

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

有些人担心的疫后高通胀并没有出现

2023年2月11日

- **市场担心的疫后高通胀并未出现。**市场一直担心疫情防控政策优化调整后,国内通胀水平会比较高,但市场担心的疫后高通胀并没有出现。CPI和核心CPI环比涨幅较大表明消费需求出现一定程度回暖,我们认为这既有春节假日因素带来商品价格的季节性上涨,又有消费场景修复对服务消费的提振。但CPI表现仍不及市场预期,我们认为CPI低于市场预期主要是受猪、油双重回落的拖累。猪价下跌的原因仍是生猪产能供大于求。从往年情况看,这个时候生猪应该处于价格高的时段,但今年的情况有点特殊,生猪供应呈现了出栏增多、消费偏弱、价格下降等特点。此外,受国际油价波动影响,国内汽油、柴油同比涨幅也收窄。
- **短期内,猪价或进入震荡区间。**我们认为短期内猪价或进入震荡阶段,但波动区间收窄。1)供需上,目前生猪产能供大于求,加上节后猪肉需求减弱。而二季度为生猪消费传统淡季,二季度生猪价格或提升有限。2)政策调控上,2月以来消费需求回落,猪粮比价下跌进入一级预警区间,国家发改委释放收储的信号。尽管收储启动后,猪价不会马上反弹上涨,但是再大幅下跌的概率在减小,这或意味着生猪价格大概率会持续在低位震荡。总体上看,上半年猪价的波动区间可能收窄。
- **黑色系商品价格受预期提振。**海外衰退叠加高基数继续带动PPI回落,结构上,生产资料与生活资料同比表现继续分化。国内商品表现上,在国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响下,能源相关工业品价格整体环比继续下降。其中石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料和化学制品制造业等价格均环比下降。偏国内定价的黑色系商品价格上升,或是受到房地产利好政策和1月建筑业PMI进一步扩张的影响,钢材市场预期向好,螺纹钢价格也持续走高。
- **政策有望继续宽松,利好股市。**当前居民消费价格上涨显示出需求出现一定回暖迹象,但是市场担心的疫后高通胀并未出现,因此未来政策仍有望继续宽松。1)当前通胀水平仍属温和,对货币政策的约束较小。2)货币政策仍具备偏松的条件,利好股市。2023年国内外形势仍然较复杂,我国经济下行压力依然存在,为稳住经济恢复的基本盘、促内需实现经济复苏,政策刺激或需协调配合。特别是货币政策方面可能将继续保持宽松,因此未来政策走势对股市而言或仍是利好。
- **风险因素:**疫后复苏超预期,国际油价变化超预期等。

目 录

一、市场担心的疫后高通胀并未出现.....	3
二、黑色系商品价格受预期提振.....	6
三、政策有望继续宽松，利好股市.....	7
风险因素	8

图 目 录

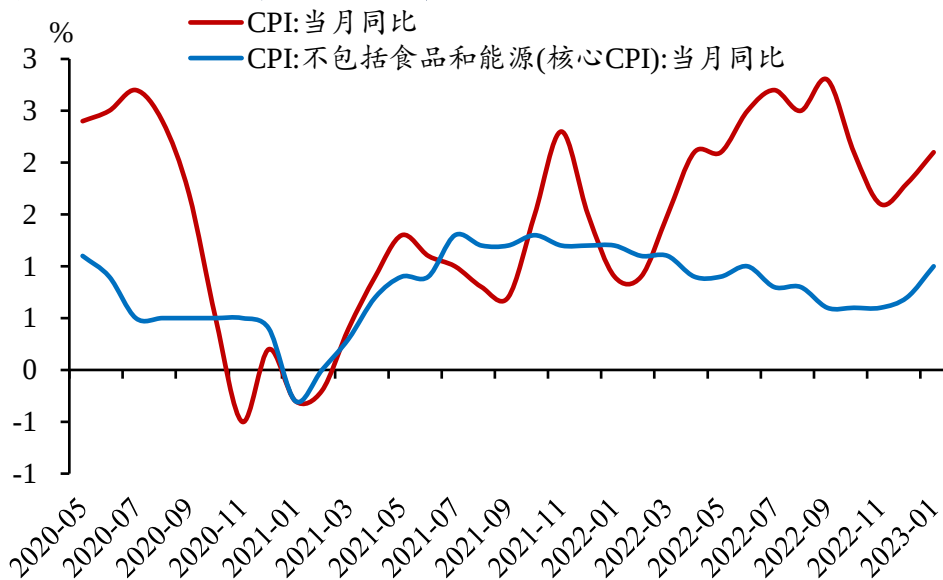
图 1: CPI 和核心 CPI 同比涨幅持续回升	3
图 2: 1 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响	3
图 3: 1 月消费品和服务 CPI 同比均持续上升.....	4
图 4: 1 月猪肉价格继续回落	5
图 5: 交通通信项同比涨幅较 12 月有所回落	5
图 6: 1 月食品烟酒项环比高于季节性	6
图 7: 1 月生活和生产资料 PPI 同比增速的分化仍在继续	7
图 8: 原油相关行业价格下降.....	7

