



波折修复

——中国物价 2024 年 1 月数据点评

1 月 CPI 通胀-0.8%，弱于市场预期的-0.5%。环比增速 0.3%，连续第二个月上涨；PPI 通胀-2.5%，符合市场预期。环比增速-0.2%，继续下跌。

1 月物价数据整体呈现出“服务强于商品，居民强于企业”的结构特征。CPI 方面，除猪肉外的食品价格大幅弱于季节性水平，这直接导致了整体读数的大幅走弱，而从核心通胀，特别是服务分项看，价格已有企稳迹象；PPI 方面，上游价格已在大宗商品价格企稳影响下止跌，但中下游价格仍在下行。

背后的原因在于，商品供给相对刚性，企业部门的经济行为亦不及居民部门有弹性，供需缺口收敛过程的先后顺序随之成型。

一、CPI 通胀：再创新低

1 月 CPI 通胀录得-0.8%，再创本轮新低，食品价格是主要拖累。

尽管猪价已在产能持续去化影响下止跌，但其他食品价格表现远不及季节性水平。食品分项价格环比上涨 0.4%，同比下跌 5.9%，拖累 CPI 通胀 1.15pct。猪肉方面，去年 12 月能繁母猪延续去化，1 月猪价已出现见底回升迹象，单月环比跌幅收窄至 0.2%，同比则受基数影响下跌 17.3%；其他食品方面，不同于往年 1 月的环比高增，今年 1 月其他食品价格表现疲弱。食用油、牛羊肉、蛋类、奶类、鲜果价格全面下跌，仅鲜菜和水产品两个分项价格上涨。

能源价格对通胀的拖累大幅收窄。1 月交通工具用燃料价格环比微跌 0.1%，同比下跌 1.0%，对总通胀的拖累几可忽略不计。

受需求改善影响，核心通胀环比动能连续第二个月符合季节性水平，0.3%创去年 8 月以来最大涨幅。服务价格方面，旅游、家政服务等分项价格季节性走强，仅房租价格在房价疲弱影响下小幅下跌，服务价格环比上涨 0.4%符合季节性水平；商品价格方面，家具价格连续 2 个月上涨，手机和汽车价格虽然仍在下跌，但跌幅较前一阶段显著放缓，衣着价格跌幅亦符合季



季节性水平。从同比看，受去年1月价格水平大幅走强影响，核心通胀读数回落至0.4%。

二、PPI 通胀：低位震荡

供需缺口收敛尚未从消费端传导至生产端，PPI 延续同比、环比双下跌格局。1月制造业 PMI 继续“生产扩张、需求收缩”，PPI 通胀随之低位震荡，环比下跌0.2%，同比下跌2.5%。

从结构看，上游价格已在大宗商品价格影响下企稳，但中下游价格仍受供过于求影响走弱。受美联储降息预期弱化影响，1月原油价格止跌，并对上游 PPI 读数构成支撑。然而，制造业整体供大于求的格局短期难以改变，中下游价格仍未企稳。重点行业价格走势亦指向供需缺口仍未收窄。汽车制造业、TMT 制造业、通用设备制造业价格均未止跌，与 CPI 中主要耐用品价格持续下跌相呼应。

企业部门 PPI 通胀弱于居民部门的格局同样没有改变。1月生活资料 PPI 同比下跌1.1%，环比下跌0.2%，继续弱于 CPI 表现。从结构看，CPI 通胀中边际改善较为明显的分项主要是服务业，与 PPI 通胀关联度更高的商品价格改善并不明显，间接导致了 PPI 通胀持续偏弱。

三、前瞻：波折修复

前瞻地看，供需缺口收敛驱动价格水平企稳的进程仍将持续，节奏上 CPI 领先 PPI。CPI 方面，能繁母猪头数已经跌至低位，猪价大概率已经见底，叠加核心通胀水平回归季节性水平，读数或快速修复；PPI 方面，随着下游需求进一步修复，读数也有望见底回升。

（作者：谭卓 王天程）

附录

图 1: CPI 通胀再创新低

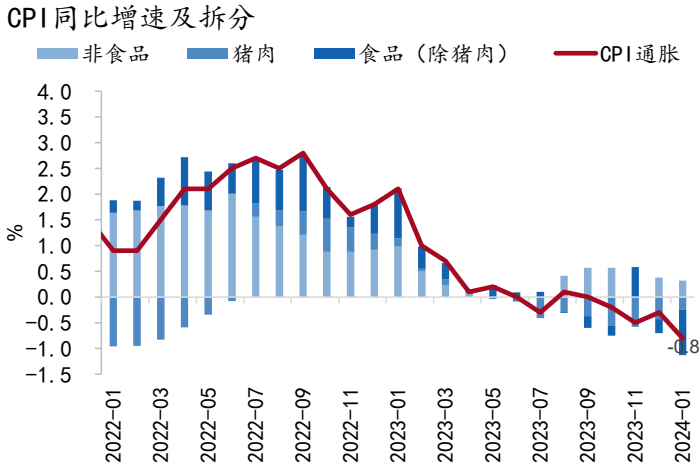
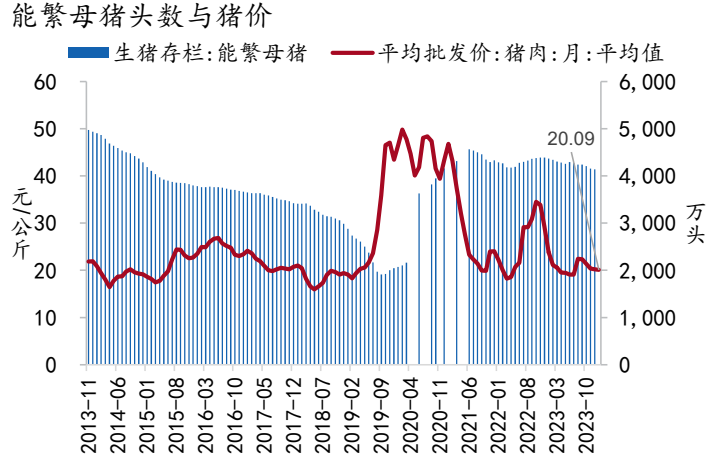


