

1月通胀数据点评——

春节错月影响明显

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、春节假期支撑CPI边际走强
- 2、生产淡季致PPI环比降幅扩大

- 中国1月CPI同比上涨0.5%，预期涨0.5%，前值涨0.1%。
- 中国1月PPI同比下降2.3%，预期降2.1%，前值降2.3%。

图表1：通胀数据主要分项

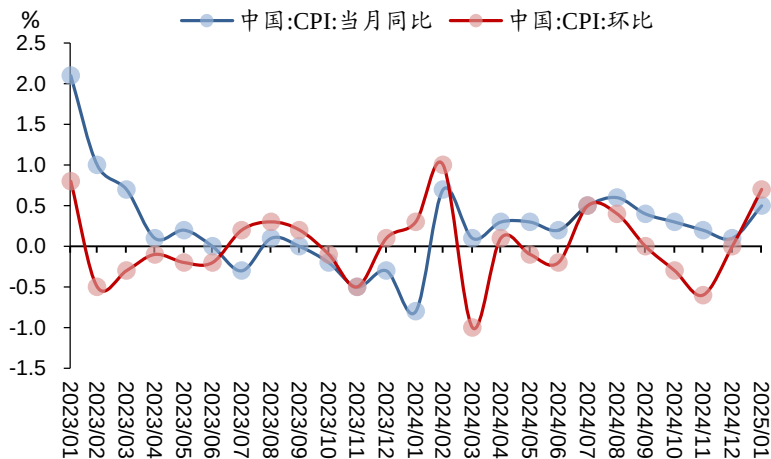
(%)	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
CPI同比	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8
食品	0.4	-0.5	1.0	2.9	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7	-0.9	-5.9
非食品	0.5	0.2	0.0	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1	0.4
核心	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	1.2	0.4
CPI环比	0.7	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-1.0	1.0	0.3
食品	1.3	-0.6	-2.7	-1.2	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0	-1.0	-3.2	3.3	0.4
非食品	0.6	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.3	-0.5	0.5	0.2
核心	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.5	0.3
PPI同比	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5
生产资料	-2.6	-2.6	-2.9	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	-3.0
生活资料	-1.2	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-1.1
PPI环比	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-0.7	-0.2	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
生产资料	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.8	-1.0	-0.3	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
生活资料	0.0	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、春节假期支撑CPI边际走强

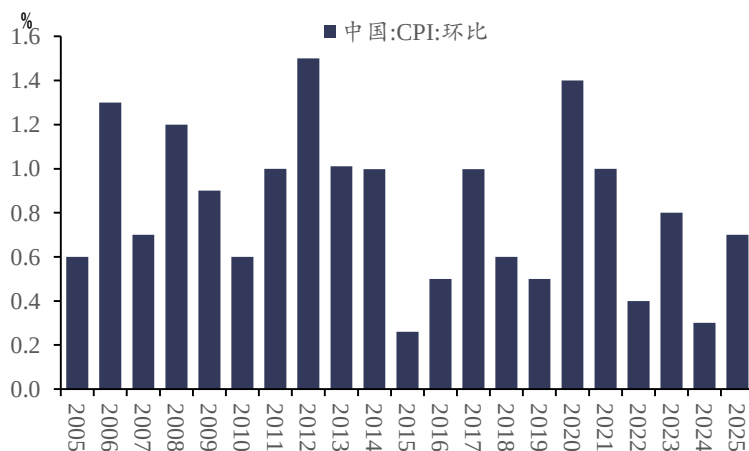
► **CPI环比涨幅扩大，服务为主要支撑。**1月CPI同比涨幅由上月的0.1%扩大至0.5%，符合市场预期，环比则由上月持平转为上涨0.7%。无论是环比还是同比，本月CPI涨幅的扩大都离不开春节这一因素的驱动。鉴于今年春节在1月，2024年则在2月，两者错位为CPI同比的回升提供一定助力，市场对此也有预计。剔除上述错位因素，过去10年春节同在1月的年份（2017、2020、2023年）1月CPI环比平均上涨1.1个百分点，本月0.8%的环比表现符合季节性特征，但幅度稍弱。

