

# 1月通胀点评

## 春节错月影响一季度，基期轮换影响全年

1月CPI同比增速低于万得一致预期，PPI同比增速略高于万得一致预期；春节错月因素或将在一季度持续影响CPI和PPI数据，但基期轮换或影响全年，统计局测算本次基期轮换对CPI和PPI各月同比指数的影响平均约为0.06和0.08个百分点，总体较小。

- 1月CPI环比增长0.2%，同比增长0.2%，核心CPI同比增长0.8%，服务价格同比增长0.1%，消费品价格同比增长0.3%。
- 春节错月影响一季度，基期轮换影响全年。1月CPI同比增速较2025年12月下降，且低于万得一致预期，主要原因有两个，一是春节错月因素导致基数较高，二是输入性因素持续影响。其中，受春节错月影响的分项主要是食品和服务，食品价格影响CPI同比下降约0.11个百分点，服务价格整体主要是对CPI同比的上拉影响比上月减少约0.20个百分点。输入性因素的影响依然分化，1月能源价格同比下降5.0%，影响CPI同比下降约0.34个百分点，黄金饰品价格同比上涨77.4%，仍是拉动CPI上行的因素。此外，2026年1月的CPI和PPI数据，是以2025年为基期首次发布的，本次基期轮换，一是调整了调查分类目录，调整后，大类和基本分类个数不变，仍为8个大类和268个基本分类，新增了住房安防设备、老年用品、洗碗机、车用电量、摄影服务、互联网医疗服务、医疗美容服务等反映消费新内容的商品和服务分类，二是调整了权数，具体来看，食品烟酒及在外餐饮、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务八个大类的2025年基期权数分别为29.5%、5.4%、22.1%、5.5%、14.3%、11.4%、8.9%和2.9%，从结构看，CPI中服务权数有所上升，消费品权数有所下降，从分类看，食品烟酒及在外餐饮、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务五个大类权数有所上升，衣着、居住、生活用品及服务三个大类权数有所下降。经统计局测算，本次基期轮换对CPI各月同比指数的影响平均约为0.06个百分点，总体较小。我们认为春节错月的影响更加集中在一季度，可能造成1月偏低、2月偏高、3月大幅回落的情况，但是进入二季度之后，基数的影响将明显减小；但是基期轮换和权数调整的影响或体现在2026年全年，其中服务权数上升、消费品权数下降，结合2025年服务价格累计同比增长0.5%，消费品价格累计同比下降0.3%来看，或有利于2026年CPI同比增速小幅上行。
- 1月PPI环比增长0.4%，同比下降1.4%，其中生产资料同比下降1.3%，生活资料同比下降1.7%。1月PPIRM环比增长0.5%，同比下降1.4%。
- 1月PPI环比运行的主要特点：一是全国统一大市场建设持续推进带动部分行业价格上涨，二是需求增加带动相关行业价格上涨，三是输入性因素影响国内有色金属和石油相关行业价格走势分化。
- 2026年基期轮换影响PPI同比增速。1月PPI同比降幅继续收窄，主要是“反内卷”政策、新兴行业快速发展、季节性消费品需求上行和输入性因素影响等因素共同带动的结果。我们维持此前观点，认为2026年同比增速仍将维持上行趋势，同时建议关注基期轮换因素的影响，根据统计局测算，本次基期轮换对PPI各月同比指数影响平均约为0.08个百分点。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

