

宏观点评

2023年2月物价数据点评：居民商品消费仍需提振

证券分析师

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

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

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



事项：

2023年2月CPI同比1.0%，PPI同比为-1.4%。

平安观点：

- **2月CPI同比增速较快下行，显著低于市场预期。**我们拆解发现，2月CPI增速下行主要受到春节错位因素影响，而工业消费品（扣除能源）、猪肉价格的走弱形成进一步助推。一是，**核心CPI环比略弱于春节次月的均值水平。**1）**核心CPI的主要拖累在于，工业消费品价格（扣除能源）表现偏弱，**其在核心CPI中占比接近50%。2）**服务品价格（非居住类）环比回落，**主要受春节错位影响。3）**值得关注的是，居住分项价格稳中有升。**2月居住分项环比上涨0.1%，系2022年4月以来的首次上行，其中房租价格环比上涨0.3%，系2021年4月以来环比涨幅最高的一次。随着房地产周期逐步企稳、居民就业逐步恢复，低基数下居住服务可能对核心CPI形成推升作用。二是，**食品价格涨幅显著弱于季节性，猪肉价格对其拖累尤其大。**春节后猪肉消费需求走弱、而供给过剩局面暂难扭转，CPI猪肉分项环比跌幅高达11.4%。三是，**能源价格持稳，对CPI的影响不大。**2022年末以来，布伦特原油期货价格窄幅震荡，中枢相对稳定，对居民消费价格的影响不大。
- **2月PPI环比持平于上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。**其中，生产资料PPI环比由跌转涨，生活资料PPI环比持平于上月。**春节后复工复产加速，中国经济向常态回归，不同行业PPI环比增速表现分化，据此可观察不同需求链条的边际变化。**一是，**上游采掘、原材料行业PPI表现较强，**反映出建筑链条（基建、地产投资）需求边际回暖、预期有所修复。春节后，各地积极推动基建重大项目、房地产保交楼的开工建设，对采掘、原材料板块多个子行业的需求形成支撑。二是，**中游制造板块PPI环比普遍下行，一定程度上能够反映其需求端的下行压力。**出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源，开年后中国出口同比继续收缩，制造业投资可能也不尽如人意。三是，**消费制造行业、生活资料大类的PPI表现偏弱，与CPI中工业消费品价格的低迷表现相印证，**表明可选消费需求有待进一步恢复。
- **2月物价数据的表现反映出春节后中国经济的“冷热不均”。**尽管基建地产需求恢复，但商品消费恢复力度不强、出口和制造业投资承压，宏观政策仍需为“改善社会心理预期、提振发展信心”保驾护航，促经济复元气。

