



1月通胀点评

CPI 或已触及年内高点，新冠疫情冲击需求

猪肉价格、春节效应、新冠肺炎疫情共同推动 CPI 上升，或已触及年内高点；PPI 同比转正，但年内走势取决于需求的波动。

- 1月 CPI 环比 1.4%，同比增长 5.4%，核心 CPI 同比增长 1.5%，受到春节效应和基数效应以及新冠肺炎疫情的三重影响，2020 年 1 月 CPI 同比增速可能已经触及年内高点。
- 1 月的翘尾因素影响约为 4.0 个百分点，新涨价因素达到 1.4%，CPI 或已触及年内高点。同比中食品价格上涨 20.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点。受春节前城市务工人员返乡影响，部分服务价格上涨明显。
- 1 月 PPI 环比增长 0%，其中生产资料环比增长 0%，生活资料环比增长 0%。1 月 PPI 同比增长 0.1%，其中生产资料同比增长-0.4%，生活资料同比增长 1.3%。
- 生产资料价格向上游倾斜，可能导致利润在行业间分配不均，中游制造业的利润进一步被压缩。生活资料价格增速持续下行，一定程度上意味着需求走弱。
- 受到新冠肺炎疫情影响，2020 年春节后复工时间后移，预计将对工业增加值和工业企业利润造成一定影响。同时我们认为新冠肺炎疫情将对需求端特别是必需消费品以外的需求造成明显影响，因此可能间接影响 PPI 同比增速。

风险提示：全球经济数据不达预期；国内通胀持续超预期。

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

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

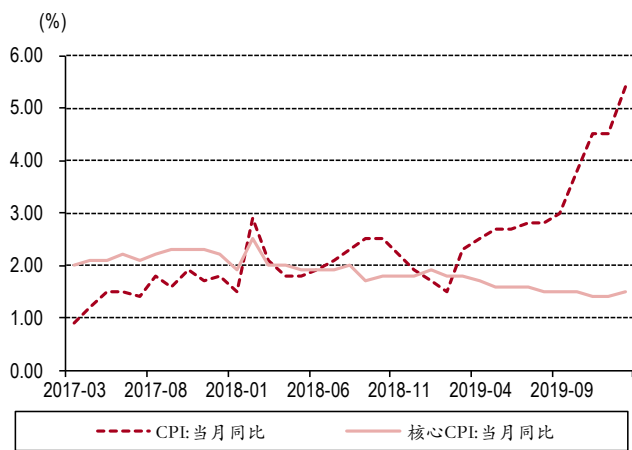
CPI 同比增速继续上行，春节因素影响明显。1月CPI环比1.4%，同比增长5.4%，超出市场预期。从分项看，环比增速下降的仅有衣着，环比-0.5%，环比增速上升明显的包括食品烟酒（3.1%）、其他服务（1.8%）、交通通信（1.4%）和教育文化娱乐（1.4%）。1月核心CPI同比增长1.5%，较2019年12月上升0.1个百分点，服务价格同比增长1.5%，较2019年12月上升0.3个百分点，消费品价格同比增长7.7%，较2019年12月同比增速上升1.3个百分点。由于2020年春节假期在1月，春节效应对物价影响比较明显，1月的新涨价因素达到1.4%，较历史平均水平略高。

猪肉价格的影响依然较大，服务价格明显上升。1月物价上行主要是受春节及新型冠状病毒感染的肺炎疫情因素影响，也有今年与去年春节错月、去年对比基数较低的因素。食品价格环比增长中，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%；同比中食品价格上涨20.6%，涨幅扩大3.2个百分点，影响CPI上涨约4.10个百分点。食品价格之外，服务价格在1月的涨幅也比较明显，受春节前城市务工人员返乡影响，部分服务价格上涨明显，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%。

关注房租价格连续四个月环比负增长。虽然1月CPI同比增速超出市场预期，但翘尾效应比较明显。从细项来看，房租价格环比连续四个月负增长，一定程度上意味着在物价上行的背后，需求仍在小幅持续回落。房租之外，1月家用器具的价格环比也明显低于历史平均水平，我们建议关注房地产后周期产业链需求可能下行的趋势。