### 相关研究报告

《2025年四季度货币政策执行报告学习体会》  
20260211

《策略点评》20260209

《策略周报》20260208

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

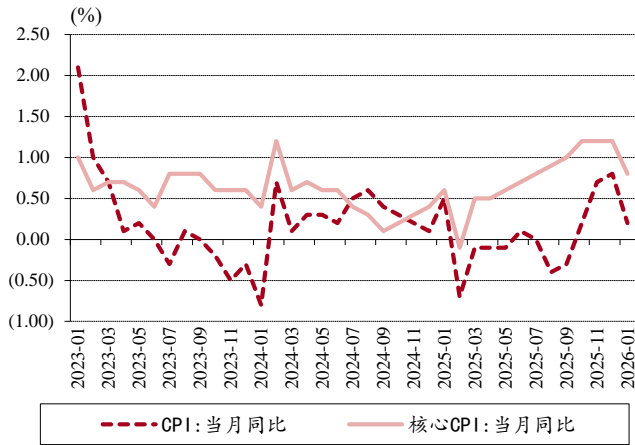
**1月CPI同比增速低于万得一致预期，增速较2025年12月下降。**1月CPI环比增长0.2%，增速较2025年12月持平。从分项环比看，1月环比上行的包括其他用品和服务（2.7%）、生活用品及服务（0.9%）、教育文化和娱乐（0.3%）、医疗保健（0.3%）和交通和通信（0.1%），环比增速持平的有食品烟酒（0%）和居住（0%），环比增速下降的有衣着（-0.2%）；1月分项中较2025年12月环比增速上升的有生活用品及服务、教育文化娱乐、医疗保健、居住和交通通信。1月CPI同比增长0.2%，较2025年12月下降0.6个百分点，核心CPI同比增长0.8%，较2025年12月下降0.4个百分点，服务价格同比增长0.1%，较2025年12月下降0.5个百分点，消费品价格同比增长0.3%，较2025年12月下降0.7个百分点。从分项同比看，1月同比增速增长的是其他用品和服务（13.2%）、生活用品及服务（2.6%）、衣着（1.9%）和医疗保健（1.7%），同比增速下降的是居住（-0.1%）、食品烟酒（-0.2%）和交通通信（-3.4%），同比增速较2025年12月上升的是生活用品及服务、衣着和居住。

**春节错月影响食品价格同比下降。**1月食品价格同比下降0.7%，影响CPI同比下降约0.11个百分点，而上月对CPI的影响为上拉约0.21个百分点。食品中，鲜菜价格上涨6.9%，涨幅比上月回落11.3个百分点，对CPI同比的上拉影响比上月回落约0.27个百分点；鲜果价格上涨3.2%，涨幅比上月回落1.2个百分点；猪肉和鸡蛋价格分别下降13.7%和10.6%。节前重要民生商品量足价稳。食品价格环比持平，其中鲜菜价格环比下降4.8%，粮食和食用油价格环比分别下降0.1%和0.2%，猪肉和禽肉类价格环比分别上涨1.2%和0.2%，水产品 and 鲜果价格环比均上涨2.0%。

**能源价格受输入性因素拖累，服务价格受基数效应影响。**1月服务价格同比上涨0.1%，影响CPI同比上涨约0.05个百分点，对CPI同比的上拉影响比上月减少约0.20个百分点。服务中，飞机票、旅行社收费和家政服务价格同比分别下降14.3%、7.7%和3.5%，三项合计影响CPI同比下降约0.16个百分点，而上月其对CPI同比影响为上拉约0.04个百分点。1月份能源价格同比下降5.0%，影响CPI同比下降约0.34个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月增加约0.06个百分点，其中汽油价格同比下降11.4%，降幅比上月扩大3.0个百分点。扣除能源的工业消费品价格同比上涨2.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。

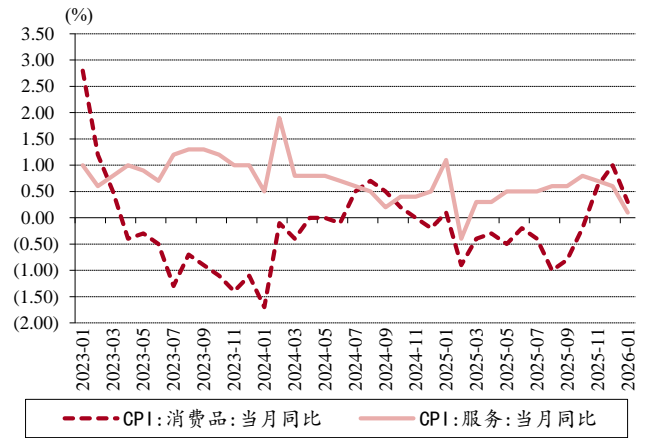
**春节错月影响一季度，基期轮换影响全年。**1月CPI同比增速较2025年12月下降，且低于万得一致预期，主要原因有两个，一是春节错月因素导致基数较高，二是输入性因素持续影响。其中，受春节错月影响的分项主要是食品和服务，食品价格影响CPI同比下降约0.11个百分点，服务价格整体主要是对CPI同比的上拉影响比上月减少约0.20个百分点。输入性因素的影响依然分化，1月能源价格同比下降5.0%，影响CPI同比下降约0.34个百分点，黄金饰品价格同比上涨77.4%，仍是拉动CPI上行的因素。此外，2026年1月的CPI和PPI数据，是以2025年为基期首次发布的，本次基期轮换，一是调整了调查分类目录，调整后，大类和基本分类个数不变，仍为8个大类和268个基本分类，新增了住房安防设备、老年用品、洗碗机、车用电量、摄影服务、互联网医疗服务、医疗美容服务等反映消费新内容的商品和服务分类，二是调整了权数，具体来看，食品烟酒及在外餐饮、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务八个大类的2025年基期权数分别为29.5%、5.4%、22.1%、5.5%、14.3%、11.4%、8.9%和2.9%，从结构看，CPI中服务权数有所上升，消费品权数有所下降，从分类看，食品烟酒及在外餐饮、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务五个大类权数有所上升，衣着、居住、生活用品及服务三个大类权数有所下降。经统计局测算，本次基期轮换对CPI各月同比指数的影响平均约为0.06个百分点，总体较小。我们认为春节错月的影响更加集中在一季度，可能造成1月偏低、2月偏高、3月大幅回落的情况，但是进入二季度之后，基数的影响将明显减小；但是基期轮换和权数调整的影响或体现在2026年全年，其中服务权数上升、消费品权数下降，结合2025年服务价格累计同比增长0.5%，消费品价格累计同比下降0.3%来看，或有利于2026年CPI同比增速小幅上行。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



