

1 月物价涨幅回落，全年通胀压力可控

—— 2022 年 1 月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局数据，2022 年 1 月 CPI 同比 0.9%，前值 1.5%，上年同期-0.3%；1 月 PPI 同比 9.1%，前值 10.3%，上年同期 0.3%。

主要观点：

1 月 CPI 和 PPI 同比涨幅均现回落，其中 CPI 涨幅下行主要源于今年春节前猪肉和蔬菜价格走势偏弱，当前消费整体仍然处于低迷状态；PPI 涨幅下行则更多体现前期保供稳价政策效应的显现。

CPI 方面，1 月 CPI 同比涨幅延续明显回落势头。考虑到上年同期价格基数下行，因此 1 月 CPI 涨幅回落主要由于年初价格走势偏弱所致，其中食品价格降幅扩大是重要原因，猪肉和蔬菜价格同比下行拖累明显。非食品价格方面，1 月工业消费品价格涨幅有所回落，服务价格涨幅略有上扬，整体都处于温和水平，凸显当前消费不振，较高的 PPI 涨幅难以向下游消费终端传导。

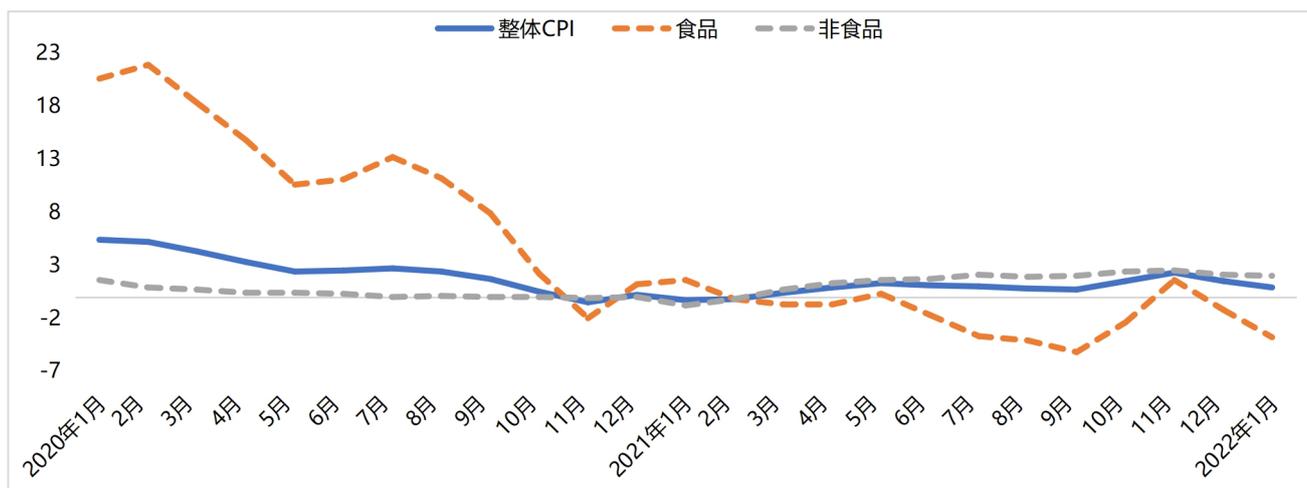
PPI 方面，1 月国际油价走高对 PPI 起到一定拉升作用，但因国内煤炭、钢铁、水泥等商品价格或仍处低位或进一步下跌，当月 PPI 延续了环比走跌、同比较快回落的势头。分大类看，1 月生产资料 PPI 及各分项环比跌幅均有所收敛，其中，原材料工业 PPI 环比回正；同比涨幅均继续回落，但回落速度较上月放缓。1 月生活资料 PPI 环比涨幅连续第二个月为 0.0%，同比涨幅从上月的 1.0% 小幅回落至 0.8%，显示国内消费需求不振，导致生活资料涨价缺乏需求端支撑。

