日期：2020 年 2 月 10 日

短期结构性通胀 核心 CPI 将趋降

——2020 年 1 月物价数据点评

分析师：陈彦利
Tel：021-53686170
E-mail：chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

■ 主要观点：

CPI 超预期上升，PPI 回正

CPI 超预期上升，食品仍是主因。从环比看，CPI 由上月持平转为上涨 1.4%，主要是受春节及疫情因素双重影响，其中食品价格上涨尤为突出。食品价格由上月下降 0.4%转为上涨 4.4%，影响 CPI 上涨约 0.96 个百分点。从同比看，CPI 上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点。除了价格本身受春节疫情双重影响上升外，还受到基数效应的影响。今年与去年春节错月，去年对比基数较低也抬高了本月的同比涨幅。PPI 时隔半年回正。从环比看，PPI 连续两个月持平。其中，生产资料和生活资料价格均持平。石油、煤炭、有色、化工等行业价格有所上升。从同比看，PPI 由上月下降 0.5%转为上涨 0.1%。其中，生产资料价格下降 0.4%，降幅收窄 0.8 个百分点；生活资料价格上涨 1.3%，持平上月。CPI 受春节和疫情双重影响再创新高，食品涨价明显，但核心 CPI 仍较平稳。而 PPI 则保持了回升的势头，时隔半年终于转正，但主要受翘尾因素影响，工业品价格环比持平。

短期冲击不改核心资产机会

中国经济在转型时期本就面临较大运行压力，在公众的正常生活节奏被打乱的情况下，市场的经济前景信心，尤其是短期预期受到了不少冲击，直接导致了资本市场的冲击。就市场短期运行态势而言，由于前期短期涨幅累积过大，市场本身有调整需求，疫情加剧了调整的速度和幅度。股市供求双方的发展变化，以及经济结构转变、市场本身发展的完善，决定了股市的结构性行情机会，仍将主要集中在核心资产领域。疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会。经济短期冲击和一般通胀水平的短期高企下，利率曲线波动将加大，相关国债期货的波动率将上升。受供给影响而出现的高通胀不会延续很久，但对经济前景信心的影响持续时间或延续半年以上，因而债市在短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

短期结构性通胀，核心 CPI 将趋降

通胀短期高企，但春节因素终将消退，疫情对当期通胀的影响也将是结构性的。由于生产和供应受到影响，食用品尤其是短期易耗品，尤其是蔬菜，价格将面临较大上涨压力；但由于需求也受到限制，非核心消费品价格将增加下行压力，工业品也以下行压力为主。因此，2020 年初期价格形势将愈加分化：一般 CPI 比原先提高，核心 CPI 和 PPI 则下降，但全年通胀形势基本不受影响，预计全年仅提高 0.1 个百分点。在疫情发生后，受短期经济下行和核心通胀下行的影响，市场对经济前景的信心或受到冲击，货币当局提前降息的概率将显著上升，货币环境维持偏松。

事件：1 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 1 月份，全国居民消费价格同比上涨 5.4%。其中，城市上涨 5.1%，农村上涨 6.3%；食品价格上涨 20.6%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 7.7%，服务价格上涨 1.5%。1 月份，全国居民消费价格环比上涨 1.4%。其中，城市上涨 1.4%，农村上涨 1.4%；食品价格上涨 4.4%，非食品价格上涨 0.6%；消费品价格上涨 1.6%；服务价格上涨 1.0%。2020 年 1 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降 0.3%，环比上涨 0.2%。

表 1：1 月 CPI、PPI 数据预期（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	5.4	4.5	1.7
PPI 同比	0.1	-0.5	0.1

