游的消费品价格走低。上游的石油和天然气开采（-0.8%）、中游的石油、煤炭及燃料加工业（-1.7%）、化学原料和化学制品业（-1.1%）、橡胶和塑料制品业（-0.4%）价格下行；黑色系产品线价格持续回升，黑色金属矿（+2.3%）、有色金属矿（+0.6%）、黑色金属冶炼（+0.4%）、有色金属冶炼（+0.3%）价格走高；下游的食品（+0.2%）、医药（+0.2%）价格小幅上行，但是相关的煤炭、非金属矿、中游设备的铁路船舶、航空航天设备、计算机设备、汽车和下游的纺织、造纸呈现疲弱状态。

#### ● 我们的分析：CPI春节错配外其他增长偏低，PPI中黑色产业链亮眼

开年CPI同比创出新低主要是因为春节错配的影响。春节错配对于非食品的影响弱于食品。1月份CPI环比的涨幅同样偏弱。从同比涨幅中也能看到，猪肉、蔬菜和原油价格仍然是拉动CPI同比下跌的主要商品。服务类价格在1月份意外上行，寒假旅游和暑假旅游相似，带动了住宿、餐饮等旅游消费价格。也要看到，尽管旅游和服务价格提前启动，但是核心CPI继续下行，整体社会消费不振。

PPI环比回落，上游的原油、中游的设备和下游的消费品价格走低。黑色产业链表现出了更好的景气度。从上游的煤炭和黑色金属矿到中游的黑色和有色金属冶炼价格走高。1月份公用事业出厂价格持续走高，冬季燃气的生产供应和电力热力供应季节性走高。

#### ● CPI和PPI全年前低后高

尽管存在春节错配，但是1月份环比涨幅仍然低于往年水平。2月份CPI会顺势转正，但是低位运行的CPI可能会持续全年。2024年度预计CPI仍然是前低后高的走势，全年CPI预计在0.5%左右运行，4季度CPI回到1%以上。2月份由于春节错配的影响预计CPI回升至0.8%左右。

PPI的回升速度偏缓，原材料价格的上行仍然没有得到下游行业的认同。1月份黑色产业链的回升仍然需要观察。房地产行业的运行对于黑色系产品仍然至关重要，黑色产品的出口也需要继续观察。2024年度PPI翘尾影响减弱，PPI环比的小幅回升会带动PPI同比的快速上行。我们预计3季度PPI增速转正，全年PPI保持前低后高运行。

