

物价弱勢恢复，全年保持温和

2023年1月通胀点评

核心内容：

- **春节价格走高，猪肉异常下跌** CPI 环比平稳，核心 CPI 小幅回升，1 月份 CPI 同比上行。物价受到春节影响食品价格和非食品价格同时走高，均表现了春节特性：(1) 食品方面，蔬菜价格 1 月份上行 19.6%，蔬菜的春节上行在正常范围内；春节作用下，1 月份水果、水产品上行；但 1 月份猪肉供给大幅增加，猪肉价格跳水，逆转了春节效应；(2) 非食品价格方面，春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格上行；但原油价格回落，带动交通工具用燃料价格下行。
- **猪肉价格在底部区域** 出栏大幅增加以及终端消费极弱共同导致了猪肉价格的下行。元旦后猪肉价格反弹：(1) 开学和复工推动需求上行；(2) 发改委将启动收储。但年后仍然是猪肉消费淡季，猪肉价格可能在底部震荡。
- **通胀 2 月份重新回落** 2 月翘尾水平在 1.5%。春节过后，蔬菜、水果、水产品价格会出现下行，猪肉价格底部震荡，预计食品价格下行 1.4%。非食品方面，燃料价格走高，旅游、家庭服务等价格回落，非食品价格下行 0.2%。1 月份预计 CPI 环比下行 0.4% 左右，1 月份同比预计在 1.1% 左右运行。
- **2023 年通胀预计在 1.7%-2.0% 左右** 2023 年如果服务业顺利恢复，通胀与 2022 年基本持平；如果不及预期，通胀低于 2022 年。从 2023 年春节来看，终端消费仍然相对偏弱，服务业的回升较为迅速，仍然要观察后续持续性：(1) 2023 年基数水平低于 2022 年；(2) 需求缓慢回升，但供给的增加速度会弱于需求增加速度，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业。
- **货币政策持续宽松** 现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。对于央行来说，防通缩是 2023 年的主要任务。
- **2023 年 PPI 弱勢运行** 1 月份 PPI 同比-0.8%，环比下行 0.4%。1 月份除黑色产品外，其他产品出厂价格普遍性回落：(1) 国际原油价格 1 月份小幅走高，但发改委发布价格回落，预计 2 月份会重新回升；(2) 煤炭期货价格走低，煤炭出厂价格小幅走高。对澳煤炭进口可能在 2 月份恢复，煤炭价格低迷；(3) 黑色系价格走高，铁矿石价格大幅上行带动了钢铁价格；(4) 下游价格回落。

PPI 基数水平 2023 年大幅回落，PPI 同比可能在 -1.0% 左右：(1) 2022 年的基数水平较高，侧面拉低了 2023 年 PPI 水平；(2) 2023 年能源价格等大宗商品价格回落会带动 PPI 下滑。另一方面，下半年 PPI 可能回升：(1) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格可能有所回升；(2) 国内需求回升，带动终端产品价格小幅上行。

预计 2023 年 2 月份 PPI 环比小幅回升，2 月份 PPI 同比水平在 -1.1% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在 -1.0% 左右。

分析师

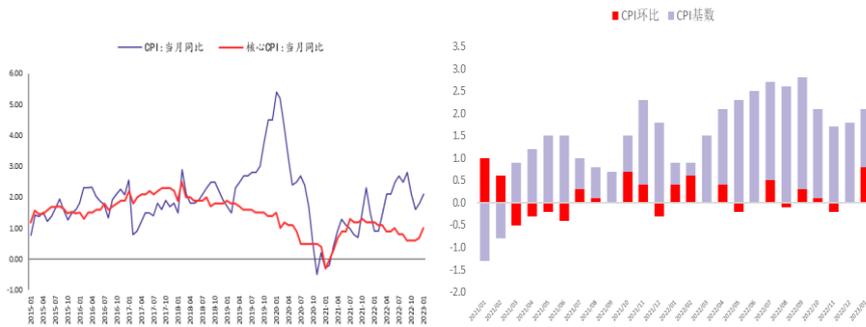
许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、春节价格走高，猪肉异常下跌

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心CPI小幅回升，1月份CPI同比上行。1月份CPI同比增速2.1%，比2022年12月份上行0.3个百分点。1月份CPI环比走高；其中食品价格环比下行2.8%，非食品价格上行0.3%。核心CPI同比增速1.0%，环比上行0.4%。

图1：CPI同比持平（%）

图2：CPI环比节日性走高（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

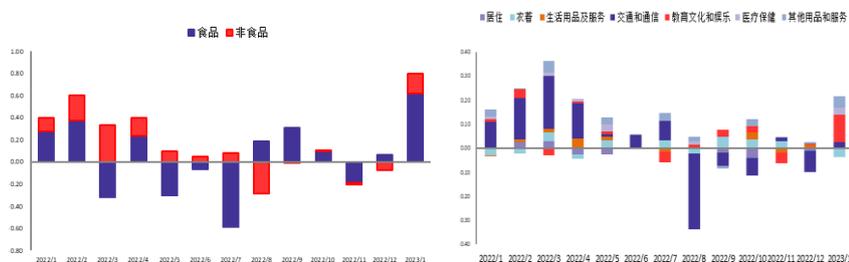
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月CPI翘尾水平1.3%，比上个月回落0.5个百分点，基数水平下降。2023年1月份，受到春节影响食品价格和非食品价格同时走高。1月通胀环比上行，食品价格和非食品价格走高均表现了春节特性：（1）食品方面，蔬菜价格1月份上行19.6%，蔬菜的春节上行在正常范围内；春节作用下，1月份水果价格上行9.6%，水产品上行5.5%；但是1月份猪肉价格下行10.8%，猪肉供给大幅增加，猪肉价格跳水，逆转了春节效应；（2）非食品价格方面，春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格分别上行2.4%和9.3%；但原油价格回落，交通工具用燃料价格下行2.3%。

