

CPI 回落反映消费需求不足

——1 月通胀数据点评

报告摘要

1月CPI同比1.7%，PPI同比0.1%，均低于预期。

- **消费需求不足，CPI逆季节性回落。**今年食品价格春节效应不及去年，除了猪价受猪瘟影响走低之外，鲜果、水产品、酒类、蔬菜等全面恶化。文娱教育等价格虽上升较多，但主要是春节需求集中释放所致，而春节期间旅游、电影等消费数据并不尽如人意。消费需求系统性走弱，对物价形成造成明显压制。
- **PPI环比降幅收窄，主要受益于两方面因素：**一是，油价大幅反弹，带动石油与化工等原材料价格环比回升；二是，基建预期持续升温，相关工业品价格提前反映。目前，商务部统计的50种流通资料价格环比跌幅仍在持续收窄，未来1-2个月PPI环比降幅有望继续收窄，叠加去年同期环比基数较低，PPI同比在一季度或出现阶段性反弹。但是基于油价下半年或将走弱，以及去年2-3季度是基数高峰，后续通缩压力或将重新加大。
- **债券基本面无忧，成长股仍有相对优势。**通胀走低，盈利下行，货币政策宽松方向不变，这决定了债券市场的基本面无忧，但短期由于经济数据真空、前期涨幅较大、以及股市风险偏好修复，可能出现扰动。股票市场方面，通胀和盈利双重向下，意味着整体机会依然缺乏。通胀走低有利于利率下行，这种背景下，对盈利不敏感而对利率敏感的成长板块或从中获益。此外，PPI同比回升的公用事业行业，可能具备相对盈利优势，也可以加以关注。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

钱伟

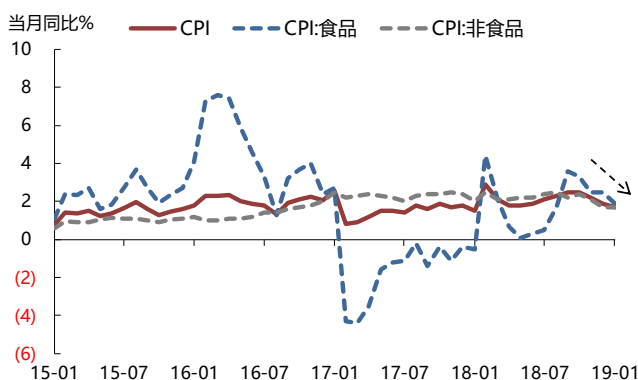
wqian@cebm.com.cn



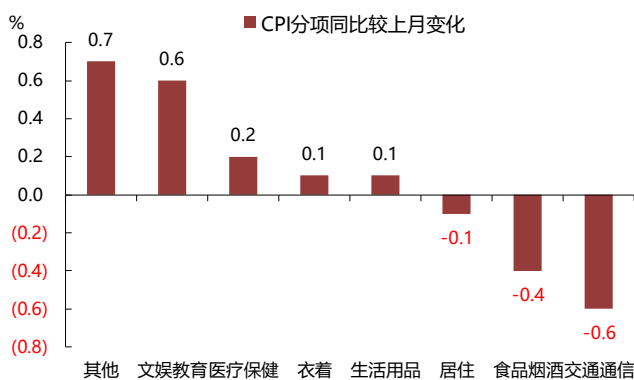
1、CPI 逆季节性回落

CPI的春节效应不及去年，反映出消费需求持续走弱。1月CPI同比增长1.7%，回落0.2个百分点，环比增长0.5%，低于去年同期的0.6%（图表1）。考虑到今年春节早于去年，CPI实际走弱的幅度可能更大。食品价格同比增速下降0.6个百分点至1.9%，除了猪价受到非洲猪瘟影响继续走弱外，鲜果、水产品、酒类、鲜菜等全面恶化。因此，今年春节效应不及去年，不只是猪价的异常干扰，而是整体不佳。非食品价格同比持平于上月的1.7%，由于油价仍显著低于去年同期，交通工具用燃料再度成为最大的拖累之一。服务类价格表现相对较好，文娱教育同比改善0.6个百分点，临近假期，旅游、餐饮、娱乐等需求支撑涨价（图表2）。但是，春节期间旅游、电影等消费数据并不尽如人意，服务消费需求同样偏弱。

