

# 1月通胀点评

预计上半年CPI和PPI同比增速都将维持上行趋势

1月PPI同比增速符合市场预期，CPI同比增速低于市场预期；CPI环比连续两个月正增长，但受高基数和食品价格拖累，同比增速较12月有所下降；此外服务价格环比也较历史同期平均水平偏弱；内需整体维持此前趋势：复苏仍在，斜率偏低；PPI同比增速预计将持续受益于低基数、补库存周期、中美库存周期共振、国内固投增速维持在偏高水平等因素提振；预计上半年CPI和PPI同比增速都将维持上行趋势。

- 1月CPI环比上升0.3%，同比下降0.8%，核心CPI同比增长0.4%，服务价格同比增长0.5%，消费品价格同比下降1.7%。
- 从环比看，1月食品价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.08个百分点，非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.2%，影响CPI上涨约0.19个百分点；从同比看，食品价格下降5.9%，影响CPI下降约1.13个百分点，非食品价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.32个百分点。
- 虽然有春节假期的影响，需求仍显疲弱。1月CPI环比持续正增长，但在去年同期高基数影响下同比增速有所回落。食品是影响CPI同比增速走弱的最主要因素：从环比增速看，去年同期有疫情防控转段后消费需求增加和春节假期在1月的双重影响，因此形成了较高的环比基数；从同比看，1月食品中猪肉、鲜菜和鲜果三者合计影响CPI同比下降0.78个百分点，占CPI同比增速降幅九成多。从CPI各分类的环比增速与历史同期平均水平比较看，1月食品环比增长0.4%，增速明显低于2015年-2022年期间1月食品平均环比增速2.5%，受食品影响，消费品1月环比增速0.2%也较历史同期平均水平0.9%明显偏低，但此外非食品环比增长0.2%，服务价格环比增长0.4%，均低于历史同期平均水平0.1个百分点。我们认为1月物价反应出的消费表现仍延续了此前的趋势：持续复苏，但斜率偏低。但是2月之后，CPI环比将出现连续五个月的负增长，低基数将带动CPI同比增速触底回升。
- 1月PPI环比下降0.2%，同比下降2.5%，其中生产资料同比下降3.0%，生活资料同比下降1.1%。PPIRM同比下降3.4%。
- 受国际大宗商品价格波动、国内部分行业进入传统生产淡季等因素影响，全国PPI环比、同比下降，但降幅均收窄。从同比看，主要行业中，煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、电气机械和器材制造业和计算机通信和其他电子设备制造业，5个行业降幅比上月均有收窄，合计影响PPI同比下降约1.47个百分点，对PPI的下拉作用比上月减少0.28个百分点。
- PPI同比增速上行趋势有望延续。1月PPI生产资料和生活资料环比增速虽然较历史同期平均水平偏弱，但同比增速较12月小幅上升。我们认为2024年PPI同比增速上行和工业企业盈利能力持续修复仍是大趋势，主要原因有几个：一是2024年7月及之前，低基数将有利于PPI同比增速走高，二是国内工业企业补库存周期的影响，三是中美库存周期可能共振上行，四是国内固定资产投资增速或保持在偏高水平，包括基建投资高增和房地产投资增速边际向好。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

