

宏观点评报告

2023 年 3 月 10 日

物价仍在正常区间，对通缩的担忧不易过早**2023 年 2 月通胀点评****核心内容：****分析师**

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

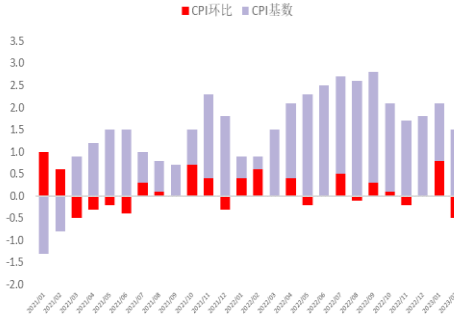
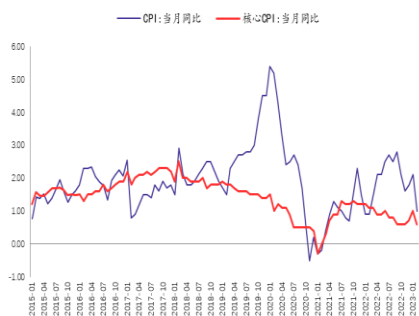
- **2 月 CPI 显示后节日特征**春节后食品和非食品价格齐跌，显示了典型的春节后特征：(1) 食品方面，春节作用下，2 月份水果、水产品、蔬菜价格走低，猪肉需求大幅减弱，猪肉价格连续 2 个月大幅走低；(2) 非食品价格方面，后春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格下行；发改委原油价格上行，交通工具用燃料价格随之小幅走高。
- **蔬菜价格回落弱于历史水平**主要受到天气影响，3 月份蔬菜价格以跌为主。
- **猪肉价格在底部区域**2 月末猪肉价格出现反弹，猪肉价格的底部区域得到确认。但需求难以快速提升，猪肉价格预计上半年低位震荡。
- **3 月份 CPI 仍然低位运行**3 月份翘尾水平在 1.0%。3 月份天气继续好转，蔬菜、水果、水产品价格会继续走低，猪肉价格小幅回升。非食品价格方面，燃料价格平稳，交通工具价格大幅回落，服务类价格回升。3 月份预计 CPI 环比保持平稳，3 月份同比预计在 0.9%-1.1% 左右运行。
- **通胀年内可能低位运行**(1) 2023 年基数水平低；(2) 收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给仍然超过需求，对物价的冲击仍然有限；(3) 央行仍然在观察稳增长的效果，开年货币政策取向偏向保守、货币对通胀的推动有限；(4) 房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。预计 2023 年通胀仍然低水平运行，预计在 1.5%-2.0% 左右。
- **原材料走高，中游回升，终端回落，PPI 仍然下行**2 月份 PPI 同比-1.4%，环比平稳。生产资料环比回升，生活资料环比下行；其中生产资料中原材料价格回升，铁矿石和原油价格上行，煤炭价格继续回落，而生活资料的下行显示了终端需求的疲弱。总体来看，原油和中游产品出厂价格回升，煤炭和下游价格回落。
- **PPI 可能下半年开始回升**(1) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格可能有所回升；(2) 国内需求回升，带动终端产品价格小幅上行。预计 3 月份 PPI 环比小幅回升，3 月份 PPI 同比水平在-2.4% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在-1.0% 左右。
- **对通缩的担忧不易过早**2 月份 CPI 与市场预期差距较大，打破了需求快速回升拉动价格的预期。虽然 2 月份 CPI 和 PPI 均低水平运行，但其环比仍然在正常范围，翘尾水平的影响较大。2 月末猪肉价格的回升确定了价格的底部区域，2 月份房租价格上行 0.3%，结束了连续 5 个月的下跌。出厂价格方面虽然下游仍然疲软，但上游和中游价格有所回升，未来可能会带动下游回暖。我国经济仍然在弱势恢复的过程中，价格的暂时弱势中仍然有亮点，对通缩的担忧不易过早，需要继续观察。