### 分析师

许冬石

☎：010-83574134

✉：xudongshi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

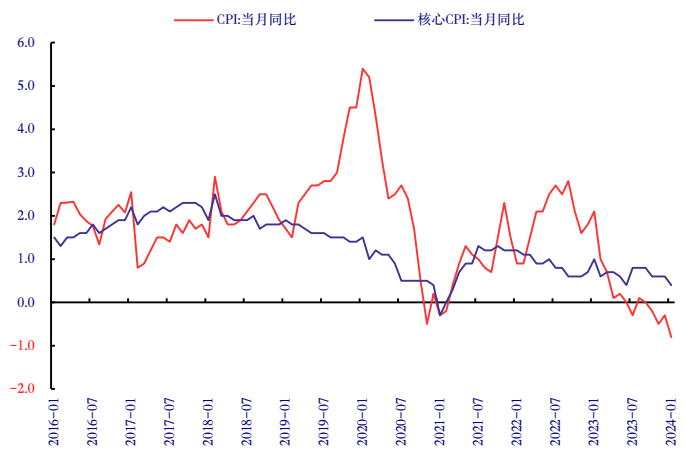
### 风险提示：

1. 房地产持续回落的风险
2. 大宗商品大幅下行的风险

## 一、CPI：服务价格回升推动 CPI 环比上行

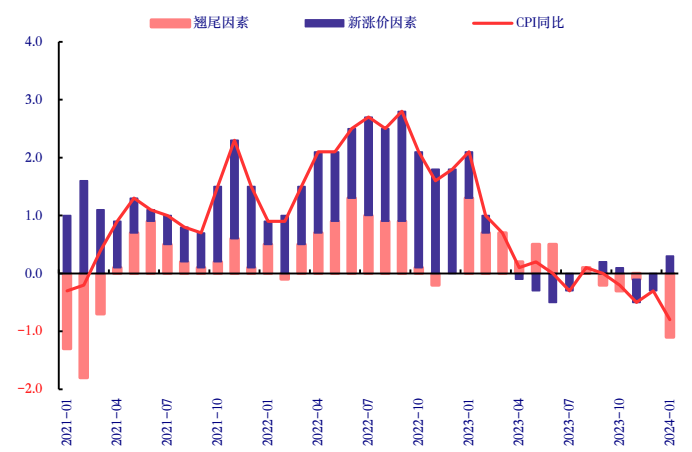
1 月份 CPI 同比回落，环比继续改善，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点。1 月 CPI 同比下降 0.8%（前值-0.3%），低于 Wind 一致预期（-0.5%），主要受上年同期春节错月高基数影响，其中翘尾因素影响为-1.1%，新涨价因素影响为 0.3%。1 月份 CPI 环比上行 0.3%（前值 0.1%），其中消费品价格环比上行 0.2%（前值 0.1%），服务价格上行 0.4%（前值 0.1%），过去五年环比均值为 0.58%，服务价格修复改善推动 CPI 环比上行。核心 CPI 同比增速 0.4%，比上个月回落 0.2%。

图1：CPI 与核心 CPI 同比回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：CPI 翘尾和新涨价因素（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

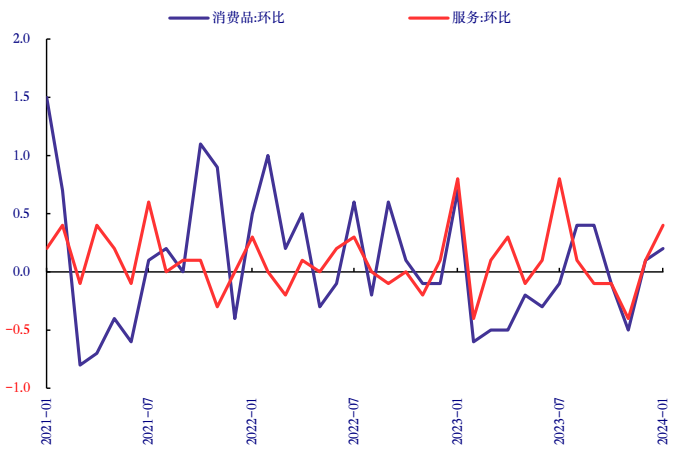
1 月份 CPI 环比上涨 0.3%，服务项中，教育文化娱乐价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.18%；医疗保健价格上涨 0.1%，拉动 CPI 上涨 0.15%；生活用品及服务价格上涨 1%，拉动 CPI 上涨约 0.11%，其它服务项中，其它用品及服务及交通通信价格分别上涨 1.1% 和 0.1%，居住价格持平，衣着价格下降 0.3%。商品项中，鲜菜价格上涨 3.8%，影响 CPI 上涨 0.08%；水产品价格上涨 2.6%，带动 CPI 上涨约 0.05%；鲜果价格下降 0.5%，带动 CPI 下降 0.01%；畜肉类价格下降 0.5%，影响 CPI 下降约 0.01%。

**第一、服务价格上行但仍偏弱，交通燃料下行和家庭服务不及预期是主要拖累。**服务价格上涨 0.4%但仍处于偏弱区位，过去五年环比均值为 0.58%，主要源于交通工具燃料大幅下降，需求端持续低迷和供给端减产不及预期抑制国际油价的上行空间，1 月交通工具燃料环比下行 1%，过去五年环比均值为+0.6%，带动交通和通信项价格影响 CPI 下行约 0.27%。家用服务价格环比上行 2.7%，过去五年环比均值为 3.2%，家用器具价格环比上行 0.6%，过去五年环比均数为 0 值，呈现超季节性上涨，家庭支出这种上行的持续性仍有待观察。

