

## 春节错月导致 1 月 CPI 同比降幅扩大，2 月有望转正

——2024 年 1 月物价数据点评

高级分级师 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2024 年 1 月，CPI 同比为-0.8%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点；PPI 同比下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点。

**基本观点：**1 月 CPI 同比降幅扩大，主要是受春节错月导致基数上升影响，当月食品价格同比降幅显著扩大；另外，同样受上年同期基数上升影响，1 月服务价格同比涨幅也有所收窄。从最新物价上涨动能来看，1 月 CPI 环比上涨 0.3%，与历史同期相比稳中偏低。不过，当月核心 CPI 同比仍保持 0.4% 的稳定正增长，意味着尽管整体 CPI 已连续四个月同比负增长，但当前并未形成通缩格局，而低通胀现象值得高度重视。

PPI 方面，1 月 PPI 环比维持跌势，主要原因是内需仍然较弱，近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格稳中偏弱，同时下游商品出厂价格涨价动力也显不足。不过，在基数走低支撑下，当月 PPI 同比跌幅仍延续收敛。

展望未来，2 月春节错月效应影响反转，CPI 同比将恢复正增长，预计涨幅会在 0.6% 左右，此后有望基本延续正增长状态，全年 CPI 同比中枢将从 2023 年的 0.2% 回升至 1.3% 左右，通缩风险进一步弱化。整体上看，2024 年物价涨幅会处于温和偏低水平，这将为货币政策灵活调整提供较大空间。PPI 方面，2 月恰逢春节，由于春节长假期间 PPI 将环比走低，而上年同期基数走势相对稳定，当月 PPI 同比降幅收窄势头或将暂缓，预计 2 月 PPI 同比降幅将维持在-2.5% 左右。往后看，2024 年国际原油价格有望回稳，“三大工程”全面推动下，国内房地产投资降幅趋于收窄，对国内主导大宗商品价格的抑制作用减弱，加之上年同期价格基数下沉，上半年 PPI 同比降幅总体将趋于收窄，并有望在年中前后转为正增长。

具体来看：

一、1 月 CPI 同比降幅扩大，主要是受春节错月基数上升影响，当月食品价格同比降幅显著扩大；另外，同样受上年同期基数上升影响，1 月服务价格同比涨幅也有所收窄。从最新物价上涨动能来看，1 月 CPI 环比上涨 0.3%，与历史上春节前同期相比稳中偏低。不过，当月核心 CPI 同比仍保持 0.4% 的稳定正增长，意味着尽管整体 CPI 连续四个月同比负增长，但当前并未形成通缩格局，而低通胀现象值得高度重视。

1月CPI环比涨幅由上月的0.1%扩大为0.3%，符合节前季节性规律，但与历年节前1个月物价环比涨幅的平均水平相比，处于稳中偏低水平，这显示当前物价上涨动能依然较弱。同比来看，1月CPI同比降幅扩大0.5个百分点至-0.8%，主要原因有三个：一是上年春节位于1月份，蔬菜、水果等食品价格基数大幅抬升，这对今年1月价格同比产生很大影响。其中，1月蔬菜价格同比由涨转跌，涨幅下滑幅度高达13.2个百分点，水果价格同比降幅也扩大了8.8个百分点，带动食品价格同比降幅由上月的-3.7%，扩大到-5.9%，下拉CPI同比1.13个百分点，下拉幅度较上月扩大0.43个百分点，是当月CPI整体降幅扩大0.5个百分点的主要原因。值得一提的是，受消费需求偏弱、出栏增加影响，节前猪肉价格继续小幅下跌，但上年同期价格基数明显偏低，1月猪肉价格同比降幅为-17.3%，较上月收窄8.8个百分点，对整体食品价格同比降幅有一定缓和作用。

其次，寒假到来叠加春节临近，1月出行娱乐等服务价格上涨，但同样受上年同期高基数影响，当月服务价格同比涨幅由上月的1.0%收窄至0.5%。最后，开年汽车“价格战”仍在延续，1月交通工具价格环比下行，同比降幅也有所扩大。

整体上看，CPI同比连续四个月出现负增长，显示当前物价水平明显偏低。不过，1月剔除波动较大的食品和能源价格、更能体现基本物价水平的核心CPI同比为0.4%，尽管受春节错月导致基数上扬影响，涨幅较上月收窄0.2个百分点，但继续保持正增长状态，而且1月核心CPI环比上涨0.3%，涨幅较上月扩大0.2个百分点。这意味着尽管近期整体CPI同比连续四个月负增长，但尚不能定义当前国内已形成通缩格局，“低通胀”表述更为准确。

