

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编：100031

通胀涨幅回落并非需求不足

2026年2月11日

- **春节错月是通胀回落主因。**今年1月CPI同比涨幅回落，春节错月导致的高基数效应是主要因素。由于去年1月是春节月份，食品和服务分项均有上涨，而今年春节月份是2月，错位影响导致今年1月价格涨幅回落较多，食品CPI同比甚至陷入负增长，食品烟酒对CPI的贡献转负。实际上，1月环比和去年12月环比相同。
- **核心CPI不算弱，工业消费品价格也仍在回暖。**1月核心CPI同比上涨0.8%，环比上涨为近6个月最高，显示内需持续恢复的态势未变。今年春节落在2月，与时间分布结构相似的2024年相比，核心CPI环比其实不算弱。不仅如此，扣除能源的工业消费品价格同比上涨2.6%，涨幅比去年12月扩大0.1个百分点。核心CPI和工业消费品价格保持温和上涨，显示内需仍在逐步修复，并非需求不足导致的回落。
- **PPI的新涨价影响由负转正是重要信号。**相比于过去一段时间的趋势，今年年初PPI降幅收窄的过程中，还出现了一个重要信号。过去很长一段时间，PPI的新涨价因素一直都处于负区间，但今年1月，我们观察到PPI同比的新涨价因素时隔41个月再度转正。我们认为，PPI新涨价因素影响转正的重要意义在于，这可能意味着后续PPI修复可能不再仅依赖于基数拖累减轻，而更多是由当期工业价格涨幅扩大驱动。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、通胀涨幅回落并非需求不足.....	3
二、PPI 的新涨价影响由负转正是重要信号.....	5
风险因素.....	8

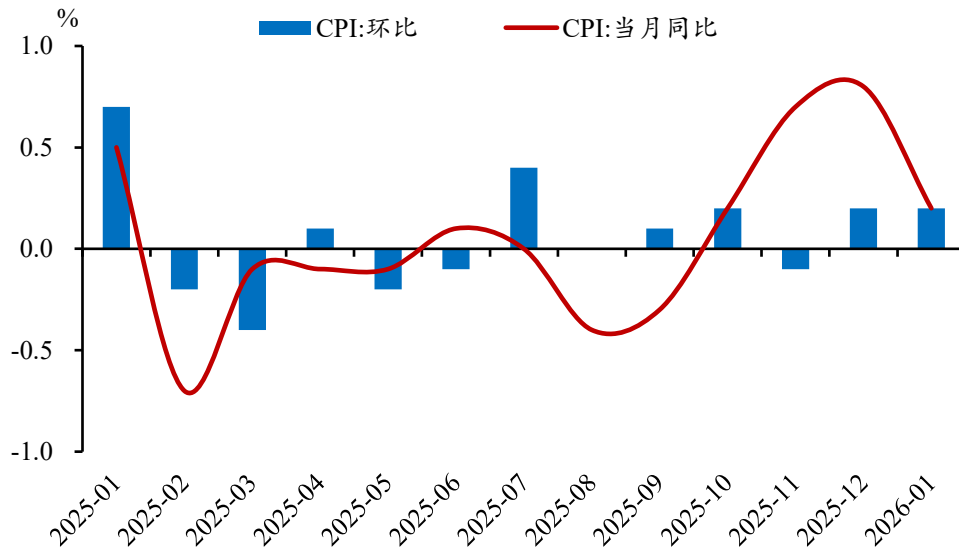
图目录

图 1: 1 月 CPI 同比回落, 但环比和前值相同.....	3
图 2: 春节错位下, 食品烟酒对 CPI 的贡献转负.....	3
图 3: 1 月核心 CPI 同比上涨 0.8%.....	4
图 4: 今年 1 月, 核心 CPI 环比其实不弱.....	4
图 5: 今年上半年, PPI 的翘尾因素拖累将持续减少.....	5
图 6: PPI 环比涨幅连续 4 个月上涨.....	6
图 7: 1 月 PPI 环比涨幅靠前的是有色和光伏制造业.....	6
图 8: 黑色类 PPI 同比降幅也有改善.....	7

