



本轮猪周期是否昙花一现

——2023年1月通胀点评

事件

2月10日，国家统计局发布2023年1月通胀数据，1月CPI同比2.1%，前值1.8%；CPI环比0.8%，前值0%；PPI同比-0.8%，前值-0.7%；PPI环比-0.4%，前值-0.5%。

核心观点

CPI同比增速上升。1月CPI同比上涨2.1%，涨幅较前月扩大0.3pct，环比由持平转为上涨0.8%。具体来看，食品项同比上涨6.2%，涨幅较前月扩大1.4pct；非食品项同比上涨1.2%，涨幅较前月扩大0.1pct。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1%，涨幅较前月上升0.3pct，低于季节性水平。

春节效应支撑食品价格，近端供给压制猪价。生猪供给的远端领先指标能繁母猪存栏量同比增速仍在低位运行，而近端生猪供给持续增加，2022年12月单月生猪屠宰量更是创历史最高。存栏增速低屠宰量高现象的背后是上一轮超级猪周期中，养殖户和养殖企业快速扩张能繁母猪存栏量，形成了持续的高基数因素，而在今年猪周期再次启动后，养殖户和养殖企业或受上一轮猪周期尾声库存挤压的影响过早开始去库存，导致猪价迅速转跌。另一方面，受春节等季节性因素影响，鲜菜、鲜果价格分别上涨19.6%和9.2%，涨幅有所扩大。

油价下行不抵文娱需求高增，非食品项通胀微升。防疫优化后，春节假期出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格均明显上涨；受春节务工人员返乡和节日期间服务需求增加影响，家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨。国际油价波动带动国内汽油和柴油价格下降。往后看，文娱消费需求恢复较好，春节效应过后非食品项通胀动力较为平稳。

国际油价波动和国内煤炭保供共同作用下能源行业带动PPI延续下行。受输入性因素影响，国内石油相关行业价格下行，其中石油和天然气开采业价格环比下降5.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降3.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降1.3%。煤炭保供持续发力，煤炭开采和洗选业价格上涨态势得到缓解，由前月上涨0.8%转为下降0.5%。年后项目开工在即，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.5%，涨幅扩大1.1个百分点。

债市策略：1月CPI回升、PPI微降，猪油价格双降但春节效应下食品项多数涨价，叠加文娱需求的较好恢复带动通胀回暖。对债市而言，1月通胀回暖继续印证基本面修复较好，市场已对春节期间服务消费需求快速恢复有充足预期，数据公布后债市反应平淡。上年四季度开始的债市调整或已充分，长债收益率到达新的波动区间，春节后央行放量逆回购对债市企稳也起到了帮助，当前债市对基本面信号或已不再保持敏感，预计短期内长债延续窄幅波动，静待后续新的主线出现。

风险提示

地缘政治危机导致大宗商品价格波动超预期；疫情演变超预期；海外衰退风险超预期。

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

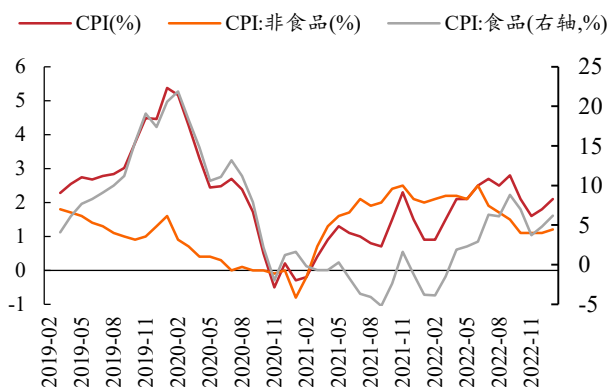
《【固收】服务业“抢跑”，制造业“接力”_20230202》2023.02.02
《【固收】服务需求回暖成为最大亮点_20230117》2023.01.18
《【固收】企业中长期信贷高增有哪些因素_20230116》2023.01.16
《【固收】降准落地，持续保障流动性合理充裕_20221128》2022.11.28
《【固收】制造业徘徊荣枯线，建筑业维持高景气_20221031》2022.11.01

1. 供给压制猪价，春节效应推升食品通胀

事件:2月10日，国家统计局发布2023年1月通胀数据，CPI同比2.1%，前值1.8%；CPI环比0.8%，前值0%；PPI同比-0.8%，前值-0.7%；PPI环比-0.4%，前值-0.5%。

