



证券研究报告·宏观研究报告
2020年2月11日

首创宏观“茶”：

CPI 当月同比大概率逐季下行，多因素共振
下货币政策大概率延续宽松态势

——1月通胀数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 1月CPI当月同比5.40%，预期4.90%，前值4.50%；1月PPI当月同比0.10%，预期0.10%，前值-0.50%；1月PPIRM当月同比-0.3%，前值-1.3%。。我们点评如下：
- 一、CPI当月同比大概率录得年内高点，后期将逐季下行；
- 二、2月PPI当月同比面临下行压力，全年大概率前低后高；
- 三、多因素共振下货币政策大概率延续宽松态势。

目录

一、CPI 当月同比大概率录得年内高点，后期将逐季下行.....	4
二、2 月 PPI 当月同比面临下行压力，全年大概率前低后高.....	6
三、多因素共振下货币政策大概率延续宽松态势.....	8

图表目录

图 1：CPI 当月同比创 2011 年 11 月以来新高，核心 CPI 同比小幅回调（%）	4
图 2：交通与通信项当月同比在 1 月出现正增长（%）	5
图 3：1 月 PPI 当月同比时隔 6 个月首次转正（%）	7
图 4：2020 年 PPI 当月同比总体不会太高（%）	8

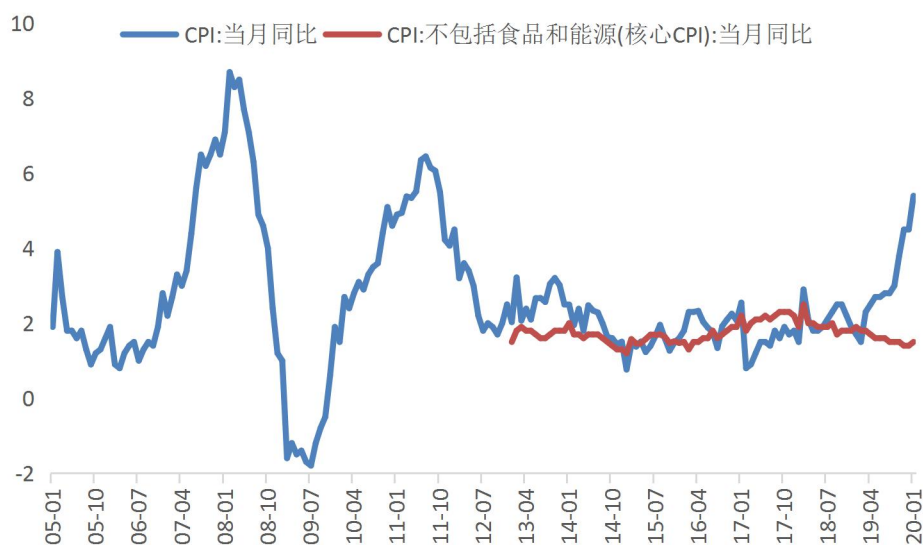
事件：1月CPI当月同比5.40%，预期4.90%，前值4.50%；1月PPI当月同比0.10%，预期0.10%，前值-0.50%；1月PPIRM当月同比-0.3%，前值-1.3%。

点评：

一、CPI 当月同比大概率录得年内高点，后期将逐季下行

1月CPI当月同比5.40%，高于预期0.5个百分点，较前值上行0.9个百分点，创2011年11月以来新高。其中，食品CPI同比为20.60%，较前值上行3.20个百分点，在12月短暂下行之后，1月再次上行，且创2008年5月以来新高；非食品CPI同比为1.60%，较前值上行0.30个百分点，前期持续单边下行至2019年10月，此后连续3个月累计上行0.7个百分点。核心CPI同比为1.50%，较前值上行0.10个百分点，该指标在2019年1-12月单边下行，2020年1月出现首次回调，但是回调幅度较小，表明宏观经济需求依旧较弱。消费品CPI同比为7.70%，较前值上行1.30个百分点，创2008年8月以来新高；服务CPI同比为1.50%，较前值上行0.30个百分点。