图表2：CPI环比及同比



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表3：1月CPI环比

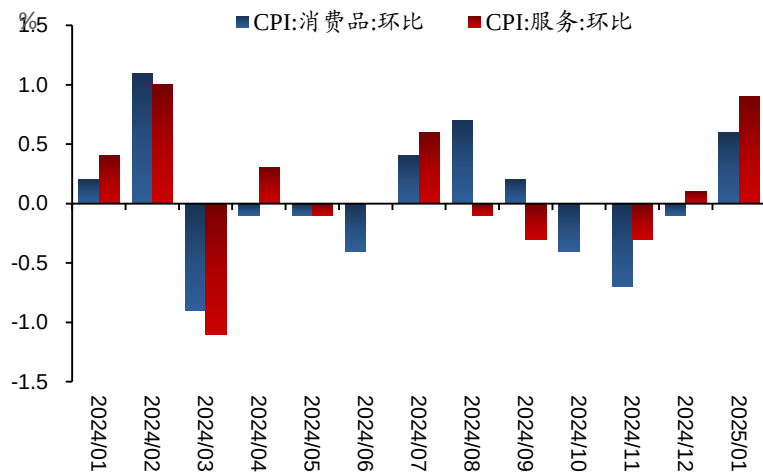


资料来源: Wind, 太平洋证券

1、春节假期支撑CPI边际走强

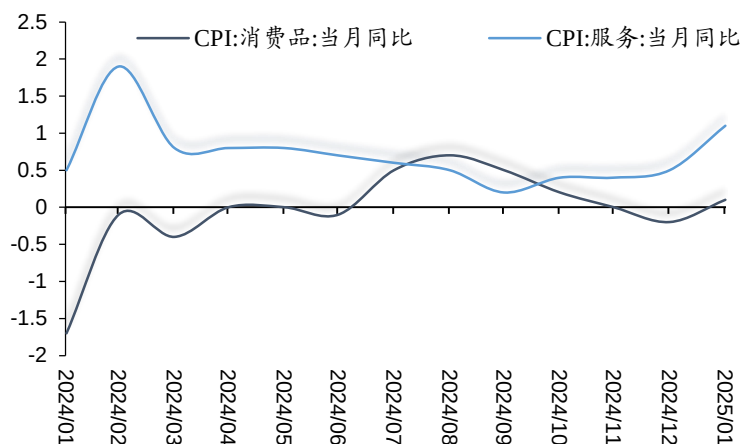
春节因素对居民消费价格的支撑在结构上有明显体现，表现为服务与食品这两项对CPI边际上行的拉动较强，而这两项均与春节节日效应密切相关。一方面本月服务分项对CPI环比涨幅扩大的贡献显著。根据国家统计局，本月服务价格影响CPI环比上涨约0.37个百分点，占CPI总涨幅五成多。另一方面消费品环比同样录得不小涨幅，由负转正，环比上涨0.6%。其中食品或为重要拉动，本月食品项影响CPI环比上涨约0.24个百分点，占CPI总涨幅三成多。