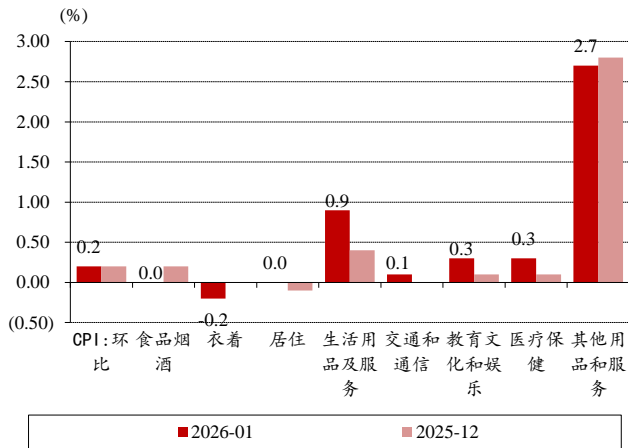
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



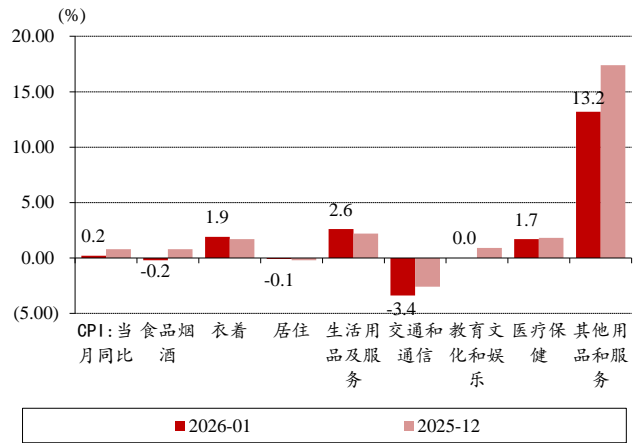
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. CPI 环比走势



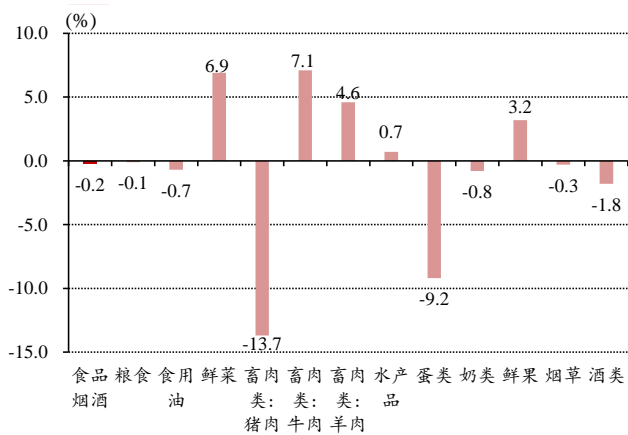
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 1 月食品烟酒分项下中类同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 2025 年基期 CPI 大项权重