图1：CPI 当月同比创 2011 年 11 月以来新高，核心 CPI 同比小幅回调（%）



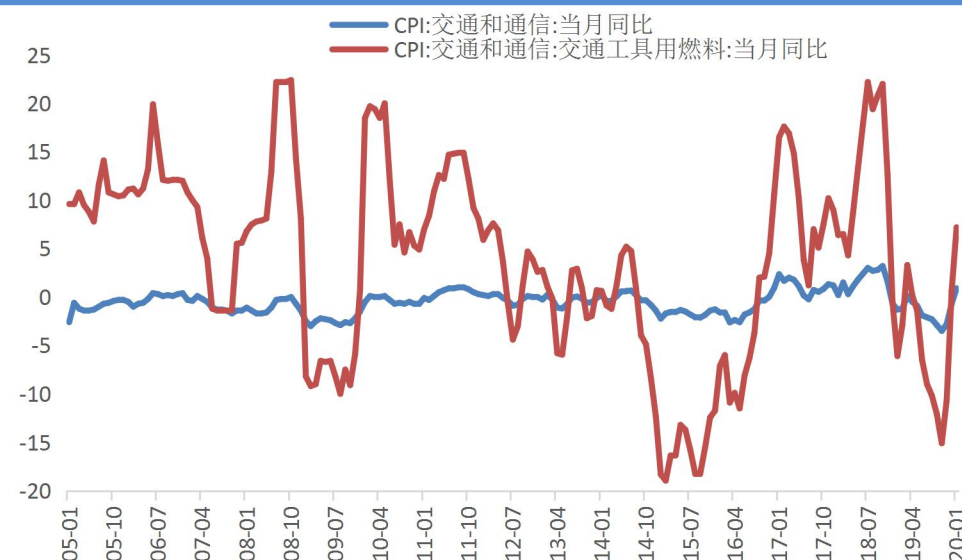
资料来源：wind，首创证券研究发展部

CPI当月同比的8大分项均较前值上行，结束此前连续9个月7升1降的格局，主因交通与通信项当月同比在1月出现正增长。具体看，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、交通和通信、衣着、居住、生活用品及服务的CPI同比分别为15.20%、4.80%、2.30%、2.20%、0.90%、0.60%、0.50%、0.20%，分别较前值上行2.30、0.40、0.20、0.40、1.60、-0.20、

0、-0.20个百分点。1月CPI的典型特征有两个：一是食品烟酒CPI同比在12月短暂下行之后，1月较前值上行2.30个百分点，创2016年1月有记录以来新高；二是交通和通信CPI当月同比在连续9个月负增长之后，1月较前值上行1.60个百分点，实现“转正”。

在31个最细项上，猪肉、牛肉、鲜菜、羊肉、交通工具用燃料、食用油、旅游CPI同比分别为116.00%、20.20%、17.10%、10.40%、7.20%、5.00%、4.20%，分别较前值上行19.00、-0.20、6.30、-1.10、6.60、0.20、3.00个百分点，是1月CPI上行的主要贡献项。值得注意的是，在猪肉CPI当月同比较前值上行的同时，牛肉、羊肉CPI当月同比则较前值下行。受国际油价前期上行的滞后影响，交通工具用燃料CPI当月同比较前值大幅度上行6.6个百分点，但是考虑到新冠疫情爆发之后国际油价大幅下跌，预计2月交通工具用燃料CPI当月同比大概率较前值下行。受新冠疫情导致的交通运输管制的影响，鲜菜CPI当月同比大幅上行。此外，虽然新冠疫情爆发之后旅游需求大幅下降，但是新冠疫情未爆发之前居民春节期间的旅游需求依旧旺盛，使得旅游CPI当月同比较前值上行。鲜果、通信工具、交通工具、家用器具、通信服务CPI同比分别为-5.00%、-4.10%、-1.80%、-1.70%、-0.70%，分别较前值上行3.00、0.40、-0.10、-0.30、0个百分点。其中，家用器具CPI当月同比持续下探，创2010年6月以来新低，预示消费数据中的家用电器和音响器材类当月同比可能不会太乐观。

