



报告日期：2024年2月21日

较低

——1月通胀数据解读

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

宏观研究员：荣浪

执业编号：S0990523080001

电话：0755-83006603

E-mail: victorrong2020@163.com

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.美国宏观经济衰退程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行
- 2.英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
- 3.英大宏观评论（20231212）2024年GDP增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概是2024年货币政策的主基调
- 4.英大宏观评论（20231114）“加强金融监管”位列重点工作之首，未来4-5年我国货币政策力度总体不弱
- 5.英大宏观评论（20231026）增发万亿国债对我国宏观经济与资本市场的影响分析
- 6.英大宏观评论（20230817）7月大概是CPI当月同比的年内低点，高M2同比与低CPI同比并存是中外常态
- 7.英大宏观评论（20230731）“稳就业”被提高到战略高度通盘考虑，人民币汇率中期升值是大概率事件
- 8.英大宏观评论（20230724）3季度我国宏观经济压力犹存，不排除央行在下半年降准或降息的可能
- 9.英大宏观评论（20230508）2季度工业产能利用率大概率低于1季度，我国宏观政策还将保持较大力度

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 1月CPI当月同比-0.80%，预期-0.60%，前值-0.30%；1月PPI当月同比-2.50%，预期-2.50%，前值-2.70%；1月PPIRM当月同比-3.40%，前值-3.80%。我们解读如下：
 - 一、“春节错位”效应是CPI大幅下行主因，2季度CPI均值大概率高于1季度；
 - 二、耐用消费品类PPI创新低，短期内工业企业产成品存货同比不具备大幅上行基础；
 - 三、PPI翘尾因素月度值均位于非正值区间，预示2024年PPI大幅上行概率较低；
 - 四、不排除有色金属材料类PPIRM下探可能，家用器具CPI上行趋势可能面临压力。



目录

一、“春节错位”效应是 CPI 大幅下行主因，2 季度 CPI 均值大概率高于 1 季度	3
二、耐用消费品类 PPI 创新低，短期内工业企业产成品存货同比不具备大幅上行基础	4
三、PPI 翘尾因素月度值均位于非正值区间，预示 2024 年 PPI 大幅上行概率较低	6
四、不排除有色金属材料类 PPIRM 下探可能，家用器具 CPI 上行趋势可能面临压力	8

事件：1月CPI当月同比-0.80%，预期-0.60%，前值-0.30%；1月PPI当月同比-2.50%，预期-2.50%，前值-2.70%；1月PPIRM当月同比-3.40%，前值-3.80%。