一、通胀涨幅回落并非需求不足

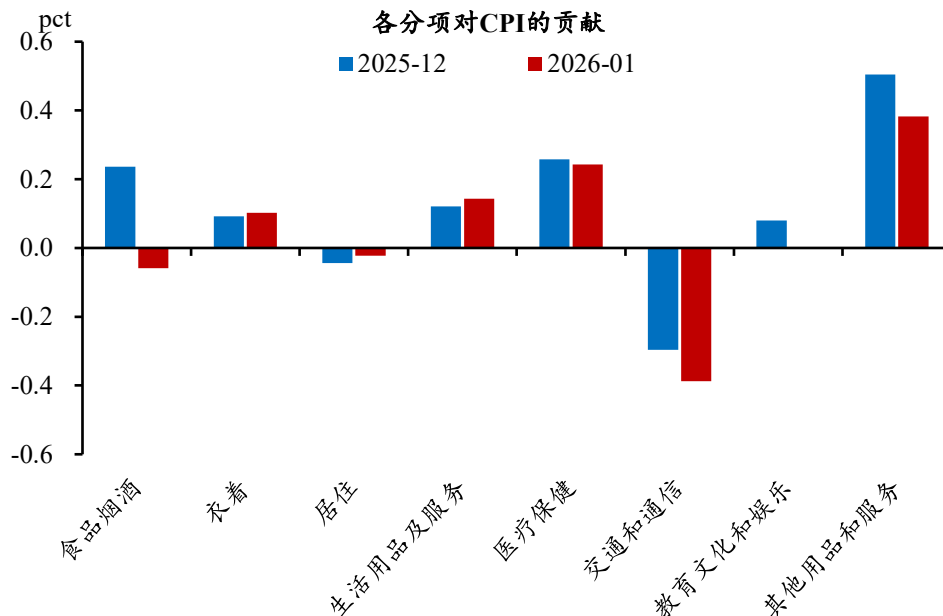
首先，春节错月是回落主因。今年1月CPI同比涨幅回落至0.2%，春节错月导致的高基数效应是主要因素，贡献了大部分回落幅度。由于去年1月是春节月份，食品和服务分项均有上涨，而今年春节月份是2月，错位影响导致今年1月价格涨幅回落较多，食品CPI同比甚至陷入负增长，食品烟酒对CPI的贡献转负。实际上，1月环比是0.2%，和去年12月环比相同。

图1：1月CPI同比回落，但环比和前置相同



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图2：春节错位下，食品烟酒对CPI的贡献转负

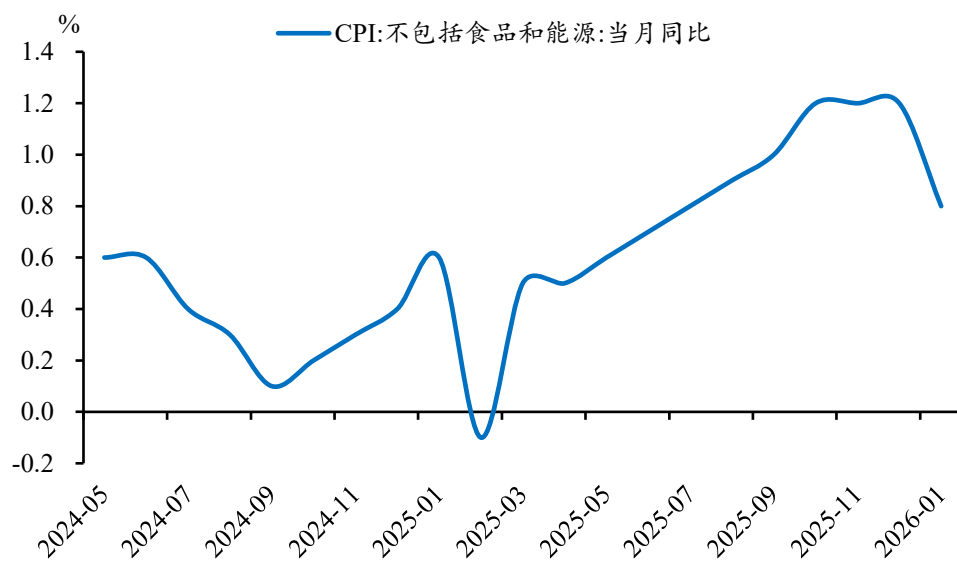


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

其次，核心CPI不算弱，工业消费品价格也仍在回暖。1月核心CPI同比上涨0.8%，环比上涨0.3%，为近6个月最高，显示内需持续恢复的态势未变。今年春节落在2月，与时间分布结构相似的2024年相比，核心CPI环比其实不算弱。不仅如此，扣除能源的工业消费品价格同比上涨2.6%，涨幅比去年12月扩大0.1个百分点。核心CPI和工业消费品价格保持温和上涨，显示内需仍在逐步修复，并非需求不足导致的回落。

