

非典型通缩？

2022 年 03 月 09 日

2023 年 2 月，全国居民消费价格同比上涨 1%，环比下降 0.5%；全国工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，环比持平。

当市场还在思考 2023 年能否迎来一场通胀时，春节后一份物价数据展现出的反而是通缩苗头，引发市场关注。

我们认为本月 PPI 价格环比由负转平，反映工业企业生产复工边际回暖。结构上生产资料价格向好，然而生活资料走势仍偏弱。本月 CPI “通缩” 有三层原因。春节错位影响；短期供需修复节奏差异；居民收入预期有待进一步夯实。

我们强调，疫后消费需求修复并非一蹴而就。参照海外疫后经验，消费后续动能与居民就业工资预期紧密相关，而这有赖于宏观层面能否有一个较为稳定的增长动能，或许 2023 年地产表现取决于消费后劲有多强。

我们维持原有判断，2023 年到底是迎来一场通缩还是通胀，关键在地产能否企稳，又或在多大程度回升。与其关注通胀，还不如关注房价。

➤ **PPI 表现尚可，尤其生产资料价格走势反映国内外生产偏强。**

生产资料价格环比由下降 0.5% 转为上涨 0.1%；生活资料价格环比下降 0.3%，降幅持平上月。生产资料价格强势有两方面原因，一则 2 月中旬之后国内复工复产进度全面加速。螺纹表现消费等高频数据显示，春节后三周开始，工程实物工作量加快转化，工业品需求都出现边际好转。二则海外经济短期内足够韧性，2 月全球 PMI 反弹可以印证，同时开年 1-2 月国内成品油以及钢材出口攀至历史较高水平。

➤ **CPI 同比降幅较深，反映消费供需表现及未来持续性较为复杂。**

本月食品项 CPI 和核心 CPI 环比双双收缩，引发通缩交易的忧虑。

除却节日需求效应退坡，我们认为食品项价格环比走弱更多来自供应端的改善。

2 月食品烟酒类价格环比下降 1.3%，影响 CPI 下降 0.38 个百分点，贡献了约 76% 的环比降幅。一则，能繁母猪存栏 2022 年 12 月环比微增，供应压力仍在加大对价格形成较强压制，猪肉价格环比下降 11.4%，贡献了约 34% 的整体环比降幅。二则，节后天气回暖，市场鲜活食品供应补量，鲜菜等价格皆出现季节性回落，负向拉动同样显著。

核心 CPI 收缩反馈的宏观现实会相对更复杂一些，首先是春节错位影响。

2 月核心 CPI 环比下跌幅度达 0.2%，整体表现其实偏正常，往年春节后核心通胀环比一般会回调 0.3 个百分点以内幅度。

本月核心 CPI 的数据下行还有一个重要原因在于供需短结构错配。

随着节后劳务到岗率逐步恢复，出行热度常态退坡，物价出现一段正常回落。百度迁徙指数以及拥堵延时指数走弱，可做辅助验证。

2023 年通胀表现，关键在于今年宏观层面能否有一个较为强劲的增长动能。

站在 2023 年，宏观经济复苏能否持续关键仍在于地产能否企稳，房市企稳对于避免中国经济后续滑入实质性通缩的风险意义重大，这也意味着，房价指标或许能够为观察后续消费的持续性提供较强的参考。

➤ **年内 PPI 怎么看？上下半年驱动逻辑各不同。**

我们对海外宏观以及全球经贸周期的判断维持不变，即全年来看全球经贸周期处于下行通道，上半年海外需求偏韧性，下半年海外需求有快速收缩风险。

上半年全球需求难迎来大反弹，加之美联储货币政策仍将维持偏鹰姿态，预计能源（全球定价）以及有色金属（金融属性较强）上半年难有强势表现，这也意味着上半年 PPI 环比支撑力非常有限。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

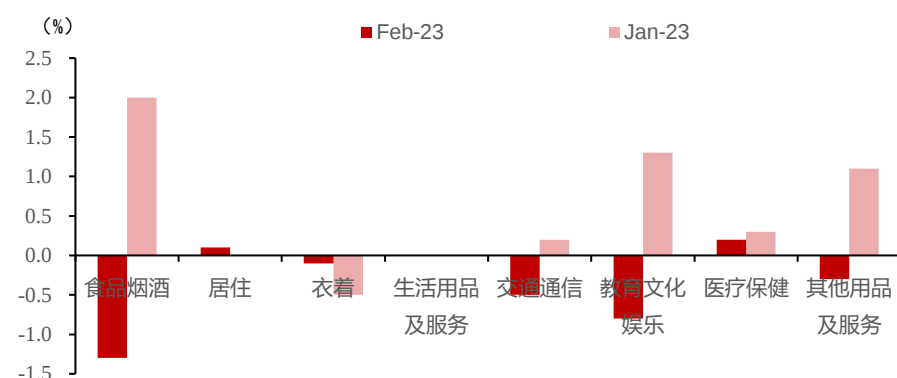
相关研究

1. 宏观专题研究：2023 年政府工作的重心-2023/03/05
2. 全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产共振回升-2023/03/05
3. 流动性跟踪周报：资金面的“紧预期”与“松现实”-2023/03/04
4. 宏观专题研究：两会前瞻：预期之外的看点-2023/03/02
5. 流动性跟踪周报：资金转松难缓债市回调-2023/03/01

我们看好本轮地产销售及房价企稳，但预计年内地产新开工投资修复偏弱，节奏偏慢。今年下半年全球需求将看中国，但中国实体投资需求或反弹有限，故而我们认为下半年 PPI 环比依然难有强势表现，但有色金属等金融属性较强的品种或将受益于美债收益率的下行迎来结构性机会。

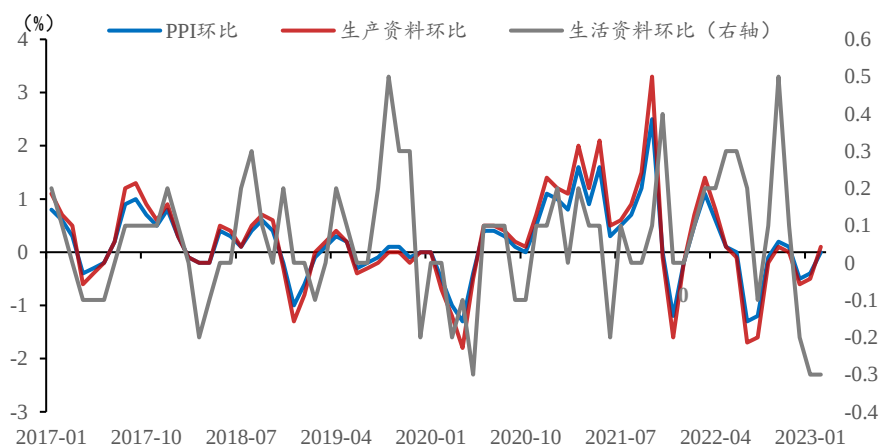
➤ **风险提示：**地产政策效果不及预期；货币政策超预期。

图1：CPI 八大分项环比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：PPI 分项环比



资料来源：Wind，民生证券研究院。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引

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_53069