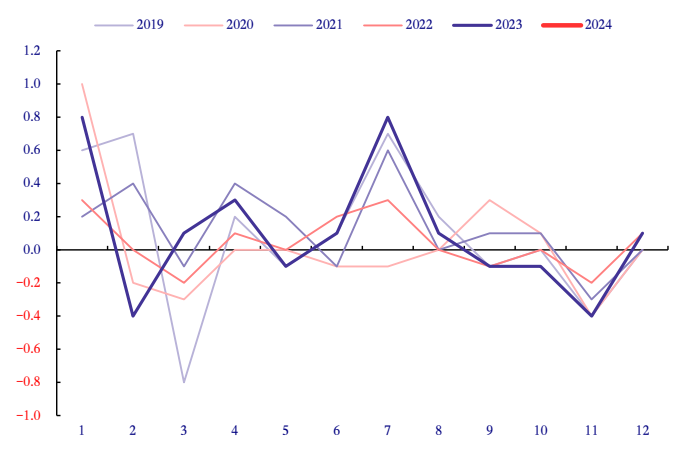
**第二、需求端平稳，食品项价格涨幅不及预期。**猪肉价格下行 0.2%，过去五年环比价格均值-0.04%，当前猪肉仍处于产能出清阶段，短期内预计猪价将继续承压拖累 CPI 修复改善。鲜菜价格上行 3.8%，过去五年环比价格均值 13.2%，1 月全国整体来说没有大规模降雪降温等极端天气，气温相对较好，道路交通便利，方便蔬菜流通，多种蔬菜出现价格回落现象，蔬菜整体涨幅不及预期。

**第三、其它用品及服务、旅游价格上行，水电、交通、快递、教育、中药价格基本稳定，衣着、通信工具等价格下降。**旅游价格环比上行 4.2%，过去五年环比均值 5.3%，2023 年暑期 7、8 两月出行均创过去 10 年同期的环比新高，1 月多地旅游持续火爆，体现疫情后第一年出行的持续释放。交通工具价格下行 0.1%，教育服务价格持平，水电价格环比 0.1%，符合季节性波动。中药价格同比上涨放缓，环比连续四个月保持稳定低增长。其它商品中，衣着和通信工具价格环比均下行 0.3%。

**第四、核心价格环比持续回升，同比回落。**12 月份核心 CPI 环比上月上涨 0.2%，连续两个月回升改善，同比较上个月回落 0.2%，整体社会消费不振。

**图3: CPI 商品和服务项价格变动 (%)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图4: 服务项价格环比季节性变动 (%)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、PPI: 黑色系商品价格支撑 PPI 弱势回升

1 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-2.5%，环比下降 0.2%。1 月份生产资料价格环比下行 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，主要受国际大宗商品价格下行影响。生活资料价格小幅走低，居民需求恢复缓慢。

**PPI 环比延续下行，上游的原油、中游的设备和下游的消费品价格走低。**上游的石油和天然气开采 (-0.8%)、中游的石油、煤炭及燃料加工业 (-1.7%)、化学原料和化学制品业 (-1.1%)、橡胶和塑料制品业 (-0.4%) 价格下行；2 月 7 日发改委公布 2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，基建项目进度加快，黑色系产品线价格持续回升，黑色金属矿 (+2.3%)、有色金属矿 (+0.6%)、黑色金属冶炼 (+0.4%)、有色金属冶炼 (+0.3%) 价格走高；下游的食品 (+0.2%)、医药 (+0.2%) 价格小幅上行，但是相关的煤炭 (+0.1%)、非金属矿 (0.1%)、中游设备的铁路船舶、航空航天设备 (0)、计算机设备 (-0.3%)、汽车 (-0.3%) 和下游的纺织 (-0.3%)、造纸 (-0.3%) 呈现疲弱状态。1 月份居民生活用品以下跌为主，其中一般日用品行业出厂价格持平。

图5: 1 月份 PPI 同比降幅收窄 (%)

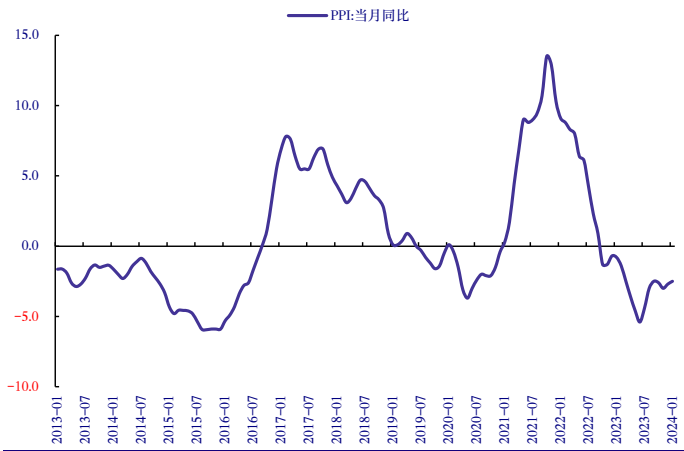


图6: 铁矿石期货价格 (元/吨)