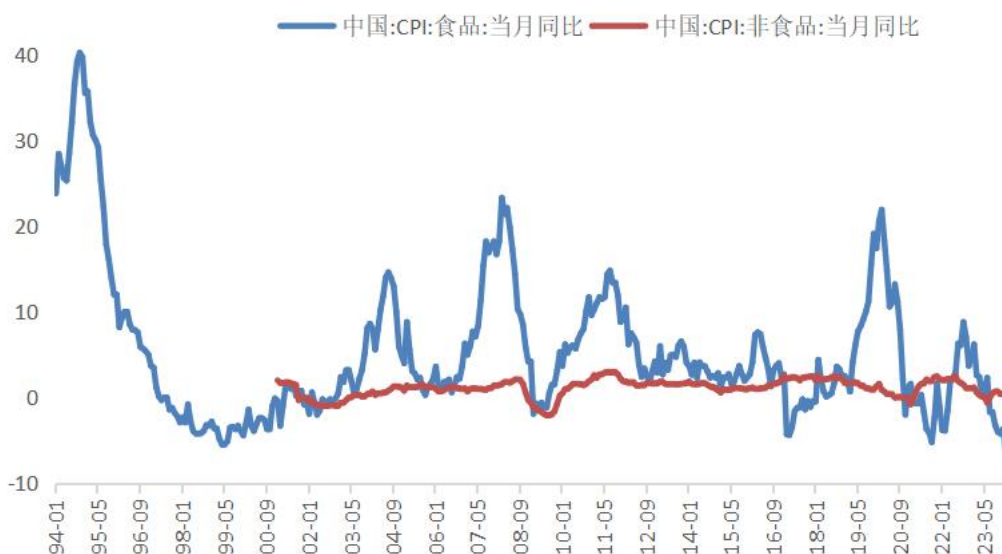
解读：

一、“春节错位”效应是CPI大幅下行主因，2季度CPI均值大概率高于1季度

1月CPI当月同比为-0.80%，低于预期0.20个百分点，较前值下行0.50个百分点，持平于2009年9月，创2009年10月以来新低；1月CPI累计同比为-0.80%，较前值下行1.0个百分点，创2009年12月以来新低；1月CPI环比为0.30%，较前值上行0.20个百分点，持平于2023年8月，为2023年2月以来高点。

从结构上看：1月食品CPI当月同比为-5.90%，较前值大幅下行2.20个百分点，创1994年1月有数据记录以来新低，与此同时，1月非食品CPI当月同比为0.40%，较前值小幅下行0.10个百分点；1月消费品CPI当月同比为-1.70%，较前值下行0.60个百分点，创2009年8月以来新低，与此同时，1月服务CPI当月同比为0.50%，较前值下行0.50个百分点，持平于2022年11月，创2022年12月以来新低。综上，对1月CPI当月同比形成拖累的主要因素是食品。

图1：对1月CPI当月同比形成拖累的主要因素是食品（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从“三分法”的角度看：一是1月猪肉CPI当月同比录得-17.30%，较前值大幅上行8.80个百分点，连续9个月位于负值区间；二是1月交通工具用燃料CPI当月同比录得-0.10%，较前值上行1.30个百分点；三是1月核心CPI当月同比为0.40%，较前值下行0.20个百分点，持平于2023年6月，为2021年4月以来低点。在猪肉CPI当月同比与交通工具用燃料CPI当月同比双双较前值大幅上行的背景下，核心CPI当月同比小幅下行，不足以让1月CPI当月同比下行0.50个百分点。可见，仅就1月CPI当月同比而言，“三分法”并不能有效解释其走势。



1月CPI当月同比下行的原因主要有以下四个方面：**一是**2023年1月CPI当月同比处于2.10%这一全年最高位，高基数利空1月CPI当月同比；**二是**从春节效应看，2023年春节在1月22日，而2024年春节在2月9日，“春节错位”效应对1月CPI当月同比形成较强压制；**三是**从8大分项看，1月食品烟酒、教育文化和娱乐、交通和通信、医疗保健CPI当月同比分别为-3.60%、1.30%、-2.40%、1.30%，较前值分别下行1.60、0.50、0.20、0.10个百分点，其中食品烟酒是最主要拖累项；**四是**从29个最细项看，1月鲜菜、鲜果、旅游、水产品、交通工具使用和维修、牛肉CPI当月同比分别为-12.70%、-9.10%、1.80%、-3.40%、-1.20%、-7.70%，分别较前值下行13.20、8.80、5.00、2.80、1.80、1.70个百分点。

展望2月，CPI当月同比大概率在1月的基础上上行较大幅度。这一判断的依据有以下三点。**第一**，从“三分法”的角度看：猪肉CPI方面，受春节需求的拉动，2月1-20日猪肉平均批发价均值为22.31元/公斤，较1月均值上行2.21元/公斤，相应地，猪肉平均批发价同比的均值为3.76%，较1月均值上行19.44个百分点；与原油相关的CPI方面，2月1-20日WTI原油同比均值为-2.36%，较1月均值上行3.32个百分点，从基本面看，春节期间出行需求旺盛，对交通工具用燃料的需求起到支撑作用；核心CPI方面，虽然1月服务业PMI投入品价格与销售价格均在荣枯线之下，均较前值下行，且均处于历史低位区间，但是受2023年基数下行的推动，以及春节期间消费较为火爆的影响，预计2月核心CPI大概率在1月的基础上上行。**第二**，从基数效应看，2023年1月、2月CPI当月同比分别为2.10%、1.0%，基数下行利多2月CPI当月同比。**第三**，2024年2月为春节月份，而2023年2月为非春节月份，“春节错位”效应对2月CPI当月同比形成支撑。