一、春节错位拉低CPI同比

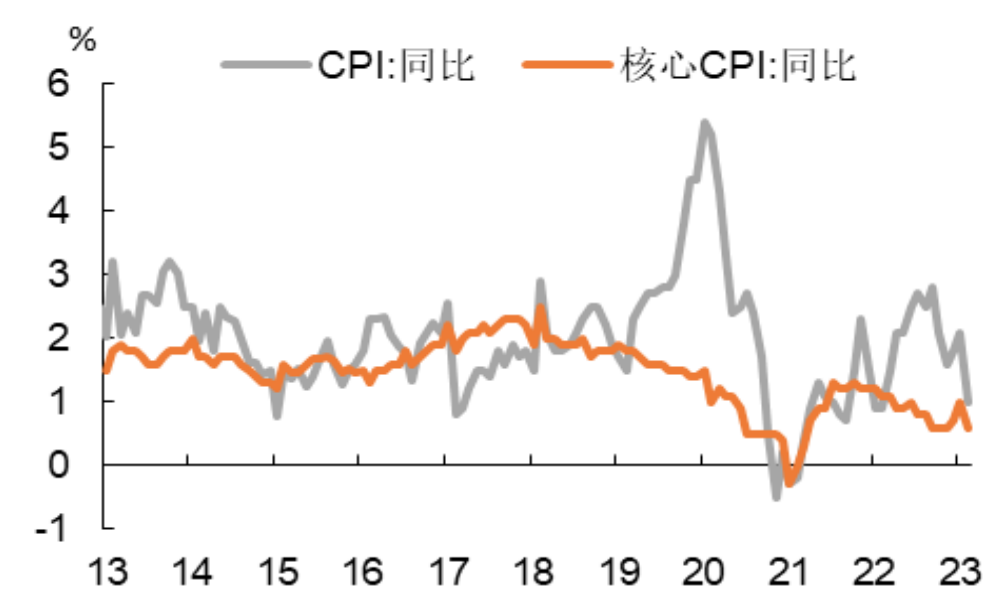
2月CPI同比增速较快下行，显著低于市场预期。2023年2月CPI同比1%，较上月下行1.1个百分点，显著低于市场预期。作为传统的消费旺季，春节对居民需求的影响较大，往往呈现春节当月CPI环比上涨、春节次月CPI环比收缩的规律。2022年2月为春节当月，CPI环比增速为0.6%；而2023年2月为春节次月，CPI环比增速为-0.5%，低于2016-2022年-0.3%的均值。**经过我们拆解发现，2月CPI增速下行主要受到春节错位因素影响，而工业消费品（扣除能源）、猪肉价格的走弱形成进一步助推。**具体地：
第一，2月核心CPI环比下行，表现略弱于春节次月的均值水平。剔除食品和能源的核心CPI同比2月较上月下滑0.4个百分点，至0.6%；环比为-0.2%，略低于春节次月-0.13%的均值水平。

- **核心CPI的主要拖累在于，工业消费品价格（扣除能源）表现偏弱。**国家统计局数据在数据解读中表示，扣除能源的工业消费品价格同比上涨0.5%，涨幅低于核心CPI总体。我们估算，扣除能源的工业消费品在核心CPI中占比接近50%，在全部CPI中的权重约40%。2月CPI衣着、交通工具、通讯工具等分项表现均弱于季节性，反映出居民终端消费不强。
- **服务品价格（非居住类）环比回落，主要受春节错位影响。**春节后务工人员返城，服务业供给较快回温，而需求季节性回落。2023年春节当月CPI中旅游、家庭服务分项环比分别上涨9.3%、2.4%；2月则分别下跌6.5%、1.7%，基本符合春节前后月份的季节性规律（2016-2022年，春节当月CPI旅游、家庭服务分项环比均值分别为7.6%、1.7%，春节次月CPI旅游、家庭服务环比均值分别为-6.3%、-1.8%）。
- **值得关注的是，居住分项价格稳中有升。**2月CPI居住分项环比上涨0.1%，系2022年4月以来的首次上行，其中，房租分项环比上涨0.3%，系2021年4月以来环比涨幅最高的一次。我们估算，居住分项在CPI中的权重接近25%，在核心CPI中的权重在30%左右。2021年下半年房地产周期调整以来，居住分项持续拖累核心CPI表现。随着房地产周期逐步企稳、居民就业逐步恢复，低基数下居住分项可能对核心CPI形成推升作用。

第二，2月食品价格涨幅显著弱于季节性，猪价对其拖累尤其大。CPI食品分项环比为-1.3%，显著弱于春节次月-0.8%的均值水平。猪肉价格对CPI食品分项的扰动最为突出，春节后猪肉消费需求走弱、而供给过剩局面暂难扭转，CPI猪肉分项环比跌幅高达11.4%。

