



高瑞东：CPI 超预期回落， 需求不足仍是核心问题



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

1月CPI超预期回落,与终端需求疲弱、食品价格超季节性下跌有关。

1月PPI同比增速延续下行,则与高基数背景下,国内保供稳价政策效果持续显现,节前建筑业需求偏弱有关。

向前看,预计一季度CPI同比增速仍处在较低水平,二季度后进入上行通道,PPI同比增速年内预计延续回落态势。同时,在前期原材料上涨压力下,中下游消费品行业不断提价,未来中下游企业盈利有望加快修复。

表 1: 1月CPI、PPI双双回落

| 月份 (2021年) | CPI 同比 | CPI 环比 | 核心 CPI 同比 | PPI 同比 | PPI 环比 |
|------------|--------|--------|-----------|--------|--------|
| 11月 实际值 | 2.3% | 0.4% | 1.2% | 12.9% | 0.0% |
| 12月 实际值 | 1.5% | -0.3% | 1.2% | 10.3% | -1.2% |
| 1月 实际值 | 0.9% | 0.4% | 1.2% | 9.1% | -0.2% |
| 1月 市场预期 | 1.1% | | | 9.2% | |

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (备注: 市场预期为 Wind 一致预期)

一、CPI超预期回落,终端需求延续疲弱

1月CPI同比自上月的1.5%进一步回落至0.9%,低于市场预期的1.1%。

受节日因素影响,1月CPI环比自-0.3%升至0.4%,但对比春节在1月的年份(2014/2017/2020),其CPI环比均值达到1.1%,表明今年1月CPI环比明显弱于季节性。同时,核心CPI同比连续三个月持平于1.2%,指向当前终端需求不足的问题仍未缓解。

1 月食品价格环比自上月的-0.6%升至 1.4%，但弱于季节性表现（2014、2017、2020 年各年 1 月环比均值为 3%），主要与猪价下跌、菜价涨幅温和有关。

一是，1 月猪价环比自上月的 0.4%回落至-2.5%，与猪肉供给充足有关。需求方面，冬季腌腊基本结束，加之多地倡议就地过年，导致猪肉终端消费偏弱。供给方面，今年春节前生猪出栏加快，根据农业农村部的监测，2021 年 11 月、12 月全国规模猪场 5 月龄中大猪存栏量同比分别增长 26%、28%，按 2 个月的育肥时间计算，主要在春节前后出栏上市。同时，因豆粕等饲料价格上涨，推升养殖成本，养殖户加快抛售，进一步加剧阶段性供给过剩压力。

二是，1 月鲜菜价格环比由上月下降 8.3%转为上涨 3.1%，弱于季节性表现（2014、2017、2020 年均值为 11%），与各地扎实推进“菜篮子”保供稳价工作有关。

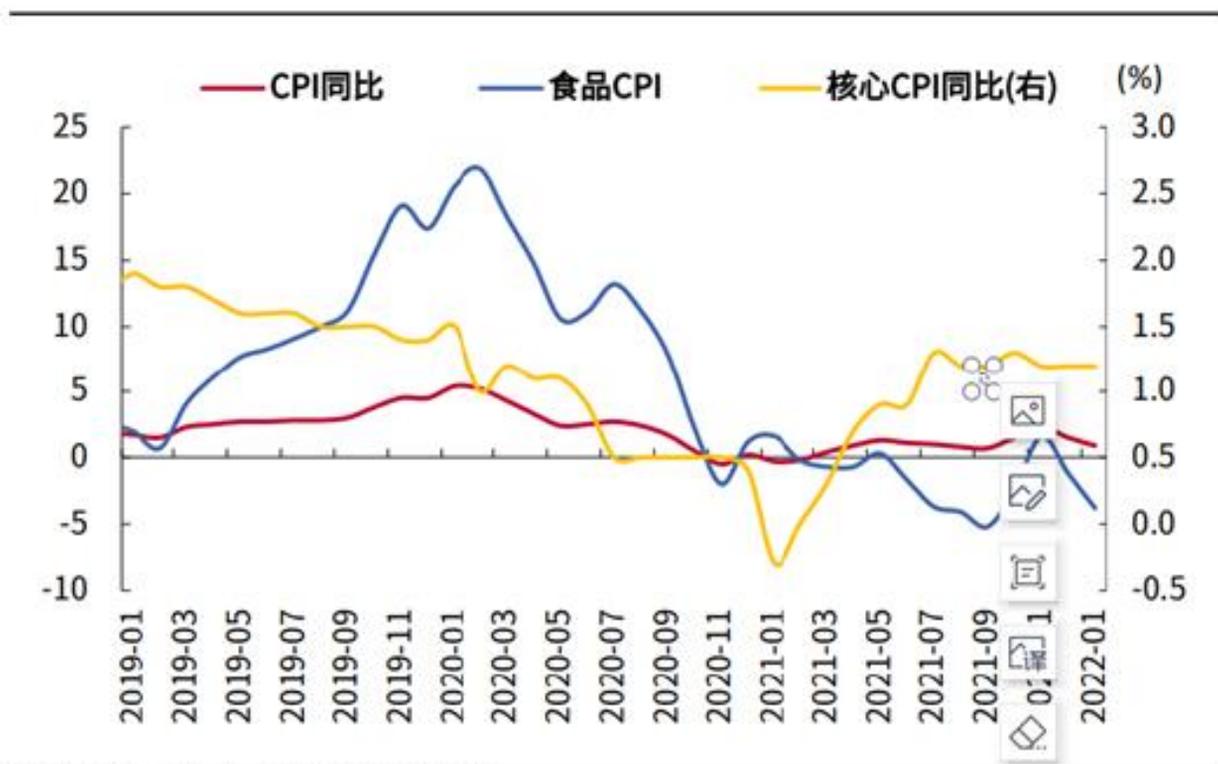
1 月非食品 CPI 环比自上月的-0.2%升至 0.2%，与国际油价上涨、节前出行、返乡需求增加有关。