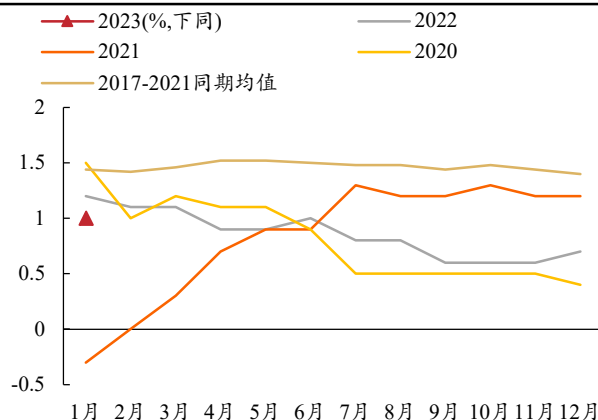
CPI 同比增速上升。1月CPI同比涨幅延续上行，环比转升。1月CPI同比上涨2.1%，涨幅较前月扩大0.3pct，环比由持平转为上涨0.8%。具体来看，食品项同比上涨6.2%，涨幅较前月扩大1.4pct；非食品项同比上涨1.2%，涨幅较前月扩大0.1pct。环比方面，食品项环比上涨2.8%，涨幅较前月扩大2.3pct；非食品项环比由下降0.2%转为上涨0.3%。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1%，涨幅较前月上升0.3pct，低于季节性水平。

图表1. CPI食品项涨幅上行，非食品项涨幅微增



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表2. 核心CPI低于季节性水平

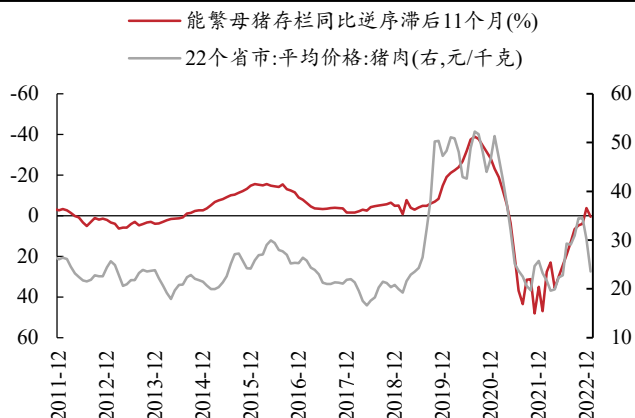


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

春节效应支撑食品价格，近端供给压制猪价。1月CPI食品项同比上涨6.2%，涨幅较前月扩大1.4pct。具体来看，猪肉方面，CPI猪肉项同比上涨11.8%，涨幅缩小10.4pct，环比下降10.8%，降幅扩大2.1pct。生猪供给的远端领先指标能繁母猪存栏量同比增速仍在低位运行，而近端生猪供给持续增加，2022年12月单月生猪屠宰量更是创历史最高。存栏增速低屠宰量高现象的背后是上一轮超级猪周期中，养殖户和养殖企业快速扩张能繁母猪存栏量，形成了持续的高基数因素，而在今年猪周期再次启动后，养殖户和养殖企业或受上一轮猪周期尾声库存挤压的影响过早开始去库存，导致猪价迅速转跌。另一方面，受春节等季节性因素影响，鲜菜、鲜果价格分别上涨19.6%和9.2%，涨幅有所扩大。

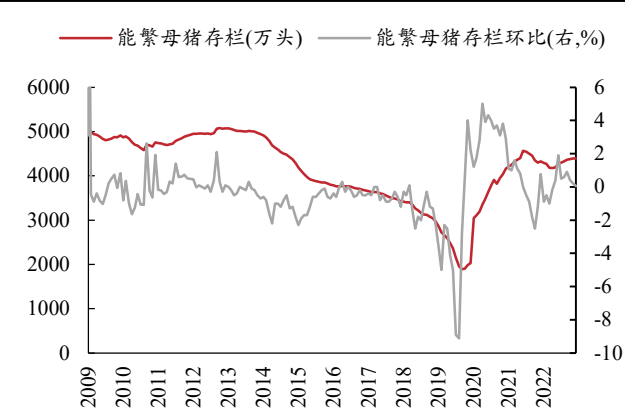
向后看，生猪近端供应高位运行下，猪肉价格连续三个月回落，发改委公众号2月6日发文表示猪粮比价进入过度下跌一级预警区间，根据《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》规定开启收储，2022年中央冻猪肉投放对猪价的调控效果明显，近期开启收储能够帮助消化近端猪肉的过量供给，稳定猪肉价格，在猪价已经连续下行情况下屠宰量难以维持高位，后续或出现由供给减少和收储共同作用下的猪价回升。