## 相关研究报告

《转债市场下跌，成交额下降》20240204  
 《策略周报》20240204  
 《宽松预期螺旋增强》20240204

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

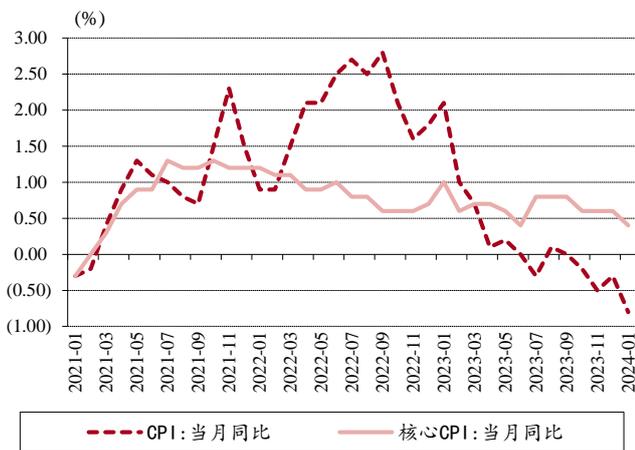
**1月CPI同比增速继续下降，环比两个月正增长。**1月CPI环比上升0.3%，增速较12月上升0.2个百分点。从分项看，1月环比上涨的有其他用品和服务（1.1%）、生活用品及服务（1.0%）、教育文化娱乐（0.7%）等，环比下降的是衣着（-0.3%）；1月分项中较12月环比增速上升较多的有交通通信、其他用品和服务、教育文化娱乐等，环比增速下降的是衣着和食品烟酒。1月CPI同比下降0.8%，较12月下降0.5个百分点，核心CPI同比增长0.4%，较12月下降0.2个百分点，服务价格同比增长0.5%，较12月下降0.5个百分点，消费品价格同比下降1.7%，较12月下降0.6个百分点。从分项看，1月同比增速较高的是其他用品和服务（2.9%）、衣着（1.6%）、教育文化娱乐（1.3%）、医疗保健（1.3%）和生活用品及服务（1.0%），同比增速较12月上升的是生活用品及服务及衣着，较12月同比增速下降的是食品烟酒和交通通信。1月份，受节日效应影响居民消费需求持续增加，全国CPI环比上涨0.3%，连续两个月上涨；受上年同期春节错月对比基数较高影响，同比下降0.8%。据测算，在1月份-0.8%的CPI同比变动中，翘尾影响约为-1.1个百分点；今年价格变动的新的影响约为0.3个百分点。

**食品价格环比上涨，但涨幅弱于历史同期平均水平。**受寒潮天气和春节临近等因素影响，虾蟹类、鲜菜、薯类及鲜菌价格分别上涨9.3%、3.8%、1.5%和1.3%，合计影响CPI上涨约0.12个百分点。从环比看，1月食品价格上涨0.4%，涨幅比上月回落0.5个百分点，影响CPI上涨约0.08个百分点；从同比看，食品价格下降5.9%，影响CPI下降约1.13个百分点；同比降幅扩大，主要是上年春节位于1月份，加之同期疫情防控转段后消费需求增加，导致上年对比基数较高所致；食品中，猪肉、鲜菜和鲜果价格分别下降17.3%、12.7%和9.1%，合计影响CPI下降约0.78个百分点，占CPI同比降幅九成多，是带动CPI同比下降的主要因素。

**非食品中服务价格同比增速回落。**从环比看，1月非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.2%，影响CPI上涨约0.19个百分点；从同比看，非食品价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.32个百分点。出行需求增加，飞机票和旅游价格环比分别上涨12.1%和4.2%，合计影响CPI环比上涨约0.10个百分点；受节前务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务、美发和母婴护理服务价格环比上涨，同比涨幅有所扩大；工业消费品价格由上月同比下降0.4%转为同比上涨0.1%，其中能源价格由上月同比下降0.5%转为同比上涨0.1%。

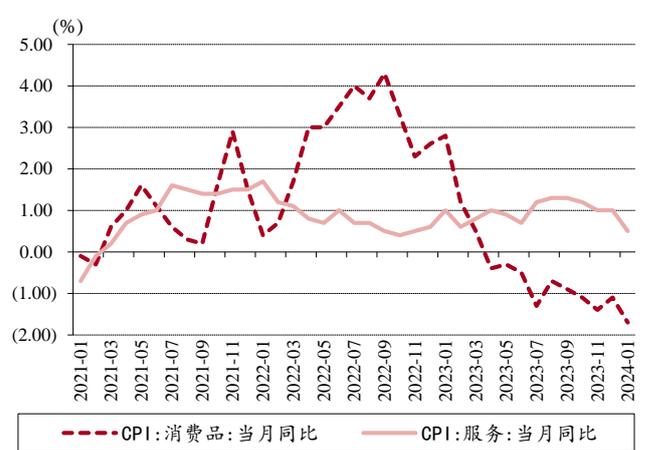
**虽然有春节假期的影响，需求仍显疲弱。**1月CPI环比持续正增长，但在去年同期高基数影响下同比增速有所回落。食品是影响CPI同比增速走弱的最主要因素：从环比增速看，去年同期有疫情防控转段后消费需求增加和春节假期在1月的双重影响，因此形成了较高的环比基数；从同比看，1月食品中猪肉、鲜菜和鲜果三者合计影响CPI同比下降0.78个百分点，占CPI同比增速降幅九成多。从CPI各分类的环比增速与历史同期平均水平比较看，1月食品环比增长0.4%，增速明显低于2015年-2022年期间1月食品平均环比增速2.5%，受食品影响，消费品1月环比增速0.2%也较历史同期平均水平0.9%明显偏低，但此外非食品环比增长0.2%，服务价格环比增长0.4%，均低于历史同期平均水平0.1个百分点。我们认为1月物价反应出的消费表现仍延续了此前的趋势：持续复苏，但斜率偏低。但是2月之后，CPI环比将出现连续五个月的负增长，低基数将带动CPI同比增速触底回升。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