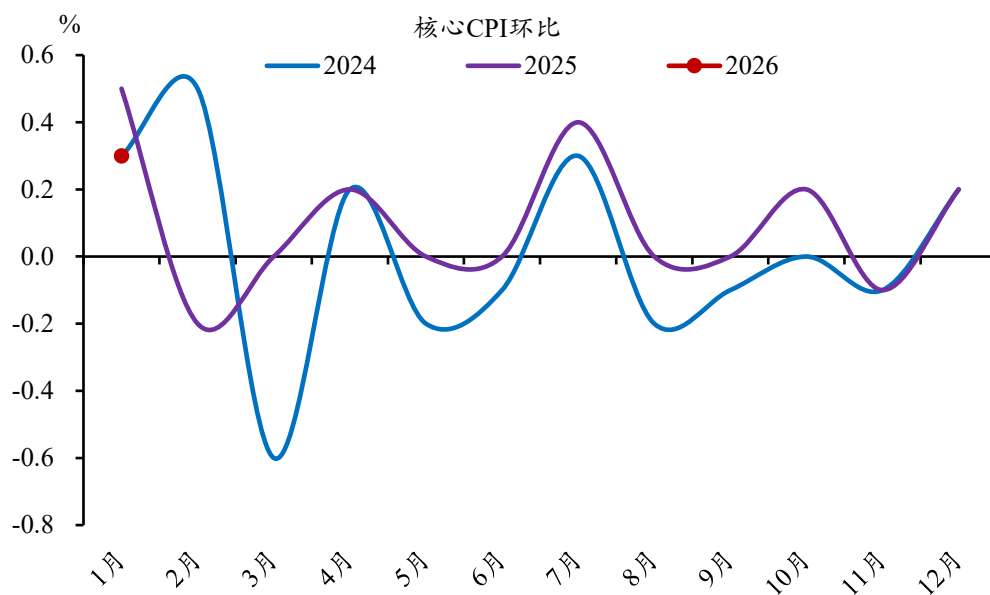
综合来看，我们认为，年初的通胀涨幅回落并非需求不足。

图 3：1 月核心 CPI 同比上涨 0.8%



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：今年 1 月，核心 CPI 环比其实不弱



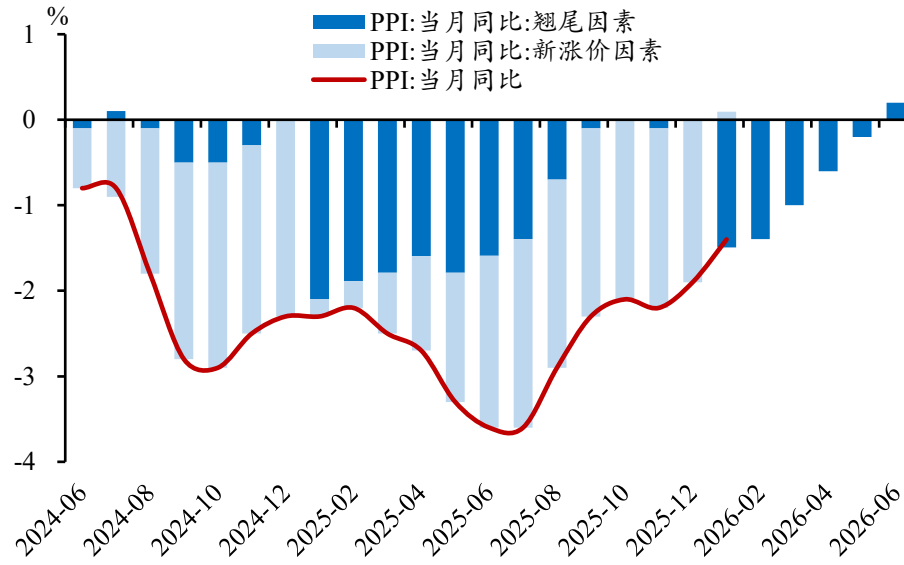
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

