

1月通胀点评

基期、疫情、权重、节假日因素扰动通胀

CPI 同比增速再度落入负增长区间，受服务价格拖累较大；生产资料同比增长强劲拉动 PPI 同比增速回正。

- 1月CPI环比上涨1%，同比下降0.3%，低于市场预期。核心CPI同比下降0.3%，服务价格同比下降0.7%，拖累较大。
- 食品价格走势依然坚挺。1月食品价格环比上涨4.1%，影响CPI上涨约0.78个百分点；同比上涨1.6%，影响CPI上涨约0.30个百分点。但由于春节假期错位等影响，环比增速较去年同期略有下降，受春节假期消费和就地过年等因素影响，食品价格在2月可能出现结构性上涨。
- 非食品价格同比增速由上月持平转为下降0.8%，影响CPI下降约0.64个百分点，其中服务价格表现疲弱，1月环比增长0.2%，远低于去年同期环比增长1%的增速水平。
- **CPI 权重的调整有利于平抑波动。**从统计局披露的情况看，与上轮基期（2016年-2020年）相比，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权重约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点，居住、交通通信、医疗保健权重约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点，生活用品及服务权重变动不大。从数据的环比波动区间来看，权重下调幅度较大的项目食品烟酒和衣着的波动区间为-2.8%~4.6%和-0.6%~0.9%，权重上调幅度较大的项目居住的波动区间为-0.3%~0.5%，因此权重调整之后虽然对CPI各月同比增速的影响约为0.03%，但可能减小CPI的波动性。另外虽然1月受到基期和局地疫情的影响CPI同比增速再度落入负增长区间，待2月基数影响因素回落，预计CPI将出现明显反弹，我们维持对全年CPI增速前低后高的判断不变。
- 1月PPI环比增长1%，其中生产资料环比增长1.2%，生活资料环比增长0.2%。1月PPI同比增长0.3%，PPIRM同比增长0.9%。在1月份0.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.7个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。
- 调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有25个，比上月减少1个；下降的10个，增加4个；持平的5个，减少3个。
- **就地过年提振生产预期。**1月PPI环比增速中生产资料表现强劲，一定程度上是受到就地过年的政策影响，考虑到1月制造业PMI指数强劲、企业层面流动性较好、贷款需求旺盛等因素，预计一季度生产端增长可能超出市场预期，对PPI同比增速持续上行构成一定支撑。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：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

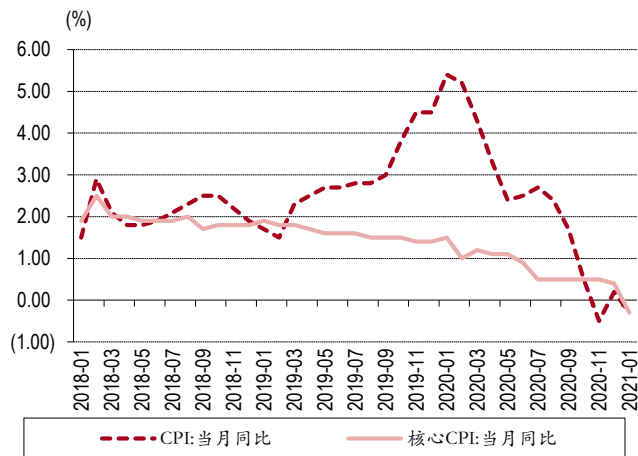
核心通胀落入负增长区间。1月CPI环比上涨1%，增速较12月上升0.3个百分点。从分项看，除了衣着环比增速较12月下降了0.4个百分点和交通通信环比增速持平之外，其他分项环比增速均有所上升，其中其他用品和服务环比上升了0.9个百分点，食品烟酒环比增速上升了0.8个百分点，是推动CPI环比的重要原因。1月CPI同比下降0.3%，较12月增速下降0.5个百分点，低于市场预期的下降0.1%，核心CPI同比下降0.3%，较12月下行0.7个百分点，服务价格同比下降0.7%，较12月增速下行1个百分点，消费品价格同比下降0.1%，较12月同比增速下降0.3个百分点。从分项看，1月同比正增长的仅有食品烟酒和医疗保健，增速较12月下降幅度较大的包括其他用品服务和交通通信。1月CPI同比增速低于市场预期，主要是受到交通通信增速大幅下行的拖累。