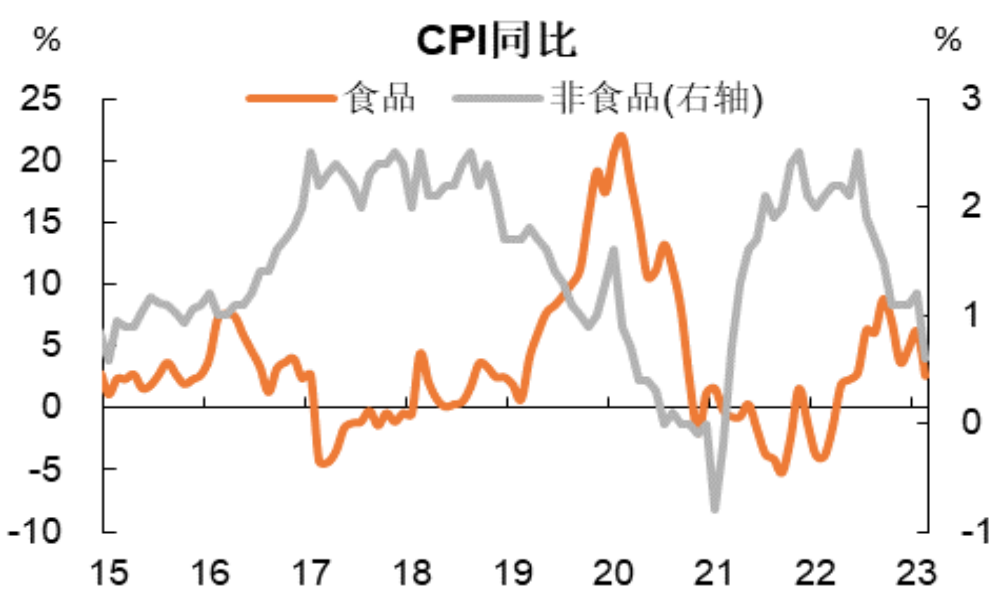
第三，能源价格持稳，对CPI的影响不大。2022年末以来，布伦特原油期货价格窄幅震荡，2023年1月、2月的中枢分别为84.33美元每桶、83.07美元每桶。能源价格中枢相对稳定，对居民消费价格的影响不大。

图表 1 2023年2月CPI与核心CPI同比增速均下行



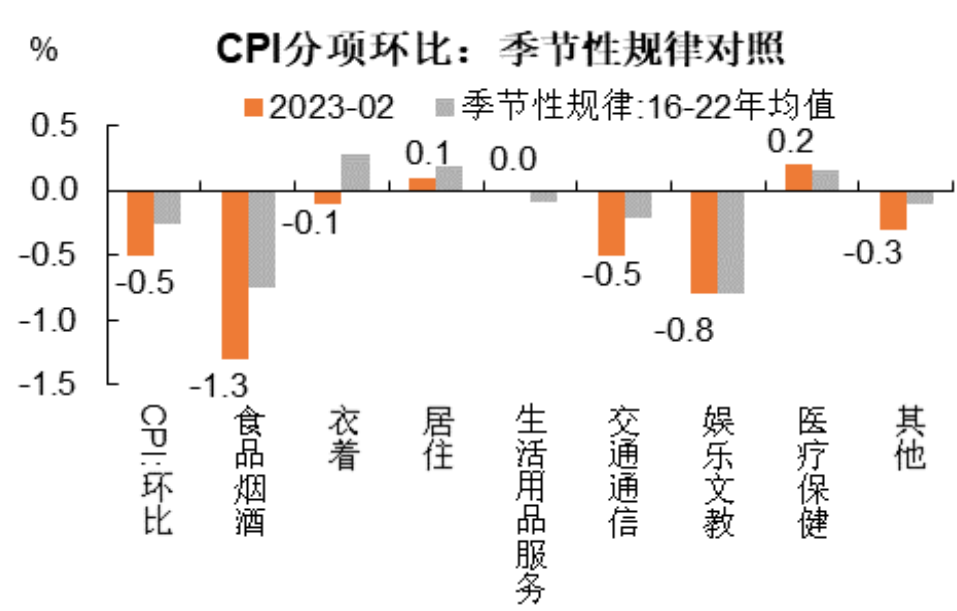
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 2 2023年2月CPI非食品项目同比增速较快下行