数据分析：数据特征和变动原因

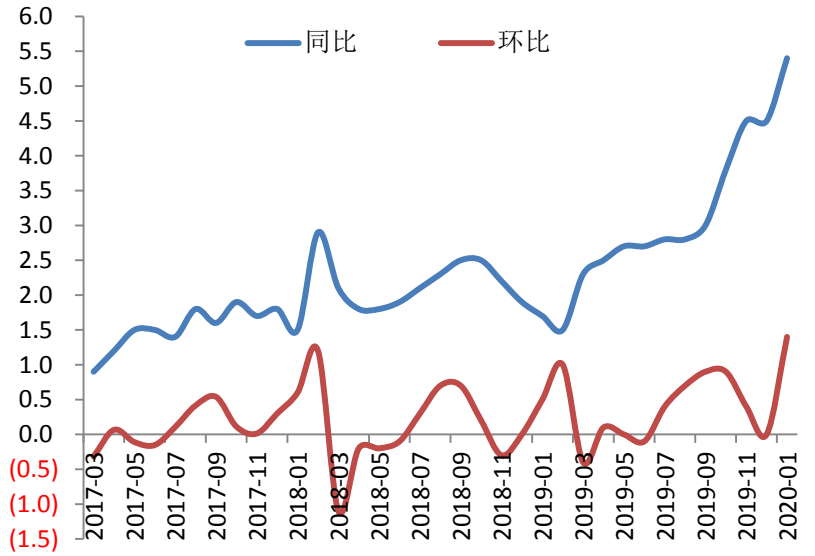
1. 春节疫情双重影响，CPI 超预期上涨

从环比看，CPI 由上月持平转为上涨 1.4%，主要是受春节及疫情因素双重影响，其中食品价格上涨尤为突出。食品价格由上月下降 0.4%转为上涨 4.4%，影响 CPI 上涨约 0.96 个百分点。食品中，鲜菜和猪肉价格分别上涨 15.3%和 8.5%，鲜果和水产品价格分别上涨 5.5%和 4.5%。鸡蛋、鸡肉和鸭肉供应充足，价格分别下降 3.7%、1.7%和 1.0%。非食品价格上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点。受春节假期返乡影响，服务业用工紧缺，价格有所上升，其中美发、家政服务、车辆修理与保养价格分别上涨 5.2%、4.7%和 4.6%。受前期成品油调价影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.7%和 3.0%。

从同比看，CPI 上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点。除了价格本身受春节疫情双重影响上升外，还受到基数效应的影响。今年与去年春节错月，去年对比基数较低也抬高了本月的同比涨幅。具体来看，食品价格上涨 20.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点，贡献了主要的涨幅。食品中，鲜果价格下降 5.0%，连续四个月下降；鸡蛋价格上涨 2.8%，涨幅回落 4.5 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.4%—20.2%之间，均有不同程度回落。猪肉价格上涨 116%，涨幅扩大 19 个百分点。鲜菜价格上涨 17.1%，涨幅扩大 6.3 个百分点。非食品价格上涨 1.6%，涨幅扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.29 个百分点。其中影响较大的有：医疗保

健、教育文化和娱乐、交通和通信价格分别上涨 2.3%、2.2%和 0.9%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，基本维持平稳。据测算，在 1 月份 5.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 4.0 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点。

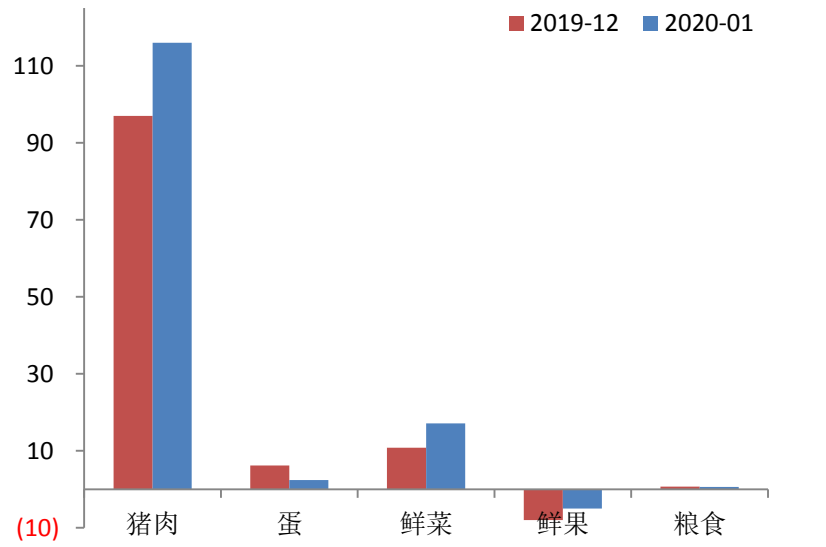
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