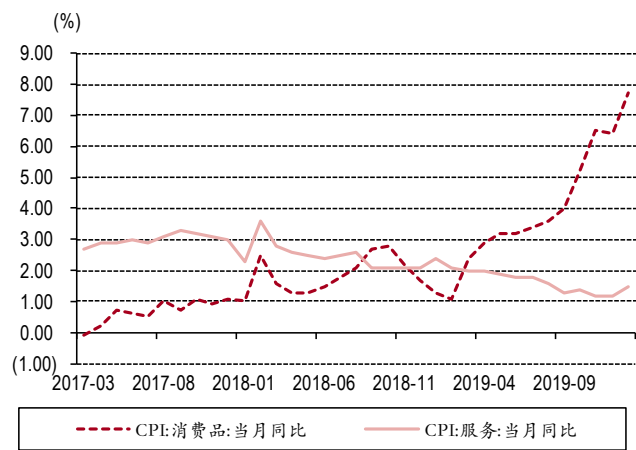
CPI 或已触及年内高点。受到春节效应和基数效应以及新冠肺炎疫情的三重影响，2020年1月CPI同比增速可能已经触及年内高点。特别是新冠肺炎疫情可能对必须消费品以外的需求产生明显的抑制，或导致非食品价格增速在之后出现明显回落。但由于猪肉等食品价格仍在较高水平，因此在翘尾效应的影响下，上半年CPI同比仍将在较高水平上。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



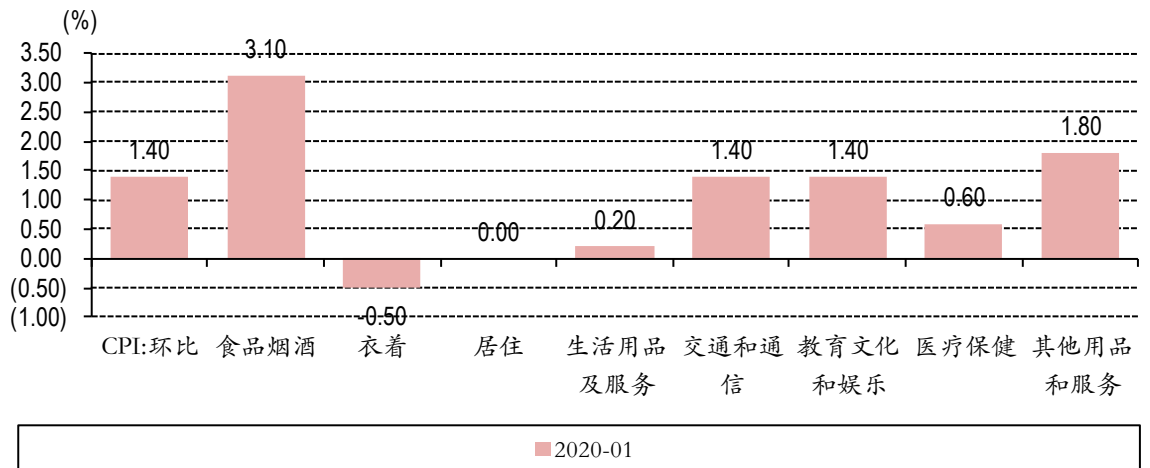
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



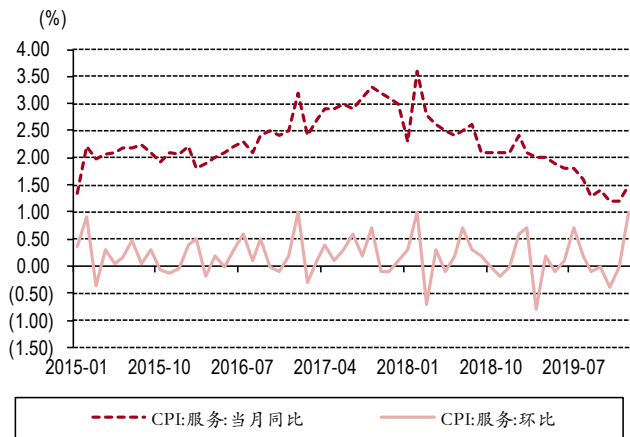
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. CPI 环比走势