事实上，2023年下半年以来CPI多次出现同比负增长，一个重要原因是“猪周期”处于价格探底阶段。可以看到，2023年7月以来猪肉价格同比跌幅介于-31.8%至-17.3%之间，对CPI影响较大。更为重要的是，近期房地产市场低迷，居民消费不旺，有效需求不足，对整体物价走势带来了较大影响。考虑到当前经济处于复苏向上阶段，广义货币供应量（M2）一直处于两位数较快增长水平，当前不存在物价持续通缩的基础，但低通胀现象确实值得高度重视。

展望未来，2月春节错月效应影响反转，CPI同比将恢复正增长，预计涨幅会在0.6%左右，此后有望基本延续正增长状态，全年CPI同比中枢将从2023年的0.2%回升至1.3%左右，通缩风险进一步弱化。整体上看，2024年物价涨幅会处于温和偏低水平，这将为货币政策灵活调整提供较大空间。我们也认为，着眼于扭转当前物价水平偏低状态，政策面可在两个角度重点发力：一是要加大房地产金融支持力度，推动房地产行业尽快实现软着陆。这对提振消费信心、改善社会预期有直接作用，这是推动物价涨幅回归常态的关键所在。二是要强化各类宏观政策协调配合，在地方财政部门加大消费券、消费补贴发放力度，商务管

理部门着力改善消费环境、拓展消费场景的同时，金融机构要有效满足居民消费融资需求，并由此形成促消费的政策合力。这不仅在短期内能够取得较好的逆周期调节效果，而且长期来看符合我国经济转型的大方向，有助于加快构建以内循环为主的新发展格局。

**二、1月PPI环比维持跌势，主要原因是内需仍然较弱，近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格稳中偏弱，同时下游商品出厂价格涨价动力不足。不过，在基数走低支撑下，当月PPI同比跌幅仍延续收敛。**

1月PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月小幅收敛0.1个百分点，已为连续第三个月环比下跌。不过，由于上年同期基数走低，1月PPI同比跌幅仍较上月收敛0.2个百分点至-2.5%。

1月PPI环比维持跌势，主要原因是受内需仍然较弱，特别是国内房地产行业继续处于调整状态影响，近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格稳中偏弱，1月上述商品价格均值普遍低于上年12月。同时，终端消费低迷导致下游商品出厂价格涨价动力不足，也是近几个月PPI持续下跌的一方面原因。此外，尽管1月国际油价波动中枢小幅抬升——当月布伦特原油现货价月均值为78.8美元/桶，环比小幅回升1.7%，带动国内成品油价格月内总体调升，但1月国内成品油价格均值仍低于上年12月，对PPI环比走势也构成一定拖累。

分大类看，1月生产资料PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月小幅收敛0.1个百分点，同比跌幅从上月的-3.3%收敛至-3.0%。其中，环比看，主要受油价波动回升带动，当月采掘工业PPI环比小幅回正，原材料和加工工业PPI环比维持跌势，且加工工业PPI环比跌幅扩大；同比看，基数走低影响下，1月采掘、原材料、加工工业PPI同比跌幅均有不同程度收窄。1月生活资料PPI环比跌幅较上月扩大0.1个百分点至-0.2%，主要原因是耐用消费品价格环比下跌0.4%（前值为上涨0.1%）；当月生活资料PPI同比跌幅为-1.1%，仅较前值小幅收敛0.1个百分点。整体上，1月生活资料价格表现仍然偏弱，与核心CPI持续低位徘徊相印证，背后是消费需求不足导致下游商品缺乏涨价动力。

展望后续，2月适逢春节，由于春节长假期间PPI将环比走低，而上年同期基数走势相对稳定，当月PPI同比降幅收窄势头或将暂缓，预计2月PPI同比降幅将维持在-2.5%左右。往后看，2024年国际原油价格有望回稳，“三大工程”全面推动下，国内房地产投资降幅趋于收窄，对国内主导大宗商品价格的抑制作用减弱，加之上年同期价格基数下沉，上半年PPI同比降幅总体将趋于收窄，并有望在年中前后转为正增长。需要指出的是，当前M1增速仍在底部，而M1增速对PPI有6个月左右的领先，因此PPI同比转正后仍将低位运行一段时间，预计全年PPI同比涨幅大概在1.0%左右。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。