



2023-2-10

宏观研究报告

走出通缩

——1月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

猪价拖累 CPI 低于预期。1月CPI同比涨幅受猪价下跌的影响，略低于市场预期。除春节错位效应外，涨幅扩大的主推力来自服务分项，背后是疫后需求的修复。具体来看，1月CPI同比增速继续扩张的原因主要在于：**第一，春节错位效应。**春节假期具有不小的消费刺激作用，这为价格上行提供需求端的支撑，因此历年春节期间物价普遍上涨。去年和今年春节存在时间上的错位，因此去年同期的基数较低，这部分带动了CPI同比的上行。**第二，鲜菜鲜果贡献加强，对冲猪价下跌。**低温天气这一季节性因素影响市场供给，春节假期推升相关商品消费需求，继而带动鲜菜鲜果价格上行。另一方面，猪肉供给端相对充足，而需求端未现强修复，猪价继续回调。**第三，核心CPI明显回升。**本月防疫政策优化，疫情过峰，服务相关需求修复相对较快，需求端的回暖带动服务项价格的上行。

向后看，预计2月CPI同比在多重因素的综合作用下仍较温和。一方面，消费复苏趋势确定，核心通胀边际抬升；另一方面，推动本月鲜菜鲜果价格上行的天气及假期影响或逐步减弱，猪价回调，短期内也难形成有力支撑，这将部分压制整体通胀上升速度及幅度。我们认为2月份CPI同比增速可能在2%左右。

生产修复滞后，PPI 同比低于预期。1月PPI同比低于市场预期。一方面基数走高拖累PPI同比，另一方面本月原油价格波动叠加生产修复相对滞后，PPI降幅有所扩大。本月生产改善并不明显，因此对于生产资料的需求也没有显著修复，中上游的采掘工业及原材料工业价格环比上月均继续下降。生活资料各细分项表现普遍偏弱，可能原因在于本月商品需求的复苏并不显著，因此生产端提价缺乏足够的支撑，尤其是耐用消费品相关。具体行业来看，原油价格波动拉低石油相关工业PPI，黑色金属相关工业价格涨幅则相对显著。此外下游制造业中，农副食品加工业、食品制造业及纺织服饰工业价格表现偏弱，显示居民相关商品消费仍待改善。

经济走出通缩，通胀不会太高。1月通胀虽低于市场预期，但主因在于猪价的下跌，其余分项则基本符合春节期间的季节性规律，其中服务类消费改善更是明显，因此整体释放出的还是经济正逐步走出通缩这

一积极信号。后续消费复苏的趋势较为确定，这将推动部分类目价格的上行，尤其是以服务为主的核心 CPI，因此**全年通胀中枢较去年或将有所上移，相关企业利润可能有相应改善。但综合猪价、油价来看，通胀全面且大幅上行的可能性较低。**

PPI 方面，其弱势运行背后是高基数及大宗商品价格波动的结果，此外生产、生活资料需求的修复还需一定时间。预计后续供需两端的逐步修复将带动相关工业材料或产成品的价格上行，但大宗商品价格难以大幅上行将制约其同比增速，我们预计 PPI 同比将在一定时间内维持偏弱表现。

风险提示：1.国内疫情不确定性。2.地缘政治风险。

目录

1. 数据	5
2. 猪价拖累 CPI 低于预期	5
3. 生产修复滞后, PPI 同比低于预期	6
4. 经济走出通缩, 通胀不会太高	7

图表目录

图表 1：CPI 同比涨幅略低于市场预期.....	5
图表 2：核心 CPI 明显回升.....	6
图表 3：服务价格环比持续上行.....	6
图表 4：PPI 同比不及预期.....	6

1. 数据

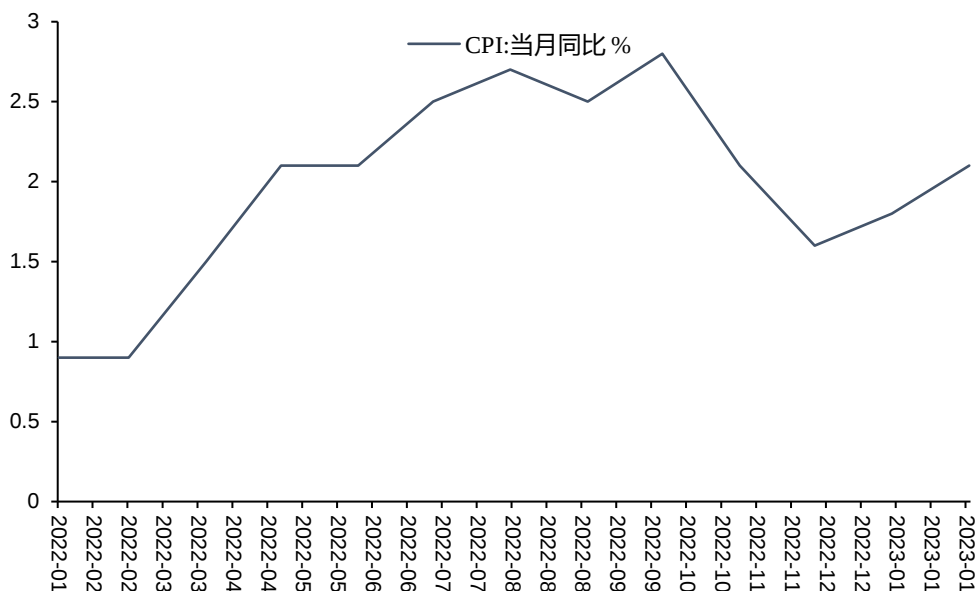
中国 1 月 CPI 同比上涨 2.1%，市场预期（Wind）上涨 2.3%，前值上涨 1.8%。