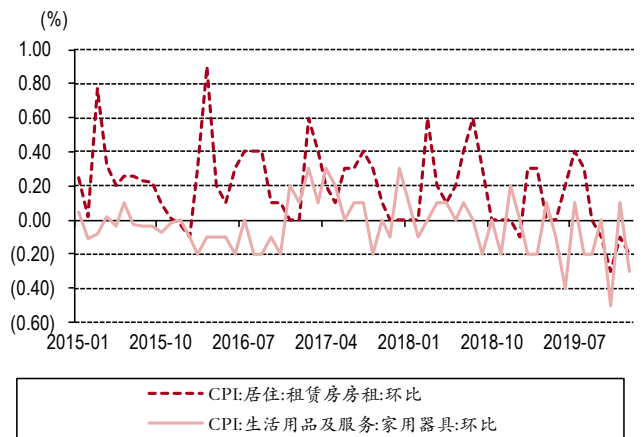
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 春节期间服务业价格走高



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 房租连续四个月环比负增长



资料来源: 万得, 中银国际证券

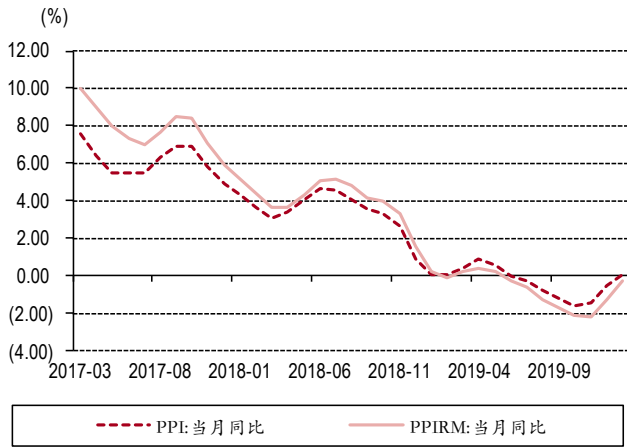
PPI

PPI 同比回正。1月 PPI 环比增长 0%，其中生产资料环比增长 0%，生活资料环比增长 0%。1月 PPI 同比增长 0.1%，较 2019 年 12 月上升 0.6 个百分点，其中生产资料同比增长-0.4%，较 2019 年 12 月上升 0.8 个百分点，生活资料同比增长 1.3%，较 2019 年 12 月持平。PPIRM 同比增长-0.3%，较 2019 年 12 月上升 1 个百分点，从构成来看，上涨的产品包括农副产品类增长 7%，建筑材料类上涨 2.9%，黑色金属材料类上涨 1.6%，下跌较多的产品包括化工原料类增长-6.1%，木材及纸浆类增长-2.9%，纺织原料类-2.8%。

生产资料价格向上游倾斜，生活资料价格增速持续下行。1月生产资料价格中，采掘业环比增长 0.8%，原材料业环比增长 0.3%，加工业环比增长-0.1%，延续了 2019 年以来上游价格表现最强的趋势，但结合 2019 年工业企业盈利同比增长-3.3%来看，上游行业价格持续强于中下游，可能导致利润在行业间分配不均，中游制造业的利润进一步被压缩。生活资料方面，除了食品类价格同比增速仍在高位，其他行业增速都处于下行趋势当中，且衣着和耐用消费品价格同比增速已落入负增长区间，一定程度上意味着需求走弱。

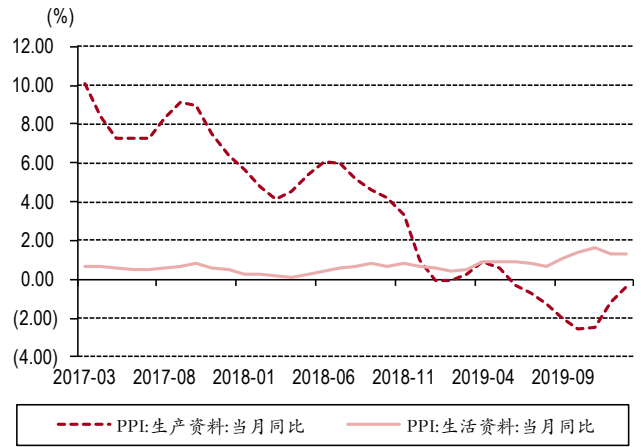
2020 年需求决定 PPI 同比增速。受到新冠肺炎疫情影响，2020 年春节后复工时间后移，预计将对工业增加值和工业企业利润造成一定影响。同时我们认为新冠肺炎疫情将对需求端特别是必需消费品以外的需求造成明显影响，因此可能间接影响 PPI 同比增速。