图表4：消费品及服务环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：消费品及服务同比

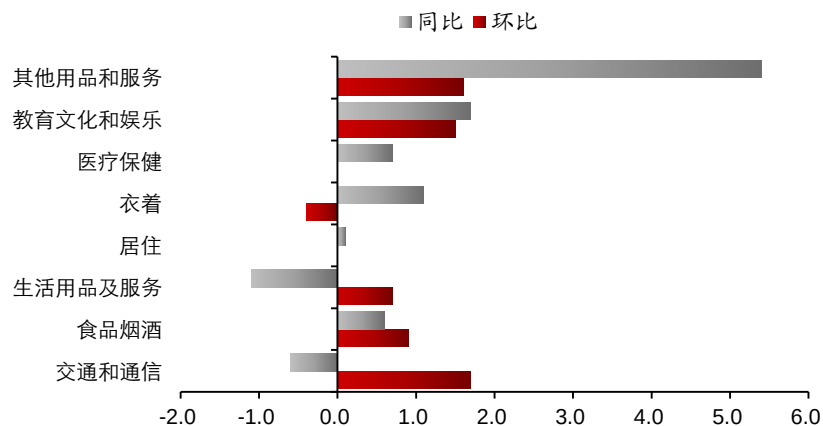


资料来源：Wind，太平洋证券

1、春节假期支撑CPI边际走强

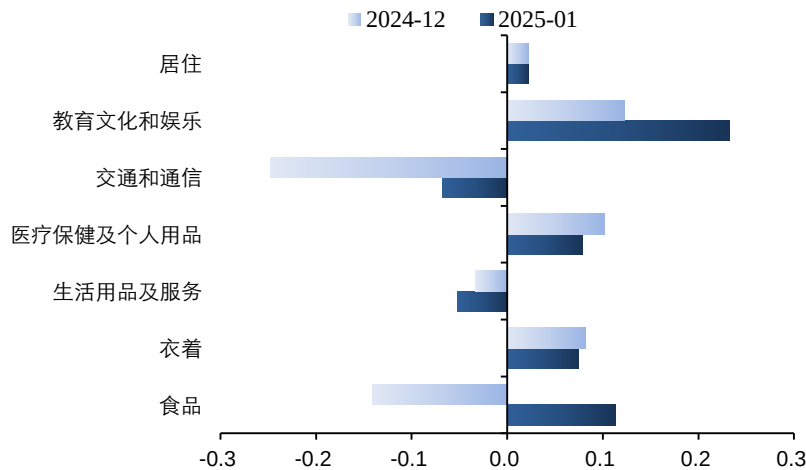
► **主要分项价格多数维持环比正增。**1月CPI中多数分项价格持续环比正增，其中交通和通信、其他用品及服务、教育文化和娱乐环比涨幅居前，分别环比增长1.7%、1.6%、1.5%。一方面国内春节促进出行、娱乐等需求释放，同时受务工人员返乡影响，部分服务行业的劳动力供给在春节期间季节性收缩，供弱于求的局面带动相关行业价格上行。另一方面国际油价的上行对国内相关品类的价格也有传导效应。

图表6：1月各分项价格环比及同比



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表7：各分项对CPI同比的拉动

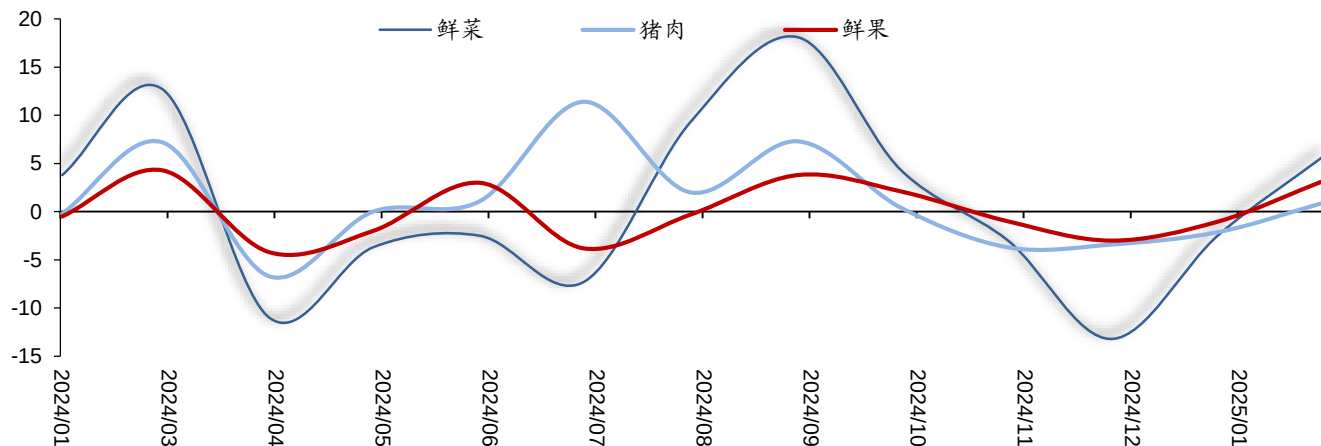


资料来源: Wind, 太平洋证券

1、春节假期支撑CPI边际走强

► **需求季节性增加，食品价格有所反弹。** 本月食品价格同比0.4%，较上月上行0.9个百分点；环比转正，上涨1.3%，较前值上行1.9个百分点，弱于过去10年可比年份的季节性水平（3.2%）。其中猪价环比较上月上升3.1个百分点至1%，鲜菜、鲜果价格分别环比上涨5.9%、3.3%。从上涨原因来看，一是需求端的影响，春节期间对于上述食品的需求有所提升；二是供给端，此前菜果价格向下调整的一大原因是天气条件较好，利于菜果运输，市场供给较为宽松，这一逻辑在本月有所调整，受气温下降的影响，本月鲜菜鲜果的市场供给有所收紧。不过从上涨幅度来看，本月猪肉、鲜菜以及鲜果环比涨幅均弱于季节性，供需失衡情况不及可比年份明显。