节日临近和低温天气影响食品价格波动。从环比看，1月食品价格上涨4.1%，涨幅扩大1.3个百分点，影响CPI上涨约0.78个百分点；从同比看，食品价格上涨1.6%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约0.30个百分点。食品价格走势依然坚挺，但由于春节假期错位等影响，环比增速较去年同期略有下降，预计2月食品价格增速有望维持强劲。食品项目中，受部分地区出现降温及雨雪天气影响，鲜菜生产储运成本增加，价格上涨；由于产蛋鸡存栏有所下降，加之疫情影响部分地区鸡蛋外销，鸡蛋价格上涨；受节前消费需求增加、饲料成本上升等因素影响，猪肉、牛肉和羊肉价格上涨。整体来看，受春节假期消费和就地过年等因素影响，食品价格在2月可能出现结构性上涨。

服务价格疲弱。1月非食品价格环比增长0.3%，较12月上升0.2个百分点，同比下降0.8%，较12月下降0.8个百分点。其中服务价格表现疲弱，1月环比增长0.2%，虽然较12月上升0.2个百分点，但远低于去年同期环比增长1%的增速水平。非食品价格同比增速由上月持平转为下降0.8%，影响CPI下降约0.64个百分点，受服务价格拖累较明显。去年1月份恰逢春节，且疫情影响还未显现，服务价格上涨较多；今年2月份过春节，加之局部散发疫情影响，1月份居民出行及一些接触式服务消费均有减少，出行类服务价格同比下降较多。

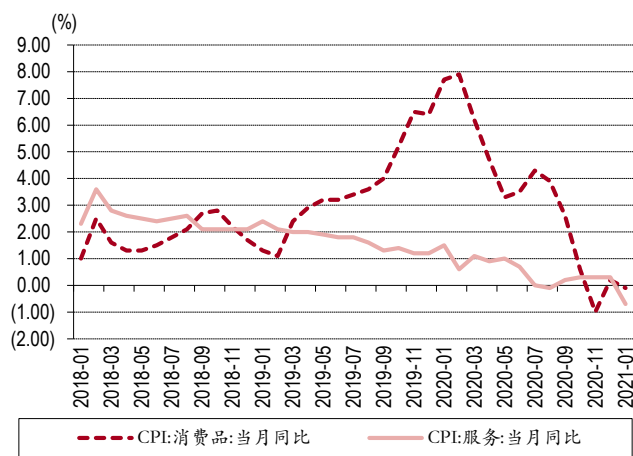
CPI权重的调整有利于平抑波动。从统计局披露的情况看，与上轮基期（2016年-2020年）相比，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点，生活用品及服务权数变动不大。从数据的环比波动区间来看，权重下调幅度较大的项目食品烟酒和衣着的波动区间为-2.8%~4.6%和-0.6%~0.9%，权重上调幅度较大的项目居住的波动区间为-0.3%~0.5%，因此权重调整之后虽然对CPI各月同比增速的影响约为0.03%，但可能减小CPI的波动性。另外虽然1月受到基期和局地疫情的影响CPI同比增速再度落入负增长区间，待2月基数影响因素回落，预计CPI将出现明显反弹，我们维持对全年CPI增速前低后高的判断不变。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