### 三、我们对 CPI 的分析：春节错配外，消费增长有限

开年 CPI 同比创出新低主要是因为春节错配的影响。从环比涨幅来看，食品价格受到的影响最大，2023 年 1 月份食品价格上行拉动 CPI 上行 0.62%，2024 年食品仅拉动 CPI 约 0.11%。春节错配对于非食品的影响弱于食品，2024 年开年家庭服务、旅游、其他服务价格迅速上行，几乎与 2024 年 1 月份持平。从同比涨幅中也能看到，猪肉、蔬菜和原油价格仍然是拉动 CPI 同比下跌的主要商品。

1 月份 CPI 环比的涨幅同样偏弱。猪肉价格在 1 月份仍然下跌，猪肉的高供给和低需求并没有结束。1 月份蔬菜价格的涨幅同样偏弱，整体食品消费的季节性表现偏弱。

服务类价格在 1 月份意外上行，寒假旅游和暑假旅游相似，带动了住宿、餐饮等旅游消费价格。国内生活消费表现平稳，主题消费逐渐火热，这是现阶段消费市场的一个亮点。寒假游与春节相连接，家庭服务和其他服务价格也顺势上行。也要看到，尽管旅游和服务价格提前启动，但是核心 CPI 继续下行，同比增长比上月回落 0.2%，整体社会消费不振。

图7: 食品和非食品环比涨幅 (%)

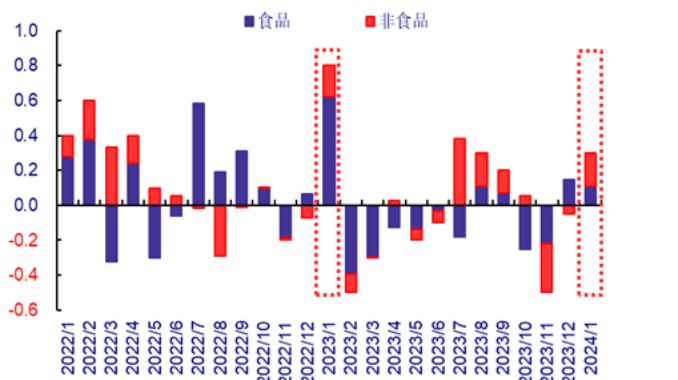


图8: 非食品价格中环比涨幅 (%)

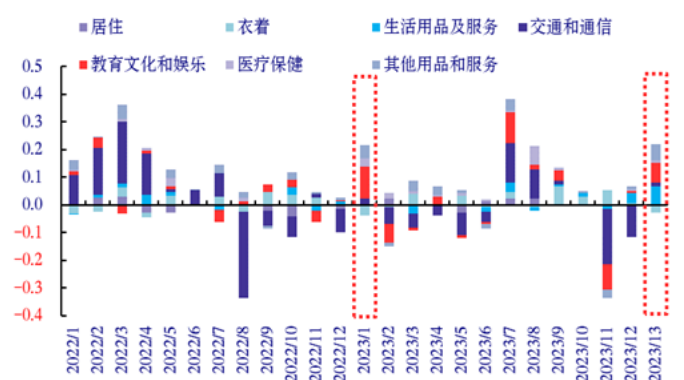
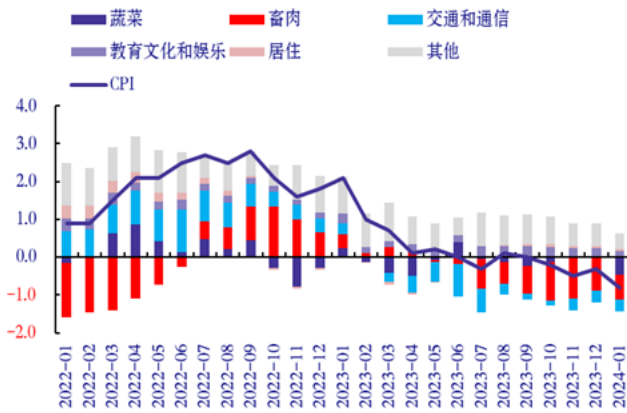
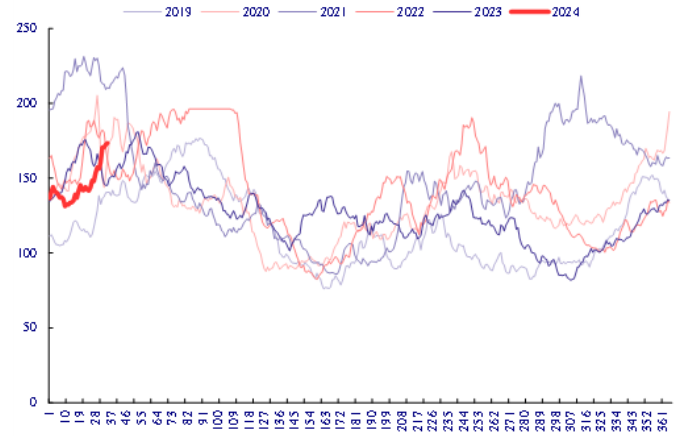


