



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

通胀低位或无需悲观

1月通胀数据点评

投资要点:

- 核心观点:** 春节错位和基数因素导致通胀低位, 2月起 CPI 同比有望迎来回升。1月 CPI 同比创 2009 年 9 月以来新低, 但主要是受春节时点错位和去年同期防疫优化后短期高基数的影响, 从物价的结构来看, 耐用消费品价格环比基本走出去年大幅低于中枢水平的阶段, 旅游价格环比也高于 2018-2022 年同期均值, 1 月油价的高频数据也比 CPI 燃料项环比降幅更低, 商品和服务消费需求可能并没有通胀数据显示的疲软, 随着春节假期到来和基数走低, 预计 2 月起 CPI 同比有望迎来回升。
- CPI:** 1 月 CPI 同比下降 0.8%, 创 2009 年 9 月以来新低; 环比上升 0.3%。1 月 CPI 同比-0.8%, 前值-0.3%, 环比 0.3%, 前值 0.1%。具体来看, 食品项同比-5.9%, 前值-3.7%; 非食品项同比 0.4%, 前值 0.5%; 消费品项同比-1.7%, 前值-1.1%; 服务项同比 0.5%, 前值 1.0%。环比方面, 食品项环比 0.4%, 前值 0.9%; 非食品项环比 0.2%, 前值-0.1%; 消费品项环比 0.2%, 前值 0.1%; 服务项环比 0.4%, 前值 0.1%。扣除食品和能源的核心 CPI 同比 0.4%, 前值 0.6%, 环比 0.3%, 前值 0.1%。
- 食品:** 春节错位和高基数两大因素导致食品价格较弱, 拖累整体 CPI 低位。1 月 CPI 食品项同比-5.9%, 前值-3.7%; 环比 0.4%, 前值 0.9%。具体来看, 猪肉方面, CPI 猪肉项同比下跌 17.3%, 降幅较上月收窄 8.8 个百分点, 环比下跌 0.2%, 降幅较上月收窄 0.8 个百分点。1 月猪肉价格继续低位运行, 自上一轮生猪补库 (2020 年下半年-2021 年上半年) 后, 能繁母猪存栏保持相对稳定, 供给充足, 对应猪肉价格多数时期缺乏涨价动力, 去年 1 月猪肉价格从上一轮涨价阶段回落至低位, 基数走低导致 1 月 CPI 猪肉项同比降幅收窄, 而春节错位、年货需求后置则导致 1 月 CPI 猪肉项环比仍小幅下行。除猪肉外, 牛肉、羊肉等其他畜肉类分项 1 月环比也分别降幅扩大或由升转降。此外受寒潮天气对生产和运输环节的影响, 鲜菜价格环比继上月上涨 6.9% 后延续上涨 3.8%, 食品项拖累 CPI 同比约 1.13 个百分点、拉动 CPI 环比约 0.08 个百分点。1 月食品项拖累 CPI 同比的情况较为少见, 除今年外, 根据统计局口径仅 2022 年 1 月出现过, 且今年 1.13 个百分点的拖累程度也大于 2022 年的 0.72 个百分点; 今年 1 月食品项对 CPI 环比拉动幅度在统计局口径中也是历年最低水平, 食品整体涨价动力较弱, 一是春节错位导致今年年货购置需求或延后到 1 月底 2 月初, 二是去年 1 月正值防疫优化初期, 居民消费意愿集中释放, 食品涨价动力强形成一定高基数影响。猪肉、鲜菜和鲜果合计影响 CPI 下降约 0.78 个百分点, 占 CPI 同比降幅 90% 以上, 是 1 月 CPI 同比下降的主要因素。
- 非食品:** 油价拖累非食品价格, 商品和服务价格并不算弱。1 月 CPI 非食品项同比 0.4%, 前值 0.5%, 环比 0.2%, 前值-0.1%。(1) 能源: 统计时点差异导致高频与低频、国内与国际油价涨跌不完全匹配。1 月指征能源价格的 CPI 交通通信分项中的燃料项同比下跌 0.1%, 上月同比下跌 1.4%; 环比下跌 1.0%, 上月环比下跌 4.5%。受国际油价波动影响, 统计局口径 1 月国内汽油价格下跌 1.0%, 从高频数据观察, 1 月 92# 和 95# 汽油价格环比分别下跌 0.14% 和 0.12%, 1 月布伦特原油价格上涨 3.05%, CPI 燃料项降幅大于 92# 和 95# 汽油高频价格降幅或是由于物价统计采样有固定时点, 统计局采样时点与高频完整月份时点差异可能导致整体结果有所差异; 国内油价与国际油价走势差异或是由于国内油价跟随国际油价变动有一定的滞后, 或同样是统计的时点差异所导致。在非食品项目中, 燃料项环比下跌幅度最大;(2) 消费品: 地产销售季节性和二手房交易较多导致家用器具涨价明显, 其他耐用品价格下跌。1 月 CPI 消费品分项同比-1.7%, 前值-1.1%。三大耐