二、PPI 的新涨价影响由负转正是重要信号

1 月 PPI 同比下降 1.4%，降幅较去年 12 月继续收窄 0.5 个百分点，显示 PPI 同比下行压力继续边际缓解。

不仅如此，相比于过去一段时间的**趋势**，今年年初 PPI 降幅收窄的过程中，还出现了一个重要信号，在于**新涨价因素的影响由负转正**。PPI 同比变动可以拆分成翘尾效应和新涨价因素两个部分，过去很长一段时间，PPI 的新涨价因素一直都处于负区间，但今年 1 月我们观察到 PPI 同比的新涨价因素由负转正，这或意味着工业价格修复从以翘尾拉动为主，逐步转为以当期价格上涨为驱动。虽然 1 月翘尾效应仍为负向拖累，但新涨价因素时隔 41 个月再次转向正向贡献，成为 PPI 同比降幅收窄的核心增量。

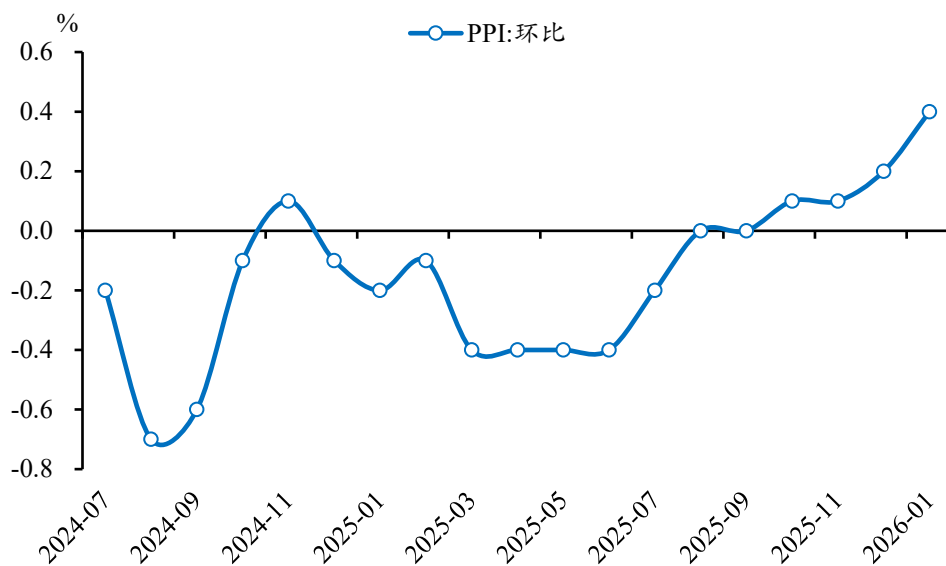
图 5：今年上半年，PPI 的翘尾因素拖累将持续减少



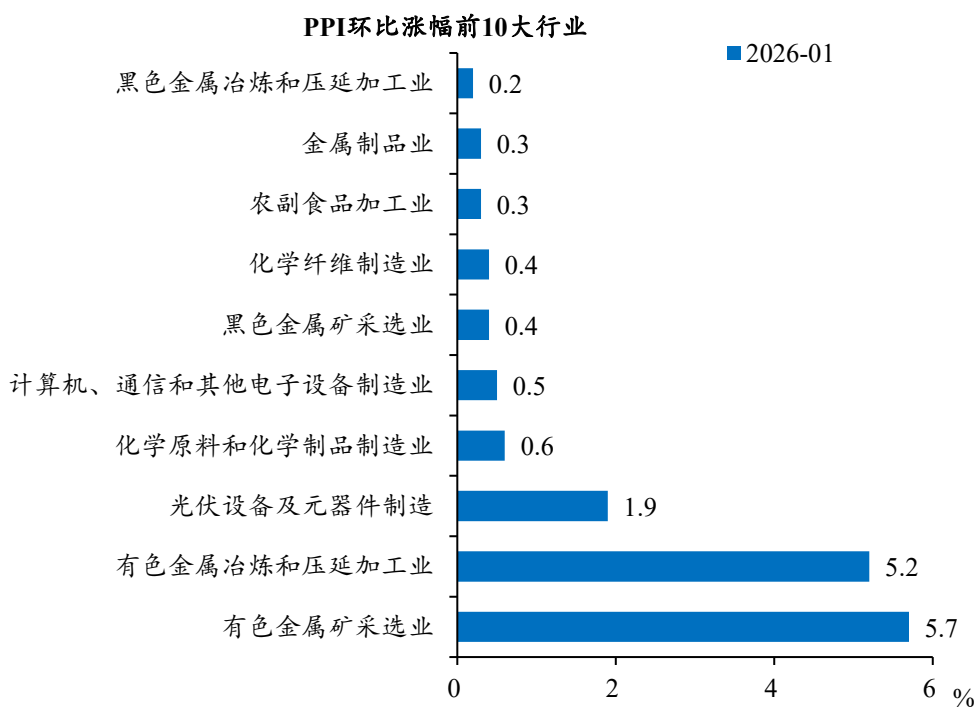
资料来源：ifind，信达证券研发中心

我们认为，PPI 新涨价因素影响转正的重要意义在于，这可能意味着 PPI 修复可能不再仅依赖于基数拖累减轻，而更多是由当期工业价格涨幅扩大驱动。