二、耐用消费品类PPI创新低，短期内工业企业产成品存货同比不具备大幅上行基础

1月PPI当月同比为-2.50%，持平于预期，较前值上行0.20个百分点，持平于2023年9月与2023年3月，为2023年3月以来高点，但是连续16个月位于负值区间；1月PPI累计同比为-2.50%，较前值上行0.50个百分点，创2023年5月以来新高，但是连续13个月位于负值区间；1月PPI环比为-0.20%，较前值上行0.10个百分点，虽然创近3个月新高，但是连续3个月位于负值区间。1月PPI数据的特征有三点：**一是**当月同比、累计同比、环比均处于负值区间；**二是**当月同比、累计同比、环比均较前值上行；**三是**1月PPI当月同比持平于1月PPI累计同比。

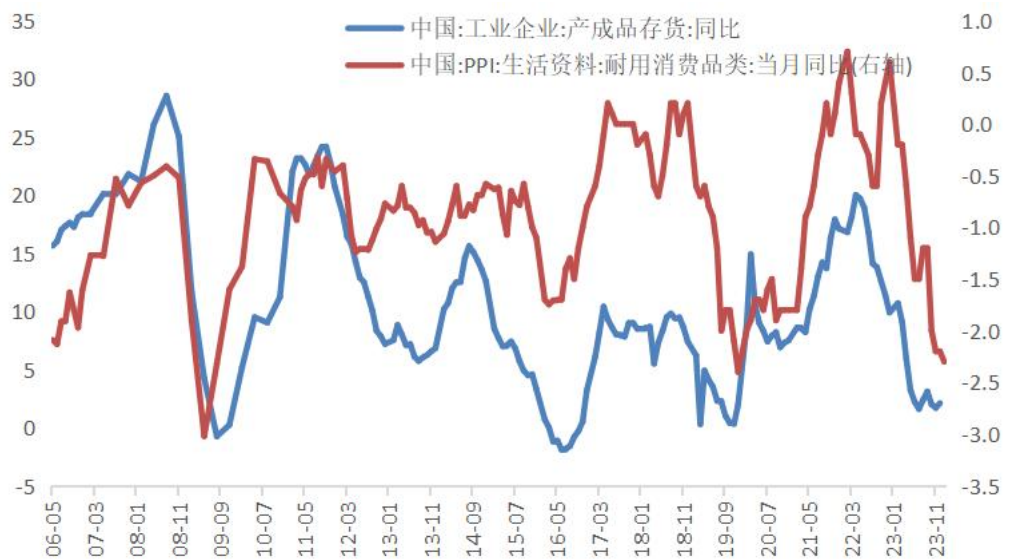
1月生产资料PPI当月同比为-3.0%，较前值上行0.30个百分点，持平于2023年10月与2023年9月，为2023年3月以来高点，与此同时，1月生活资料PPI当月同比为-1.10%，较前值上行0.10个百分点，为2009年11月以来第三低值，仅高于2023年12月与11月的-1.20%。

从生产资料PPI的3个分项来看，1月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比

分别为-6.0%、-2.30%、-3.10%，较前值分别上行1.0、0.50、0.10个百分点，其中，采掘工业PPI当月同比创2023年4月以来新高。PPI当月同比周期底部的一个显著的特征是，采掘工业PPI当月同比低于原材料工业PPI当月同比，且原材料工业PPI当月同比低于加工工业PPI当月同比。自2023年3月起，采掘工业PPI当月同比低于原材料工业PPI当月同比，原材料工业PPI当月同比低于加工工业PPI当月同比，具备了底部反转的特征，尤其是2023年6月，采掘工业、原材料工业与加工工业均录得深度负增长，分别为-16.20%、-9.50%、-4.70%，并在此后7个月走出“V”型反转的特征，体现了较强的周期底部特征。值得指出的是，2023年PPI当月同比的“V”型走势，符合我们在《英大证券宏观评论：基建投资大概率是2023年扩内需的主力，1-4季度GDP当季同比大概率总体上行（20221220）》中“2023年PPI当月同比大概率呈‘V’型走势”的判断。