用品价格环比走势分化，其中，家用器具分项环比 0.6%，超过近五年 1 月的环比变化区间 (-0.3%，0.2%)，或受地产销售的季节性特征影响，12 月是地产销售的旺季，2023 年 12 月 30 城新房销售面积为 2023 年下半年单月最高，且 2023 年地产销售结构上呈现二手房销量较好的特征，2023 年 12 月 14 城二手房销售面积同比增加了 33%，销售面积接近疫情前的 2019 年同期水平，14 城二手房+30 城新房销售面积同比增加了 1.9%，二手房交易升温也带来了增量的家具更新、重置需求；通信工具分项环比-0.3%，上月异于历年同期的大幅上涨未能延续，或为偶然因素；交通工具分项价格环比基本稳定，去年 2 月以来交通工具分项环比持续下跌，去年下半年的车企降价潮更是加剧了价格竞争程度，1 月交通工具分项价格环比降幅收窄至 0.1%，但仍低于近年中枢水平，价格竞争影响或接近尾声。从高频数据来看，1 月义乌小商品总价格指数月均值较上月下降 0.36，其中，电子电器类月均值较上月下降 0.34、首饰类月均值较上月上升 0.24、日用类月均值较上月下降 0.50，服装服饰品类月均值较上月下降 0.01。

(3) 服务：高基数导致服务价格同环比走势背离，环比向好是更重要的信号。1 月 CPI 服务分项同比 0.5%，前值 1.0%，环比 0.4%，前值 0.1%。其中旅游分项与服务分项呈现一致的环比涨幅扩大但同比降幅收窄的特征，这也是受到了春节时点错位和去年 1 月疫情防控优化之初居民出行需求集中释放的影响，去年 1 月旅游价格同比涨幅高达 11.2%。旅游价格同环比走势的背离中环比涨幅扩大是更重要的信号，4.2%的环比涨幅高于 2018-2022 年（排除掉防疫优化扰动下的 2023 年 1 月）1 月旅游分项环比中枢的 3.92%水平，飞机票价格环比上涨 12.1%也能够反映出 1 月出行需求有所增加。