图 2：交通与通信项当月同比在 1 月出现正增长（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

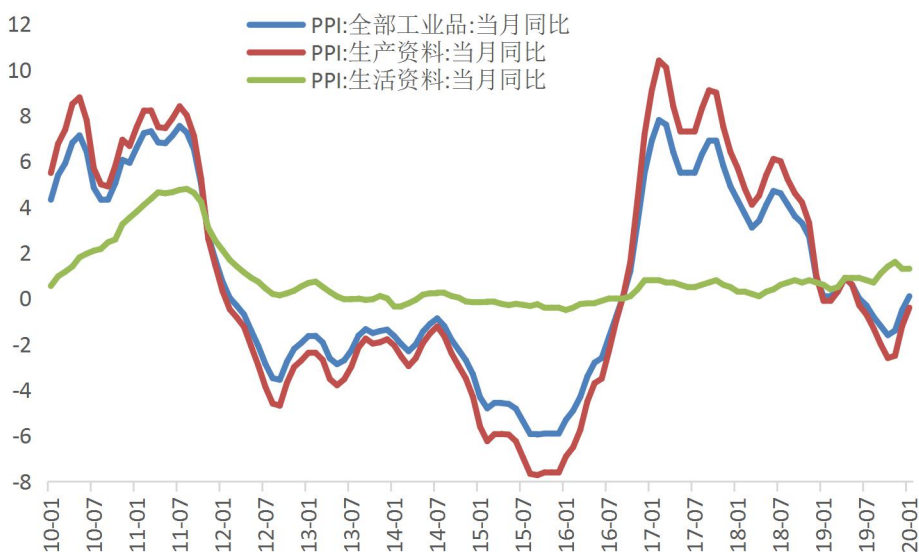
1月CPI当月同比再度上行，主要原因包括春节错位效应，新冠疫情导致消费品供需错配，以及去年同期猪肉价格基数较低。对于2020年CPI当月同比的走势，我们坚持此前的判断：2020年CPI当

月同比大概率前高后低，呈“逐季下行”的态势。从CPI的翘尾因素看，2020年CPI翘尾因素单边下行的特征十分明显，1-4季度翘尾因素的均值分别为3.41%、3.27%、2.15%、0.13%。从CPI当月同比的基数看，2019年CPI当月同比1-4季度的均值分别为1.83%、2.63%、2.87%、4.27%。翘尾因素“前高后低”，叠加基数效应“前低后高”，二者共振意味着2020年CPI当月同比大概率前高后低。值得提醒的是，农业农村部新闻办公室2月1日发布，湖南省邵阳市双清区发生一起家禽H5N1亚型高致病性禽流感疫情。农业农村部新闻办公室2月9日发布，四川省南充市西充县发生一起家禽H5N6亚型高致病性禽流感疫情。对于禽流感后期的走势应加以关注，可能会对CPI当月同比前高后低的斜率有一定影响，但是改变不了CPI当月同比前高后低的走势。

二、2月PPI当月同比面临下行压力，全年大概率前低后高

1月PPI当月同比0.10%，持平于预期，较前值上行0.6个百分点，时隔6个月首次转正。生产资料PPI当月同比-0.40%，较前值上行0.80个百分点，生活资料PPI当月同比1.30%，持平于前值。生产资料PPI中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为4.70%、-0.80%、-0.60%，分别较前值上行2.10、1.80、0.30个百分点。其中，采掘业的反弹力度最大，原材料工业次之，加工工业反弹力度较弱，且依旧处于负增状态，预示制造业的需求较为疲弱，制造业盈利情况不容乐观。生活资料PPI当月同比中，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5.10%、-0.30%、0%、-2.30%，分别较前值上行0.10、-0.20、-0.10、0.10个百分点。其中，食品类依旧保持较高增速，而耐用消费品类持续12个月负增长。

图 3：1 月 PPI 当月同比时隔 6 个月首次转正（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

对2020年PPI当月同比的走势，我们的观点包括三部分：一是2020年PPI当月同比总体不会太高；二是2020年PPI当月同比月度走势较为平稳；三是2020年PPI当月同比大概率前低后高。具体看，首先，2020年PPI当月同比不会太高。从翘尾同比的角度看，2020年的全年均值为-0.08%，而2019年的全年均值为0.06%，2020年低于2019年0.14个百分点。从总需求的角度看，2020年GDP增速大概率低于2019年，需求对价格的拉动力量有限。其次，2020年PPI当月同比月度走势较为平稳。2020年PPI翘尾因素的标准差为0.18，而2019年的标准差则为0.72，2020年PPI翘尾因素的波动性明显小于2019年，鉴于PPI当月同比与其翘尾因素的高度相关性，有理由认为2020年PPI当月同比的波动性小于2019年。再次，2020年CPI当月同比大概率前低后高。从翘尾因素看，2020年1-4季度翘尾因素的均值为0.03%、-0.33%、0.03%、-0.03%，总体呈现前低后高的走势。从新涨价因素看，受新冠疫情的负面冲击，我国的消费、投资、出口均面临下行压

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_7317