图表3. 生猪存栏与猪价背离，远端猪肉供给趋紧



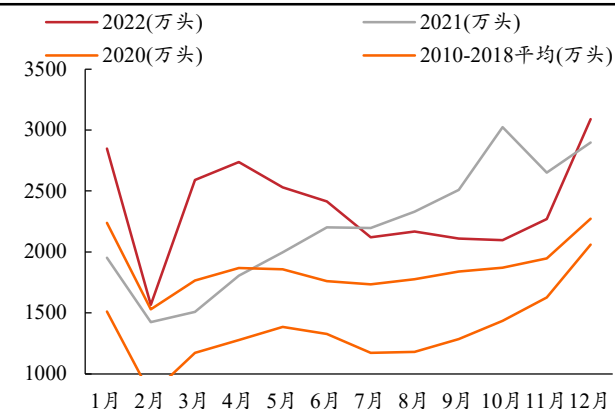
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表4. 超级猪周期中存栏扩张较快形成高基数



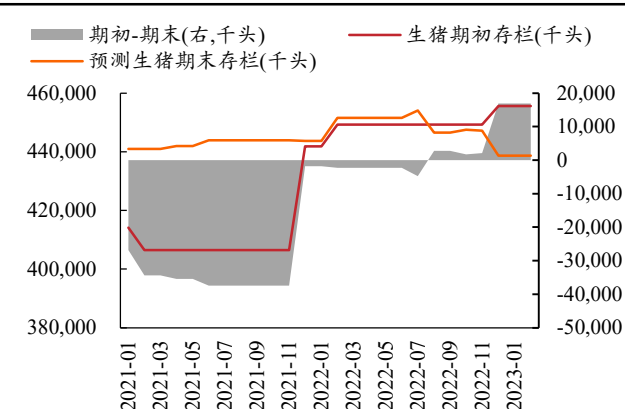
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表5. 生猪屠宰量登顶，近端猪肉供给充足



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

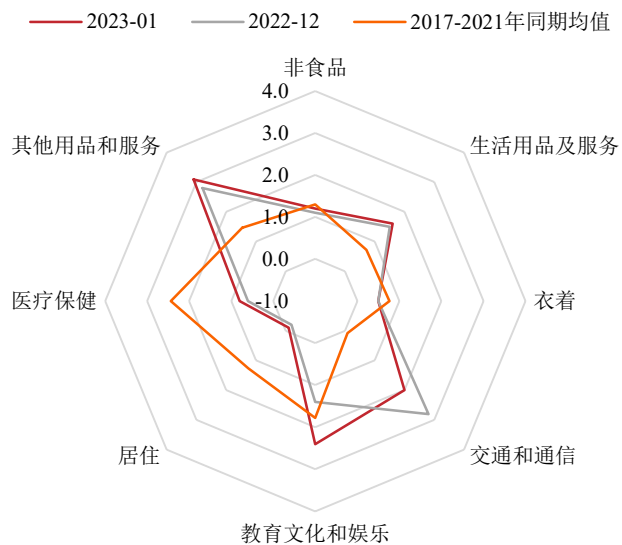
图表6. 生猪转入去库存



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

油价下行不抵文娱需求高增，非食品项通胀微升。1月CPI非食品项同比上涨1.2%，涨幅扩大0.1pct。防疫优化后，春节假期出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格分别上涨20.3%、13.0%、10.7%和9.3%；受春节务工人员返乡和节日期间服务需求增加影响，家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨。受国际油价波动影响，国内汽油和柴油价格环比分别下降2.4%和2.6%。往后看，文娱消费需求恢复较好，春节效应过后非食品项通胀动力较为平稳。

图表7. 交通通信通胀暂缓，文娱需求恢复较好通胀动能持续(%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