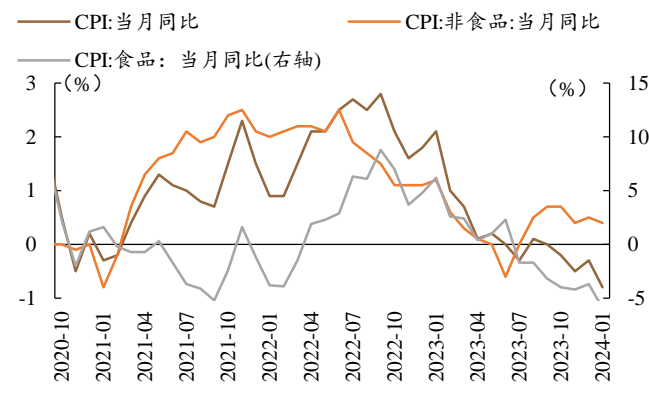
- **PPI：生产淡季中部分原材料和加工工业价格走弱，寒潮气候下取暖需求支撑公用事业行业涨价。**1 月 PPI 同比-2.5%，前值-2.7%；环比-0.2%，前值-0.3%。其中，生产资料价格同比-3.0%，前值-3.0%，环比 0.1%，前值 0.5%；生活资料价格同比-3.0%，前值-3.3%，环比-0.2%，前值-0.3%。1 月低温寒潮频发，取暖需求支撑采掘工业 PPI 环比上涨 0.2%（前值-1.1%）；国内部分行业进入传统生产淡季，原材料和加工工业 PPI 环比分别下跌 0.2%（前值-0.5%）和 0.3%（前值-0.2%）。从产业链来看，PPI 环比涨价的主要是黑色、有色产业链和供热等公用事业，环比跌价的主要是下游消费品制造业，这与春节错位的逻辑是一致的。钢材节前补库需求增加支撑了黑色产业链价格上涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.4%。生产淡季中化工产品、水泥等工业品需求偏弱，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.1%，非金属矿物制品业价格下降 0.6%。
- **后续价格形势展望：春节时点错位和高基数是 CPI 超预期走弱的主要原因，2 月起 CPI 同比有望迎来回升。**1 月 CPI 同比创 2009 年 9 月以来新低，但主要是受春节时点错位和去年同期防疫优化后短期高基数的影响，从物价的结构来看，耐用消费品价格环比基本走出去年大幅低于中枢水平的阶段，旅游价格环比也高于 2018-2022 年同期均值，1 月油价的高频数据也比 CPI 燃料项降幅更低，商品和服务消费需求可能并没有通胀数据显示的疲软，随着春节假期到来和基数走低，预计 2 月起 CPI 同比有望迎来回升。
- **风险提示：**国际原油价格波动；猪肉等食品价格波动；稳增长政策对内需的拉动效果强弱具有不确定性。

表 1: 1 月通胀数据概览

单位: %	CPI 同比	PPI 同比	CPI 环比	PPI 环比	CPI 食品项 同比	CPI 非食品 项同比	PPI 生产资 料同比	PPI 生活资 料同比
2023-01	2.1	-0.8	0.8	-0.4	6.2	1.2	-1.4	1.5
2023-08	0.1	-3.0	0.3	0.2	-1.7	0.5	-3.7	-0.2
2023-09	0.0	-2.5	0.2	0.4	-3.2	0.7	-3.0	-0.3
2023-10	-0.2	-2.6	-0.1	0.0	-4.0	0.7	-3.0	-0.9
2023-11	-0.5	-3.0	-0.5	-0.3	-4.2	0.4	-3.4	-1.2
2023-12	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-3.7	0.5	-3.3	-1.2
2024-01	-0.8	-2.5	0.3	-0.2	-5.9	0.4	-3.0	-1.1

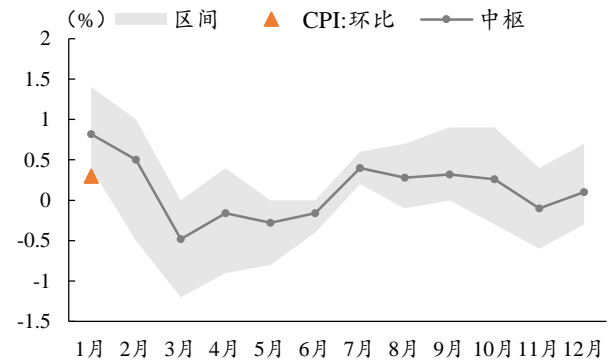
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