从生活资料PPI的4个分项来看，1月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为-1.0%、0.10%、0%、-2.30%，较前值分别上行0.40、0、0.10、-0.10个百分点。在1月食品类、衣着类、一般日用品类PPI当月同比均较前值上行，或者持平于前值的背景下，1月耐用消费品类PPI当月同比较前值下行，且创2020年2月以来新低，应该引起重视。

图 2：短期内我国工业企业产成品存货同比至少不具备大幅上行的基础（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

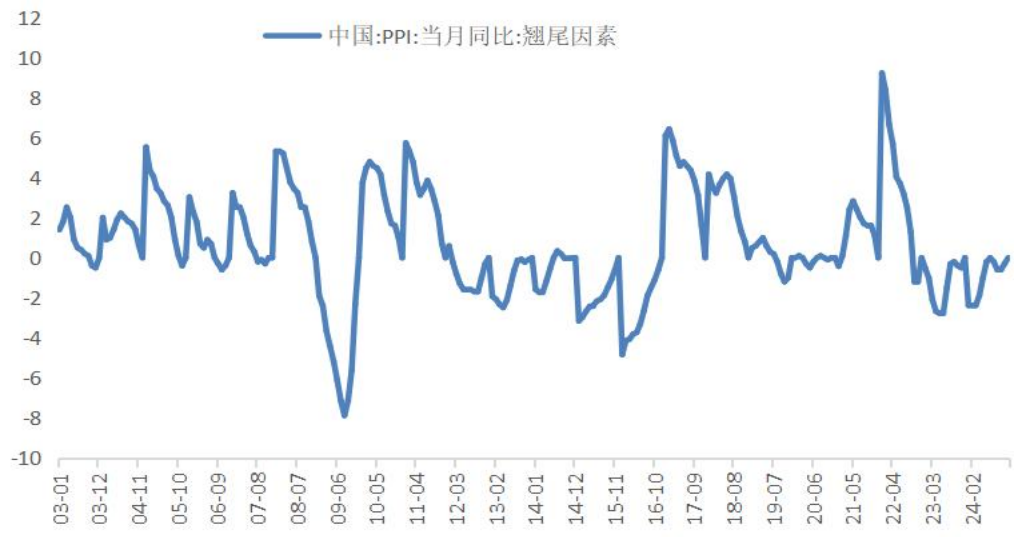
耐用消费品是指使用寿命较长，一般可多次使用的消费品，典型产品包括家用电器、家具、汽车、电子设备等。耐用消费品在宏观经济分析与研判中占据重要地位，原因之一是耐用消费品金额通常较高，在居民消费中占比较高，居民对其消费较为谨慎，此外，部分耐用消费品如汽车等，涉及到消费信贷等问题，进而与贷款利率高度相关，更进一步，与宏观经济走势高度相关。因此，耐用消费品的消费数量与价格，是我们观察宏观经济周期的重要指标。既然耐用消费品的消费与宏观经济高度相关，则我们将其与库存周期的典型指标，即工业企业产成品存货同比联系起来。2006年5月以来，耐用消费品类PPI当月

同比、耐用消费品类PPI 累计同比与工业企业产成品存货同比的相关系数分别为0.36、0.22。仅从这一组数据，相关程度并不高，但是从图形走势看，二者的走势具有较强的相似性。在耐用消费品类PPI 当月同比、累计同比双双下行的背景下，我们认为短期内我国工业企业产成品存货同比大概率还将继续承压，至少不具备大幅上行的基础。