一、市场担心的疫后高通胀并未出现

市场一直担心疫情防控政策优化调整后，国内通胀水平会比较高，但市场担心的疫后高通胀并没有出现。

CPI 同比回升显示消费需求出现一定程度回暖。1 月 CPI 同比上涨 2.1%，重回 2 区间。CPI 同比和环比涨幅均较 12 月有所提升，其中 1 月 CPI 环比上涨 0.8%，核心 CPI 环比上涨 0.4%。我们认为 1 月 CPI 的回暖，既有春节假日因素，又有消费场景修复的提振。

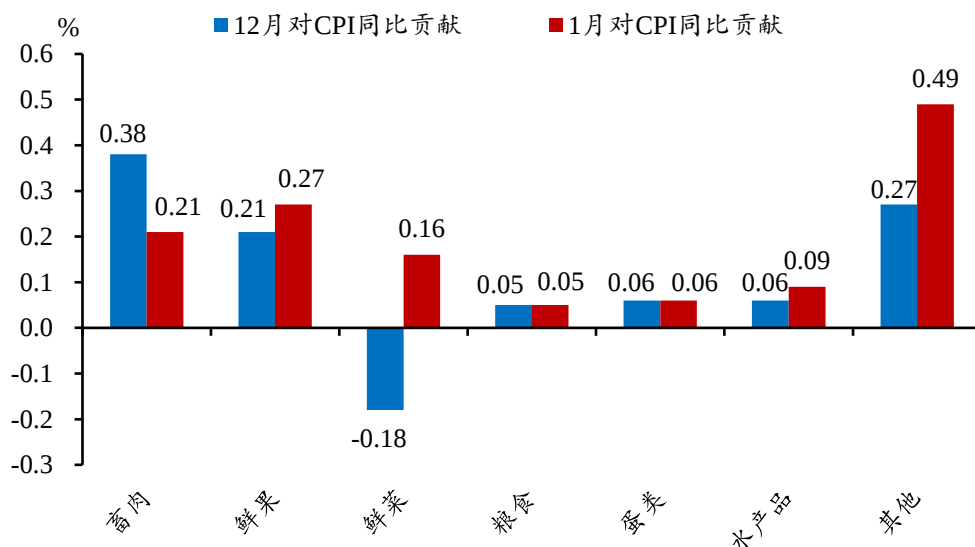
图 1：CPI 和核心 CPI 同比涨幅持续回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1) 受春节假日的影响，鲜果鲜菜等商品需求存在季节性上涨。1 月 28 种重点监测蔬菜的平均批发价持续上升，鲜菜项 CPI 环比涨幅大幅扩大至 19.6%。7 种重点监测水果平均批发价也呈现波动上升趋势，鲜果项 CPI 环比涨幅为 9.2%。果蔬物价环比上升主要受春节假日居民需求上升的影响。从同比来看，食品烟酒项中果蔬对 CPI 的同比贡献均有改善。其中，鲜菜对 CPI 的贡献值由负转正，较 12 月改善了 0.34 个百分点，是 1 月食品烟酒项走强的主要贡献项，而鲜果的贡献值则继续扩大。

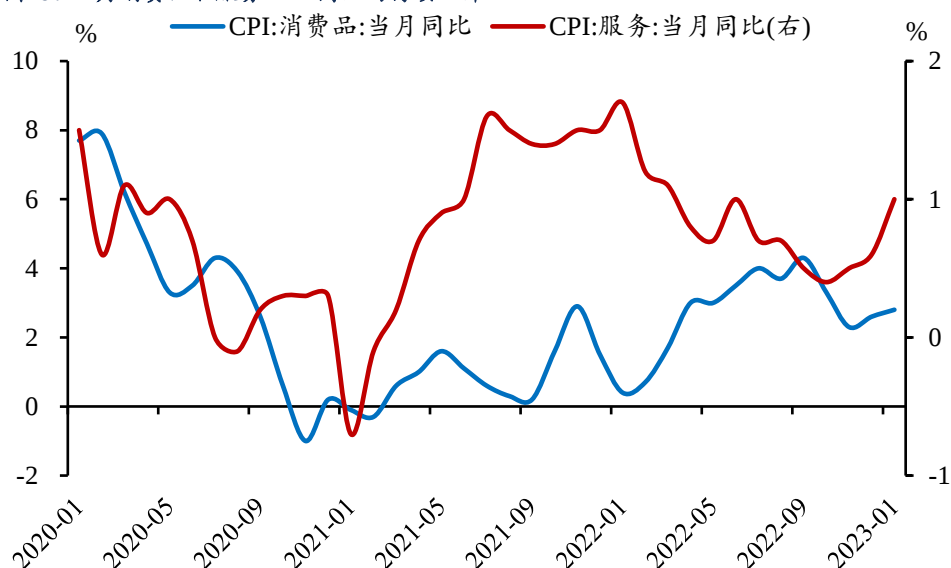
图 2：1 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