图表8：部分食品分项价格环比

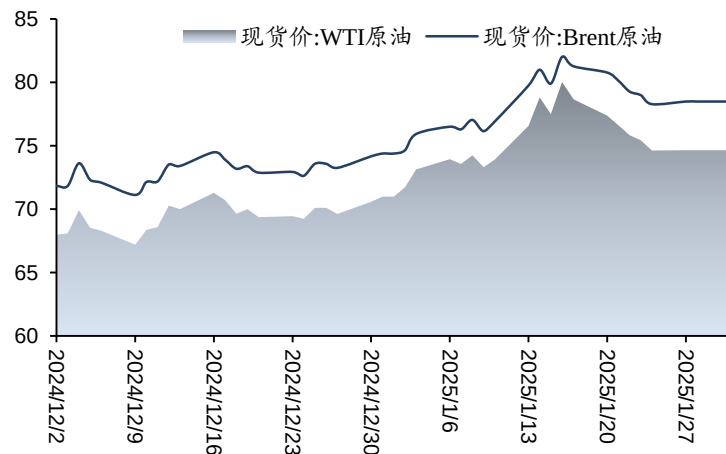


资料来源：Wind，太平洋证券

1、春节假期支撑CPI边际走强

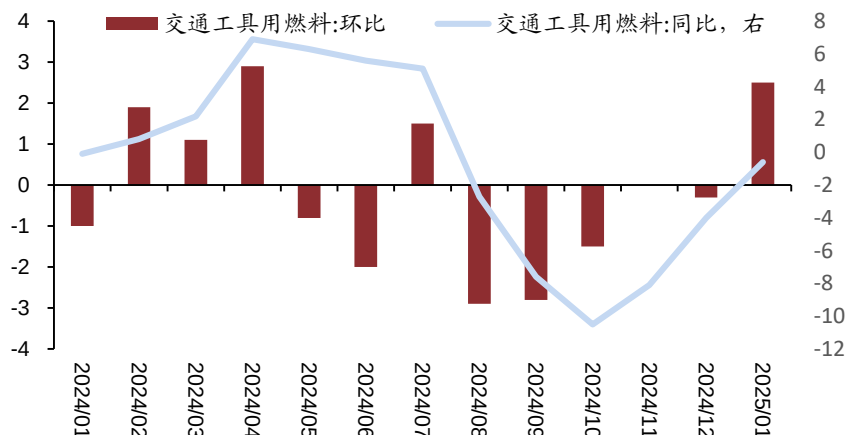
- **国际大宗价格传导显著。**本月国际黄金和原油价格上涨，与之相关的国内黄金饰品与汽油价格环比亦有上行，分别上涨3.0%和2.5%，合计影响CPI环比上涨约0.10个百分点。
- **政策补贴重点品类价格趋于稳定。**本月家用器具价格环比0.4%，前值0.4%；CPI交通工具环比持平，前值为环比零增长。前期政策补贴影响下，企业采取“以价换量”策略，汽车、家电品类价格曾持续呈现环比下降的特征，随着价格降至较低水平叠加促消费政策显效，需求边际有所回暖，通过持续降价获得增量需求的必要性及有效性不及前期强劲，上述商品价格走势也渐趋稳定。