展望未来，2 月 CPI 与 PPI 走势有可能出现“一升一降”的分化走势。其中，CPI 同比有望小幅回升，但仍将处于 1.2% 左右的偏低水平；2022 年 CPI 涨幅中枢将会略有上移，但接近 3.0% 控制目标的风险不大。综合考虑国际原油价格及国内工业价格走势，以及 PPI 翘尾因素变动，预计 2 月 PPI 同比涨幅将继续回落至 8.4% 左右，年内有望持续高位下行态势。

具体分析如下：

一、主要受节前猪肉、蔬菜价格偏弱影响，1 月 CPI 同比涨幅连续第二个月较大幅度回落；消费不振背景下，当月 PPI 向 CPI 传导效应依然不明显。

图1 CPI 增速：当月同比 %



数据来源:WIND, 东方金诚

食品价格方面，尽管节前消费旺季来临，但1月猪肉价格环比走低，同比降幅扩大，蔬菜价格同比由升转降，成为带动当月食品价格同比降幅扩大的主要原因。值得注意的是，1月粮价环比持平，结束了此前两个月的较快上涨过程，同比涨幅也现回落。

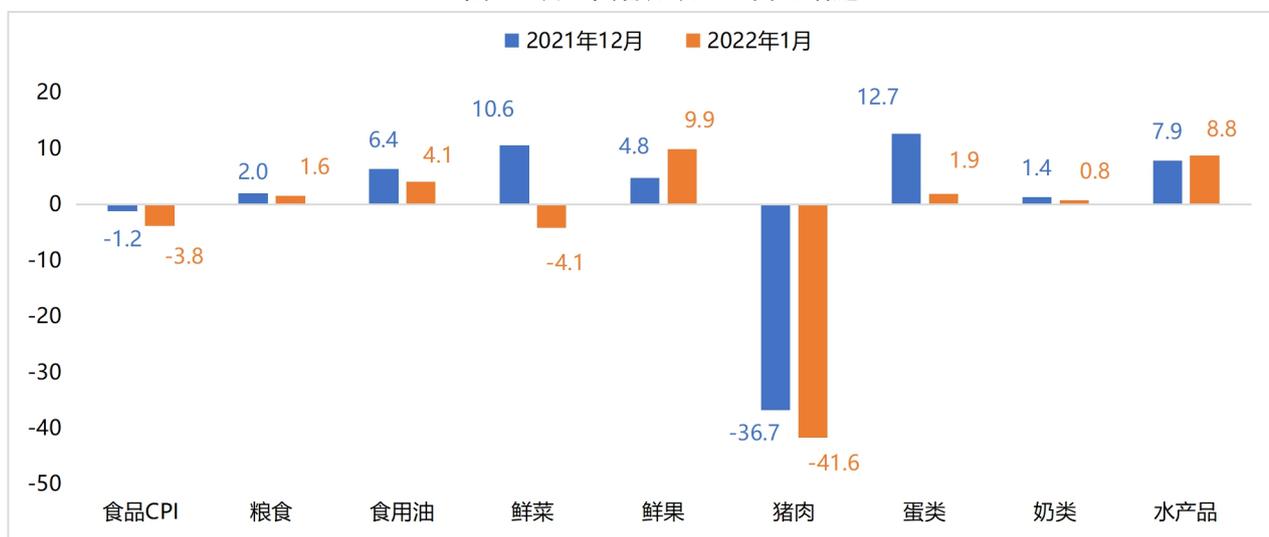
1月食品价格同比下降3.8%，降幅较上月骤然扩大2.6个百分点，影响CPI下降约0.72个百分点，是带动当月CPI同比走低的最主要原因。具体来看，受猪肉产能仍处高位，部分养殖户抛栏影响，春节消费未能带动猪肉价格走高，同比降幅扩大；近期蔬菜供应上量，节前菜价走势明显弱于季节性，同比涨幅也由正转负。由于猪肉和蔬菜价格在CPI中的权重较大，成为1月食品价格降幅扩大的主要推动因素。另外，供应充足带动蛋类价格环比持续下行，加之上年基数偏高，1月同比涨幅也明显收窄。受节日因素影响，1月鲜果、水产品价格分别上涨7.2%、4.1%，同比涨幅扩大。但由于这两项在CPI中的权重较低，不足以改变1月食品CPI降幅扩大势头。整体来看，1月食品价格环比由负转正，符合季度性规律，但涨幅明显弱于季节性，是当月食品CPI同比大幅下降的主要原因，背后除了猪肉、蔬菜价格的短期供需波动外，当前居民食品消费偏弱也是一个重要原因。