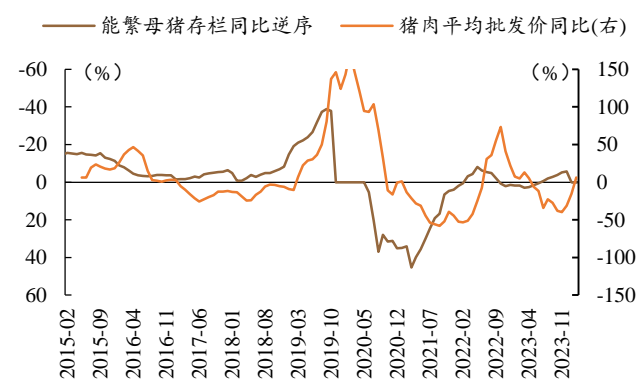
图 2: CPI 环比近年区间和中枢



资料来源: Wind, 德邦研究所

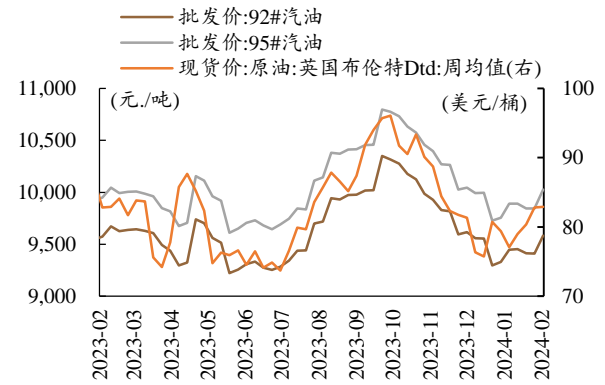
注: CPI: 环比为当月数据 (2024-1); 区间为前五年同期该指标环比范围 (2019-2023); 中枢为前五年同期环比均值 (2019-2023); 图 5-图 8 与此同理。

图 3: 猪肉供给端较为稳定



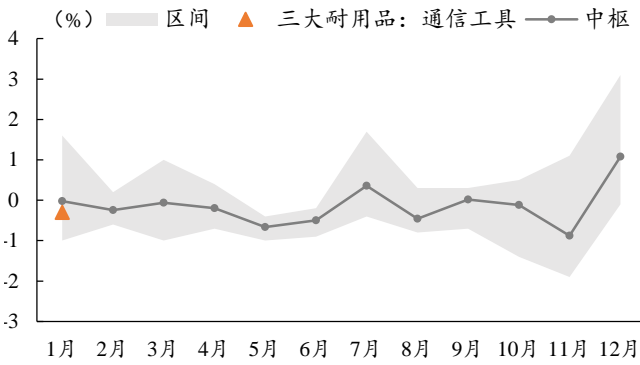
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 统计采样时点设置或导致高频油价与 CPI 燃料项有差异



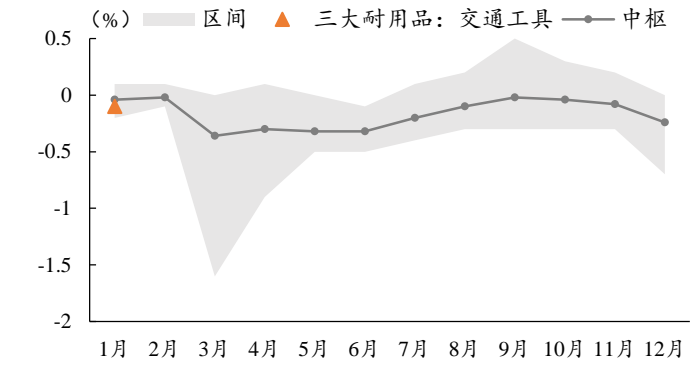
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：三大耐用品：通信工具价格环比



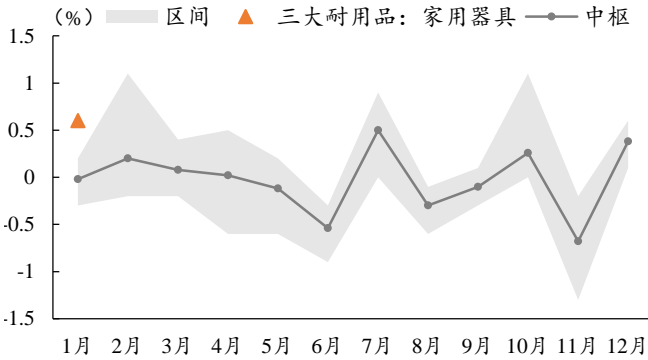
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：三大耐用品：交通工具价格环比