一是，受 OPEC+ 增产幅度不及预期、俄乌冲突升级，加之原油需求持续恢复，1 月国际能源价格快速上涨，国内汽油、柴油和液化石油气价格环比分别上涨 2.2%、2.4%和 1.5%，交通工具用燃料分项环比自上月的-5.2%升至 2.2%。

二是，受春节前居民出行、返乡需求增加影响，1月服务价格由上月持平转为上涨0.3%，其中家庭服务价格环比自上月的0.6%升至4.7%，旅游价格环比自上月持平转为2.1%。

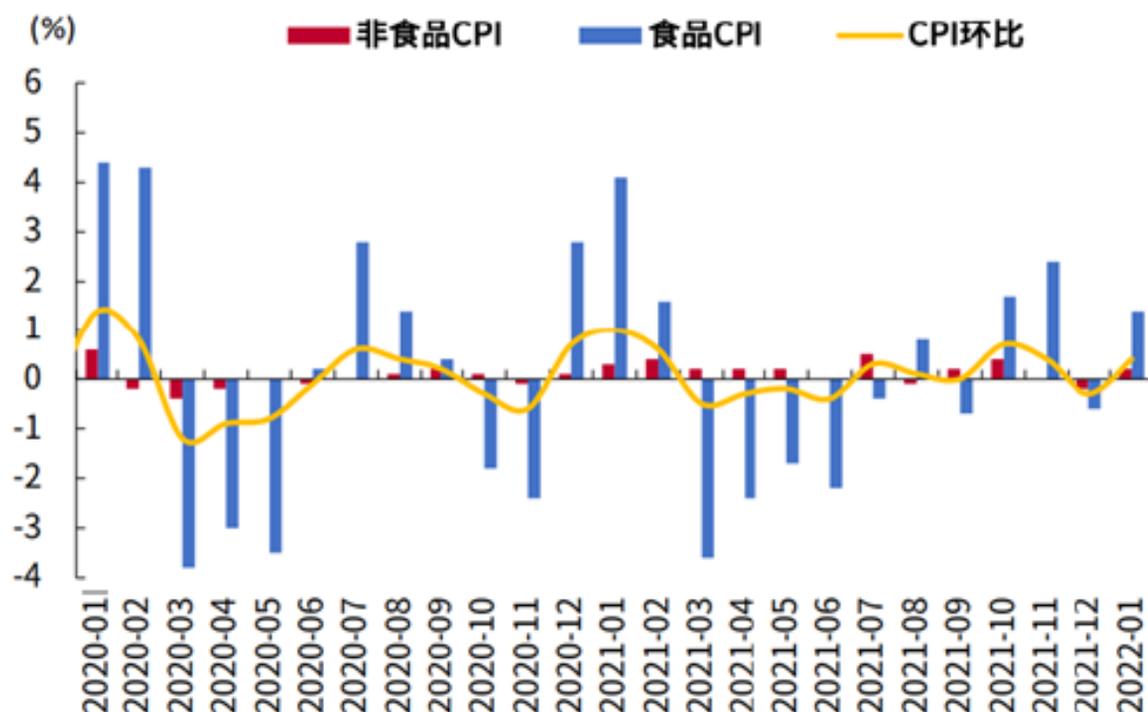
对比同为春节月的年份，当前终端需求不足的问题仍然突出，商品和服务型消费需求偏弱。1月核心CPI环比为0.1%，低于季节性表现(2014、2017、2020年均值为0.5%)，其中，居住、生活用品、教育娱乐、医疗服务价格均弱于季节性表现，仅有衣着价格符合季节性表现。这与1月疫情反复冲击线下消费，居民储蓄意愿偏高有关。