1 月份，食品烟酒类价格同比上涨 15.2%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 4.52 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 76.7%，影响 CPI 上涨约 3.38 个百分点，其中猪肉价格上涨 116.0%，影响 CPI 上涨约 2.76 个百分点；鲜菜价格上涨 17.1%，影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点；水产品价格上涨 3.8%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；蛋类价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果价格下降 5.0%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。

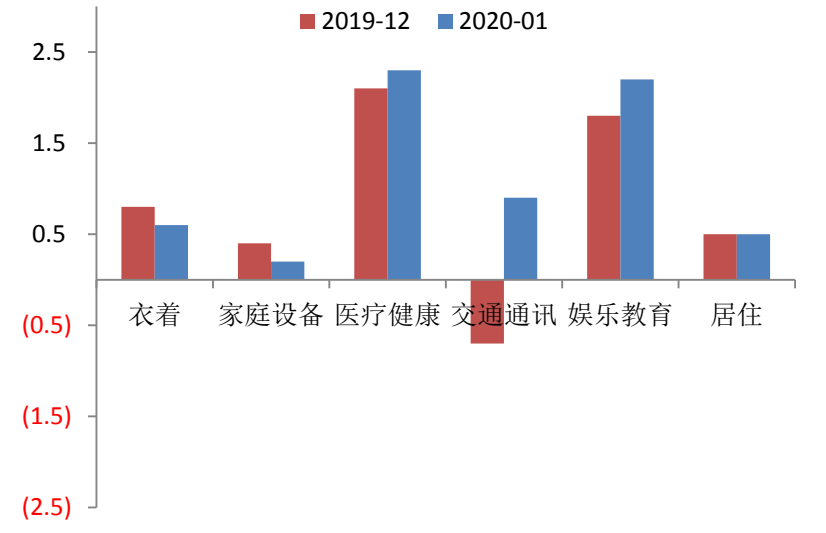
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

1 月，其他七大类价格同比全部上涨。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.8%、2.3%和 2.2%，交通和通信、衣着价格分别上涨 0.9%和 0.6%，居住、生活用品及服务价格分别上涨 0.5%和 0.2%。

图 3：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

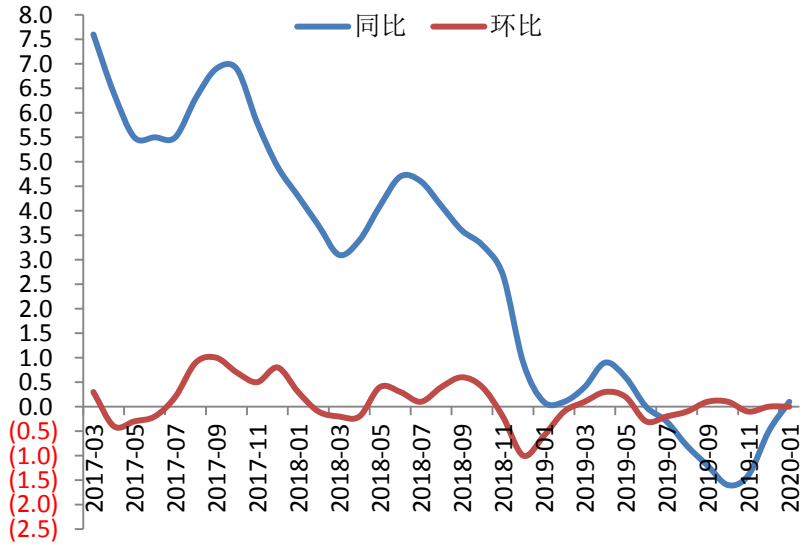
2. PPI 时隔半年转正

从环比看，PPI 连续两个月持平。其中，生产资料和生活资料价格均持平。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 17 个，下降的 18 个，持平的 5 个。其中石油、煤炭、有色、化工等行业价格有所