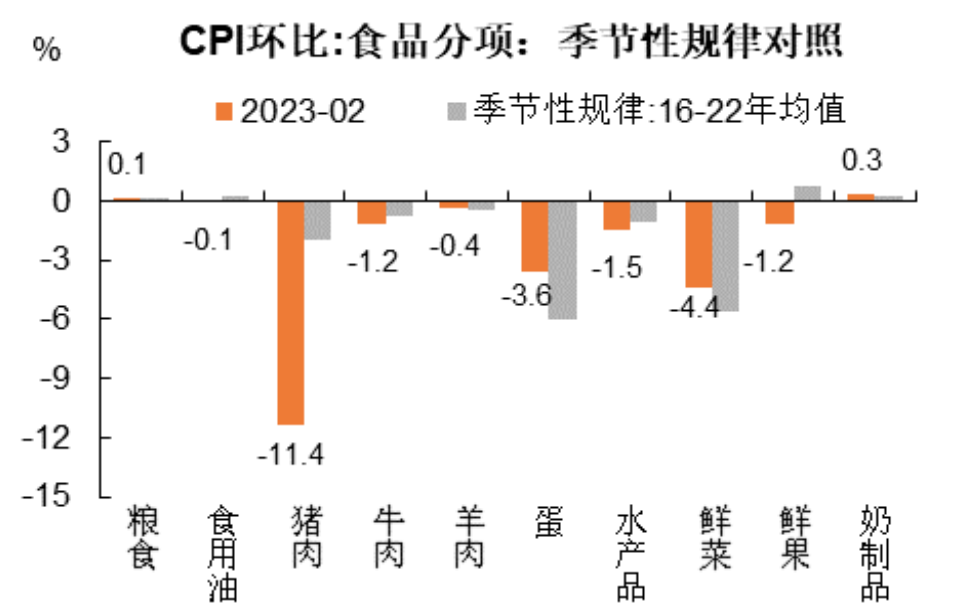
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 3 2023年2月CPI环比增速弱于季节性规律



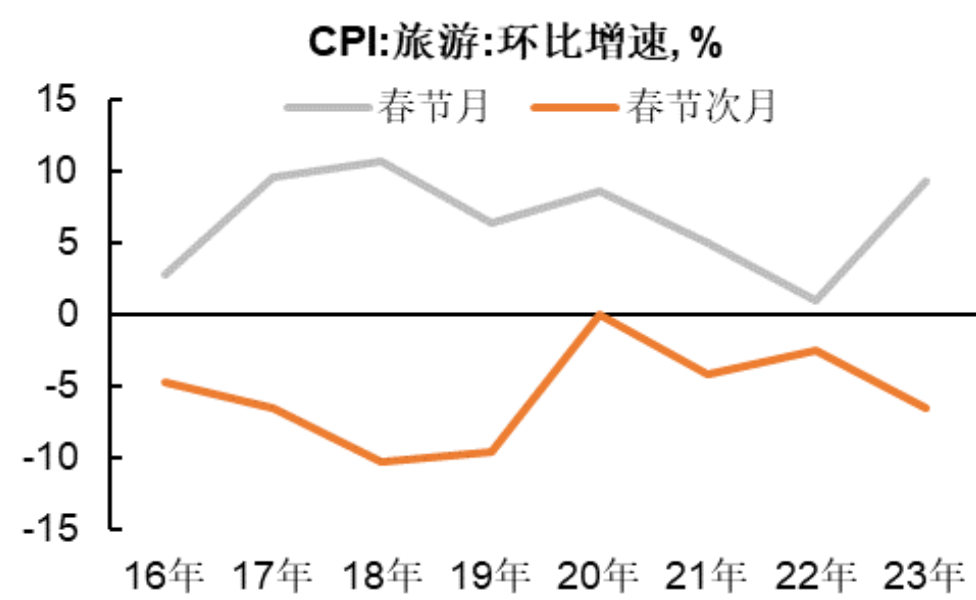
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 4 2023年2月猪肉价格超季节性大幅回落



