

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

对需求端不必过于悲观

2023年3月10日

- **CPI 同比涨幅不及预期是春节错位和节后需求季节性回落的结果。**2月CPI重回“1”区间,同比涨幅回落较多主要是春节错位和节后需求季节性回落相互叠加的结果。一是春节错月拉高基数;二是节后食品消费需求季节性回落,带动猪肉项和鲜菜项CPI同比涨幅回落;三是受油价基数影响,2月国内油价虽上调但同比涨幅仍在走低。以上三个因素相互叠加,导致2月CPI同比涨幅不及市场预期。如果剔除春节错位因素去看,CPI的回落符合节后的季节性变化,虽然没有超季节性上涨,但我们认为也不必对需求端过于悲观。第一,从累计表现上看,1-2月的消费需求不仅好于去年同期,也接近2019年水平。第二,从环比角度看,节后需求转淡下CPI的环比回落属于正常的季节性变动区间,单年来看,核心CPI环比降幅甚至比2018、2019年春节次月的环比降幅要窄。
- **PPI 环比由跌转平显示出市场需求也有改善。**2月PPI同比降幅进一步扩大源于去年同期的高基数。而PPI环比由跌转平,也显示出市场需求有所改善。在所有行业当中,黑色金属、有色金属与石油相关行业价格环比上涨是PPI环比的重要拉动因素,金属相关行业价格上涨主要是市场预期向好、需求有所恢复,而煤炭行业价格下降是PPI环比的拖累因素。1)黑色、有色金属相关行业价格上涨主要受预期向好、需求有所恢复的影响。2月节后企业有序复工复产,受铁矿石等原材料价格回升、建筑业复工以及经济景气修复带动需求预期改善等影响,黑色、有色金属采选和冶炼业PPI环比涨幅扩大。2)气温回升下采暖用煤需求减少导致煤炭相关行业价格下行。
- **对需求端不必过于悲观。**我们前期已经指出市场上担心的疫后高通胀并没有出现,而2月CPI表现更是强化了这一观点。当前2月CPI涨幅不及预期有很多暂时性因素,包括春节错月和国内成品油价格的高基数,后续这些压制因素的影响会逐步褪去。春节次月需求回落基本符合历史上的季节性规律,包括服务项和不含食品能源的核心CPI环比变化,核心CPI甚至比2018、2019年的环比降幅要窄,因此我们认为也不必对需求端过于悲观。目前来看,CPI和PPI同比增速仍保持低位,我们预计年内CPI还会保持温和的水平,不太可能突破政府工作报告中3%的通胀控制目标,因此通胀对宏观政策不会形成掣肘。我们认为,短期内,通胀暂时不会形成债市的交易主线,2023年债市仍会交易“复苏”主线逻辑。
- **风险因素:**疫后复苏超预期,国际油价上涨超预期等。

目 录

一、剔除春节错位因素后，对需求端不必过于悲观	3
二、PPI 环比由跌转平显示出市场需求也有改善	6
三、对需求端不必过于悲观.....	8
风险因素	8

图 目 录

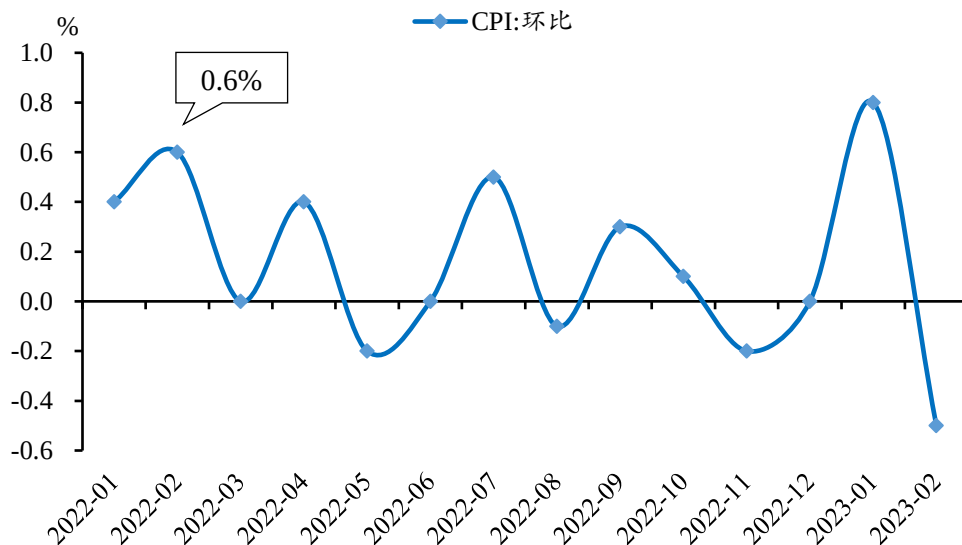
图 1：去年 2 月 CPI 环比是年内高点	3
图 2：CPI 和核心 CPI 同比涨幅出现收窄	3
图 3：22 省市猪肉的 2 月均价同比涨幅为 0.86%	4
图 4：2 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响	4
图 5：除食品烟酒项外，交通通信项 CPI 同比涨幅也回落较多	5
图 6：今年 2 月总 CPI 环比与往年季节性基本一致.....	5
图 7：1-2 月 CPI 累计同比表现比 2021、2022 表现要好	6
图 8：2 月 PPI 降幅扩大至-1.4%	7
图 9：原油相关行业价格下降.....	7