图 1：食品 CPI 同比回落，核心 CPI 同比持平



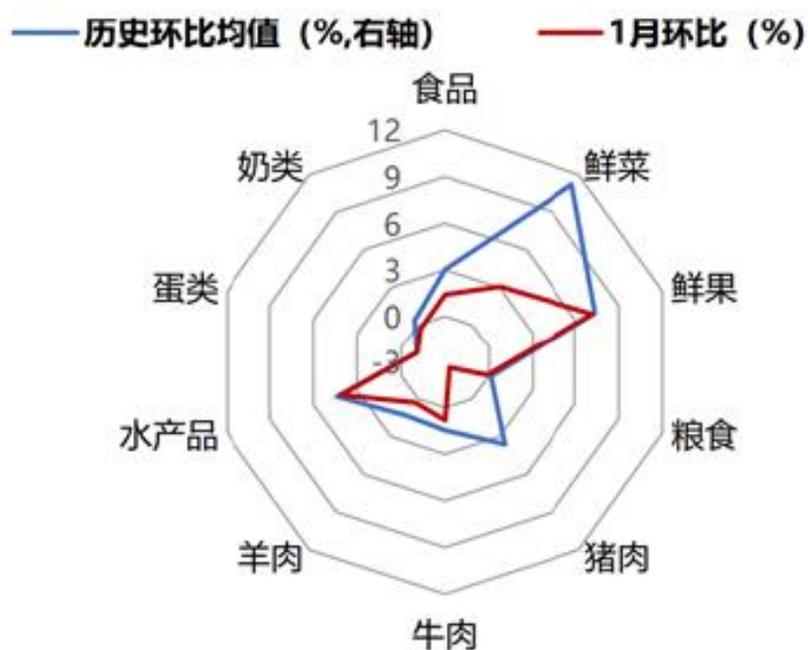
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：食品、非食品 CPI 环比同步回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

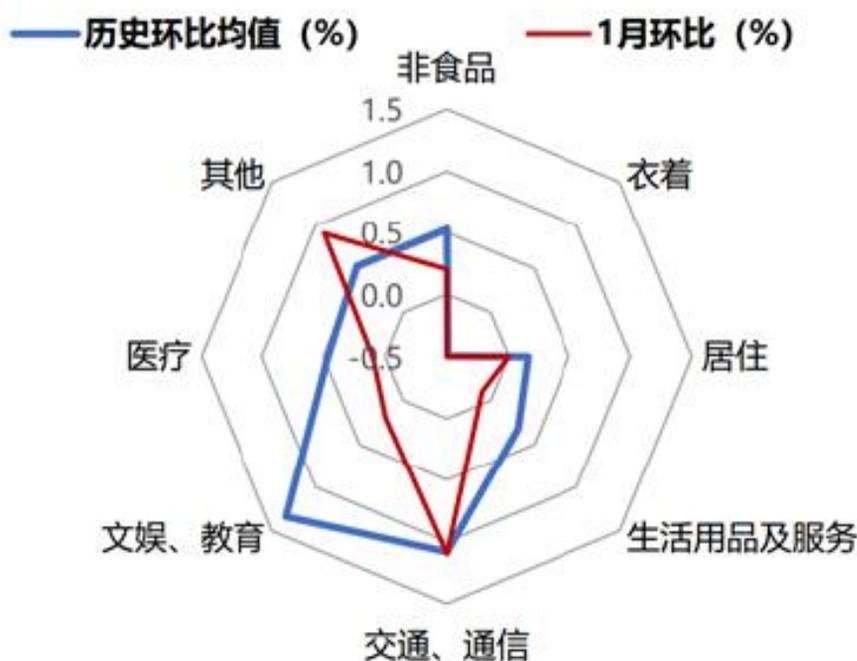
图 3：鲜菜、猪肉价格超季节性回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2014、2017、2020 年各年 1 月环比均值

图 4：居住、生活用品、教育娱乐、医疗价格超季节性回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2014、2017、2020 年各年 1 月环比均值

二、 PPI 延续下行，上下游价格涨跌分化

1 月 PPI 同比自上月的 10.3% 回落至 9.1%，环比自上月的 -1.2% 收窄至 -0.2%。其中，生产资料价格环比下降 0.2%，上月为 -1.6%；生活资料价格环比持平。

生产资料价格环比降幅收窄，与国际原油、有色价格回升有关，国内煤炭、钢铁、建材价格仍然延续回落。

国内保供稳价政策效果持续显现，加之 1 月临近春节，建筑业需求偏弱，煤炭、钢材、水泥价格延续 12 月以来的回落态势。1 月煤炭开采和洗

选业、黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比分别下降3.5%、1.9%、1.8%。

随着奥密克戎变异毒株影响逐步收敛，海外需求持续恢复，在供给偏紧和库存低位的背景下，国际原油、有色价格转为上涨，带动国内价格同步回暖。石油和天然气开采业价格由上月下降 6.9%转为上涨 2.6%，国内有色金属冶炼和压延加工业价格由上月下降 1.4%转为上涨 0.8%

生活资料方面，衣着、耐用品价格环比转正，一般日用品、食品制造价格延续环比上涨，可见前期原材料上涨压力正逐步向下游传导。其中，纺织服装业价格环比自上月下降 0.4%转为上涨 0.2%；汽车制造业价格环比自上月的-0.2%转为上涨 0.1%；食品制造业价格环比上涨 0.3%，上月为 0.7%；一般日用品价格环比上涨 0.1%，持平于上月。

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_37334