中国 1 月 PPI 同比下降 0.8%，市场预期下降 0.5%，前值下降 0.7%。

2. 猪价拖累 CPI 低于预期

1 月 CPI 同比涨幅较前值提升 0.3 个百分点至 2.1%，受猪价下跌的影响，略低于市场预期。除春节错位效应外，涨幅扩大的主推力来自服务分项，背后是疫后需求的修复。

图表 1：CPI 同比涨幅略低于市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，1 月 CPI 同比增速继续扩张的原因主要在于：

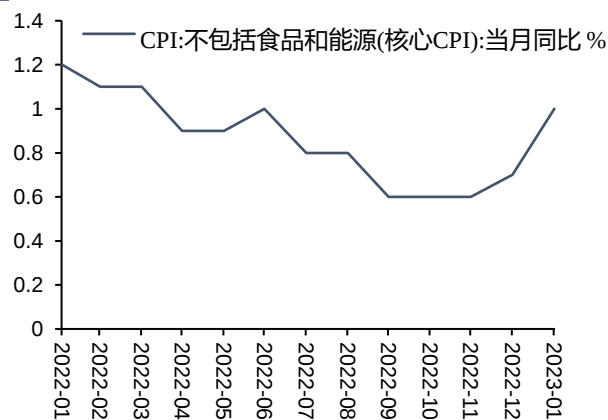
第一，春节错位效应。春节假期具有不小的消费刺激作用，这为价格上行提供需求端的支撑，因此历年春节期间物价普遍上涨。去年春节在 2 月份，今年春节则提前至 1 月，存在时间上的错位，因此相比今年 1 月，去年同期的基数较低，这部分带动了 CPI 同比的上行。根据国家统计局，1 月份 CPI 同比涨幅中，新涨价影响为 0.8 个百分点左右，而去年价格变动的翘尾因素约 1.3 个百分点。

第二，鲜菜鲜果贡献加强，对冲猪价下跌。1 月食品项依旧是 CPI 同比涨幅上行的主要推动，同比上涨 6.2%，涨幅较前值扩大 1.4 个百分点，拉动 CPI 同比约 1.13 个百分点。其中重要细分分类表现分化，鲜菜鲜果的带动作用增强，猪价的下跌则部分制约通胀的扩张。一方面，1 月份鲜菜、鲜果价格分别同比上涨 6.7%（前值-8.0%）、13.1%（前值 11.0%），对 CPI 同比增速的拉动均有所增强，前者拉动通胀 0.16 个百分点，前值为拖累 0.18 个百分点。后者对 CPI 同比的影响则由 0.21 个百分点上升至 0.27 个百分点。环比表现来看，两者环比涨幅也都有所上行。本月鲜菜鲜果价格上涨或受两方面因素的驱动，除上文所述的春节假期拉动需求外，低温天气这一季节性因素也影响市场供给，继而带动价格上行。另一方面，猪肉价格则继续

回调，对冲鲜菜鲜果的价格上涨。1月猪价环比下降10.8%，降幅比上月扩大2.1个百分点。同比涨幅则收敛至11.8个百分点（前值上涨22.2%），对CPI同比的拉动也下降至0.16个百分点。本月猪价下跌的主因在于供给端相对充足，而需求端未现强修复，整体呈供给大于需求的状态，价格也因此继续回调并小幅拖累CPI同比涨幅的扩张。

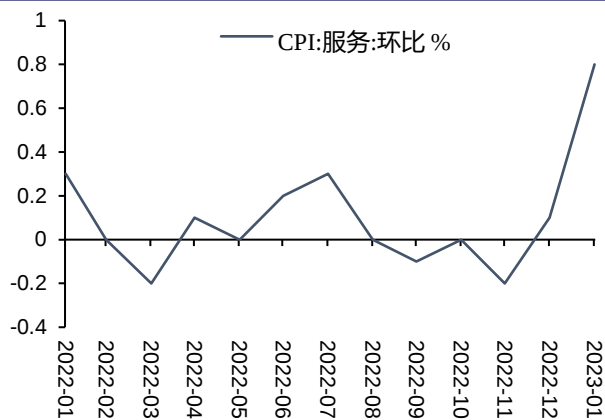
第三，核心CPI明显回升。1月核心CPI同比上涨1.0%（前值0.7%），环比涨幅则由0.1个百分点上行至0.4个百分点。本月防疫政策优化，疫情过峰，服务相关需求修复相对较快，高频数据也显示春节期间餐饮、电影及出行都出现不同程度的改善，需求端的回暖带动服务项价格的上行。1月服务同比上行1.0%，涨幅较前值扩大0.4个百分点，环比上涨0.8%（前值0.1%）。具体分类而言，依统计局表述，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格分别环比上涨20.3%、13.0%、10.7%和9.3%。

图表 2：核心 CPI 明显回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务价格环比持续上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

向后看，预计2月CPI同比在多重因素的综合作用下仍较温和。一方面，消费复苏趋势确定，核心通胀边际抬升；另一方面，推动本月鲜菜鲜果价格上行的天气及假期影响或逐步减弱，猪价回调，短期内也难形成有力支撑，这将部分压制整体通胀上升速度及幅度。我们认为2月份CPI同比增速可能在2%左右。

3. 生产修复滞后，PPI 同比低于预期

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_52199