三、PPI 翘尾因素月度值均位于非正值区间，预示 2024 年 PPI 大幅上行概率较低

1 月 12 日公布的 2024 年 1-12 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为-2.38%、-2.38%、-2.38%、-1.89%、-1.0%、-0.20%、0%、-0.20%、-0.60%、-0.60%、-0.30%、0%，与之对应，2024 年 1-4 季度 PPI 当月同比翘尾因素的均值分别为-2.38%、-1.03%、-0.27%、-0.30%。总体看 2024 年 PPI 当月同比翘尾因素有两点特征：**一是**呈前低后高的走势；**二是**每个月度值均位于非正值区间，亦即小于或者等于零。

图 3：与 2024 年相类似的年份是 2013 年与 2016 年（%）



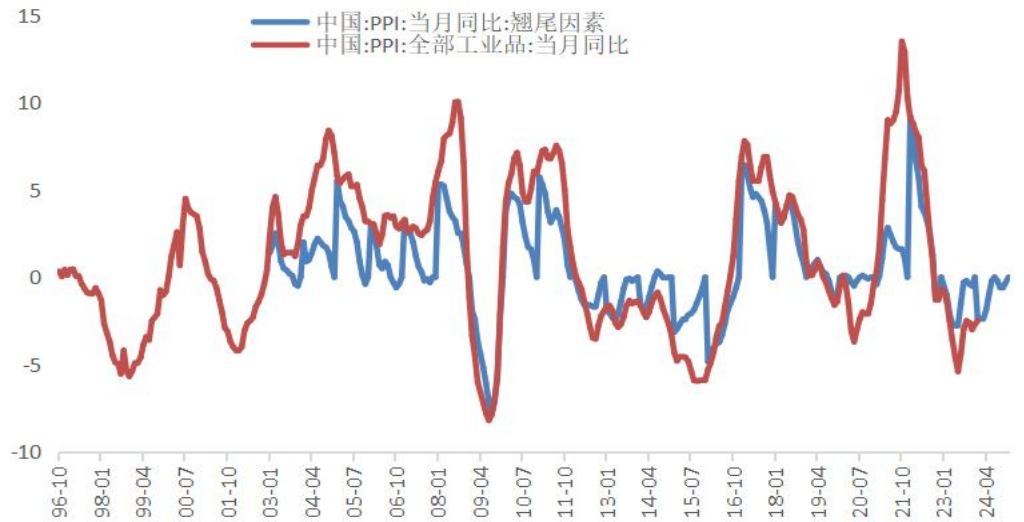
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

值得指出的是，历年 12 月的 PPI 当月同比翘尾因素的读数均为“0”。在剔除 12 月的前提下，回顾 2003 年以来的历年 1-11 月 PPI 当月同比翘尾因素，2009 年、2013 年、2015 年、2016 年、2023 年均录得负值。如果放宽标准，则 2012 年与 2024 年的情况也十分接近这 5 年：2012 年除了 1 月录得 0.59% 之外，2-11 月均录得负值；2024 年除了 7 月录得“0”这一非正值之外，1-11 月均录得负值。因此，2009 年、2012 年、2013 年、2015 年、2016 年、2023 年、2024 年这 7 年的情况十分类似。在此基础上，考虑到 2013 年紧挨 2012 年，2016 年紧挨 2015 年，2024 年紧挨 2023 年，因此与 2024 年相类似的年份是 2013 年与 2016 年，因为它们前一年的 1-11 月 PPI 当月同比的翘尾因素连续录得负值。也就是说，可以用 2013 年与 2016 年对标 2024 年。

PPI 当月同比翘尾因素与 PPI 当月同比二者之间的**总体关系是**：如果 PPI 当月同比翘尾因素录得正值，则 PPI 当月同比大概率也录得正值，且高于 PPI 当月同比翘尾因素；如果 PPI 当月同比翘尾因素录得负值，则 PPI 当月同比大概率也录得负值，且低于 PPI 当月同比