分类	2025 年基期权数 (%)
<b>CPI</b>	<b>100</b>
一、食品烟酒及在外餐饮	29.5
食品	17.2
粮食	1.2
鲜菜	1.7
猪肉	1.9
鲜果	1.9
二、衣着	5.4
三、居住	22.1
四、生活用品及服务	5.5
五、交通通信	14.3
六、教育文化娱乐	11.4
七、医疗保健	8.9
八、其他用品及服务	2.9

资料来源: 万得, 中银证券

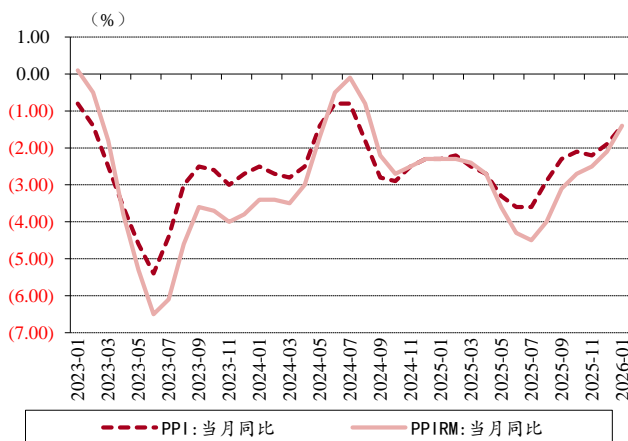
## PPI

**PPI 环比连续四个月上涨。**1月PPI环比增长0.4%，较2025年12月上升0.2个百分点，其中生产资料环比增长0.5%，生活资料环比增长0.1%。1月PPI同比下降1.4%，较2025年12月上升0.5个百分点，其中生产资料同比下降1.3%，较2025年12月上升0.8个百分点，生活资料同比下降1.7%，较2025年12月下降0.4个百分点。1月PPIRM环比增长0.5%，同比下降1.4%，较2025年12月上升0.7个百分点；从构成来看，1月同比增速上升的是有色金属材料类（16.1%），同比增速下降较多的是燃料、动力类（-7.1%），化工原料类（-5.8%）和建筑材料类（-4.7%）；所有品类中，同比增速较2025年12月上升较多的是有色金属材料类，建筑材料类和农副产品类，同比增速下降较多的是燃料、动力类和化工原料类。1月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，有色金属矿采选业（22.7%），有色金属冶炼及压延加工业（17.1%）和黑色金属矿采选业（3.0%），同比增速较低的是石油和天然气开采业（-16.7%），石油、煤炭及其他燃料加工业（-11.5%）和煤炭开采和洗选业（-9.8%）；同比增速较2025年12月上升较多的是有色金属冶炼及压延加工业，非金属矿物制品业和黑色金属矿采选业，下降较多的是石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业和印刷业和记录媒介的复制。

**PPI 同比降幅连续两个月收窄。**1月PPI环比运行的主要特点：一是全国统一大市场建设持续推进带动部分行业价格上涨。水泥制造、锂离子电池制造价格环比均连续4个月上涨，光伏设备及元器件制造、基础化学原料制造、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比由降转涨。二是需求增加带动相关行业价格上涨，比如电子半导体材料和外存储设备及部件，以及春节前礼品和食品等备货需求增加带动工艺美术及礼仪用品制造、农副食品加工业价格环比上涨。三是输入性因素影响国内有色金属和石油相关行业价格走势分化。国际有色金属价格上行拉动国内有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨，国际原油价格波动影响国内石油开采、精炼石油产品制造价格下跌。从同比看，重点行业产能治理成效持续显现，部分行业供需结构有所改善，其中非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、计算机通信和其他电子设备制造业价格同比降幅均比上月收窄。能源相关行业价格同比继续下降。

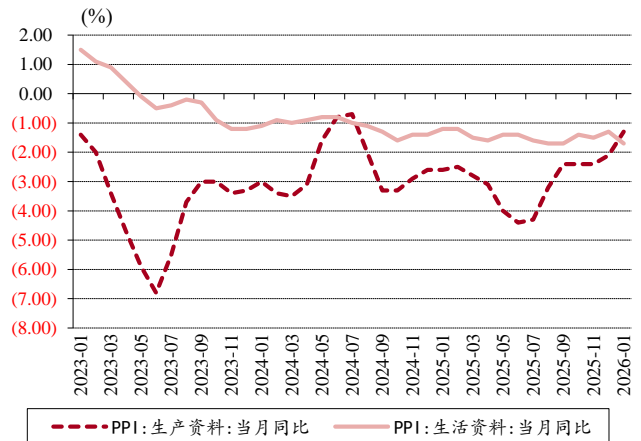
**2026 年基期轮换影响 PPI 同比增速。**1月PPI同比降幅继续收窄，主要是“反内卷”政策、新兴行业快速发展、季节性消费品需求上行和输入性因素影响等因素共同带动的结果。我们维持此前观点，认为2026年同比增速仍将维持上行趋势，同时建议关注基期轮换因素的影响，根据统计局测算，本次基期轮换对PPI各月同比指数影响平均约为0.08个百分点。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增速



