

CPI 回升或反映需求开始复苏

——1月价格数据点评

核心观点：

核心CPI环比上涨0.4%，反弹超春节季节性因素显示1月总需求出现明显回升，符合我们此前对一季度经济有望明显反弹的判断。PPI环比下跌略超预期，主要受水泥、动力煤等国内定价商品下行，以及月初国际原油价格跌至近期低点影响。展望未来，CPI环比或继续维持强于季节性因素回升的态势，PPI环比跌幅或逐渐收窄。虽然1月通胀有所回升，但仍处于温和的水平、通胀的压力比较有限。未来货币政策走向取决于三四线房地产风险以及经济负产出缺口变化情况。

内容摘要：

➤ CPI回升或反映1月总需求明显回升

1月CPI同比上涨2.1%，涨幅较前值上升0.3个百分点；1月CPI环比上涨0.8%，较上月由平转升，在历史上有春节的月份也处于较高水平。整体而言，核心CPI环比反弹超出春节季节性因素的影响，显示1月总需求出现明显回升。鲜菜、鲜果价格的持续上涨也推动CPI回暖。当然，猪肉、能源价格分项的环比下滑拖累了CPI的整体涨幅，导致CPI同比略低于市场预期。

➤ 1月PPI环比仍为负，受国内外因素共同影响

1月PPI同比下跌0.8%，超出市场预期的0.5%；环比下跌0.4%，较前值下降0.1个百分点，下跌略超预期。我们认为，PPI环比下跌主要受水泥、动力煤等国内定价商品下行，以及月初国际原油价格跌至近期低点影响。

➤ 通胀水平温和，货币政策仍有较大配合空间

展望未来，一季度核心CPI环比或继续维持强于季节性因素回升的态势，春节假期后PPI环比跌幅或逐渐收窄。虽然1月通胀有所回升，但仍处于温和的水平，我们认为通胀的压力比较有限。考虑到一季度中国经济有望整体扩张并带动负产出缺口收敛，人民银行大概率不会全面降准或降息。但如果三四线城市房地产泡沫退去的风险发生，二季度或以后负产出缺口重新扩大，也不排除货币政策重新加码，为“稳增长”创造宽松的货币金融环境。

风险提示：

经济复苏不及预期，政策不及预期，三四线地产价格下跌风险。

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：15221881900

邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《经济如期重新扩张——1月PMI数据以及未来经济展望》2023.1.31

2、《消费如期修复，政策仍需推出——春节数据反映的疫后复苏图景》2023.1.29

3、《超额储蓄会提振消费吗？——宏观专题报告》2023.1.28

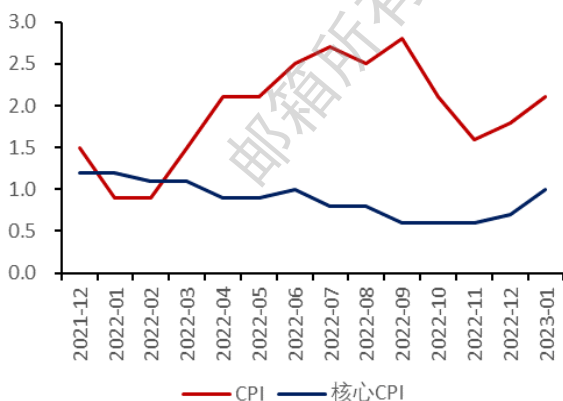
1 CPI 回升或反映 1 月总需求明显回升

1 月 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅较前值上升 0.3 个百分点；1 月 CPI 环比上涨 0.8%，较上月由平转升，在历史上有春节的月份也处于较高水平。整体而言，核心 CPI 环比反弹超出春节季节性因素的影响，显示 1 月总需求出现明显回升——符合我们此前疫情放开对经济的扰动或仅仅持续数周，一季度经济环比就有望明显反弹的预判（《一季度经济环比有望重新扩张——12 月 PMI 数据以及未来经济展望》）；当然，猪肉、能源价格分项的环比下滑拖累了 CPI 的整体涨幅，导致 CPI 同比略低于市场预期。