1 月 PPI 环比上涨 0.4%，连续 4 个月上涨，且涨幅较去年 12 月扩大 0.2 个百分点。从分行业环比数据看，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业环比分别大涨 5.7%、5.2%，涨幅在所有细分行业中遥遥领先，远超整体 PPI 环比 0.4% 的水平。光伏设备及元器件制造业环比上涨 1.9%，环比涨幅在全部细分行业中位列第三。基于环比涨幅的变化，1 月新涨价因素的支撑或主要来源于有色和光伏行业。不仅如此，黑色金属冶炼和黑色金属采矿业价格环比涨幅也在行业前十内，据我们的测算，黑色类行业价格环比改善，但整体仍在负区间。

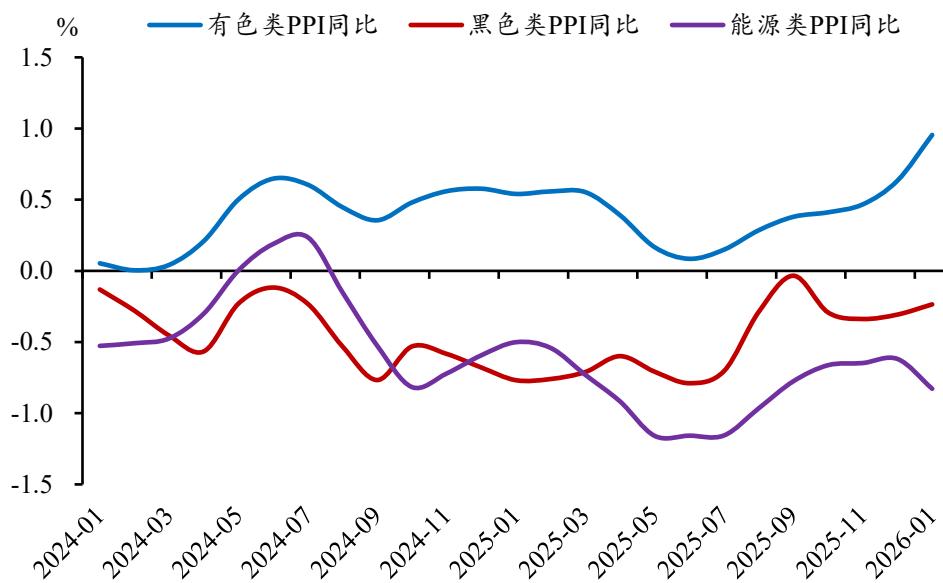
图 6: PPI 环比涨幅连续 4 个月上涨


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7: 1 月 PPI 环比涨幅靠前的是有色和光伏制造业


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8：黑色类 PPI 同比降幅也有改善



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。