图 2: 猪价持续磨底



资料来源: WIND、招商银行研究院

资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 核心 CPI 环比动能符合季节性水平

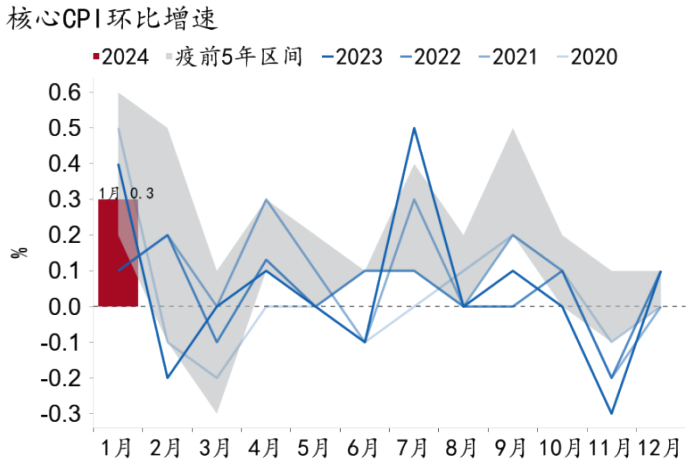
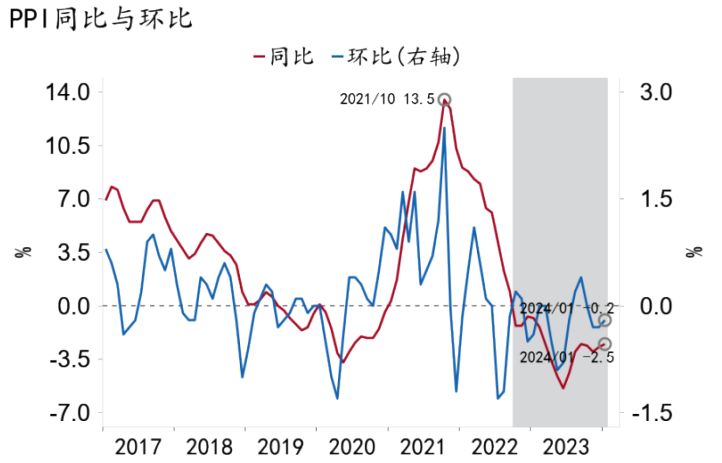


图 4: PPI 指数延续低迷表现



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: PPI 上中下游均处收缩区间

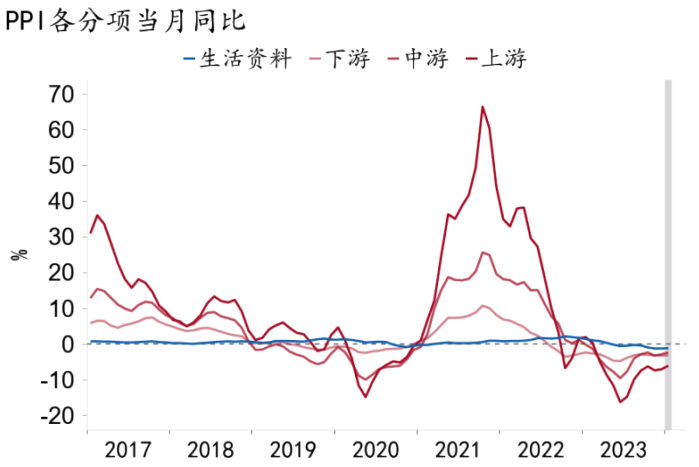
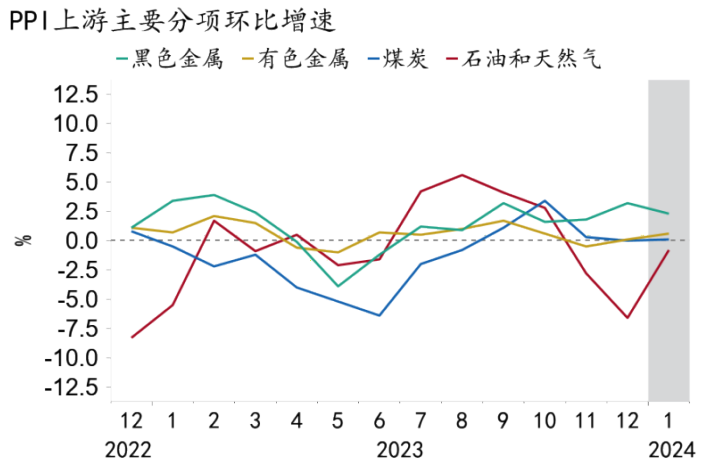


图 6: 原油价格跌幅收敛



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

资料来源: MACROBOND、招商银行研究院