一、物价显示后节日特征

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比下行，核心 CPI 走低，2 月份 CPI 同比回落。2 月份 CPI 同比增速 1.0%，比 1 月份下行 1.1 个百分点。2 月份 CPI 环比下行；其中食品价格环比下行 2.0%，非食品价格下行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.6%，环比下行 0.2%。

图 1：CPI 同比下行（%）

图 2：CPI 环比节后走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

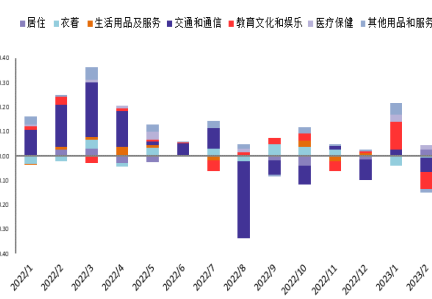
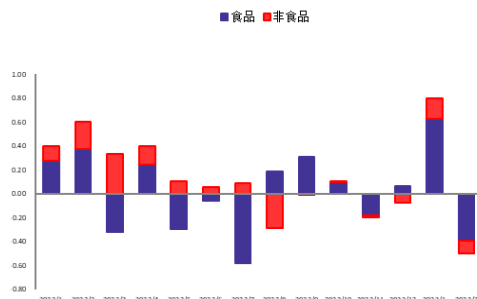
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.5%，比上个月上行 0.2 个百分点，基数水平小幅上行。2023 年 2 月份，春节后食品和非食品价格齐跌，显示了典型的春节后特征：（1）食品方面，蔬菜价格 2 月份下行 4.4%，蔬菜在春节后小幅回落；春节作用下，2 月份水果价格下行 1.2%，水产品下行 1.5%；2 月份猪肉价格下行 11.4%，猪肉需求大幅减弱，猪肉价格连续 2 个月大幅走低；（2）非食品价格方面，后春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格分别下行 1.7% 和 6.5%；发改委原油价格上行，交通工具用燃料价格上行 1.0%。房租价格上行 0.3%，结束了连续 5 个月的下行。

从食品价格来看，猪肉消费回落，带动猪肉价格继续走低，春节期间已经走低的猪肉价格再次下行。生鲜类食品中，蔬菜、水产品、水果价格也同时走低。

从非食品价格来看，原油价格带动了车用燃料价格上行，家庭服务和旅游价格受春节影响回落，其他用品和服务类价格同样下行。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

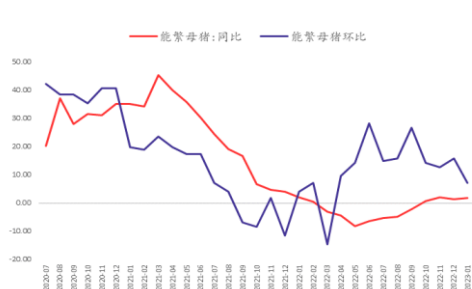
二、猪肉跌至低位，蔬菜价格随天气回落

2018-2022 年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期已经到来。能繁母猪存栏快速回升，生猪产能也迅速走高，生猪出栏已经得到恢复，供给大幅增加。

2 月份猪肉消费回落，带来猪肉价格继续大幅下跌。猪肉价格连续两个月下跌幅度超过 10%，猪肉价格已经处于底部区域。由于规模化养殖在猪肉生产中占比增加，猪肉产能扩张更快，价格的向上拉升并不容易。

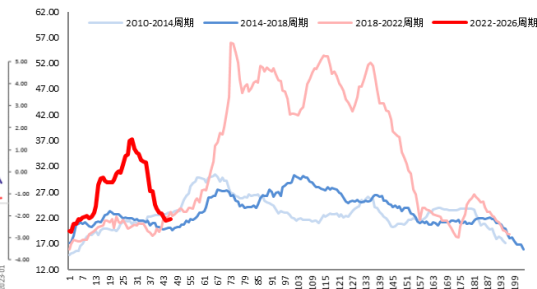
猪肉价格在 2023 年春节下跌，这是历史上第二次出现，出栏大幅增加以及终端消费极弱共同导致了猪肉价格的下行。猪肉价格现阶段已经下行至底部区域，并且 2 月末已经出现了反弹，猪肉价格的底部区域得到确认。猪肉价格的反弹需要终端需求的回升，而现阶段消费端仍然处于较差的阶段，消费的回升力度仍然需要观察，对猪肉的支持力度可能有限，上半年猪肉价格可能低位震荡。