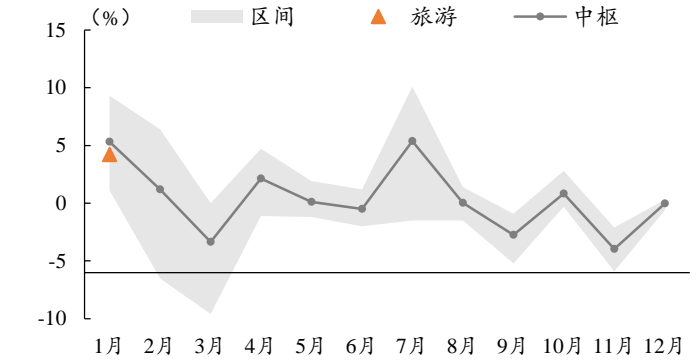
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：三大耐用品：家用器具价格环比



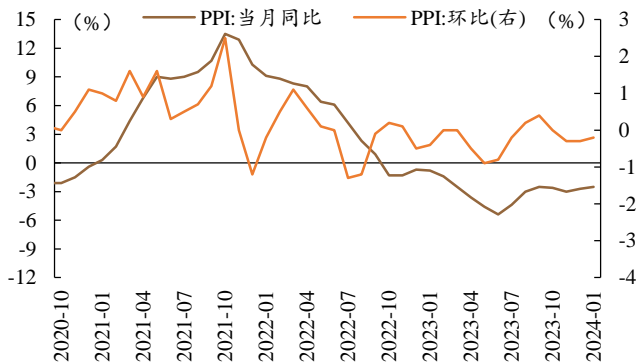
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：旅游价格环比



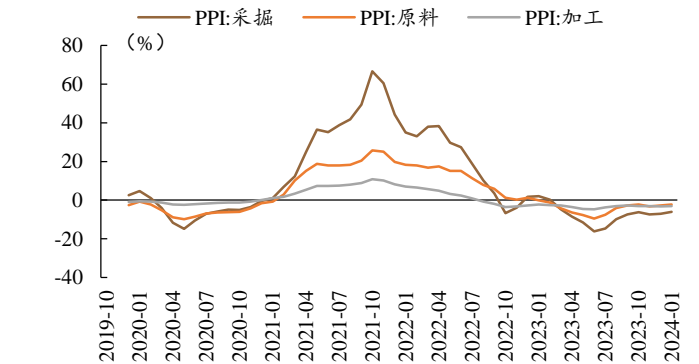
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：PPI 同环比走势



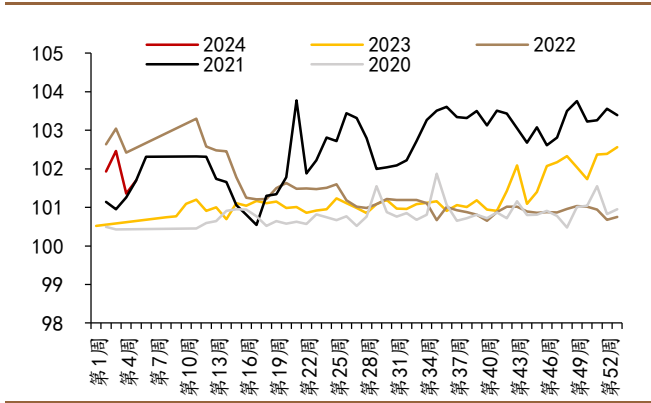
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：PPI 三分类走势