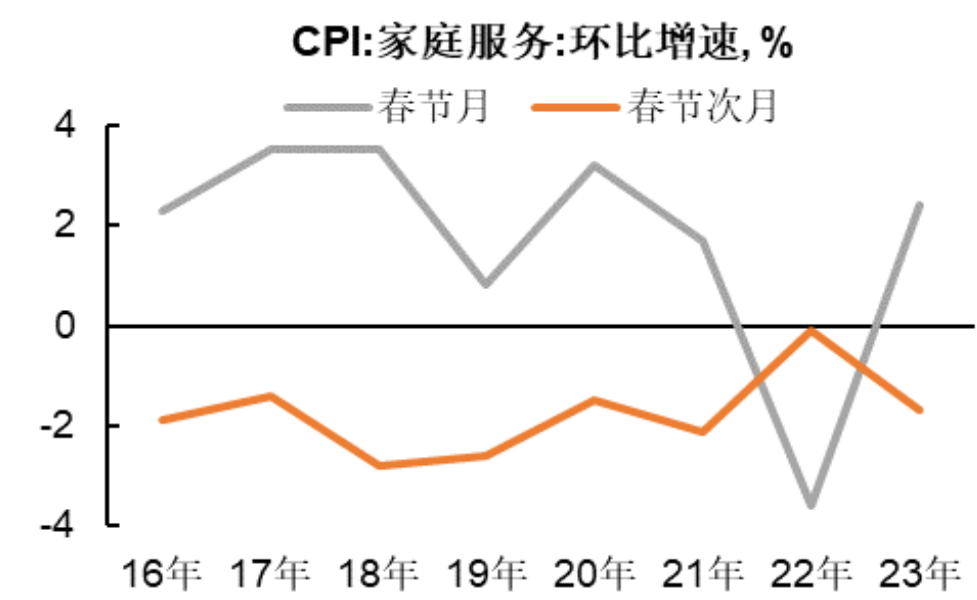
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 5 2月CPI旅游分项环比下跌，基本符合春节规律