值得注意的是，1月粮食价格环比持平，结束了此前连续两个月保持较快增速的过程，同比涨幅也收窄0.4个百分点至1.6%。从具体粮食品种来看，前期粮价较快上涨主要由小麦价格驱动，不过，在节前备货高峰过后，小麦市场供需恢复平衡，涨势明显回落。这是1月粮食价格回稳的直接原因。

如何看待粮价未来走势是判断2022年整体通胀形势的一个重要基础。根据国家统计局数据，2021年全国粮食总产量13657亿斤，比上年增加267亿斤，增长2.0%，全年粮食产量再创新高，连续7年保持在1.3万亿斤以上。这样来看，尽管近期海外谷物等农产品及食品价格出现较大幅度上涨，但在国内主粮供需平衡未发生明显变化，而且国内粮价普遍高于国际粮价的背景下，国内粮价持续走高的可能性不大。唯

一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，国际大豆价格上涨向国内传导效应明显。1月受上年基数大幅抬高影响，食用油价格同比涨幅较上月有所回落，但仍属明显偏高水平，而且这种状况已持续两年之久。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %



数据来源:WIND, 东方金诚

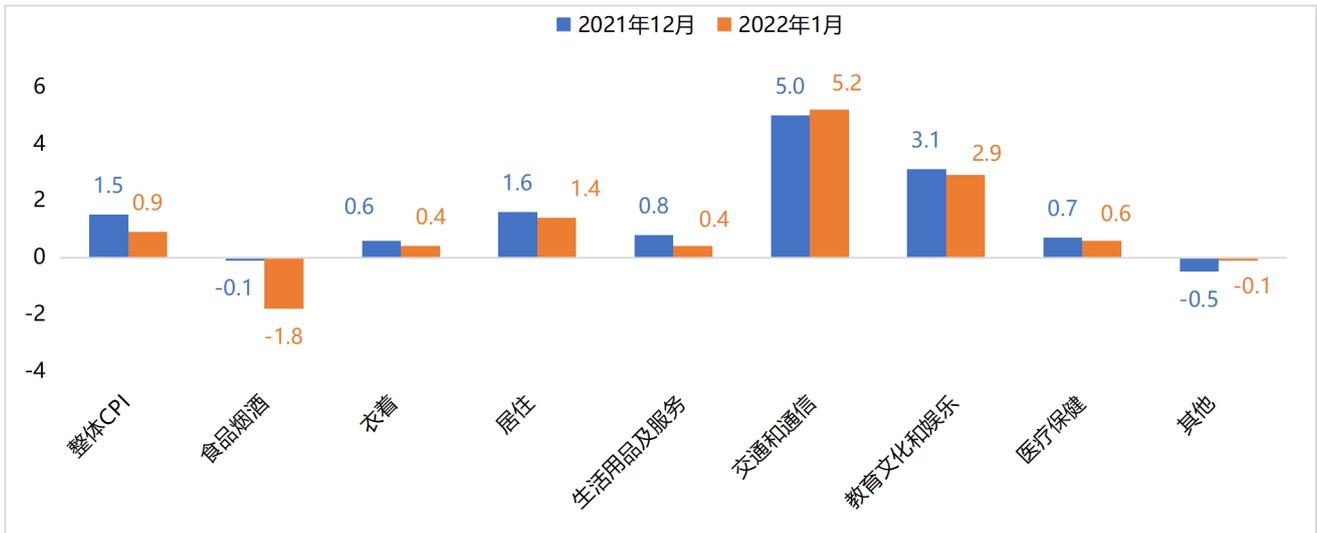
非食品价格方面，1月工业消费品价格涨幅有所回落，服务价格涨幅略有上扬，整体都处于温和水平，凸显当前消费不振，较高的PPI涨幅难以向下游消费终端传导。