图表 1：CPI 超预期下滑



图表 2：文娱教育改善，交通项仍是拖累



资料来源：Wind，莫尼塔研究

资料来源：Wind，莫尼塔研究

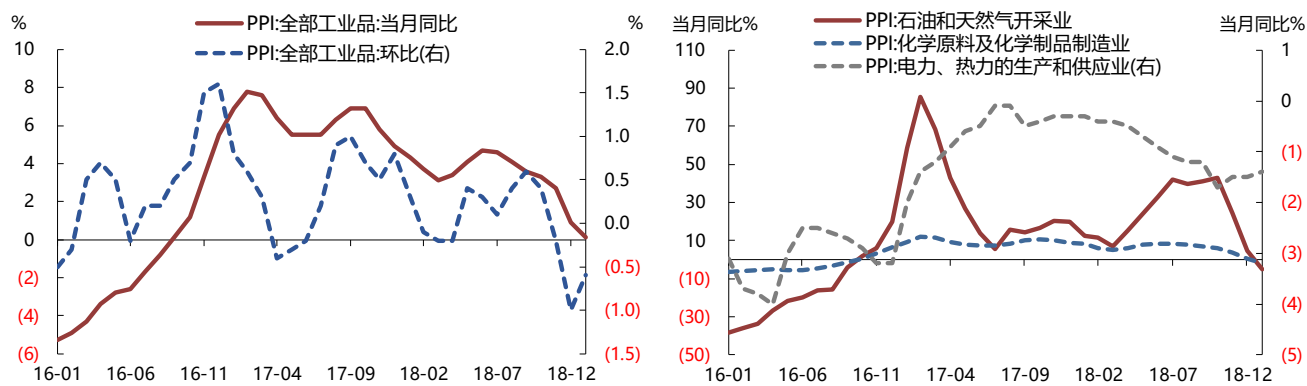
2、PPI 环比降幅收窄

1月PPI同比0.1%，较上月回落0.8个百分点；环比负增0.6%，较上月收窄0.4个百分点（图表3）。PPI环比降幅收窄，主要受益于两方面因素：一是，油价大幅反弹，带动石油与化工等原材料价格环比回升；二是，基建预期持续升温，相关工业品价格提前反映。往前看，商务部统计的50种流通资料价格环比跌幅仍在持续收窄，未来1-2个月PPI环比降幅有望继续收窄，叠加去年同期环比基数较低，PPI同比在一季度或出现阶段性反弹。但是基于油价下半年或将走弱，以及去年二季度到三季度是基数高峰，后续通缩压力或将重新加大。

结构方面，公用事业部门逆势改善。目前公布的行业中，石油与化工行业同比降幅仍然居前，绝大多数行业同比也出现回落。但是，燃气、水、电力与热力等生产部门同比出现改善（图表4）。在下行周期中，公用事业行业的需求相对稳定，产品出厂价格的波动较小。

图表 3：PPI 环比降幅收窄，同比继续回落

图表 4：公用事业行业 PPI 同比回升



资料来源：Wind，莫尼塔研究

资料来源：Wind，莫尼塔研究

3、债市基本面无忧，成长股仍有相对优势

实际利率上升，盈利前景不佳，降息的可能性加大，但短期央行或按兵不动。通胀的进一步走低抬升了实际利率，同时，PPI的下行使得工业企业盈利前景黯淡，央行降息的空间加大。但是，短期来看，由于尚不能确定一般贷款利率已经拐头向下，近期政策仍集中在解决银行资本不足、提升放贷意愿上，同时3月集中了中美贸易谈判、两会、美联储议息会议等重要事件，央行选择按兵不动的概率更高。

债券基本面无忧，成长股仍有相对优势。通胀走低，盈利下行，货币政策宽松方向不变，这决定了债券市场的基本面无忧，但短期由于经济数据真空、前期涨幅较大、以及股市风险偏好修复，可能出现扰动。股票市场方面，通胀和盈利双重向下，意味着整体机会依然缺乏。通胀走低有利于利率下行，这种背景下，对盈利不敏感而对利率敏感的成长板块或从中获益。此外，PPI同比回升的公用事业行业，可能具备相对盈利优势，也可以加以关注。

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或关联公司之观点，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人于发出此报告当日之判断，可随时间随时予以修正。此

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_14146