2) 消费场景修复下, 前期受压制的服务型消费需求改善。过去受疫情的制约, 接触性服务消费缺少消费场景。疫情管控措施优化后, 服务 CPI 同比改善幅度大于消费品 CPI 同比。春节假期出游人次出现了较大幅度上升, 出行和文娱消费需求也明显增加, 飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格环比分别上涨 20.3%、13.0%、10.7%和 9.3%。1 月教育文化和娱乐项同比和环比增幅均继续扩大, 同比涨幅达 2.4%, 成为了除食品烟酒项以外 CPI 涨幅的主要贡献项, 环比涨幅也超过了季节性变化。主要原因是春节来临以及疫后线下接触型、聚集型娱乐消费场景修复引起相关消费需求增加。

图 3: 1 月消费品和服务 CPI 同比均持续上升



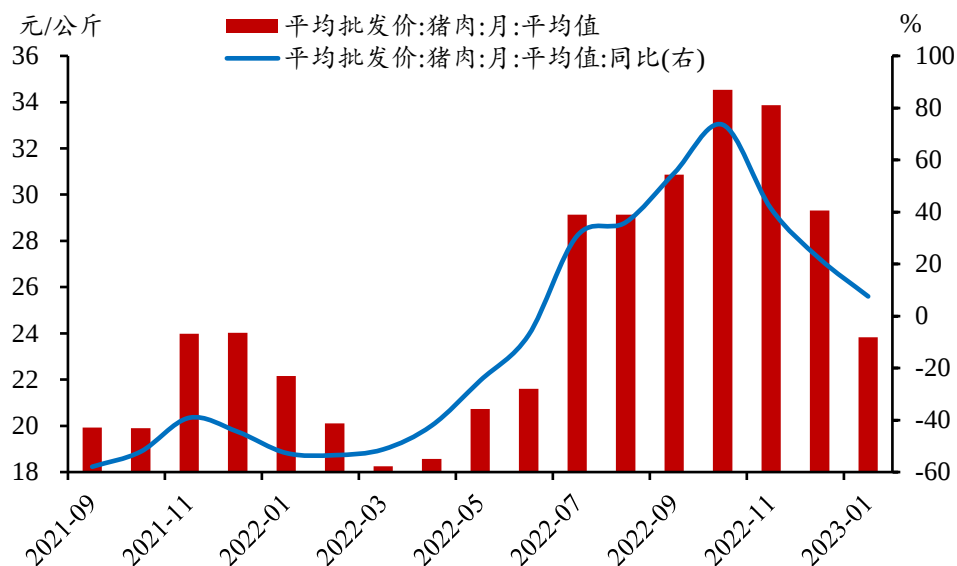
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

然而市场担心的疫后高通胀并没有出现。过去, 市场一直担心疫情防控措施优化后, 国内会出现疫后高通胀, 但 1 月 CPI 数据不及市场预期, 市场一直担心的疫后高通胀并没有出现。我们认为 1 月 CPI 表现低于市场预期主要是受猪、油双重回落的拖累。

1) 猪价下跌的原因仍是生猪产能供大于求。从往年情况看, 这个时候生猪应该处于价格高的时段, 但今年的情况有点特殊, 与往年有所不同。猪肉消费出现“旺季不旺”的现象, 生猪供应呈现了出栏增多、消费偏弱、价格下降等特点。1 月生猪供给持续增加, 猪肉价格同比涨幅进一步回落, 对 CPI 形成拖累。