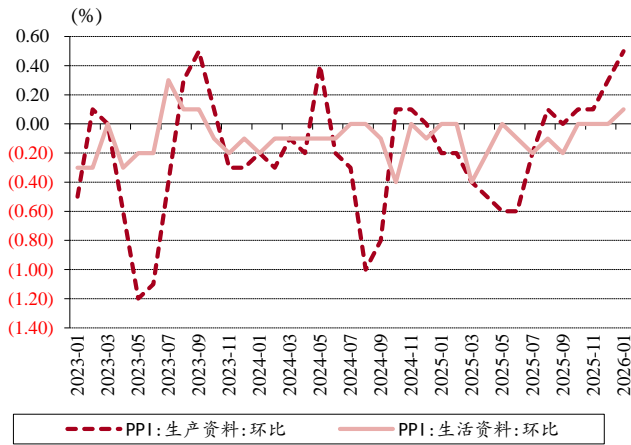
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



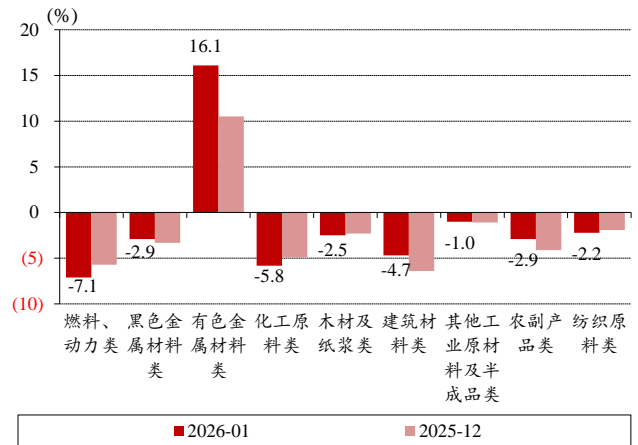
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



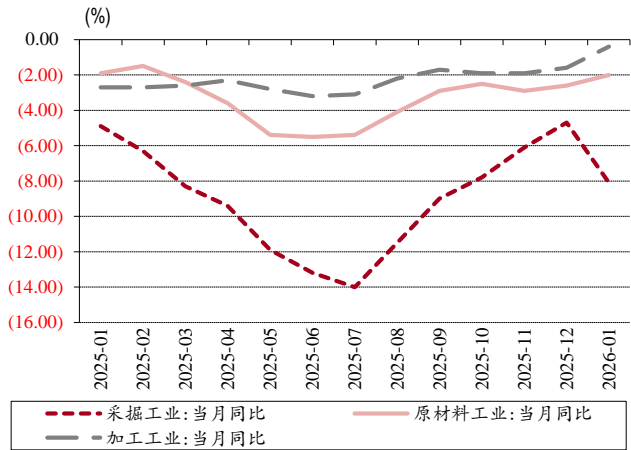
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



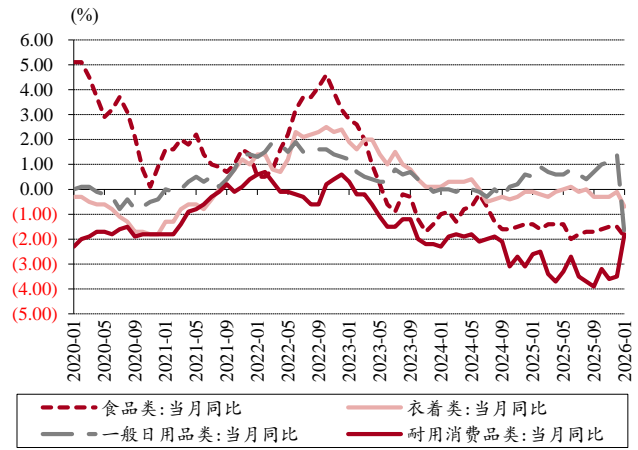
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀二次上行的风险；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任何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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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