从食品价格来看，猪肉供给放量，带动猪肉价格回落，猪肉消费旺季并未如期带来，终端需求较弱，春节并未挽救猪肉价格下跌。生鲜类食品中，蔬菜、水产品、水果价格大幅上行受到春节影响。

从非食品价格来看，原油价格带动了车用燃料价格下行，家庭服务和旅游价格受春节影响上行，其他商品和服务类价格保持平稳。

图3：食品和非食品价格对CPI的拉动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、猪肉跌至正常水平，蔬菜价格随季节波动

2018-2022年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期已经到来。能繁母猪存栏快速回升，生猪产能也迅速走高，生猪出栏已经得到恢复，供给大幅增加。

1月份过年猪肉消费回升，但其回升的幅度有限，而猪肉供给大幅增加，使得猪肉价格继续快速回落。由于规模化养殖在猪肉生产中占比增加，猪肉产能扩张更快，价格的向上拉升并不容易。

猪肉价格在本年度春节下跌，这是历史上第二次出现，出栏大幅增加以及终端消费极弱共同导致了猪肉价格的下行。但是猪肉价格现阶段已经下行至合理区间，并且元旦后出现了一定程度的反弹，猪肉价格的底部区域得到确认。而猪肉价格的反弹需要终端需求的回升；(1)各地院校陆续迎来开学季，加上各地餐饮门店陆续恢复营业，需求得到回升；(2)国家发改委将要启动收储，给猪肉价格一定保障。但年后仍然是猪肉消费淡季，猪肉价格可能在底部震荡。

图 4：母猪存栏增速 (%)

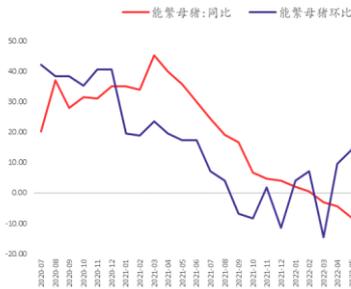
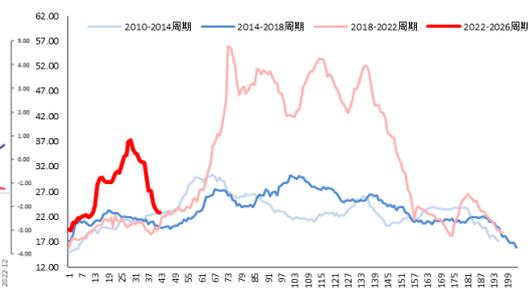


图 5：猪周期生猪价格对比 (元/公斤)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，本年度春节天气仍然属于正常。蔬菜春节上行幅度也在正常范围内。但综合 12 月份来看，本年度蔬菜价格涨幅并不明显，蔬菜价格预计在春节过后回落，2023 年蔬菜价格不会偏离历史区间。

图 6：蔬菜价格指数 (%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、通胀保持温和

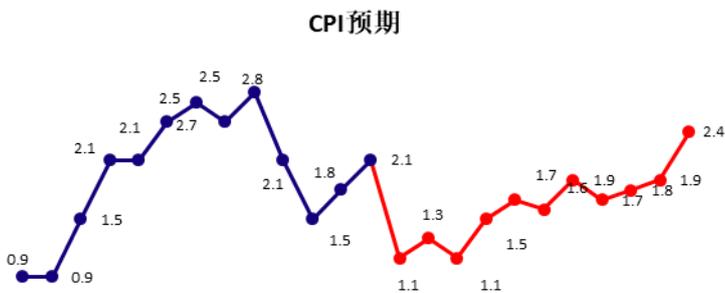
1 月份 CPI 环比大幅上行，主要是春节带来的价格上行。2023 年度的春节期间物价上行相对平稳，但是涨幅略低于历史平均水平，这种情况主要是猪肉价格的下行与原油价格的走低带来的。从蔬菜、水产品、家庭服务、旅游价格来看，终端需求的恢复仍然是较为明显的，从猪肉、鸡蛋等价格下跌来看，终端需求的恢复较为平稳，并不强劲。总体来看，1 月份 CPI 的运行显示消费的恢复缓慢进行，物价整体较为温和。

2023 年 2 月份翘尾水平在 1.5%。2 月份春节过后，食品价格方面，蔬菜、水果、水产品价格会出现下行，猪肉价格底部震荡，预计食品价格下行 1.4%。非食品价格方面，燃料价格走高，旅游、家庭服务等价格回落，非食品价格下行 0.2%。1 月份预计 CPI 环比下行 0.4%左右，1 月份同比预计在 1.1%左右运行。

2023 年通胀运行分为两种情况：如果服务业顺利恢复，那么 2023 年通胀与 2022 年基本持平；如果服务业恢复不及预期，2023 年通胀低于 2022 年。从 2023 年春节来看，终端消费仍然相对偏弱，服务业的回升较为迅速，仍然要观察后续持续性，2023 年通胀可能在部分月份走高：(1) 2023 年基数水平低于 2022 年；(2) 需求缓慢回升，而部分行业在封控状态下低水平运行，供给的增加速度会弱于需求增加速度，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业。2023 年通胀预期仍然较为平稳，预计在 1.7%-2.0%左右。

央行的货币选择仍然无需考虑通胀，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。对于央行来说，防通缩是 2023 年的主要任务。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 7：2023 年 CPI 预测 (%)



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_52186