图 4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

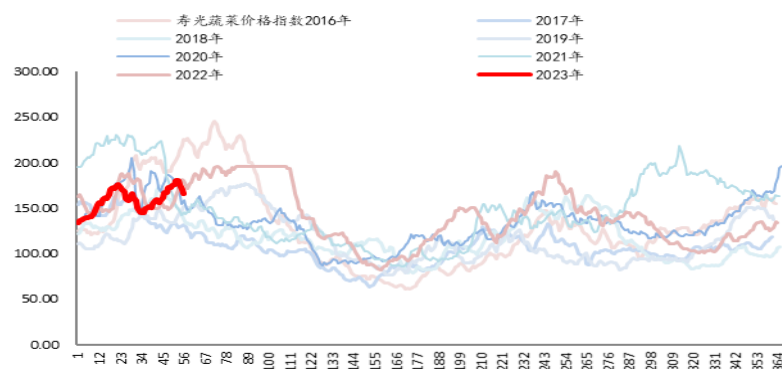
图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，春节后一个星期南方阴雨天为主，从而影响了蔬菜价格，导致春节后蔬菜价格跌幅低于往年。随着天气情况好转，蔬菜价格已经开始逐步回落，蔬菜的回落会持续至 6 月份，2023 年蔬菜价格不会偏离历史区间。

图 6：蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

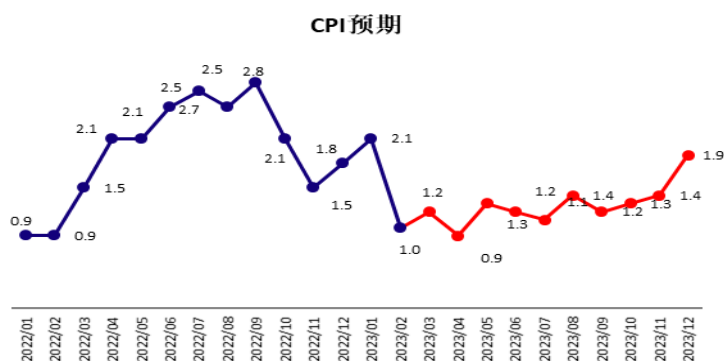
三、通胀保持温和

2 月份 CPI 环比回落，整体回落幅度符合历史规律，但由于基数较低，2 月份 CPI 同比回落较大。2023 年 2 月份终端需求的恢复更为平稳，猪肉、蔬菜、旅游、服务类价格春节后正常下跌，并未显示出终端需求的大幅回升。总体来讲，2 月份 CPI 的运行显示消费的恢复缓慢进行，而 2 月份较低的 CPI 增长使得市场对于通缩的担忧上行。

2023 年如果服务业顺利恢复，那么 2023 年通胀与 2022 年基本持平；如果服务业恢复不及预期，2023 年通胀低于 2022 年。从 2023 年 1-2 月来看，终端消费的恢复偏弱，服务业的温和回升，2023 年通胀平稳：(1) 2023 年基数水平低于 2022 年；(2) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给仍然超过需求，对物价的冲击仍然有限；(3) 央行仍然在观察稳增长的效果，开年货币政策取向偏向保守，现阶段货币对通胀的推动有限；(4) 房地产仍然处于观察阶段，房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。预计 2023 年通胀仍然低水平运行，预计在 1.5% 左右。

2023 年 3 月份翘尾水平在 1.0%。3 月份天气逐步好转，蔬菜、水果、水产品价格会继续走低，猪肉价格小幅回升，预计食品价格小幅下行。非食品价格方面，燃料价格平稳，交通工具价格大幅回落，服务类价格回升，非食品价格相对平稳。3 月份预计 CPI 环比保持平稳，3 月份同比预计在 0.9%-1.1% 左右运行。

图 7：2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_53124