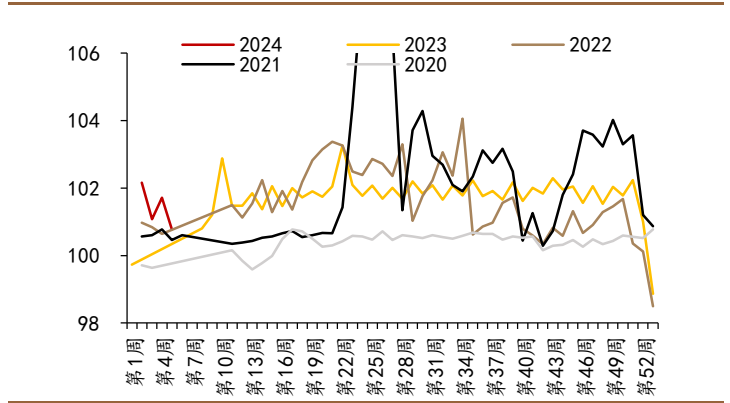
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11: 义乌小商品价格指数: 总指数



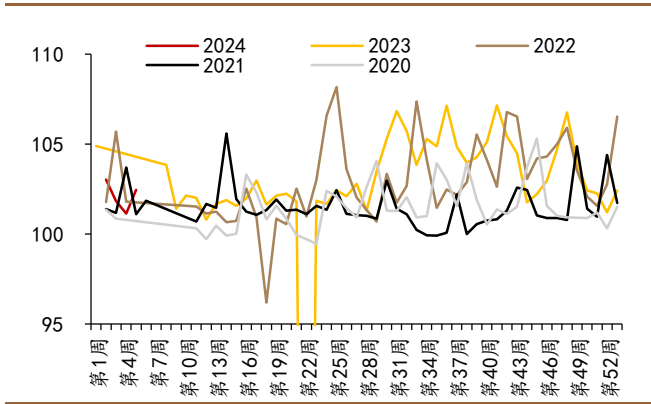
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 义乌小商品价格指数: 首饰类



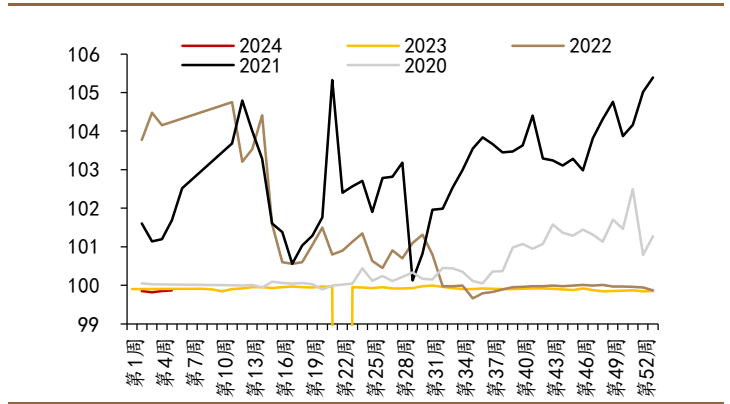
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 义乌小商品价格指数: 电子电器类



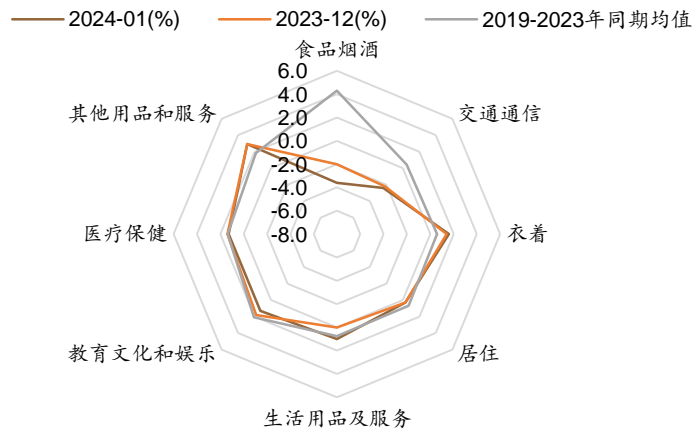
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 义乌小商品价格指数: 服装服饰类



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: CPI 八分项同比



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所副所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。