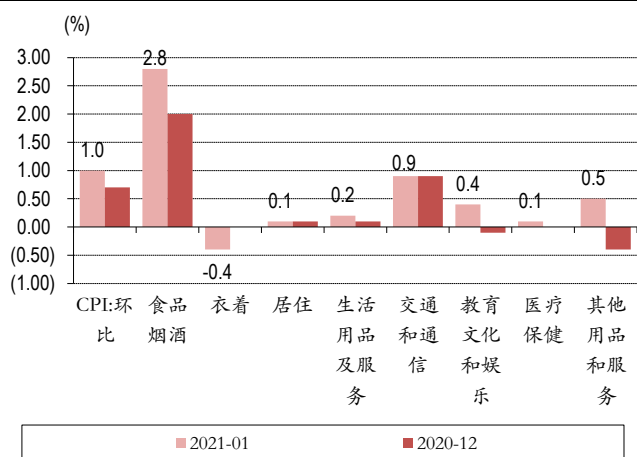
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



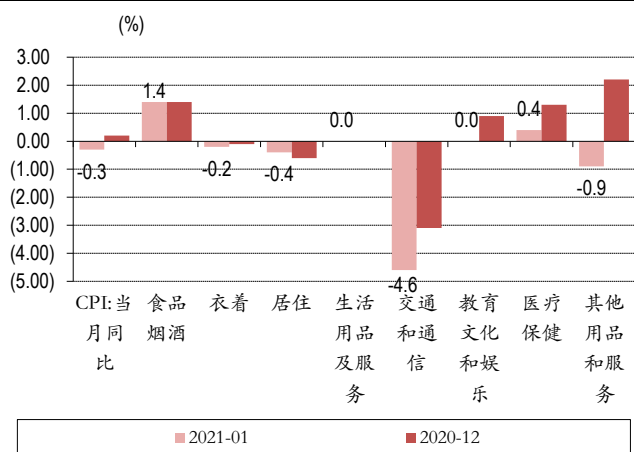
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



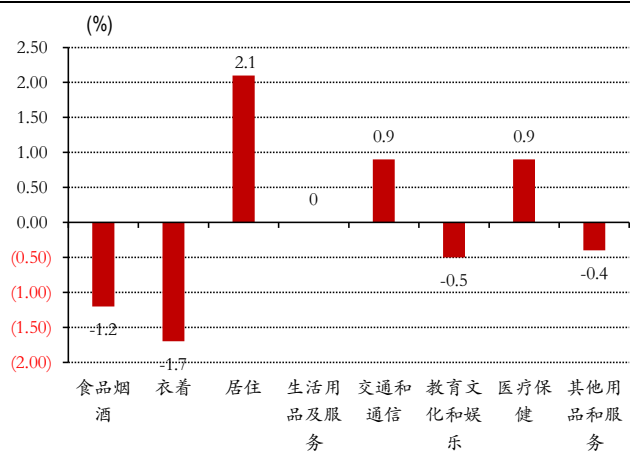
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



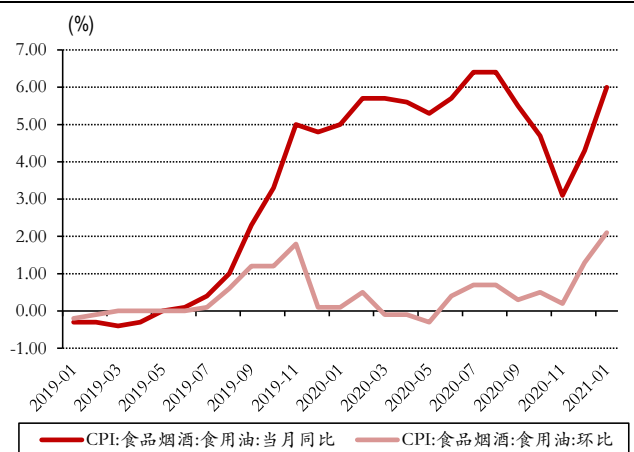
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. CPI 权重变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 食用油价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