图表9：国际油价



资料来源: Wind , 太平洋证券

图表10：交通燃料价格环比及同比

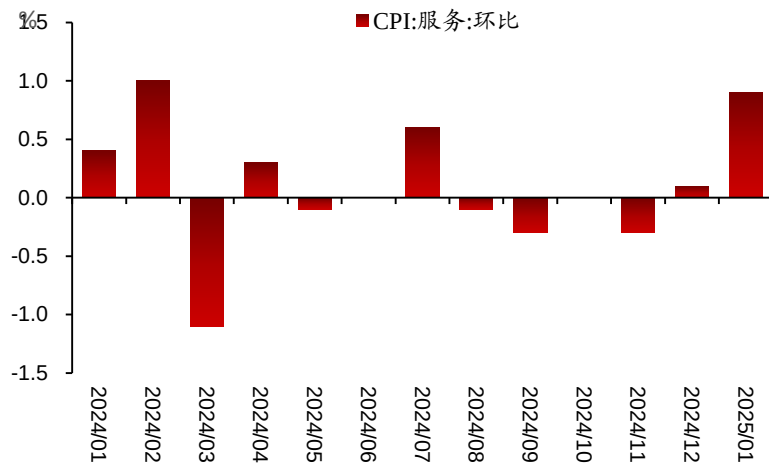


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、春节假期支撑CPI边际走强

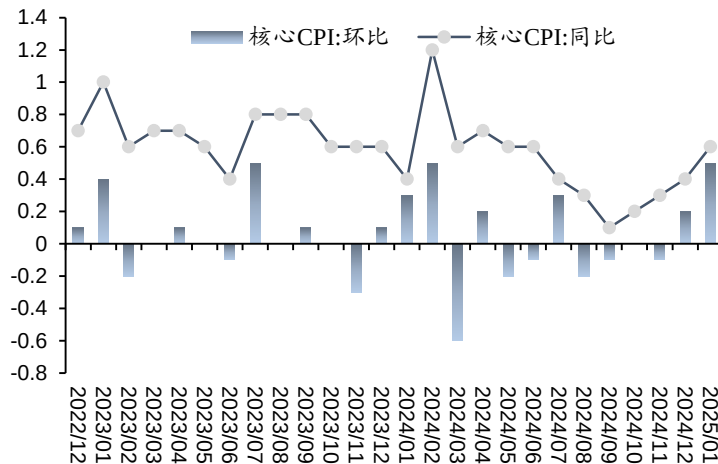
- ▶ **春节假期效应带动服务分项价格持续反弹。**本月服务分项价格出现季节性上行，环比上涨0.9%（前值为0.1%）。服务价格上涨的主要支撑来自春节假期效应。春节期间居民对于文化娱乐以及出行等服务需求加速释放，对相关分项价格上涨提供不小助力。本月服务影响CPI环比上涨约0.37个百分点，其中出行、文娱相关的机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格分别上涨27.8%、16.0%、11.6%和9.6%，合计影响CPI环比上涨约0.28个百分点。
- ▶ **核心CPI持续温和复苏。**本月核心CPI连续第四个月回升，温和服务态势延续。环比上涨0.5%，强于过去十年的可比年份，同比上涨0.6%，环比及同比涨幅均比上月有所扩大。核心CPI的复苏一方面受服务项的支撑，另一方面或与稳增长政策显效下耐用消费品价格的回暖有关。