翘尾因素。值得指出的是，存在与以上总体关系不一致的情况。

图 4：如果 PPI 当月同比翘尾因素录得正值，则 PPI 当月同比大概率也录得正值（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在以上分析的基础上，我们做一个统计。自 2003 年 1 月有数据记录以来至 2024 年 1 月，PPI 当月同比翘尾因素与 PPI 当月同比一共有 253 对数据，剔除掉历年 12 月，则有 232 对数据。根据 PPI 当月同比翘尾因素与 PPI 当月同比的读数是“正值”、“负值”还是“0”，可以分为以下 5 种情形：**情形 1**，PPI 当月同比翘尾因素与 PPI 当月同比同为正值的有 125 对，占比为 53.88%；**情形 2**，PPI 当月同比翘尾因素与 PPI 当月同比同为负值的有 79 对，占比为 34.05%；**情形 3**，PPI 当月同比翘尾因素为 0，而 PPI 当月同比为非零的有 8 对，占比为 3.45%；**情形 4**，PPI 当月同比翘尾因素为正值，而 PPI 当月同比为负值的有 6 对，占比为 2.59%；**情形 5**，PPI 当月同比翘尾因素为负值，而 PPI 当月同比为正值的有 14 对，占比为 6.03%，在这 14 对中，位于上半年的有 2 对，位于下半年的有 12 对。

我们做以上分类统计的意义在于，在 2024 年 2-11 月 PPI 当月同比翘尾因素为非正值的情况下，2-11 月 PPI 当月同比能否破零？参考情形 5，破零的概率为 6.03%。考虑到 6 月、7 月、8 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为-0.20%、0%、-0.20%，因此，这三个月 PPI 当月同比存在录得正值的可能。

综上，从 PPI 当月同比翘尾因素与 PPI 当月同比二者之间的总体关系出发，我们可以做一个相对激进的判断：2024 年 PPI 当月同比大概率全年位于负值区间，且小于相应月份的 PPI 当月同比翘尾因素。在此基础上，我们做一个保守判断：即使 2024 年 PPI 当月同比破 0，其读数可能也不会太高。

对我们以上判断形成支撑的是，美国联邦基金目标利率位于高位，大概率对美国消费增速形成压制，进而利空全球宏观经济，对美国 CPI 同比与美国 PPI 同比形成利空，使得美国 CPI 同比向 2.0% 的目标靠近，进而使得我国 PPI 当月同比大概率承压。此外，在 2023 年 12 月我国商品房销售面积累计同比深度负增长的背景下，2024 年 1-6 月房地产开发投资

完成额累计同比缺乏大幅上行的基础，将对螺纹钢等黑色系大宗商品价格形成压制，进而利空我国 PPI 当月同比。

四、不排除有色金属材料类 PPIRM 下探可能，家用器具 CPI 上行趋势可能面临压力

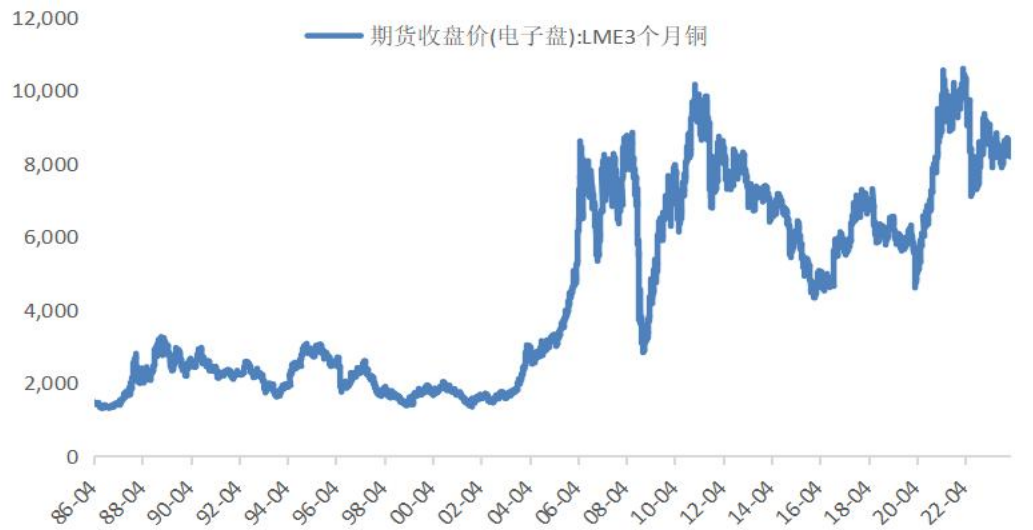
1 月 PPIRM 当月同比为-3.40%，较前值上行 0.40 个百分点，创 2023 年 4 月以来新高；1 月 PPIRM 累计同比为-3.40%，较前值上行 0.20 个百分点，终结连续 5 个月持平于 3.60% 的状态，创 2023 年 7 月以来新高；1 月 PPIRM 环比为-0.20%，持平于前值，连续 3 个月处于负值区间。