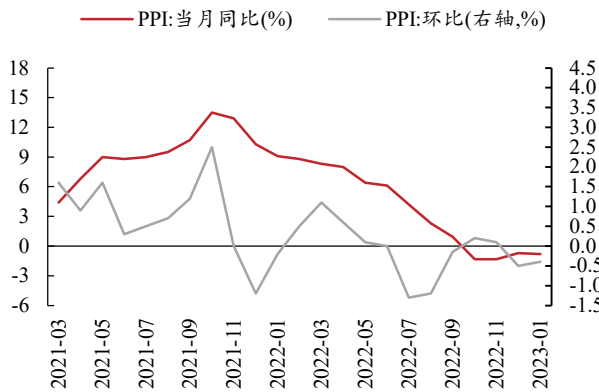
2. 能源价格波动带动 PPI 延续下行

国际油价波动和国内煤炭保供共同作用下能源行业带动 PPI 延续下行。

1 月 PPI 同比下降 0.8%，降幅较前月扩大 0.1pct；环比下降 0.4%，降幅缩小 0.1pct。生产资料价格同比下降 1.4%，降幅持平；生活资料价格同比上涨 1.5%，涨幅缩小 0.3pct。能源品方面，受输入性因素影响，国内石油相关行业价格下行，其中石油和天然气开采业价格环比下降 5.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 3.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.3%。煤炭保供持续发力，煤炭开采和洗选业价格上涨态势得到缓解，由前月上涨 0.8% 转为下降 0.5%。年后项目开工在即，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.5%，涨幅扩大 1.1 个百分点。

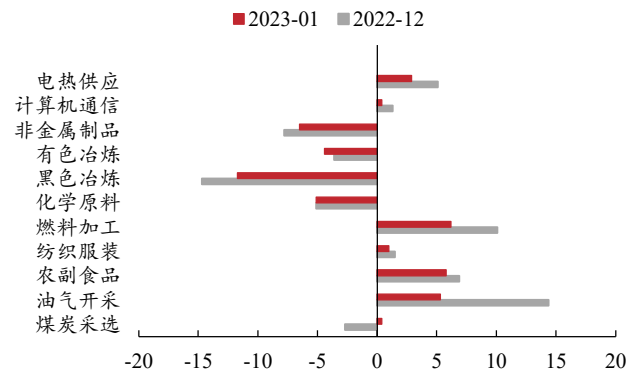
向后看，原油供给端暂较平稳，OPEC+ 如约实施减产计划，欧盟对俄原油进口禁令的影响逐渐消化，油价波动下行主因仍是需求端疲软，尽管美国就业数据指向衰退风险降低，但制造业 PMI 进一步下行和工业产值增速持续放缓释放了生产端的弱势信号。加息周期尚未结束，持续的加息对石油相关的重资产行业伤害不小，预计加息结束前美国原油需求难以出现显著上升。春节过后我国将迎来重大项目集中开工期和复产复工高峰，我国的经济复苏将成为上半年原油需求端的一根支柱，或能够打破需求端持续疲软的预期。

图表8. PPI 同环比均较平稳



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表9. 国际油价波动带动油气开采业涨幅下降(%)

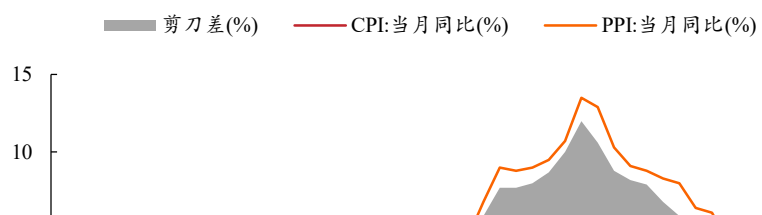


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 通胀剪刀差倒挂波动回升

通胀剪刀差倒挂波动回升。1 月 CPI 同比回升, PPI 同比小幅下降, PPI-CPI 剪刀差倒挂波动回升。PPI 方面, 国际油价波动叠加国内煤炭保供, 能源行业跌价带动 PPI 延续下行, 后续上行动力来自我国生产端扩张。CPI 方面, 猪肉价格继续下跌, 春节效应下食品价格多数上行, 文娱需求恢复较好, 后续 CPI 涨价动力仍主要来自食品项。猪肉收储的启动能够帮助消化近端供应, 猪价连续下跌之下屠宰量也难以维持高位, 猪价或二次上行。另一方面春节假期过后非食品项通胀动力较为稳定。2 月是项目开工和工业复产的重要时点, 我国工业生产的恢复预计对国际油价产生一定支撑, 后续 CPI、PPI 均存在上行动能。

图表10. CPI 同比回升, PPI 同比小幅下降, PPI-CPI 剪刀差倒挂波动回升



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_52215