图表11：服务价格环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：核心CPI同比及环比

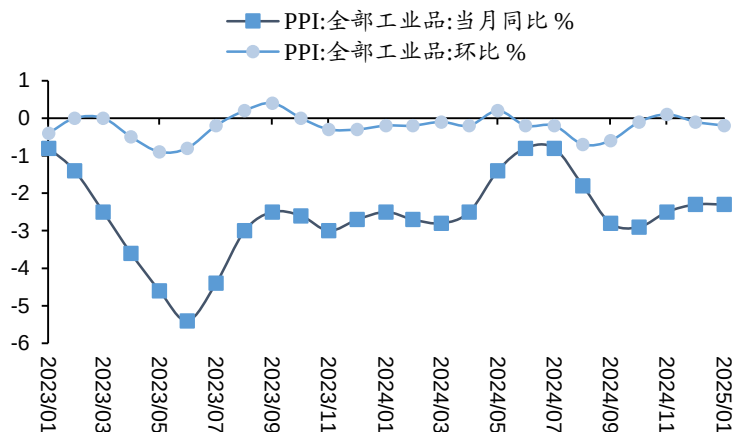


资料来源：Wind，太平洋证券

2、生产淡季致PPI环比降幅扩大

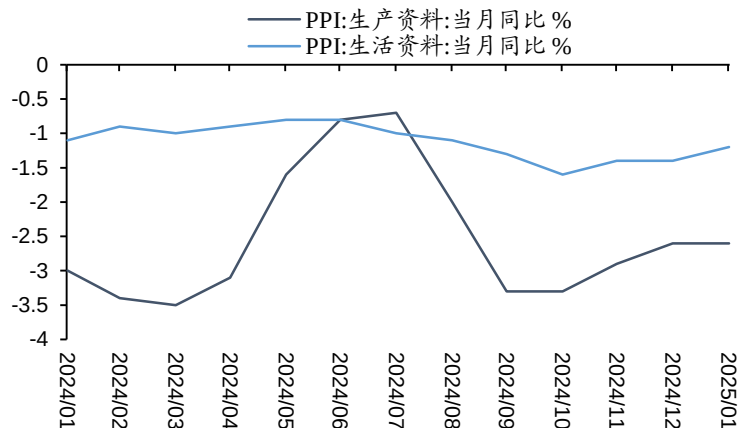
► **内外部因素叠加，PPI边际走弱。**1月PPI全国PPI环比下降0.2%，降幅比上月扩大0.1个百分点；同比下降2.3%，降幅与上月相同，低于市场预期。本月PPI是多重因素综合作用的结果。既有内部供需格局偏弱的影响，也有外部大宗价格传导的作用；既受到春节假期生产淡季的暂时性影响，也存在此前地产投资较为低迷、基建项目落地较慢等拖累的延续。

图表13：PPI同比及环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：生产资料及生活资料同比

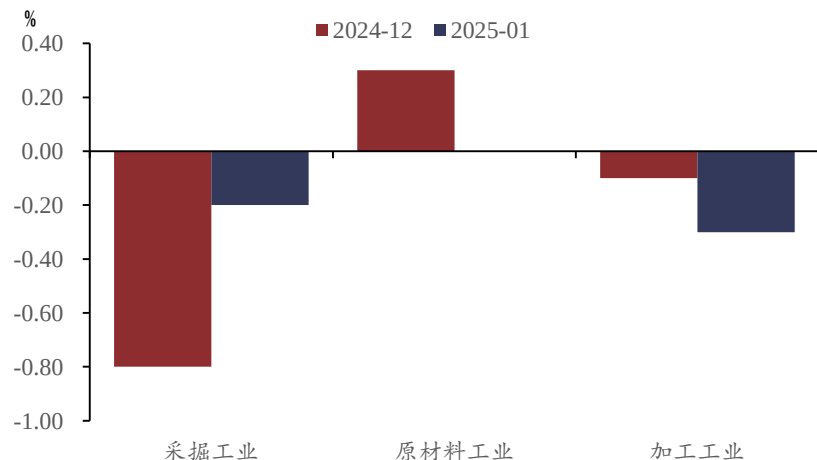


资料来源：Wind，太平洋证券

2、生产淡季致PPI环比降幅扩大

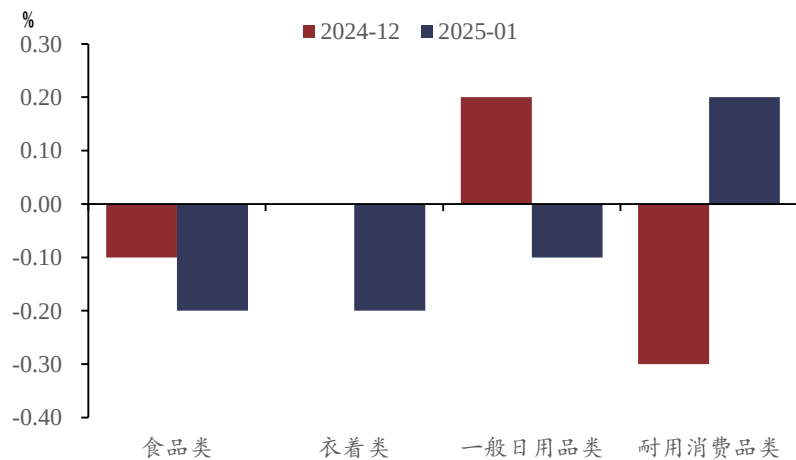
► **生产资料价格拖累相对明显。**大类结构上看，生产资料是本月PPI边际走弱的主要拖累。1月生产资料价格由上月环比持平转为下降0.2%，同比下降2.6%，降幅与上月相同；生活资料价格则由上月环比下降0.1%转为持平，同比降幅比上月收窄0.2个百分点。生产资料中，采掘工业以及加工工业均保持环比负增，原材料工业也由前值的0.3%回落至0。