1月非食品价格同比上涨2.0%，涨幅较上月收窄0.1个百分点。结构分析显示，1月非食品价格涨幅回落，主要受工业消费品价格同比涨幅由2.9%降至2.5%所致。背后的主要原因是当月尽管燃油价格上调，但在上年高基数影响下，汽油、柴油价格同比涨幅都有所回落。服务价格方面，1月同比涨幅为1.7%，较上月小幅扩大0.2个百分点，主要源于节前出行有所增加，飞机票价格环比上涨12.4%，受部分城市务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务、母婴护理服务和美发等价格环比均有所上涨，并带动飞机票和家庭服务价格分别同比大幅上涨20.8%和6.2%。其中，前者推动非食品分项中的交通通讯价格同比涨幅高位上扬。

近期局部疫情反复对节前居民的商品和服务消费带来一定影响。可以看到，1月衣着、居住和娱乐等价格走势普遍较弱。另外，从1月非食品CPI上涨幅度和结构可以看出，当前较高的PPI涨幅向CPI传导依然受阻。这表明在居民消费不振、消费品供应充足的背景下，尽管前期上游煤炭、钢材、化工等原材料和工业品价格上涨明显，但下游企业很难提高终端产品价格。最后，近20年以来我国CPI年均涨幅仅为2.2%。这意味着整整一代人未经历过高通胀，市场很难形成高通胀预期。叠加疫情以来我国财政、货币政策逆周期调控力度比较温和，共同造成当前消费品价格水平整体温和的局面。这与近期海外消费品价格整

体大幅上涨形成鲜明对比。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



数据来源:WIND, 东方金诚

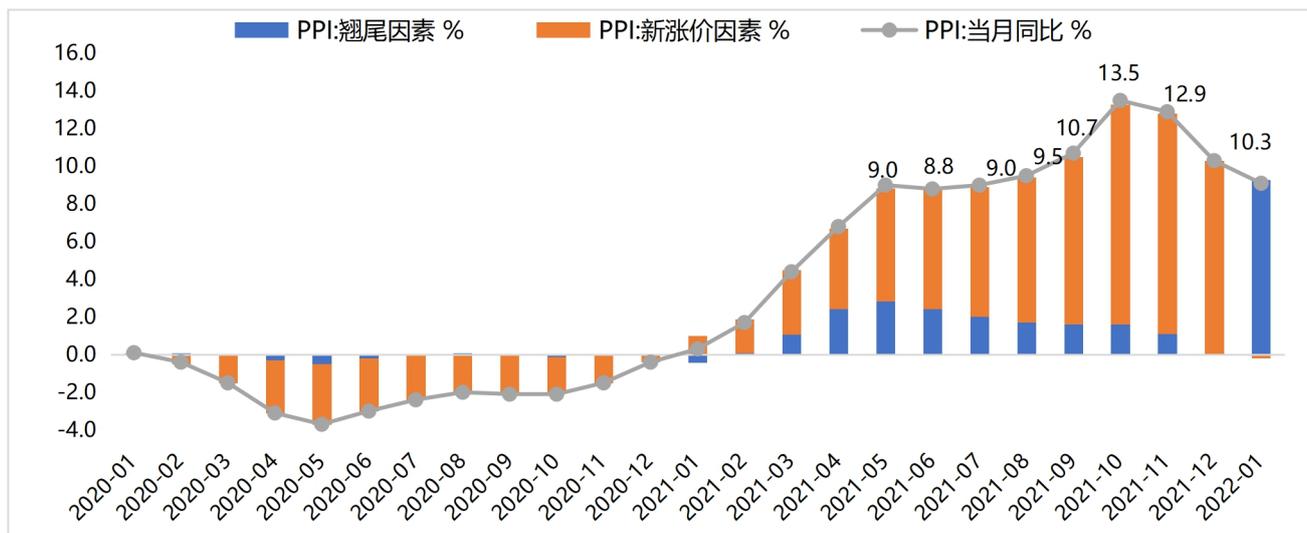
PPI 向 CPI 传导受阻对宏观政策有三个影响：首先，这意味着物价因素对货币政策向稳增长方向微调不会有明显掣肘，1月政策利率下调就表明了这一点。其次，1月PPI与CPI剪刀差有所收窄，但仍处明显高位，表明下游中小微企业经营困难仍未明显缓解，如果这种状况持续下去，最终将影响就业市场稳定。为此，接下来宏观政策对中小微企业的支持力度还将继续加码，这包括财政方面有可能推出新的减税降费组合，货币政策针对小微企业的定向支持力度也会进一步加大。最后，当前居民消费不振正在成为影响宏观经济运行的突出短板，2022年财政政策、货币政策都将适度向这个方向发力。这包括适当加大直接针对居民的减税降费力度、更大范围发放消费补贴，以及金融增强对居民消费的信贷支持，尽快扭转房地产市场下滑走势，提振居民消费信心等。