一、剔除春节错位因素后，对需求端不必过于悲观

2月CPI同比上涨1.0%，重回1区间，涨幅收窄了1.1个百分点。CPI同比涨幅回落较多，核心CPI同比涨幅也收窄了0.4个百分点，这主要是春节错位和节后需求季节性回落相互叠加的结果。

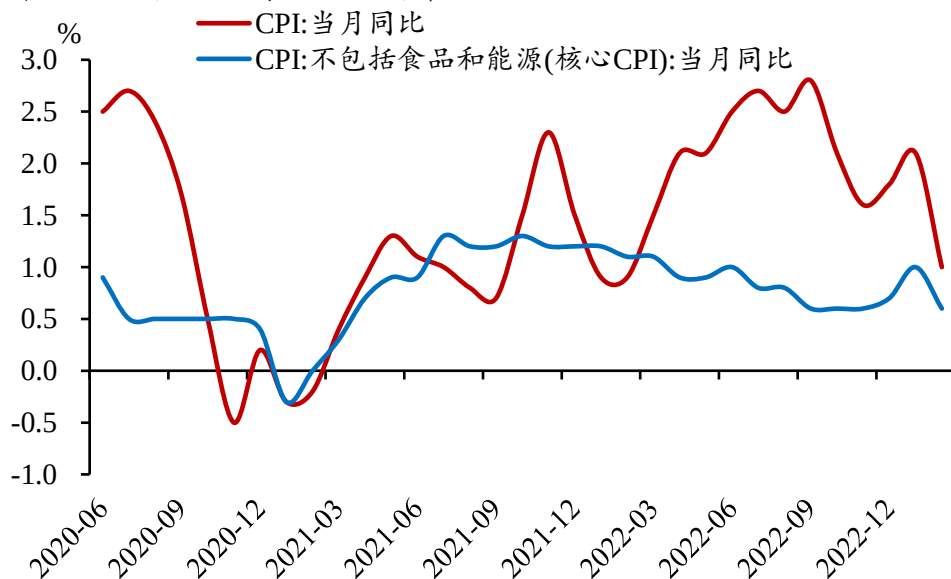
第一个因素，是春节错位因素带来的高基数。2月CPI同比涨幅回落较多，其中的原因之一是春节错月的影响。因为去年春节落在2月，而从历史规律上看，春节需求上涨往往带来CPI的上涨，因此今年2月对应的基期水平较高。可以看到去年2月CPI环比为0.6%，是2022年的年内高点，因此春节错位会导致CPI同比涨幅回落较多。与此相类似的年份，像2017年的2月也出现同比涨幅明显回落的情况，2017年2月CPI同比增速也是从前值的2.55%回落到0.8%，涨幅收窄了1.75个百分点。所以，春节错位是2月CPI同比涨幅回落较大的原因之一。