首先，核心 CPI 触底回升，或反映需求开始复苏。核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅较前值扩大 0.3 个百分点；核心 CPI 环比上涨 0.4%，涨幅较前值扩大 0.3 个百分点，剔除春节的季节性因素后，涨幅也处于较高水平。其中，服务业 CPI 环比上涨 0.8%，为 2020 年疫情以来新高。结合 1 月服务业 PMI 为 54%，服务业供给开始恢复的情况下，我们认为核心 CPI 和服务业 CPI 的上涨反映了疫情冲击高峰过去之后，服务业需求乃至总需求的修复比供给修复更加明显。

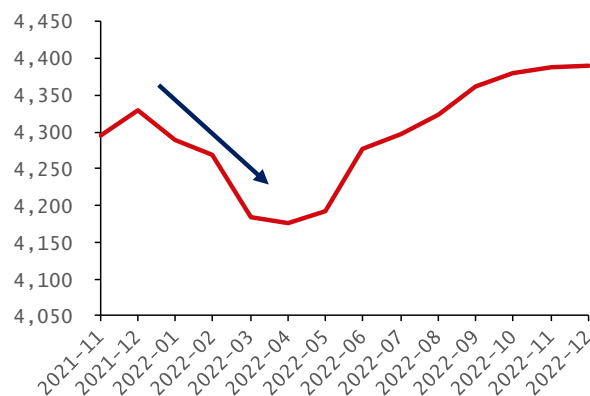
例如，各地疫情防控政策的调整后，出行和文娱消费需求攀升，1 月 CPI 旅游分项环比上涨 9.3%，同比上涨 11.2%，均为疫情以来最高值。飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票价格分别环比上涨 20.3%、13.0%、10.7%。

图表 1: CPI、核心 CPI 当月同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 生猪存栏: 能繁母猪 (万头)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

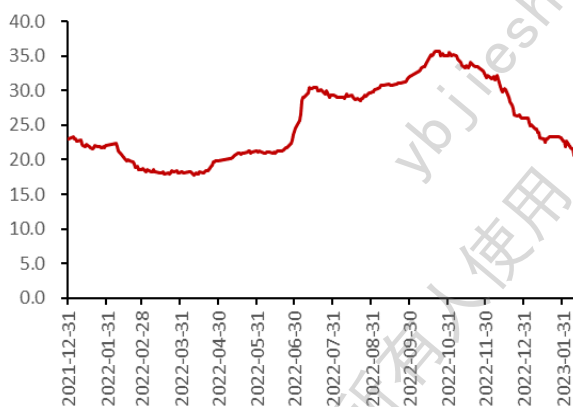
其次，CPI 食品分项继续上涨。CPI 食品分项环比上涨 2.8%（前值 0.5%），同比上涨 6.2%（前值 4.8%）。但是，猪肉价格的超预期下跌影响了食品分项的涨幅。

具体看分项，鲜菜、鲜果价格持续上涨，是推动 CPI 上涨的主要因素。鲜菜价格环比上涨 19.6%，鲜果价格环比上涨 9.2%。由于冬季蔬菜供应主要以大棚等设施蔬菜和“南菜北运”蔬菜为主，生产成本和运输成本都相对较高，加之元旦、春节假期市场集中备货蔬菜、水果，共同推动了 1 月鲜菜、鲜果价格快速攀升。

猪肉价格继续下跌，是拖累 CPI 的主要分项。在供给端，尽管 1 月生猪周期性供给是受到去年 3 月的能繁母猪存栏量影响，而去年 3 月国内能繁母猪存栏量仍处于下降通道，从周期上看供给仍有减少趋势。但我们认为，当前供给端主要受到集中出栏短期因素的影响，规模化养殖企业出栏积极性普遍偏高，市场生猪供应充裕，使得市场猪价走弱。在需求端，虽然受元旦、春节假期影响，居民猪肉消费意愿有所回暖，但由于各地感染高峰仍未完全结束，回暖程度有限，对价格拉动作用不明显。供需两方面因素共同导致 1 月猪肉价格继续走低。