二、1月国际油价走高对PPI起到一定拉升作用，但因国内煤炭、钢铁、水泥等商品价格或仍处低位或进一步下跌，当月PPI延续了环比走跌、同比较快回落的势头。

1月国际油价走高对PPI起到一定拉升作用，但因国内煤炭、钢铁、水泥等大宗商品价格或仍处低位或进一步下跌，当月PPI环比续跌0.2%，跌幅较上月收窄1.0个百分点，同比涨幅从上月的10.3%降至9.1%，延续了环比走跌、同比较快回落的势头。

从新涨价和翘尾因素来看，1月PPI环比下跌0.2%，故当月新涨价因素为-0.2个百分点，翘尾因素则因去年PPI整体高增而达到9.3个百分点，但因去年1月PPI环比上涨，故今年1月翘尾因素低于去年12月新涨价因素1.0个百分点，未能弥补当月新涨价因素转负对PPI同比的拖累，反而进一步拉大了当月同比涨幅较上月放缓的幅度。

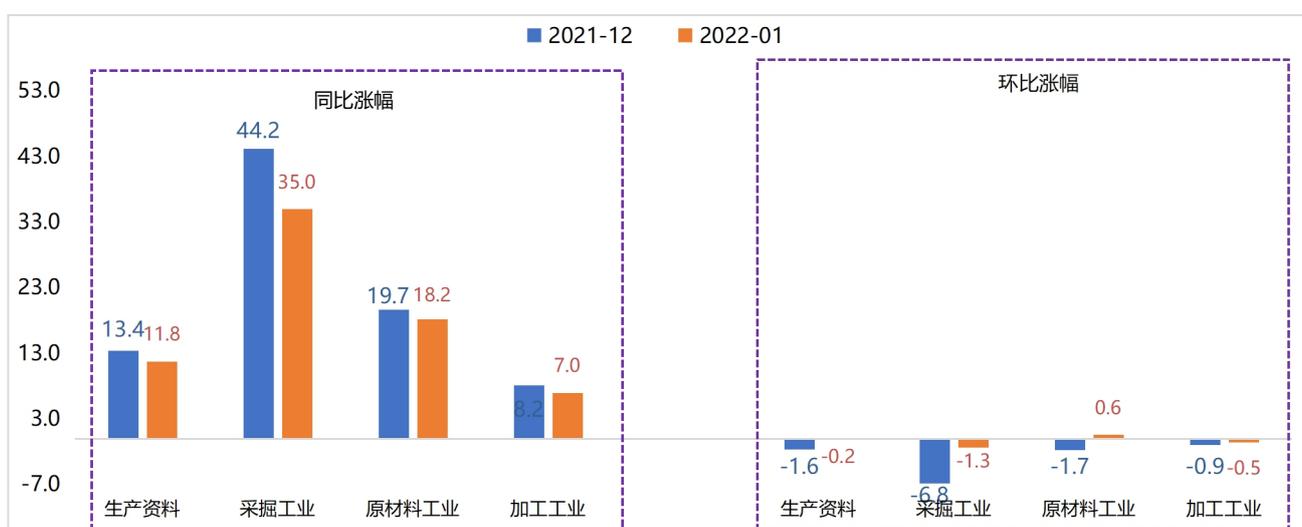
图4 1月新涨价因素转负，翘尾因素低于上年12月新涨价因素，共同导致PPI同比涨幅较快回落