图 1：去年2月CPI环比是年内高点



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：CPI 和核心 CPI 同比涨幅出现收窄



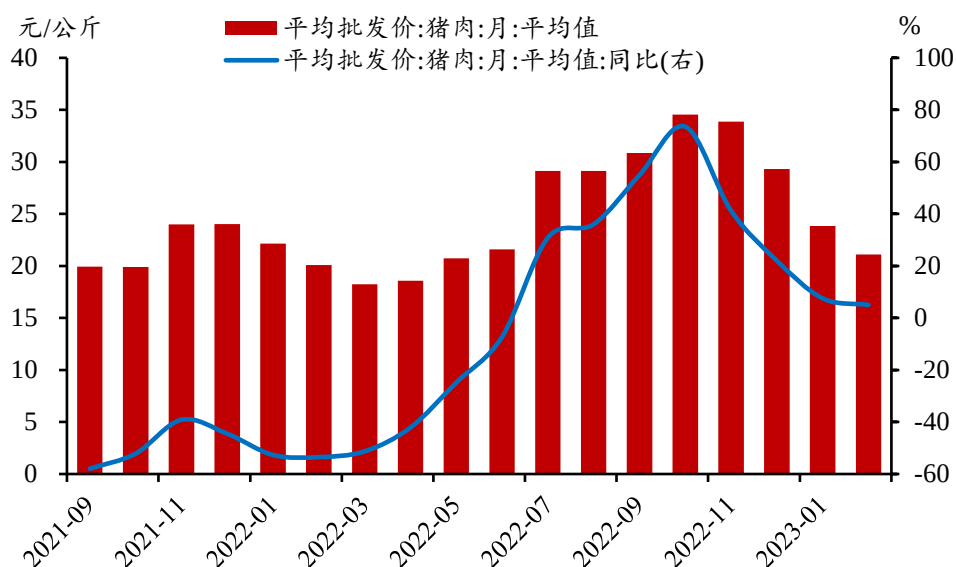
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二个因素，是节后食品消费需求季节性回落带动价格回落。春节过后，猪肉和果蔬等食品价格出现季节性回落，这会带动2月CPI同比涨幅放缓。节后食品消费需求回落，猪肉价格环比下降11.4%，再加上天气转暖供给充足，鲜菜价格环比下降4.4%。猪肉和鲜菜合计影响CPI下降约0.28个百分点，占CPI总降幅五成多。

1) 节后消费需求回落，猪肉项CPI同比涨幅回落较多。2月猪肉价格仍旧处于低位，22省市猪肉的月均价同比涨幅为0.86%，猪肉CPI同比上涨3.9%，涨幅比1月回落了7.9个百分点。春节后消费需求季节性回落，猪肉消费需求也会降低，导致猪肉同比涨幅继续维持较弱的水平。猪肉价格同比涨幅进一步回落，对CPI同比增速形成拖累。根据国家统计局通稿，畜肉项对CPI的同比贡献下降到0.06个百分点，其中猪肉价格的影响就占了0.05个百分点。

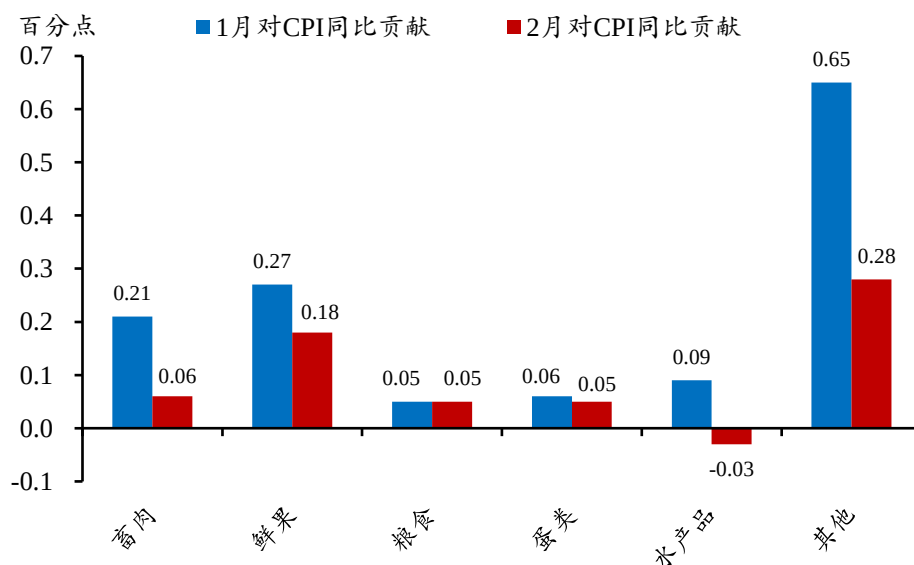
2) 天气转暖后市场供应充足，鲜菜项价格同比涨幅也出现回落。今年2月，28种重点监测蔬菜的平均批发价环比涨幅逐步走低，鲜菜项CPI同比增速由正转负。鲜菜价格同比增速回落主要是天气转暖下，市场供应充足，而节后消费需求出现回落导致。