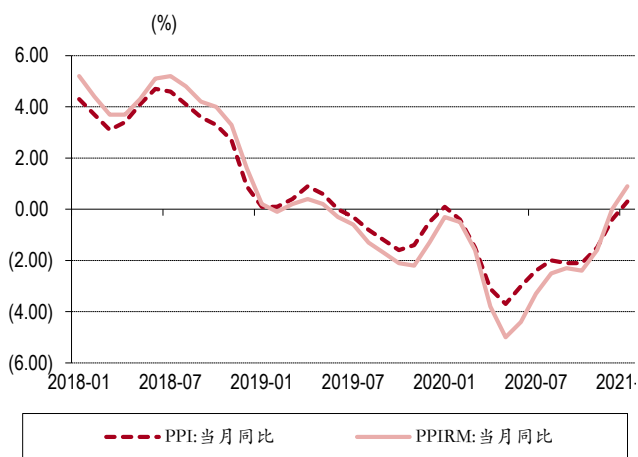
PPI

PPI 同比增速强劲上行。1月PPI环比增长1%，其中生产资料环比增长1.2%，生活资料环比增长0.2%。1月PPI同比增长0.3%，较12月上行0.7个百分点，其中生产资料同比增长0.5%，较12月上升1个百分点，生活资料同比下降0.2%，较12月降幅收窄0.2个百分点。PPIRM同比增长0.9%，较12月上升0.9个百分点，从构成来看，1月同比增速较高的产品包括黑色金属(8.7%)、有色金属材料(8.3%)、农副产品(5.1%)，建筑材料和其他工业原材料半成品的价格同比增速较12月有所下滑。

就地过年支撑生产资料价格。1月生产资料价格中，采掘业环比5.5%，原材料业环比1.8%，加工业环比0.7%，其中采掘业价格较12月上升2.2个百分点。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有25个，比上月减少1个；下降的10个，增加4个；持平的5个，减少3个。从环比看，近期国际原油价格继续上涨，带动国内石油相关行业价格上涨较多，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业，合计影响PPI上涨约0.36个百分点；需求改善、成本上升拉动金属相关行业价格继续上涨，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业合计影响PPI上涨约0.29个百分点；年初寒潮低温天气频发，加之工业生产稳定增长，居民取暖用电和工业用电需求大幅增加，带动煤炭开采和洗选业价格上涨，取暖需求也拉动燃气生产和供应业价格。据测算，在1月份0.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.7个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。

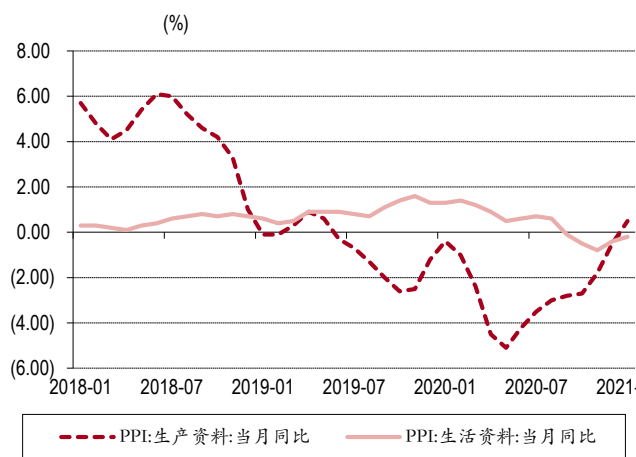
就地过年提振生产预期。1月PPI环比增速中生产资料表现强劲，一定程度上是受到就地过年的政策影响，考虑到1月制造业PMI指数强劲、企业层面流动性较好、贷款需求旺盛等因素，预计一季度生产端增长可能超出市场预期，对PPI同比增速持续上行构成一定支撑。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