图表15：生产资料细分项环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：生活资料细分项环比



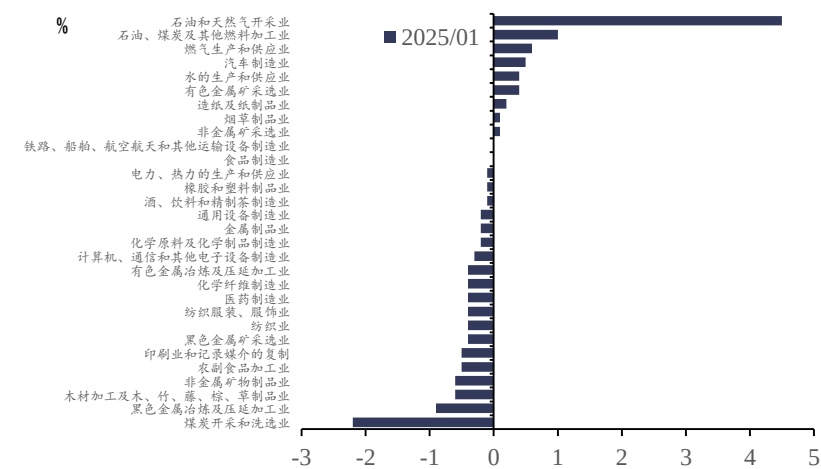
资料来源：Wind，太平洋证券

2、生产淡季致PPI环比降幅扩大

► **短期及中长期因素交织，内需定价工业品价格依旧承压。** 本月建材相关工业品价格有所回落。黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.9%，非金属矿物制品业价格下降0.6%。一方面1月春节临近叠加气温偏低，房地产以及基建项目部分停工，对建材的需求走弱；另一方面，地产投资偏弱、传统基建项目实物工作量形成较慢的问题在本月或有延续，建材价格的上行面临短期与中长期因素的双重制约。根据百年建筑网，今年春节“不停工”项目不及往年，截至2月6日（农历正月初九），全国工地开复工率、劳务上工率及资金到位率农历同比均有减少。

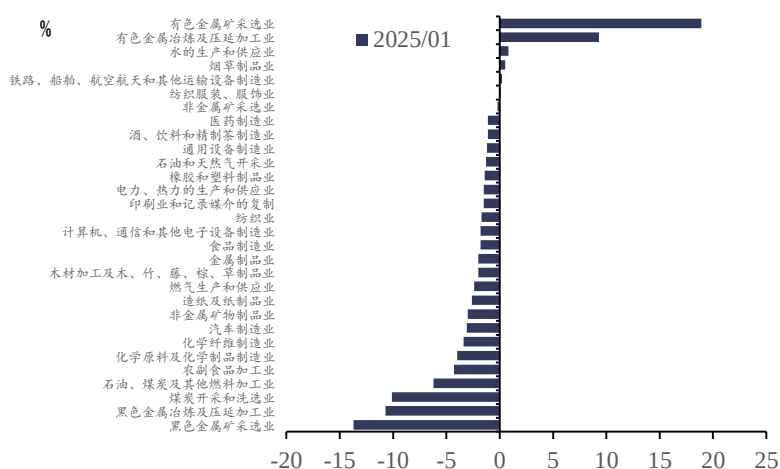
► 此外，本月PPI还呈现出以下特征：一是国际大宗传导构成一定支撑。受国际原油价格上行的影响，国内石油相关行业价格也有上涨，其中石油和天然气开采业价格环比上涨4.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨1.0%。另外受国际有色金属价格偏强的传导，本月国内有色金属矿采选业价格环比上涨0.4%；二是新兴产业价格压力有所减轻。本月装备制造业中，汽柴油车整车制造价格环比上涨0.8%，光伏设备及元器件制造价格环比上涨0.5%；三是春节居民文娱类消费需求增强提振相关消费品制造业价格。根据国家统计局，本月文教工美体育和娱乐用品制造业价格环比上涨0.3%，同比上涨6.7%。

图表17：主要行业PPI环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表18：主要行业PPI同比



资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示

- 外部环境不确定性；
- 内需修复不及预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。