上升。主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 4.3%，比上月扩大 0.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 1.8%，扩大 1.1 个百分点。由涨转降的有黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.6%；非金属矿物制品业，下降 0.1%。降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 0.6%，收窄 0.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 0.4%，收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业由降转涨，上涨 0.6%。

从同比看，PPI 由上月下降 0.5%转为上涨 0.1%。其中，生产资料价格下降 0.4%，降幅收窄 0.8 个百分点；生活资料价格上涨 1.3%，持平上月。主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 17.5%，比上月扩大 11.7 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.4%，扩大 1.3 个百分点。由降转涨的有石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 4.6%；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.7%。煤炭开采和洗选业下降 4.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。化学原料和化学制品制造业下降 4.3%，降幅收窄 0.9 个百分点。据测算，1 月份 0.1%的同比涨幅均为去年价格变动的翘尾影响。

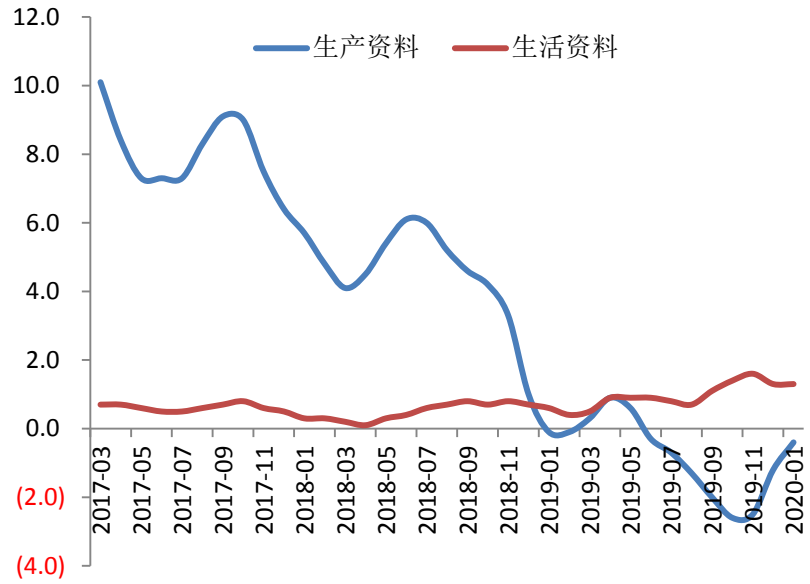
图 4：PPI 同比、环比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

1 月工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.8 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.27 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 4.7%，原材料工业价格下降 0.8%，加工工业价格下降 0.6%。生活资料价格同比上涨 1.3%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.35 个百分点。其中，食品价格上涨 5.1%，衣着价格下降 0.3%，一般日用品价格持平，耐用消费品价格下降 2.3%。

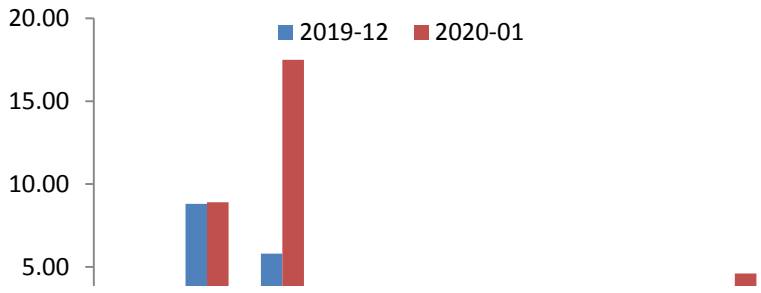
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 4.1%，降幅扩大 0.5 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 8.9%，比上月上涨 0.1 个百分点；石油和天然气开采业上涨 17.5%，涨幅扩大 11.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 4.6%，由负转正；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 0.7%，由负转正。

图 6：PPI 细项（%）



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_7346