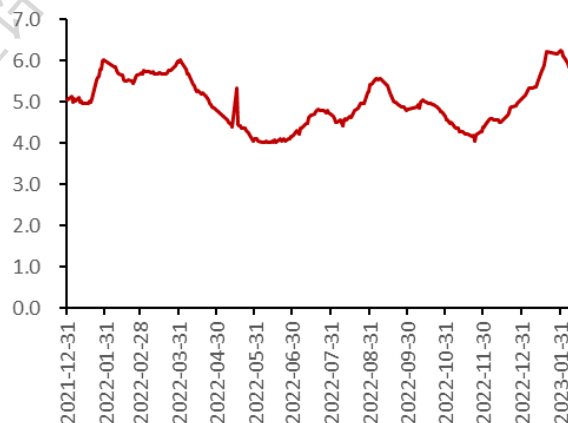
再次，能源价格调降也在一定程度上拖累了 CPI 同比、环比的反弹。1 月份成品油两个调价窗口先升后降，平均来看，成品汽、柴油价格较 12 月分别下跌 232 元/吨和 222 元/吨，对应 CPI 交通工具用燃料分项环比下跌 2.3%；同时，CPI 水电燃料分项环比仅仅上涨 0.1%，涨幅也处于较低水平。

图表 3：全国猪肉平均价格（元/公斤）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：28 种重点监测蔬菜平均批发价（元/公斤）

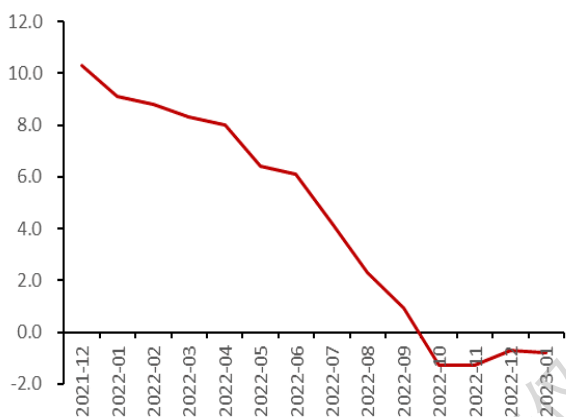


资料来源：Wind，国联证券研究所

2 1 月 PPI 环比仍为负，受国内外因素共同影响

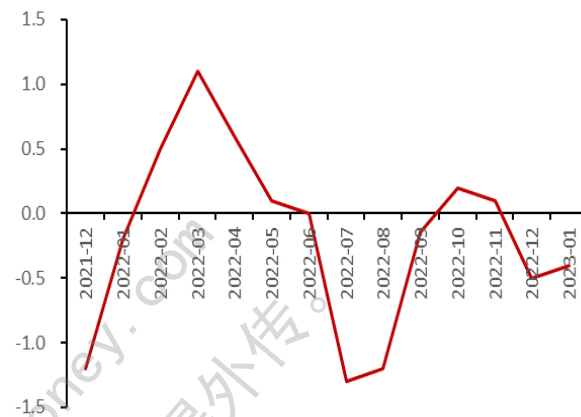
1 月 PPI 同比下跌 0.8%，超出市场预期的 0.5%；环比下跌 0.4%，较前值回升 0.1 个百分点。我们认为，PPI 环比下跌主要受水泥、动力煤等国内定价商品下行，以及月初国际原油价格跌至近期低点影响。

图表 5: PPI 当月同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

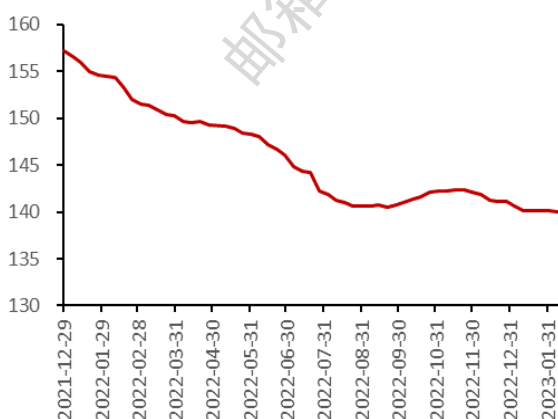
图表 6: PPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