数据来源:WIND, 东方金诚

分大类看，1月生产资料PPI及各分项环比跌幅均有所收敛，其中，原材料工业PPI环比回正；同比涨幅均继续回落，但回落速度较上月放缓。主要原因是1月国际油价走高并带动石油相关行业价格普遍回暖，对PPI起到一定拉升作用——当月石油和天然气开采业、石油加工业PPI均从上月的环比大跌转为环比上扬，且同比涨幅收窄幅度明显收敛。由于全球经济复苏，尤其是美国经济增长势头较强，加之冬季取暖需求，带动原油需求强劲，而供给端OPEC+ 1月原油产量不及承诺，国际原油供给持续偏紧，再加上俄乌边境战争风险加剧供给端不确定性，1月布伦特原油现货价均值环比上涨17.9%，同比涨幅也从上月的48.1%扩大至59.3%。但从国内来看，由于保供稳价政策稳步推进以及春节前大宗工业品需求偏弱，1月国内煤炭、钢铁、水泥等商品价格或仍处低位或进一步下跌。其中，动力煤和螺纹钢现货价月内走势整体反弹，但价格均值不及上月，故当月煤炭、黑色金属等行业PPI环比续跌，同比跌幅也进一步收敛。

图5 生产资料各分项PPI涨幅 %



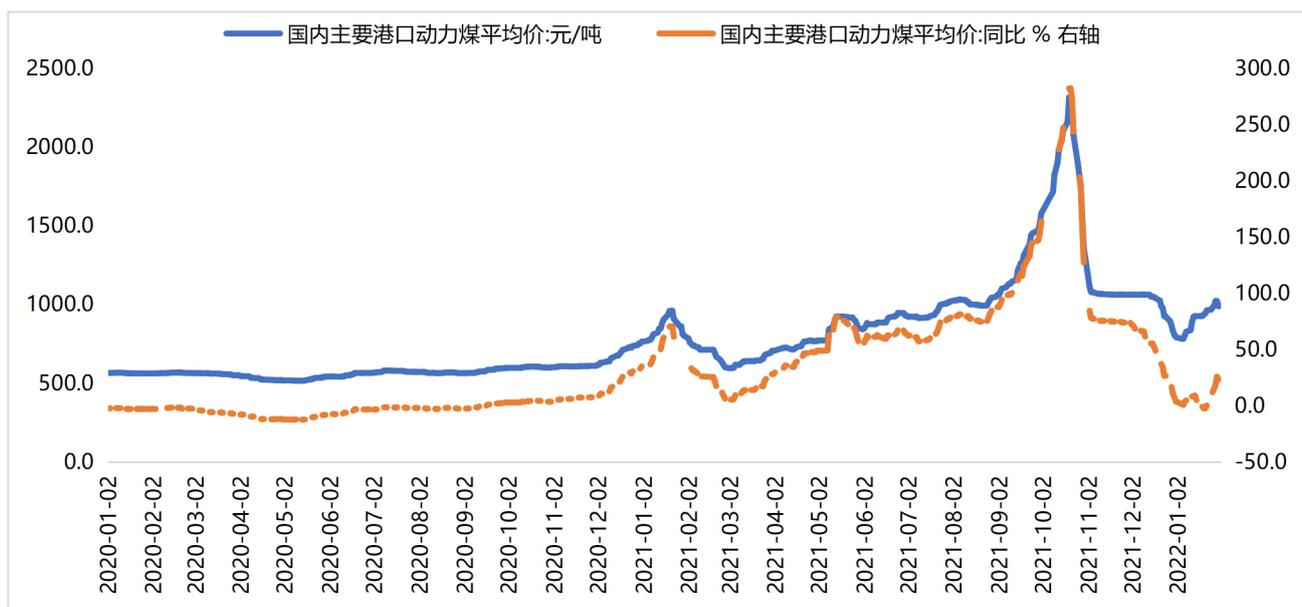
数据来源:WIND, 东方金诚

图6 1月国际油价大幅上扬



数据来源:Wind, 东方金诚

图7 2021年12月国内动力煤价格延续跌势



数据来源:Wind, 东方金诚

1月生活资料PPI环比涨幅连续第二个月为0.0%，同比涨幅从上月的1.0%小幅回落至0.8%。分项中，食品类PPI环比小幅走弱、同比涨幅收敛；一般日用品PPI环比涨幅与上月持平，同比涨幅也出现小幅收敛；衣着和耐用品PPI环比涨势则在节前消费需求带动下有所加快，同比亦小幅提速。整体上看，1月生活资料PPI涨价动能仍弱，一方面因上游商品价格涨势放缓，下游企业面临的成本压力得到缓和，成本驱动下的涨价压力亦相应减弱；另一方面，也因国内消费需求不振，导致生活资料涨价缺乏需求端支撑，这也与当月核心CPI涨幅继续低位徘徊相一致。

图 8 生活资料各分项 PPI 涨幅 %



数据来源:WIND, 东方金诚

三、展望 2 月，CPI 同比有望小幅回升，但仍将处于 1.2% 左右的偏低水平；2022 年 CPI 涨幅中枢将会略有上移，但接近 3.0% 控制目标的风险不大。综合考虑国际原油价格及国内工业品价格走势，以及 PPI 翘尾因素变动，预计 2 月 PPI 同比涨幅将继续回落。