图 3：22 省市猪肉的 2 月均价同比涨幅为 0.86%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

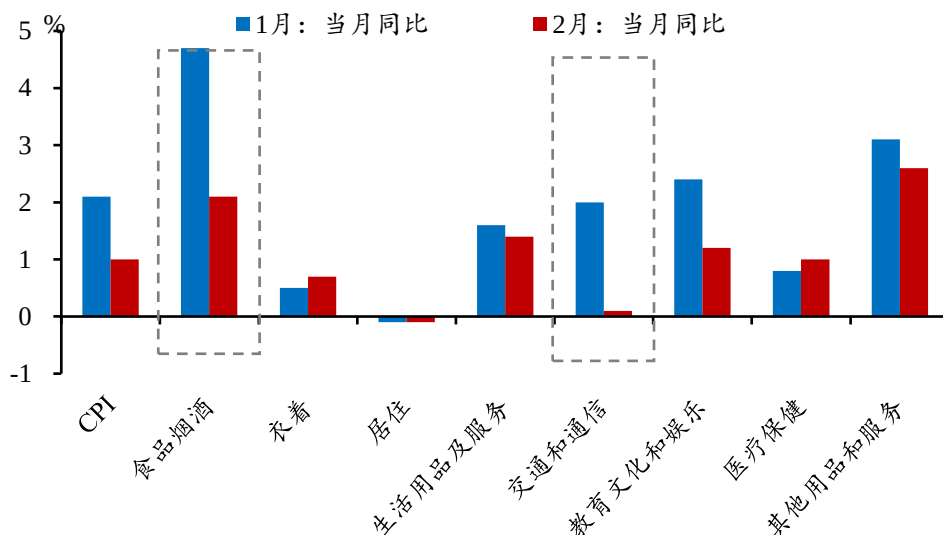
图 4：2 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心, 其他项含鲜菜

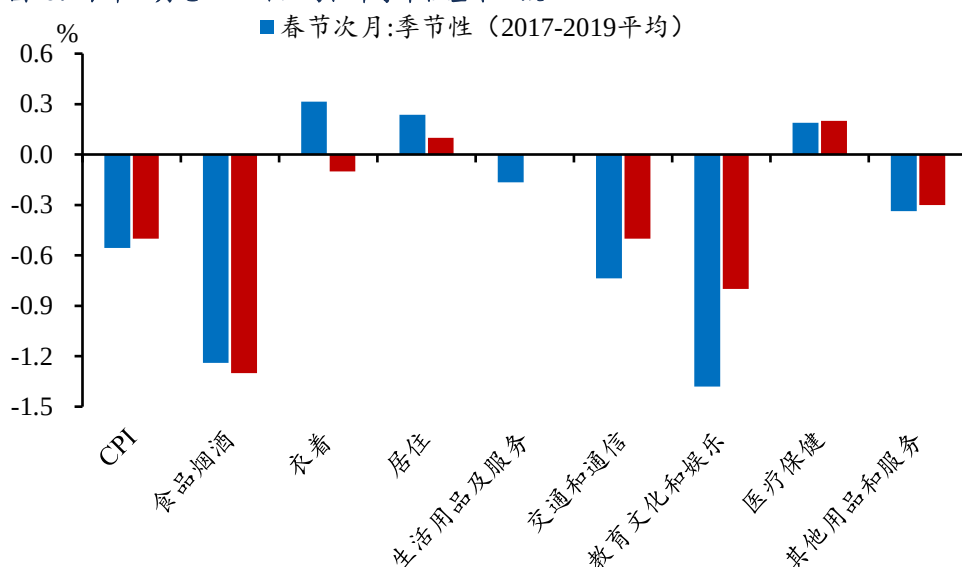
第三个因素，是国内油价虽上调但同比涨幅明显走低，主要是受地缘冲突下的基数影响。虽然 2 月国内成品油价格经历了一次调整，汽、柴油分别上调 210 和 200 元/吨，但是汽油、柴油的价格同比涨幅依旧从 1 月的 5.5% 和 5.9% 回落到 0.4% 和 0.3%。国内汽油和柴油同比涨幅明显收窄拖累了整个交通通信项 CPI 的同比表现。而国内汽油、柴油的同比下降较快并非国内油价下调，而主要是由高基期带来的，可以看到 2 月国内汽油市场价月均值环比处于年内较高的水平。从环比上看，交通通信项环比跌幅比 2017-2019 年春节次月的环比降幅均值要窄。

图 5：除食品烟酒项外，交通通信项 CPI 同比涨幅也回落较多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：今年 2 月总 CPI 环比与往年季节性基本一致



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

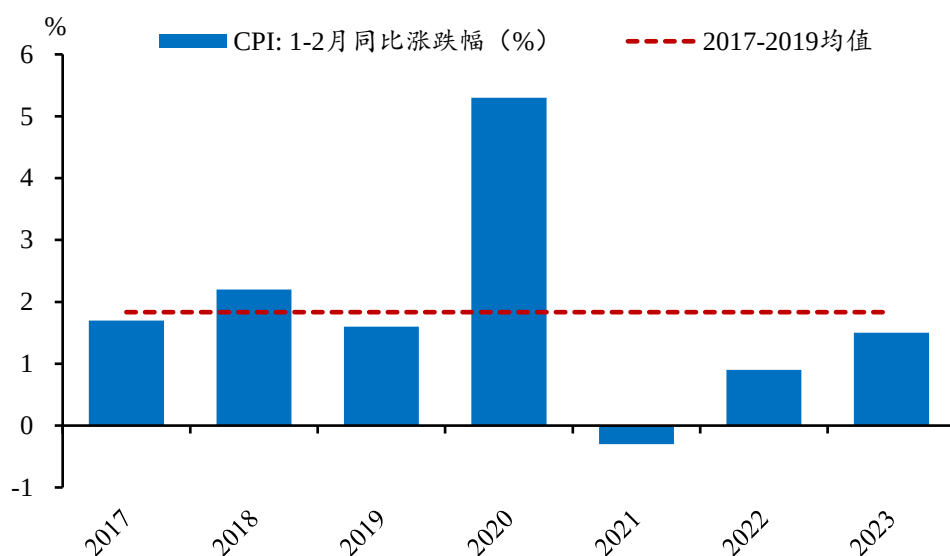
以上三个因素相互叠加，导致 2 月 CPI 同比涨幅不及市场预期。如果剔除春节错位因素去看，CPI 的回落符合节后的季节性变化，虽然没有超季节性上涨，但我们认为也不必对需求端过于悲观。

第一，从累计表现上看，1-2 月的消费需求不仅好于去年同期，也接近 2019 年水平。考虑到不同年份春节的时间可能存在错位，为减少春节假期带来的错位因素，看 1-2 月份的累计表现更为合适。去年 1-2 月份 CPI 平均增

速为 0.9%，今年为 1.5%，高出去年同期 0.6 个百分点，表明消费需求好于去年同期，这是一个积极的信号。2017-2019 年 1-2 月 CPI 的平均增速是 1.8%，今年的累计同比增速为 1.5%，已经在向平均增速靠拢，也和 2019 年的涨幅水平非常接近。

第二，从环比角度看，节后需求转淡下 CPI 的环比回落属于正常的季节性变动区间。虽然 2 月 CPI 与核心 CPI 环比分别下降了 0.5 和 0.2 个百分点，但是反观过去，各年春节过后 CPI 环比变化往往都会出现下降趋势，这是季节性需求回落。从往年春节次月的环比降幅来看，2 月 CPI 环比、核心 CPI 环比，甚至服务 CPI 环比表现都基本符合正常的季节性波动区间，核心 CPI 环比降幅也比 2018、2019 年春节次月的环比降幅要窄。

图 7：1-2 月 CPI 累计同比表现比 2021、2022 表现要好



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

二、PPI 环比由跌转平显示出市场需求也有改善

2 月 PPI 同比下降 1.4%，同比读数基本符合市场预期（市场预期为-1.3%）。其中，生产资料价格同比降幅扩大 0.6 个百分点至 2.0%；生活资料价格同比涨幅收窄 0.4 百分点至 1.1%。环比上，PPI 环比由跌转平，显示出市场需求也有改善。

PPI 同比降幅扩大源于去年同期的高基数。PPI 同比由 1 月的-0.8%进一步回落到-1.4%，降幅继续扩大主要是受上年同期石油等行业基数走高的影响。根据世界银行统计数据，全球布伦特原油平均价格由 2022 年 2 月的 95.76 美元/桶下降到今年 2 月的 82.71 美元/桶，降幅达到 13.63%。受地缘政治冲突影响，去年原油、有色金属等国

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_53058