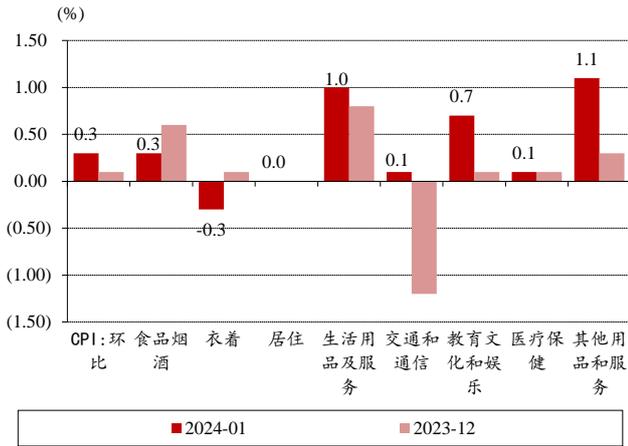
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



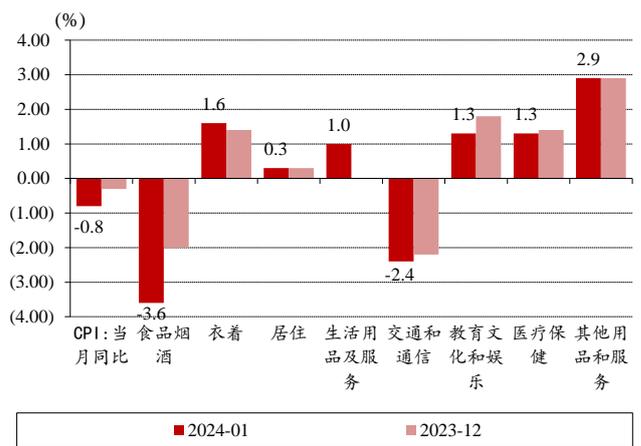
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



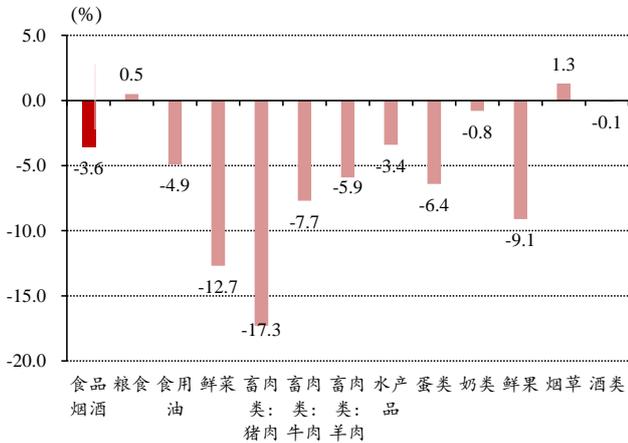
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



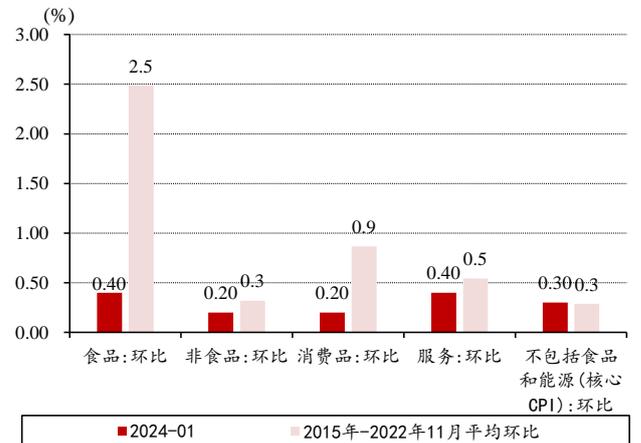
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 食品价格同比增速整体偏弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 1 月 CPI 环比各分类较历史平均水平偏低