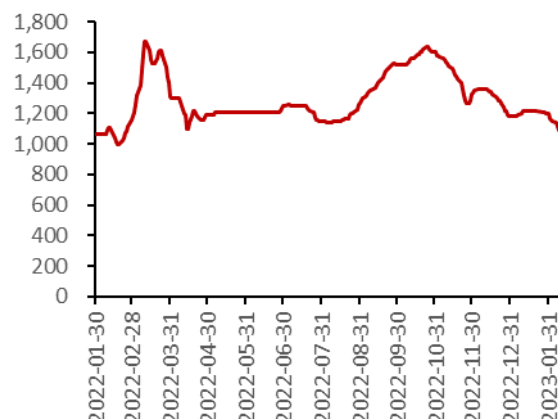
国内定价的商品方面,受元旦、春节放假影响,相关工业品价格偏低。水泥方面,由于假期工地停工放假,下游需求走弱导致水泥需求减弱,水泥价格指数从 12 月平均 141.5 下跌到 1 月平均 140.3,对应 PPI 非金属矿物制品业分项环比下跌 0.5%。动力煤方面,1 月全国大部气温较常年同期偏高,采暖用煤需求较同期偏低,并且煤炭保供持续发力,整体供给量也维持在充足水平,京唐港山西产动力煤平仓价从 12 月平均的 1304 元/吨回落至 1 月平均的 1206 元/吨,对应 PPI 煤炭开采和洗选业分项环比下跌 0.5%。

图表 7: 全国水泥价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 京唐港山西产 Q5500 动力煤平仓价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

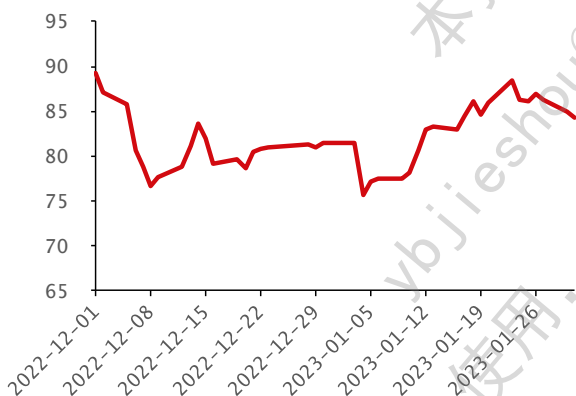
国际定价的商品方面,国内石油工业品价格下跌,但有色金属价格有所上涨。布伦特原油现货价格 1 月初从 81.5 美元/桶下跌至 75.6 美元/桶,后在下月逐渐回升至 88.4 美元/桶,月底下降至 84.3 美元/桶。由于国际原油价格回升至月内高点时国内正处于春节放假期间,大部分工厂处于停工状态,我们认为 1 月石油相关行业出厂价

格下跌主要受到1月初油价大跌的影响。PPI石油和天然气开采业分项环比下跌5.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业分项环比下跌3.2%，化学原料和化学制品制造业分项环比下跌1.3%。

有色金属价格有一定幅度上涨。LME基本金属指数从12月平均3997上涨至1月平均4231，LME铜现货价格从12月平均8367美元/吨上涨至1月平均9000美元/吨，LME铝现货价格从12月平均2395美元/吨上涨至1月平均2489美元/吨，对应PPI有色金属矿采选业分项环比上涨1.1%。

当然，总体而言PPI环比下滑略超预期。

图表9：布伦特原油现货价（美元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：LME基本金属指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：LME铜现货结算价（美元/吨）



图表12：LME铝现货结算价（美元/吨）



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_52217