从 PPIRM 当月同比的 9 大分项来看，1 月建筑材料类、燃料动力类、木材及纸浆类、农副产品类、化工原料类、其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比分别为-7.0%、-6.70%、-5.90%、-5.80%、-5.70%、-1.90%，较前值分别上行 0.60、0.50、0.30、1.20、0.40、0.50 个百分点；1 月黑色金属材料类、纺织原料类 PPIRM 当月同比均为 0，且均持平于前值；1 月有色金属材料类 PPIRM 当月同比为 1.50%，较前值小幅下行 0.10 个百分点。

1 月 PPIRM 数据的特征是，在其余 8 大分项均不低于前值的情况下，仅有色金属材料类 PPIRM 当月同比较前值下行。作为包括制造业在内的工业生产的主要原材料，有色金属在宏观经济中承担重要角色，其中，铜作为宏观经济的“晴雨表”，能有效预测宏观经济走势。从历史走势看，有色金属材料类 PPIRM 当月同比领先于其他 8 大分项。在有色金属材料类 PPIRM 当月同比承压的背景下，其余 8 大分项是否也将承压？这个问题的本质是，有色金属材料类 PPIRM 当月同比将上行还是下行？

铜是有色金属材料的典型代表。以 2001 年为界，可以把国际铜价的走势划分为两个阶段。第一阶段是 1986 年至 2001 年，“低价窄幅波动阶段”。第二阶段是 2001 年至 2024 年，“高价宽幅震荡阶段”。这一阶段包含 4 个周期。**第一个周期是互联网泡沫破灭至次贷危机爆发：**2001 年 11 月 7 日的 1338.50 美元/吨至 2008 年 12 月 23 日的 2,827.00 美元/吨，历时 7 年零 1 个月，最高值为 2008 年 7 月 2 日的 8,850.00 美元/吨，均值为 4,281.23 美元/吨，最低值为 2001 年 11 月 7 日的 1338.50 美元/吨。**第二个周期是次贷危机爆发至供给侧结构性改革：**2008 年 12 月 23 日的 2,827.00 美元/吨至 2016 年 1 月 15 日的 4,325.50 美元/吨，历时 7 年零 2 个月，最高值为 2011 年 2 月 4 日的 10,055.00 美元/吨，均值为 7,005.71 美元/吨，最低值为 2008 年 12 月 23 日的 2,827.00 美元/吨。**第三个周期是供给侧结构性改革至新冠肺炎疫情爆发：**2016 年 1 月 15 日的 4,325.50 美元/吨至 2020 年 3 月 23 日 4,601.00 美元/吨，历时 4 年零 3 个月，最高值为 2018 年 6 月 8 日的 7,305.50 美元/吨，均值为 5,913.81 美元/吨，最低值为 2016 年 1 月 15 日的 4,325.50 美元/吨。**第四个周期是新冠肺炎疫情爆发至今：**2020 年 3 月 23 日 4,601.00 美元/吨至 2024 年 2 月 19 日。历时 3 年零 11 个月，最高值为 2022 年 3 月 4 日的 10,600.00 美元/吨，均值为 8345.56 美元/吨，最低值为 2020 年 3 月 23 日 4,601.00 美元/吨。