资料来源: 万得, 中银证券

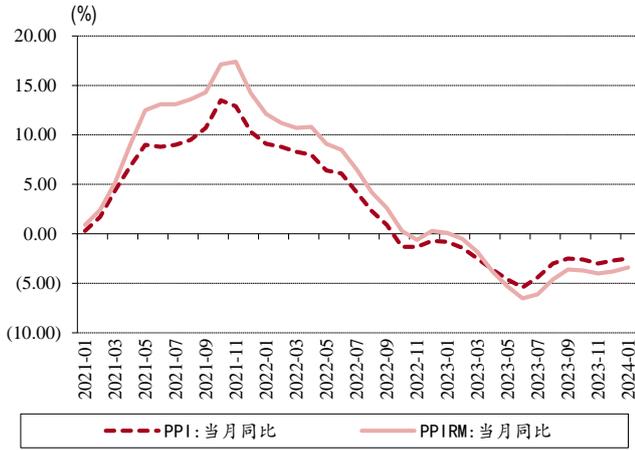
## PPI

**PPI 环比降幅小幅收窄。**1 月 PPI 环比下降 0.2%，其中生产资料环比下降 0.2%，生活资料环比下降 0.2%。1 月 PPI 同比下降 2.5%，较 12 月上升 0.2 个百分点，其中生产资料同比下降 3.0%，较 12 月上升 0.3 个百分点，生活资料同比下降 1.1%，较 12 月上升 0.1 个百分点。PIRM 同比下降 3.4%，较 12 月上升 0.4 个百分点，从构成来看，1 月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是建筑材料(-7.0%)、燃料动力类(-6.7%)、木材纸浆(-5.9%)、农副产品(-5.8%)和化工原料(-5.7%)，同比增速上升的是有色金属(1.5%)；同比增速较 12 月下降的是有色金属，增速较 12 月上升较多的则是农副产品、建筑材料、燃料动力等。据测算，在 1 月份-2.5%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-2.3 个百分点，今年价格变动的新影响约为-0.2 个百分点。

**生产资料环比增速较 12 月小幅上升，生活资料环比增速较 12 月小幅下降。**1 月生产资料价格中，采掘业环比上升 0.2%，原材料业环比下降 0.2%，加工业环比下降 0.3%。受国际大宗商品价格波动、国内部分行业进入传统生产淡季等因素影响，全国 PPI 环比、同比下降，但降幅均收窄。从环比看，受国际市场原油、有色金属等大宗商品价格波动影响，国内石油和天然气开采业和石油煤炭及其他燃料加工业价格环比均下降，但降幅均有收窄。钢材节前补库需求增加，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上升；从同比看，主要行业中，煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、电气机械和器材制造业和计算机通信和其他电子设备制造业，5 个行业降幅比上月均有收窄，合计影响 PPI 同比下降约 1.47 个百分点，对 PPI 的下拉作用比上月减少 0.28 个百分点。

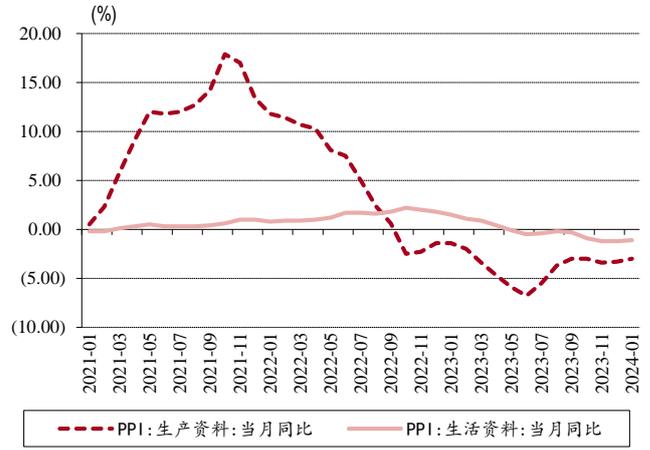
**PPI 同比增速上行趋势有望延续。**1 月 PPI 生产资料和生活资料环比增速虽然较历史同期平均水平偏弱，但同比增速较 12 月小幅上升。我们认为 2024 年 PPI 同比增速上行和工业企业盈利能力持续修复仍是大趋势，主要原因有几个：一是 2024 年 7 月及之前，低基数将有利于 PPI 同比增速走高，二是国内工业企业补库存周期的影响，三是中美库存周期可能共振上行，四是国内固定资产投资增速或保持在偏高水平，包括基建投资高增和房地产投资增速边际向好。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