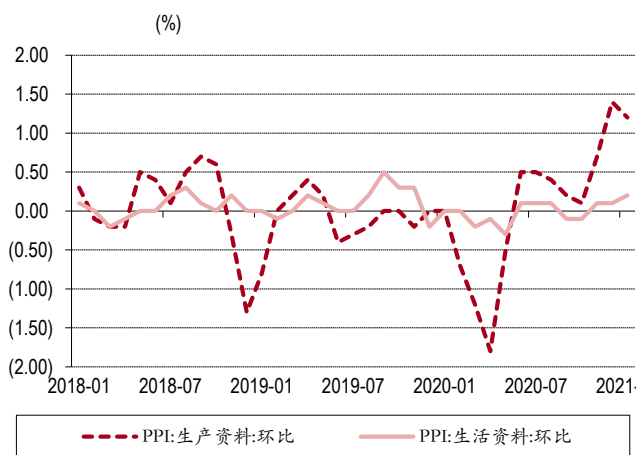
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



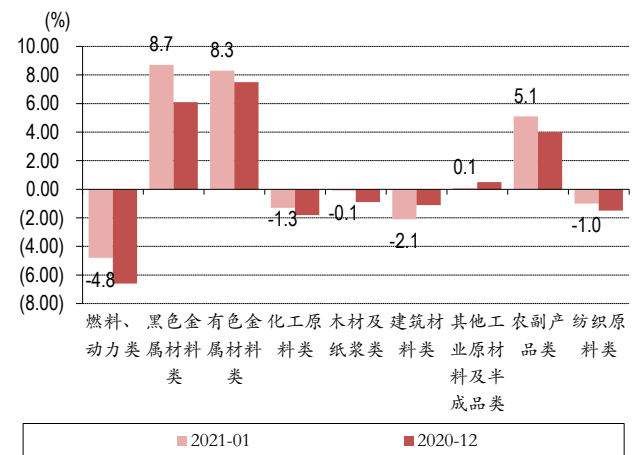
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



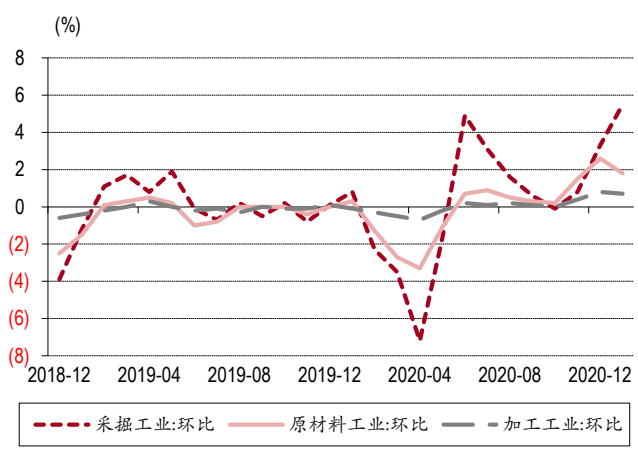
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



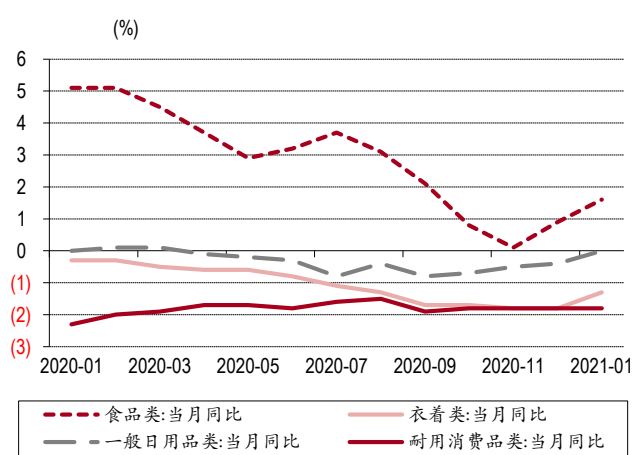
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格强劲



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 食品和日用品价格增速上行



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

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个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18081