展望未来，尽管短期内猪肉价格仍将承压，蔬菜价格同比也将处于负向区间，但因上年同期食品价格基数走低或带来一定支撑作用，预计 2 月食品 CPI 同比降幅有望略有收窄。非食品价格方面，近期国际油价上涨效应将在交通和通讯价格上有所体现，不过消费整体不振背景下，工业消费品和服务价格上涨势头依然会受到抑制。综合以上，预计 2 月 CPI 同比会略有反弹，有望达到 1.2% 左右，仍将处于明显偏低水平。展望全年，由于上年价格基数偏低（2021 年全年 CPI 同比为 0.9%，创近 12 年以来新低），以及居民消费修复，CPI 同比涨幅将有所上扬，其中下半年猪肉价格上涨有可能成为推升 CPI 的一个因素。但综合考虑供需平衡、政策调控等各方面因素，2022 年全年 CPI 涨幅中枢有望控制在 2.5% 以内，接近 3.0% 控制目标的风险不大，特别是核心 CPI 将控制在 2.0% 以内。这意味着未来一段时间我国通胀形势将继续处于整体温和的局面，不会对货币政策操作形成掣肘。

PPI 方面，首先，短期内原油供给偏紧局面难以逆转，加之俄乌地缘政治风险仍在发酵，国际油价仍有支撑，2 月中旬布伦特原油现货价已逼近 100 美元/桶大关，后续走势主要看俄乌边境局势变化（多家俄罗斯媒体 2 月 15 日下午 16 时报道，俄罗斯国防部消息显示，部分在乌克兰边境附近的俄罗斯部队演习结束，正返回永久基地）。考虑到国际油价波动对我国 PPI 上涨有一定的滞后性，前期油价大涨的影响在 2 月 PPI 中还会有累积体现。其次，2 月以来，或受汽车生产加快带动，螺纹钢、玻璃等商品价格上涨，但

水泥、混凝土等建材价格仍在下跌，或与地产投资下行有关，同时监管压力下煤价也有所回落，国内工业品价格涨势整体上未见明显走强。我们判断，主要受油价上涨拉动，2月PPI环比有可能小幅转正，但因基数走高、翘尾减弱，同比涨势仍将继续回落，预计2月PPI同比涨幅将降至8.4%左右。全年来看，受高基数及未来价格走势影响，年内PPI同比有望持续高位下行态势。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。