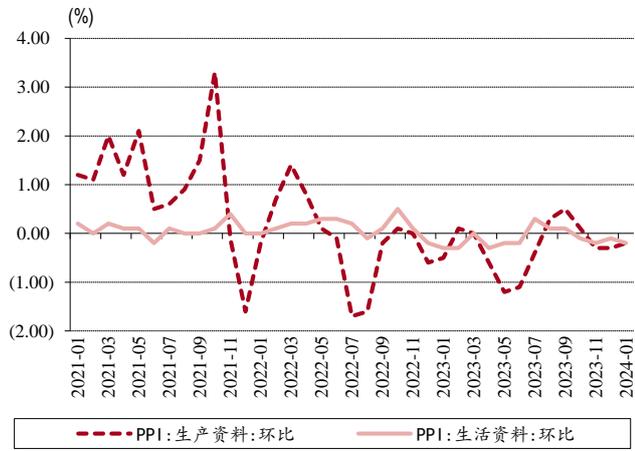
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



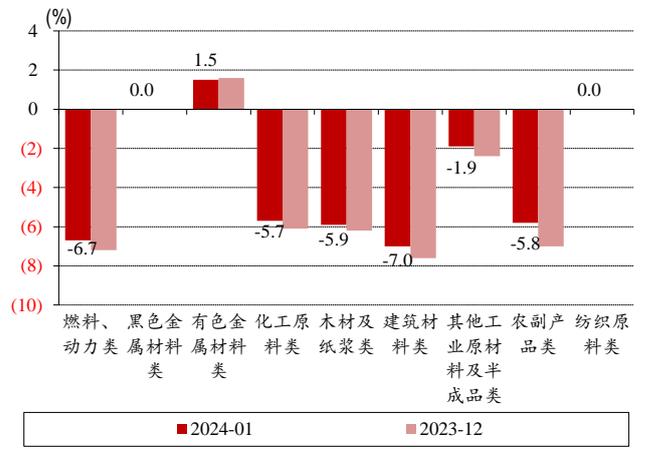
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



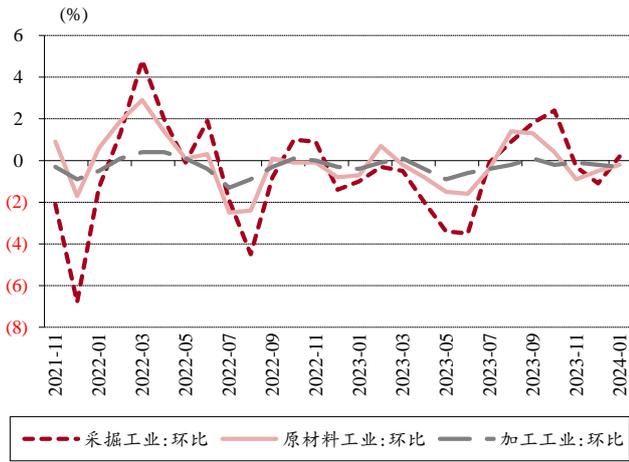
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



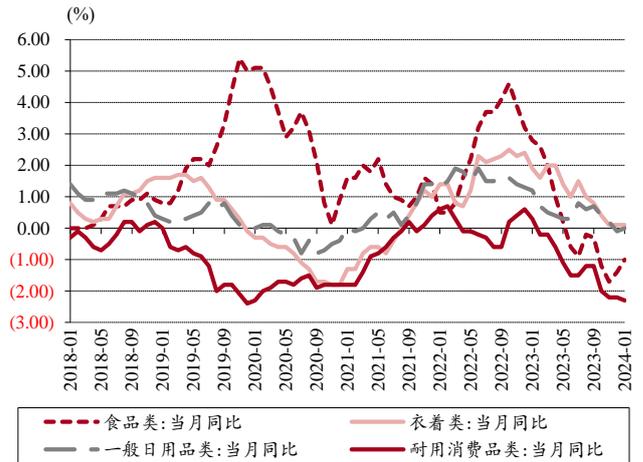
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比增速偏弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比一致下行



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀回落偏慢; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371