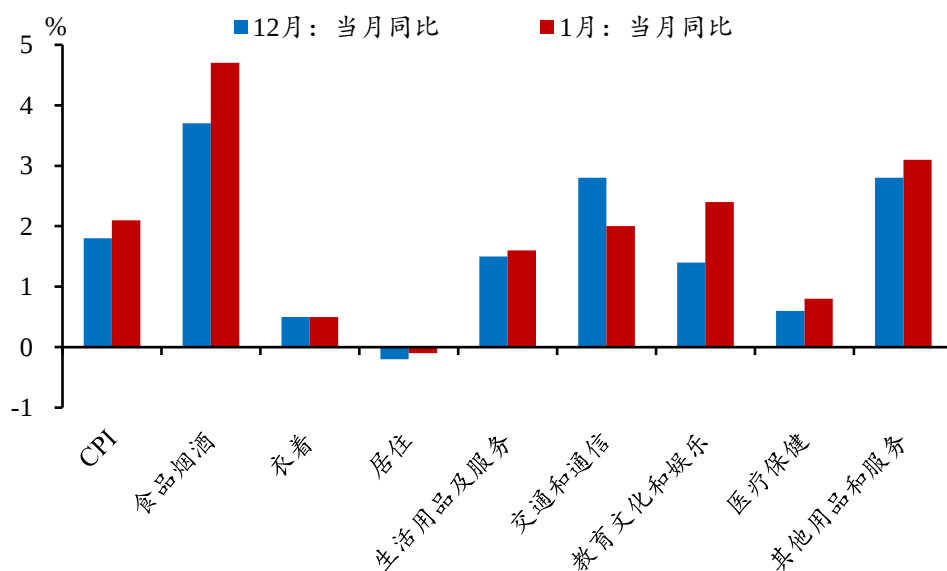
2) 国际油价波动, 交通和通信项同比涨幅继续收窄。虽然 1 月国内成品油价格两次调整“1 涨 1 跌”, 但是受到国际油价波动的影响, 国内汽油、柴油同比涨幅收窄, 汽油、柴油和液化石油气价格同比涨幅分别为 5.5%、5.9%和 4.9%, 交通通信项同比涨幅也回落至 2%。

图 4：1 月猪肉价格继续回落



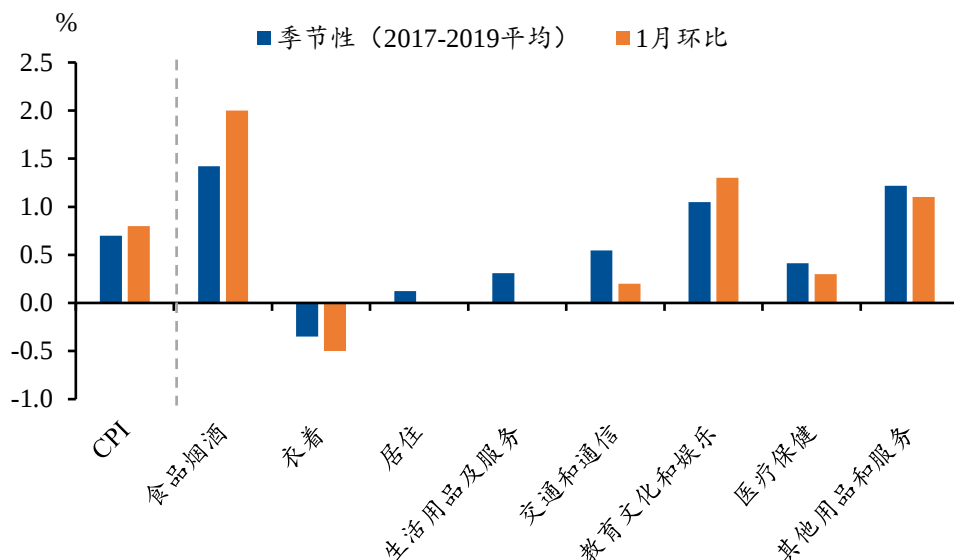
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：交通通信项同比涨幅较 12 月有所回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：1 月食品烟酒项环比高于季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

短期内，猪价或进入震荡阶段，波动区间可能收窄。由于 1 月生猪产能供大于求，导致全国平均猪粮比价进入过度下跌二级预警区间。而进入 2 月以来，猪粮比价继续下跌，进入一级预警区间，国家发改委也释放收储的信号。尽管收储启动后，猪价可能不会马上反弹上涨，但是猪价再大幅下跌的概率在减小，这或意味着一季度生猪价格大概率会持续低位震荡。而二季度是生猪消费传统淡季，生猪价格或提升有限。总体上看，上半年猪价的波动区间可能收窄。

二、黑色系商品价格受预期提振

海外衰退叠加高基数继续带动 PPI 回落。1 月 PPI 同比降幅扩大至 -0.8%，跌幅超市场预期，而环比降幅收窄至 -0.4%。从结构来看，生产资料与生活资料表现继续分化，生产资料价格同比增速为 -1.4%，而生活资料价格同比涨幅略微收窄至 1.5%。国内商品表现上，能源相关工业品价格下移，黑色系商品价格受预期提振。

第一，在国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响下，能源相关工业品价格整体环比继续下降。1 月国际原油价格大幅波动，国内油价下降，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环比下降 3.2%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 1.3%。此外，国内煤炭

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_52139