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 6 2月CPI家庭服务环比下跌，基本符合春节规律

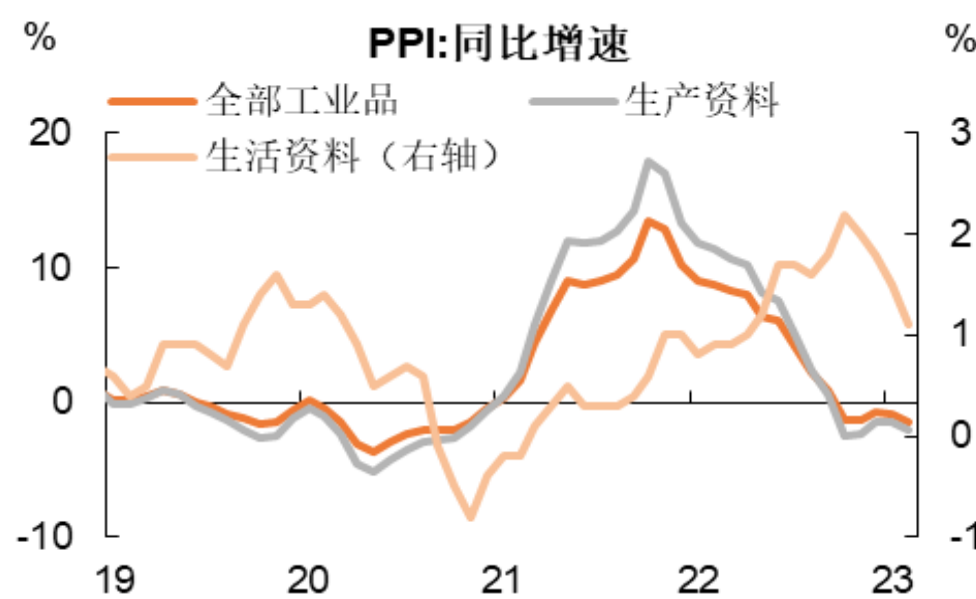


资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、PPI环比的行业表现分化

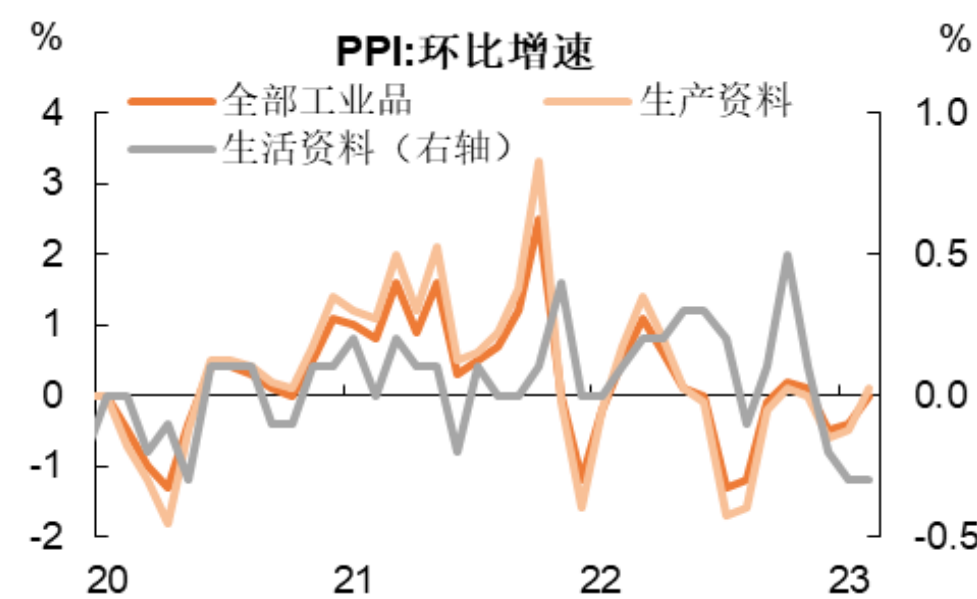
2023年2月PPI环比持平上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。2月PPI同比跌幅走阔0.6个百分点，至-1.4%；PPI环比持平于上月的-0.4%。其中，生产资料PPI环比由跌转涨，其中采掘、原材料和加工工业的PPI环比降幅均明显收窄；生活资料PPI环比增速持平于上月的-0.3%。

图表 7 2023年2月PPI同比跌幅有所扩大



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 8 2023年2月PPI生活资料环比继续下跌



资料来源：Wind, 平安证券研究所

春节后复工复产加速，中国经济向常态回归，不同行业PPI环比增速表现分化，据此可观察不同需求链条的边际变化。

一是，上游采掘、原材料行业PPI表现较强，反映出建筑链条（基建、地产投资）需求边际回暖、预期有所修复。2023年2月，上游采掘、原材料板块12个子行业中，有8个子行业的价格环比上行，平均涨幅达1.56%。