图表 6. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



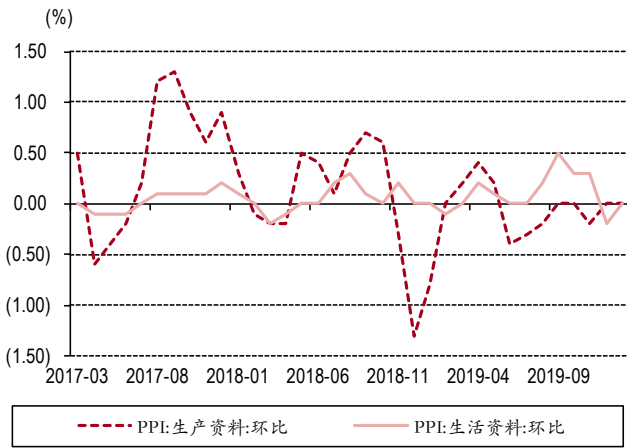
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



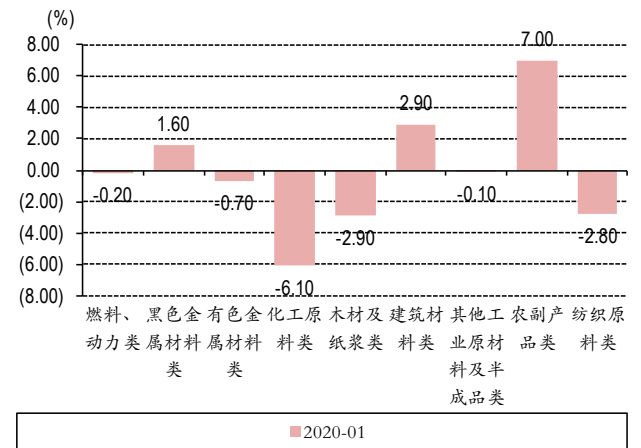
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料环比走势



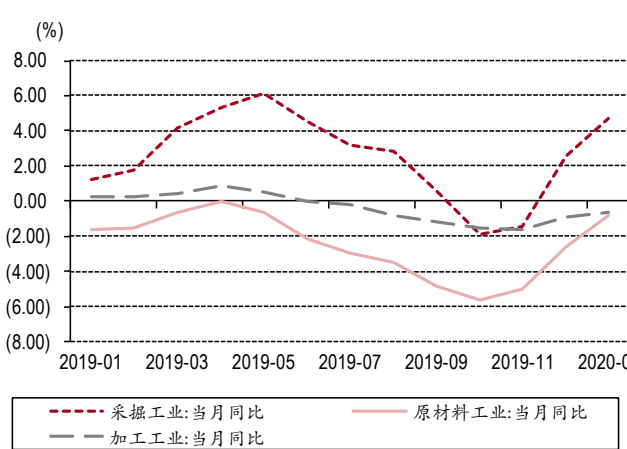
资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. PPIRM 构成当月同比



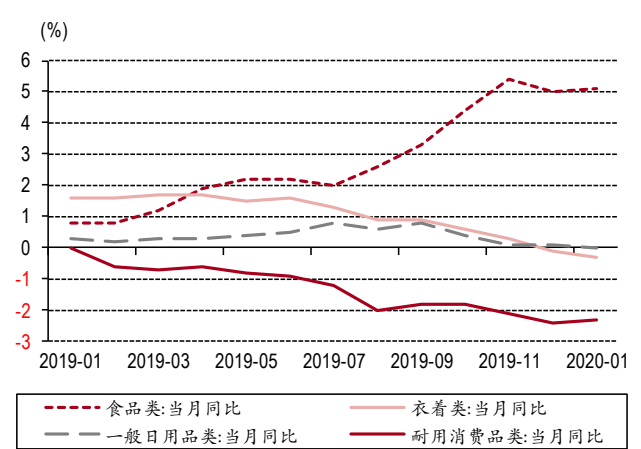
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 生产资料中采掘业价格表现最好



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 生活资料中除了食品同比都在回落



资料来源：万得，中银国际证券

风险提示：全球经济数据不达预期；国内通胀持续超预期。

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_7403