图 5：2001 年至 2024 年是国际铜价的“高价宽幅震荡阶段”（美元/吨）

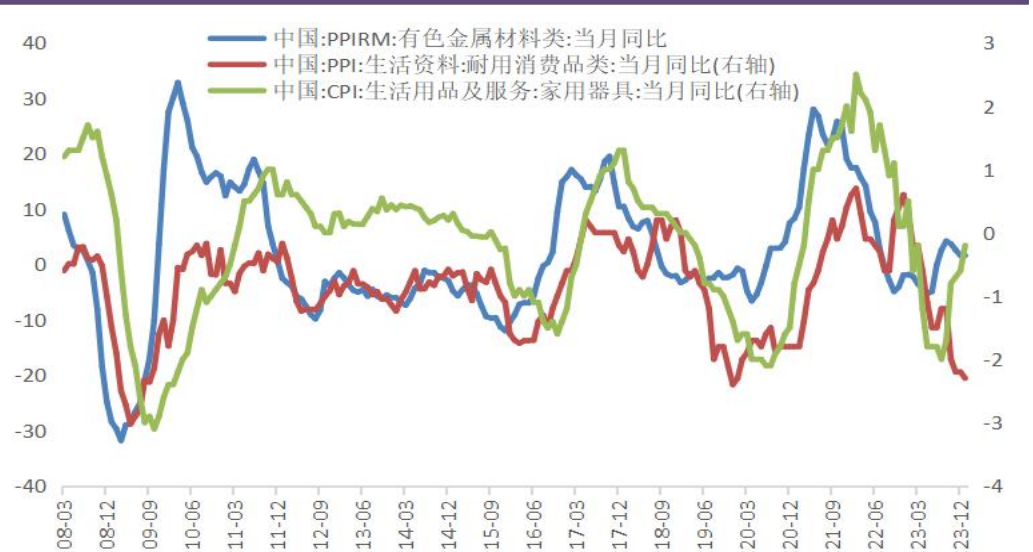


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

值得指出的是，从周期时长以及周期趋势看，目前第四个周期尚未走完。在此背景下，国际铜价将何去何从？我们认为在美国联邦基金目标利率位于高位，我国房地产投资增速继续承压的背景下，国际铜价下行压力大于上行压力。也就是说，不排除后期有色金属材料类 PPIRM 当月同比继续下探的可能。如果这一判断成立，则其余 8 个分项大概率也将承压，进而 PPIRM 当月同比不具备大幅上行的基础。

我们注意到，在生活资料 PPI 的 4 个分项中，仅耐用消费品类 PPI 当月同比较前值下行，持平于 2021 年 1 月，创 2021 年 2 月以来新低。上文我们提到，耐用消费品的典型产品包括：家用电器、家具、汽车、电子设备等。我们注意到，耐用消费品包括家用电器、家具，而在 CPI 数据的生活用品及服务项下，有家用器具 CPI 当月同比。也就是说，家用器具 CPI 当月同比与耐用消费品类 PPI 当月同比的走势应该是相似的。

图 6：有色金属材料类 PPIRM 领先于耐用消费品类 PPI 领先于家用器具 CPI（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从图形走势看，有色金属材料类 PPIRM 当月同比领先于耐用消费品类 PPI 当月同比，耐用消费品类 PPI 当月同比领先于家用器具 CPI 当月同比。总体而言，这一传导链条较为有效，体现在两点：**一是**图形走势较为相似；**二是**拐点依次排开。

耐用消费品类在宏观经济中占据重要地位，是宏观经济周期的表征指标之一。这一点也是其与有色金属材料类走势一致的原因。目前的问题是，下游的家用器具 CPI 当月同比连续 5 个月累计上行 1.80 个百分点，持平于 2023 年 3 月，为 2023 年 2 月以来高点，离“转正”仅有一步之遥，但是耐用消费品类 PPI 当月同比以及有色金属材料类 PPIRM 当月同比均较前值下行。从历史走势以及宏观逻辑看，在上中游对下游的传导机制较为顺畅的背景下，家用器具 CPI 当月同比的上行趋势有可能面临压力。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，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、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