图9：1月各部门同比拉动CPI（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：寿光蔬菜价格季节性变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 四、我们对PPI的分析：上下游价格回落，黑色产业链表现更好

首先，能源类产品出厂价格继续下行，原油受到外围价格影响回落，煤炭受预期和季节性因素推动仅有小幅上行。中游的通用设备，下游行业的塑料橡胶、汽车、计算机通讯、纺织、服装、造纸和农副产品价格均有小幅回落。

其次，黑色产业链表现出了更好的景气度。从上游的煤炭和黑色金属矿到中游的黑色和有色金属冶炼价格走高。黑色产业链受到基建加码的影响上行，但是房地产业的下行仍大幅影响黑色产业链的表现。2023年度出口较为旺盛的热卷当前出口增速也在下滑，2024年的高出口可能受到挑战。

最后，1月份公用事业出厂价格延续走高态势。冬季燃气的生产供应和电力热力供应季节性走高。

向前看，PPI翘尾影响快速下降的时间将在二季度结束，未来PPI回升需要价格的稳定走高，这或许为未来PPI持续回升带来些许不确定性。

## 五、物价全年前低后高运行

1月份CPI的下跌说明了物价低位运行仍然持续。尽管存在春节错配，但是1月份环比涨幅仍然低于往年水平。2月份CPI会顺势转正，但是低位运行的CPI可能会持续全年。

CPI会在今年继续低位运行，主要是因为：第一，食品价格仍然在平稳阶段，猪肉的供给过剩可能会在上半年持续，乐观情况下会在4季度有所好转，但是在猪肉产能可以快速扩张的情况下，猪肉的供给和需求重新匹配需要时间。第二，在全球格局不出现较大变动的情况下，2024年原油的供给出现大幅变化的可能性偏低，原油价格更可能受到需求影响，全年价格偏低运行。第三，我国居民消费在2024年很难快速爆发，即使2023年出现了暑假和寒假旅游小高峰，但是其拉动整体物价的能力有限。

2024 年度预计 CPI 仍然是前低后高的走势，全年 CPI 预计在 0.5%左右运行，4 季度 CPI 回到 1%以上。2 月份由于春节错配的影响预计 CPI 回升至 0.8%左右。

PPI 的回升速度偏缓，原材料价格的上行仍然没有得到下游行业的认同。房地产产业链的疲软、出口的压力使得工业产能处于“过剩”状态。下游行业的疲软使得 PPI 的回升速度偏弱，PPI 上游的价格对下游的传导并不顺畅。

1 月份黑色产业链的回升仍然需要观察。基建的上行是对黑色产业链的支撑，但房地产行业的运行对于黑色系产品仍然至关重要，而 1 月份房地产销售数据并不理想，房地产的平稳需要时间。黑色产品的出口也需要继续观察，2024 年热卷的出口是否持续存疑。

2024 年度 PPI 翘尾影响减弱，PPI 环比的小幅回升会带动 PPI 同比的快速上行。这就意味着企业利润水平的持续恶化可能结束，虽然未来利润上行仍然面临困难，但是价格的影响因素减弱。我们预计 3 季度 PPI 增速转正，全年 PPI 保持前低后高运行。

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn