

宏观点评

2023年1月物价数据点评：核心CPI同比回升

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

CPI同比增速上行，但略低于市场预期。剔除食品和能源的核心CPI同比增速提升0.3个百分点至1.0%。CPI增速的上行受去年同期低基数的推动，且其环比表现弱于近年春节月均值。**具体地：1）核心CPI同比持平于季节性。**核心CPI的支撑因素在于旅游、家政等线下服务价格回温。随着全国第一波疫情达峰和春节假期来临，出行及线下娱乐活动较快恢复。核心CPI的拖累因素在于工业消费品价格表现偏弱、房地产市场在持续调整中，且当前服务价格的反弹尚不是全面性的。**2）食品价格涨幅弱于季节性。**猪肉、食用油价格较快下行，抵消了蔬果超季节性涨价的影响。**3）受原油、动力煤等价格中枢下行影响，能源相关分项表现偏弱。**

PPI同、环比增速均处收缩区间。1月PPI同比跌幅扩大0.1个百分点至-0.8%，低于市场预期的-0.5%。其中，生产资料PPI环比跌幅略有收窄，采掘、原材料和加工工业的PPI环比增速均处收缩区间；生活资料PPI环比跌幅走阔，食品类、衣着类和耐用消费品类PPI环比增速均为负，仅一般日用品类价格环比持平。**分行业看，PPI环比收缩的原因有三：1）石油化工产业链及其下游的纺织服装行业价格普遍调整，是PPI环比表现的核心拖累所在。2）中游制造行业的成本降低，而出口和制造业投资需求走弱，价格也逐步下行。3）国内煤炭价格下行，以水泥为代表的高耗煤产品价格随之调整，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、非金属矿采选业PPI环比收缩。不过，受美元指数回落、中国经济复苏预期升温的影响，黑色金属及有色金属价格回温，对工业品价格的环比有一定支撑。**

1月CPI、PPI增速均弱于市场预期，但核心CPI同比增速回升。目前看，核心CPI的上行受旅游娱乐、家庭服务分项涨价推动，主因全国第一波疫情达峰、且春节假期来临，出行及线下娱乐活动较快恢复。然而，占比五成的工业消费品表现偏弱，占比超两成的居住分项受房地产市场调整拖累，且快递、通信、教育等服务价格稳定，使核心CPI的环比抬升幅度未超季节性。**我们认为，2023年中国CPI通胀风险相对可控：一方面，疫情防控政策优化后，我国核心CPI的上行风险可能低于海外其他国家：1）近年居民部门资产负债表恶化严重、消费能力和消费意愿恢复需要时间，疫后消费内生恢复的高度可能有限，意味着出现需求拉动型CPI通胀的概率较低。2）从货币条件看，领先核心CPI约一年的社融增速在2022年“一波三折”，对核心CPI的向上牵引力不强。3）中国经济尚处潜在增速以下，劳动力整体供大于需、主动退出就业市场的意愿不强，疫后劳动力市场修复能力可能更强。另一方面，“猪油”可能共振下行，也有利于稳定CPI读数。海外高利率且美欧经济增速放缓，将带动原油价格中枢下移，这可能与国内猪周期的下行形成共振。**

一、核心CPI同比回升

CPI同比上行，但低于市场预期。2023年1月CPI同比2.1%，较上月提升0.3个百分点，但低于市场一致预期的2.3%。CPI同比上行受去年同期低基数的推动，且2023年1月CPI环比增速仅0.8%，较2016-2022年春节月份的均值水平低0.3个百分点。剔除食品和能源的核心CPI同比较上月提升0.3个百分点至1.0%。**具体来看：**

第一，核心CPI环比增速上行，基本持平于春节月均值水平。

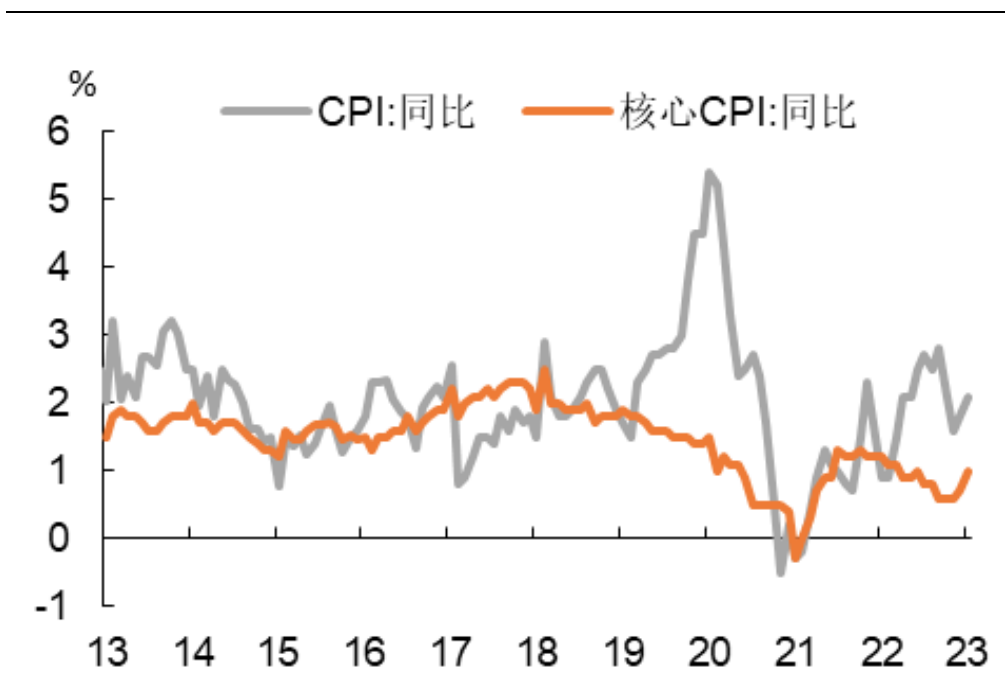
- **一方面，受疫情过峰、春节假期需求集中释放的影响，部分服务价格有所回温。**疫情防控政策优化调整后，全国第一波疫情已于2022年12月达峰。2023年1月，随着春节来临，出行及线下娱乐需求较快恢复，且更多务工人员返乡，娱乐文教、家庭服务CPI的环比表现略强于季节性。统计局也在数据解读中表示“飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格分别上涨20.3%、13.0%、10.7%和9.3%；家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨，涨幅在3.8%-5.6%之间”。
- **另一方面，核心CPI中的拖累因素在于：一**则，除原油外的工业消费品价格表现偏弱。PPI同比中枢明显下行，且居民终端消费需求不强，部分工业消费品销售价格与成本同步下行。我们以2021年CPI基期调整后的数据回归估算，除原油外的工业消费品在核心CPI中占比约50%，在全部CPI中的权重约40%。**二**则，房地产市场在持续调整中。CPI居住项弱于春节月均值水平，其在CPI中的权重超过20%。2021年下半年以来房地产市场深度调整，持续拖累CPI居住分项，其中的房租价格已连续19个月低于季节性表现。**三**则，服务价格的反弹尚不是全面性的，邮递服务、通信服务、教育服务等分项的价格相对稳定，环比表现略低于季节性均值。

第二，食品价格涨幅弱于季节性。CPI食品分项的环比涨幅为2.0%，弱于春节月份2.5%的均值水平。

- **一方面，鲜菜、鲜果等产品价格较快上行，二者分别较春节月份均值水平高5.1、3.2个百分点。**春节期间多地遭遇强寒潮，低温导致蔬菜生长放缓，运输成本也出现上升。今年返乡客流回升，聚会活动增加，进一步推升果蔬类需求。
- **另一方面，猪肉、食用油价格较快下行，抵消了蔬果价格较快涨价的影响。**因2022年下半年生猪养殖端存在压栏惜售和二次育肥的投机行为，大体重猪源岁末年初陆续出栏，供需格局逆转下，猪肉价格自高位较快回落，牛肉、羊肉和鸡蛋价格的表现也都弱于季节性。随着国际油价波动中枢下移，生物燃料的廉价优势减弱，以豆油为代表的食用油价格已连续半年走弱，逐步传导至国内消费端。2023年1月CPI食用油分项环比下滑0.7%，是2015年以来单月环比跌幅最大的一次。

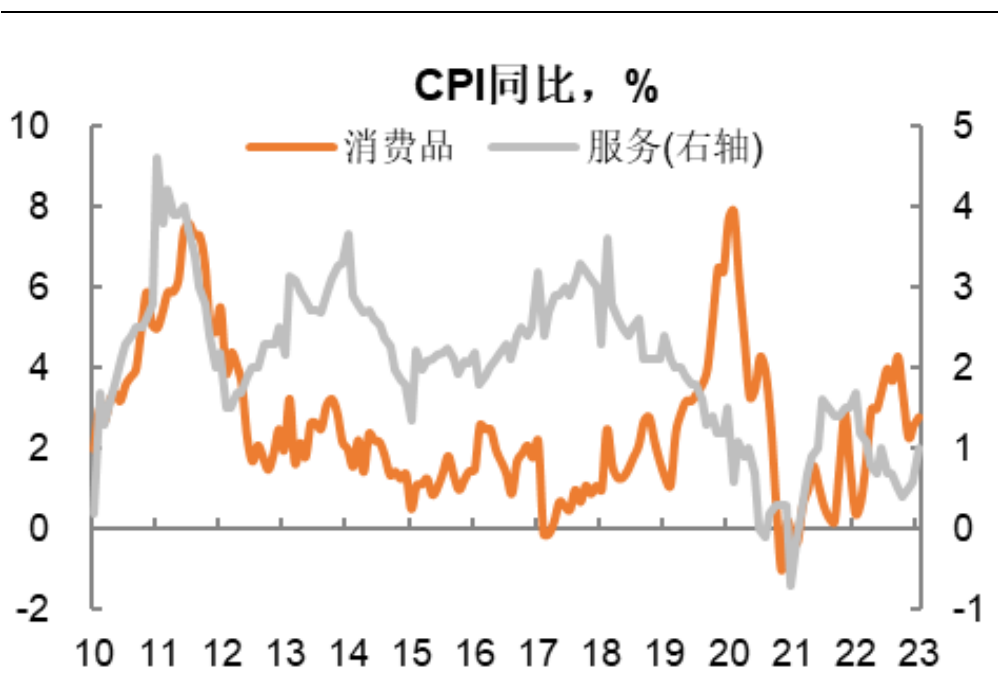
第三，能源价格调整，拖累CPI环比表现。一**则**，受国际油价下跌的影响，国内成品油价格在2022年12月20日、2023年1月18日两次调降，国内汽油和柴油价格分别下降2.4%和2.6%，拖累CPI交通工具用燃料分项表现。二**则**，因动力煤价格自2022年11月以来逐步下跌，CPI水电燃料分项的环比增速也弱于季节性表现。

图表 1 2023年1月CPI与核心CPI同比增速均上行



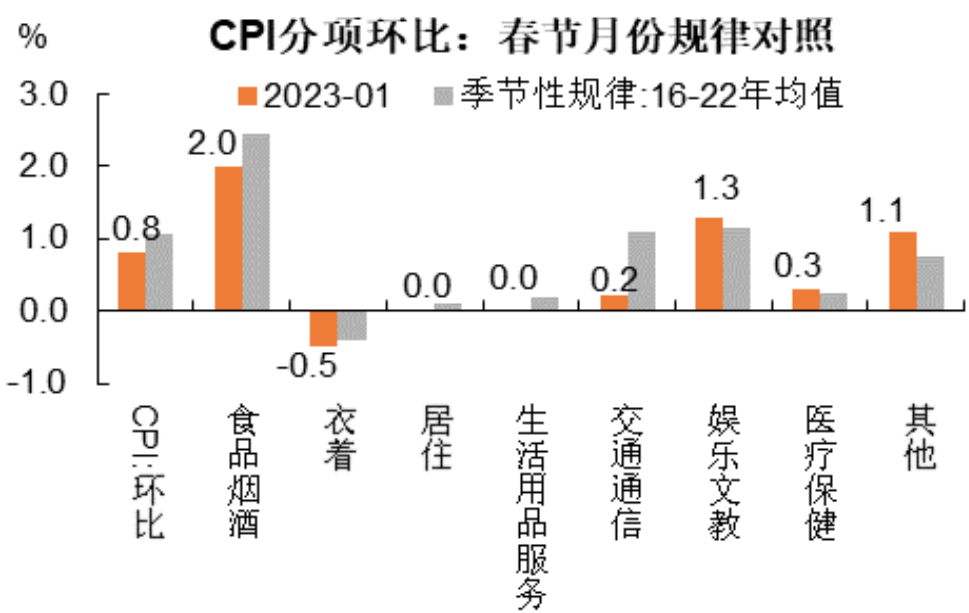
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 2 2023年1月CPI服务项同比增速上行



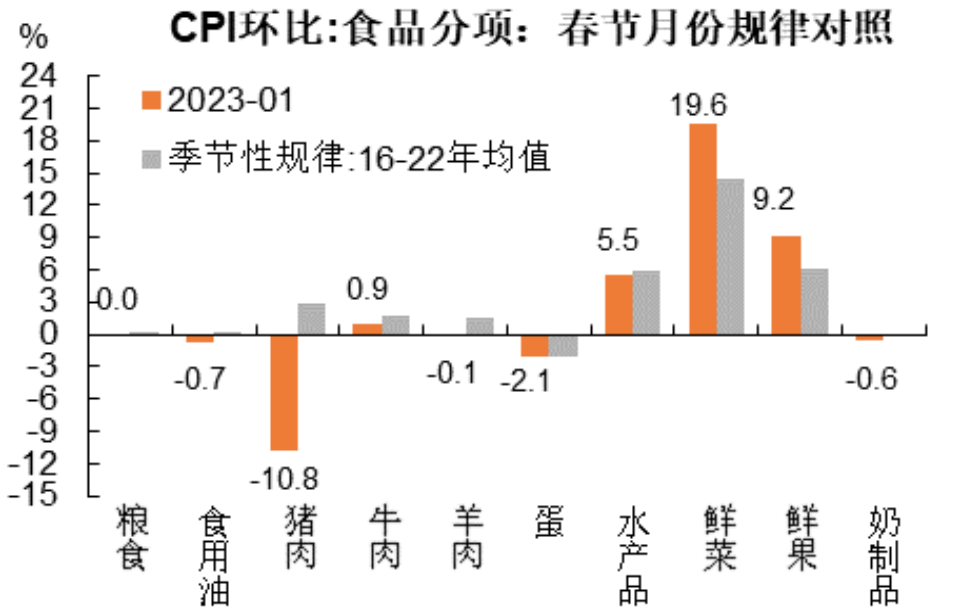
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 3 2023年1月CPI环比增速弱于季节性规律



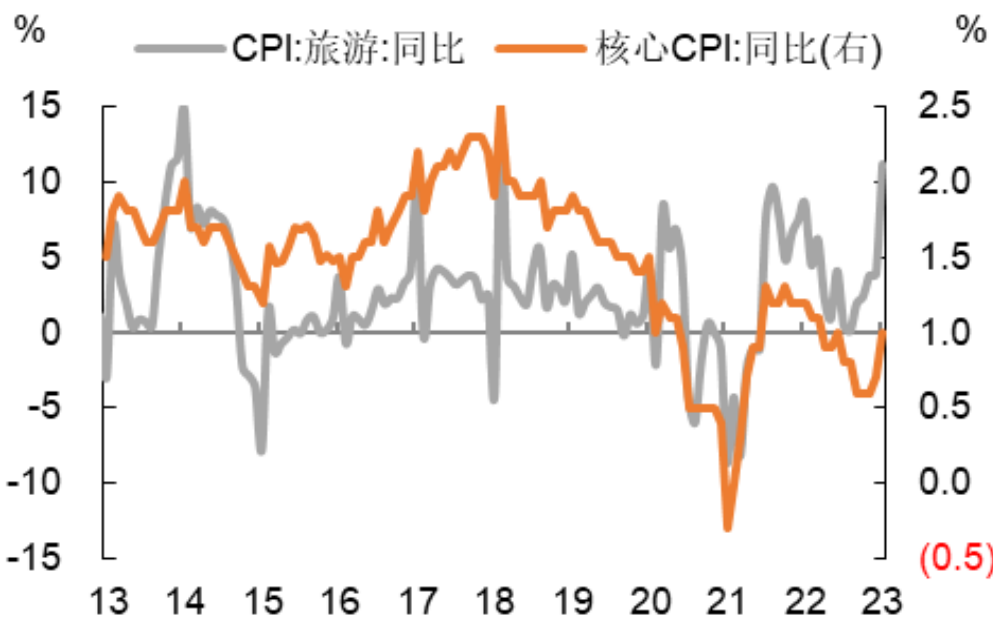
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 4 2023年1月食用油、肉、蛋类价格超季节性下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 5 2023年1月CPI旅游分项较快上行，推升核心CPI



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 6 2023年1月蔬菜价格受春节需求推动季节性上行

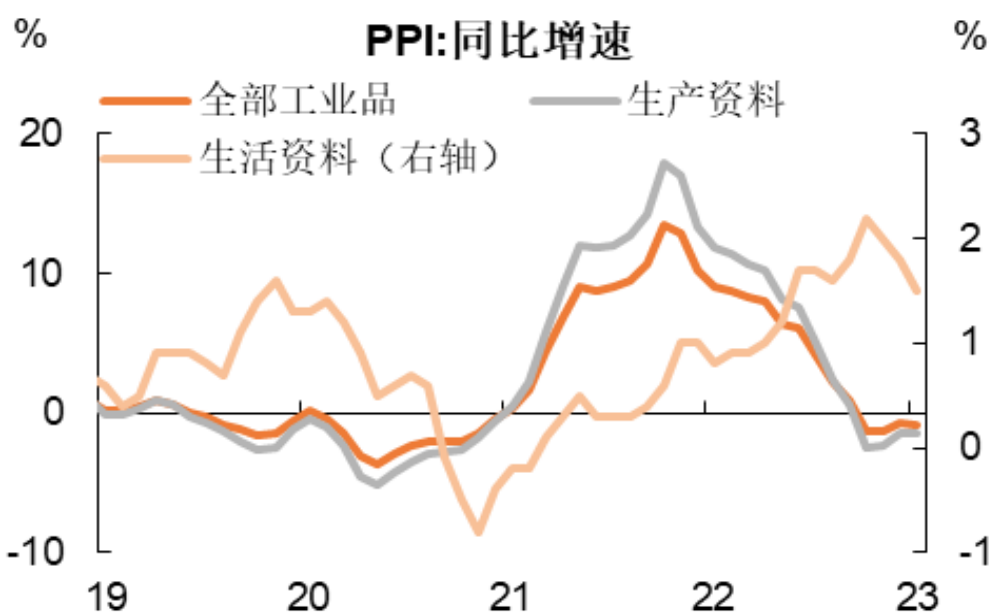


资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、PPI同比回落

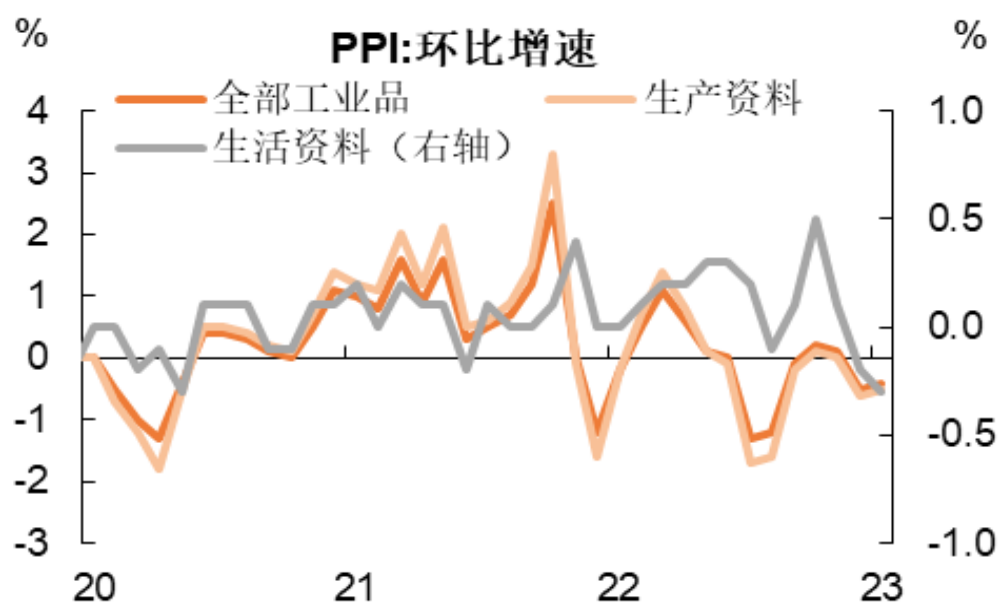
2023年1月PPI同比和环比均处于收缩区间。2023年1月PPI同比跌幅走阔0.1个百分点至-0.8%，低于市场预期的-0.5%。PPI环比跌幅较上月收窄0.1个百分点至-0.4%，工业品价格继续走弱。**生产资料**PPI环比跌幅略有收窄，其中采掘、原材料和加工工业的PPI环比增速均处收缩区间，分别为-1.0%、-0.7%和-0.4%。**生活资料**PPI环比跌幅走阔，其中食品类、衣着类和耐用消费品类的PPI环比分别为-0.5%、-0.3%和-0.2%，仅一般日用品类价格持平与上月。

图表 7 2023年1月PPI同比跌幅走阔



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 8 2023年1月PPI生活资料环比跌幅走阔



资料来源：WIND，平安证券研究所

分行业看，30个子行业中，有9个价格环比提升，3个价格环比持平，18个价格环比下行。

PPI环比收缩的原因有三：

- 一是，石油化工产业链及其下游的纺织服装行业价格普遍调整，是拖累PPI环比表现的关键所在。首先是国际油价下行，2022年11月以来，国际油价中枢较快下移，布伦特原油期货的价格中枢自2022年10月的93美元每桶，降至2023年1月的84美元每桶。其次是原材料需求走弱，和原油价格走弱共振，各类化工品价格普遍调整。2023年1月，石油和天然气开采、石油煤炭加工、化学原料制品、橡胶塑料制品、化学纤维制造的PPI环比分别下跌5.5、3.2、1.3、0.5和0.1个百分点。最后是纺织消费品消费季节性走弱，处于石化产业链下游的纺织业、纺织服装服饰业消费需求季节性走弱，PPI环比也分别下跌0.7和0.3个百分点。
- 二是，中游制造行业因成本降低、需求走弱，价格也逐步下行。出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源，二者在2022年四季度持续走弱；同时，中游制造行业面临的原材料成本（每百元营业收入中的成本占比）逐步下行。需求与成本同步走弱，带动价格走低，计算机通信和其他电子设备制造业、金属制品业、通用设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造等中游制造行业2023年1月PPI环比均为负。
- 三是，国内煤炭价格下行，煤炭开采和洗选业价格由上月上涨0.8%转为下降0.5%；以水泥为代表的高耗煤产品价格随之调整，非金属矿物制品业、非金属矿采选业PPI环比增速分别为-0.5%、-0.1%。

不过，受美元指数回落、中国经济复苏预期升温的影响，黑色金属及有色金属价格回温，对工业品价格的环比有一定支撑。2023年1月黑色金属矿采选、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属矿采选业的PPI环比分别上行3.4、1.5和0.7个百分点。

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_52114