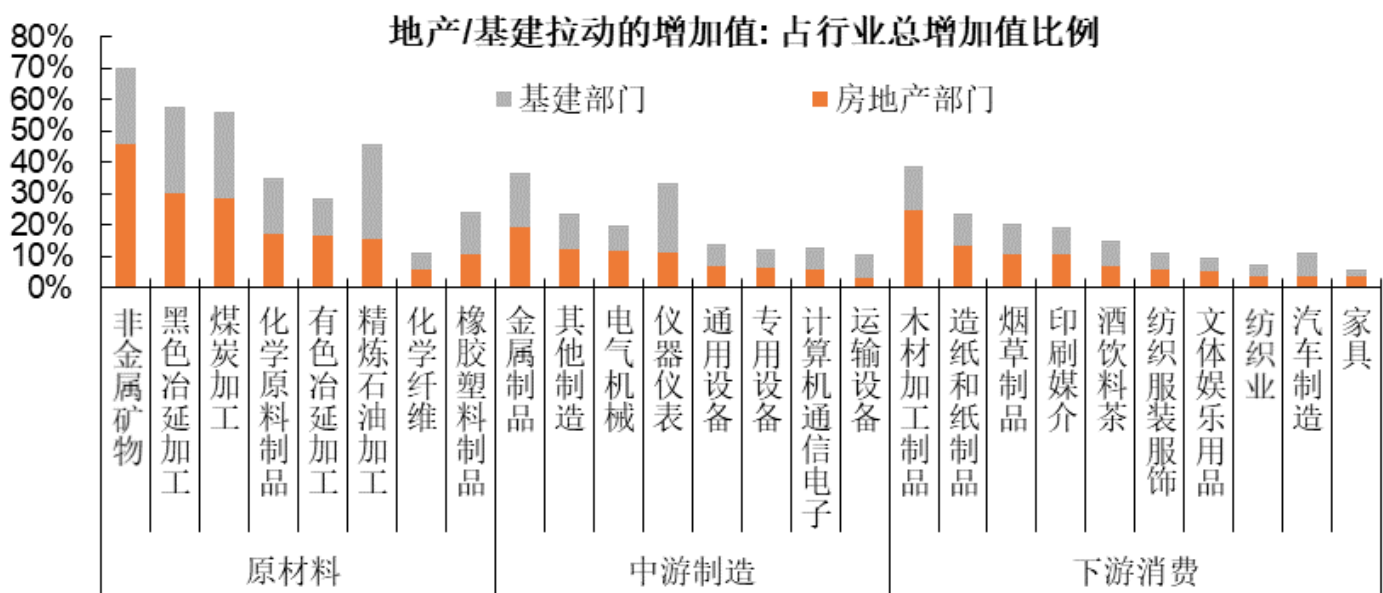
- 房地产和基建投资是采掘、原材料板块多个子行业的主要需求来源。我们此前在《中国制造业全景图——基于需求的视角》中，以2020年投入产出表的测算表明，房地产和基建投资对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工、精炼石油加工、化学原料等部门影响较大，对这些部门行业增加值的拉动比例分别达到70%、57.9%、56.2%、45.6%和35%。
- 春节后，各地积极推动基建重大项目、房地产保交楼的开工建设。**1**)据百年建筑网调研数据，截至二月初二（2023年2月21日），全国12220个工程项目开复工率为86.1%，农历同比提升5.7个百分点；劳务到位率83.9%，农历同比提升2.8个百分点。**2**)据Mysteel不完全统计，2023年1-2月全国多地积极启动新一轮重大项目开工，共开工27016个项目，总投资额约18.5万亿，较去年同期增长14.2%。

二是，中游制造板块PPI环比普遍下行，一定程度上能够反映其需求端的下行压力。2023年2月，中游制造板块除铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业以外的3个子行业PPI环比均下跌，平均跌幅为0.5%。出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源。

- **开年出口数据偏弱**：2023年1-2月以美元计价的中国出口增速同比收缩6.8%，其中，自动数据处理设备及其零部件、液晶平板显示模组、集成电路等机电产品出口金额大幅度下滑，这与计算机、通信和其他电子设备制造业PPI环比收缩1.1%的低迷表现相印证。
- **制造业投资可能也不尽如人意**：一则，作为领先指标的产能利用率去年下半年以来持续处于低位，削弱制造业企业新扩建投资的必要性。二则，疫情后出口对制造业投资的支撑较强，但去年四季度以来出口持续回落，可能逐步拖累制造业投资。

三是，消费制造行业、生活资料大类的PPI表现仍然偏弱，居民可选消费需求有待进一步恢复。2023年2月，生活资料PPI环比收缩，衣着类、一般日用品类和耐用消费品类的PPI环比分别为-0.3%、-0.3%和-0.5%，这与CPI中工业消费品价格的低迷表现相印证。

图表 9 基于2020年投入产出表测算，基建、房地产投资对原材料板块需求的影响



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_53085

