

宏观观点评

2023年1月物价数据点评：核心CPI同比回升

证券分析师

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

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



平安观点：

CPI同比增速上行，但略低于市场预期。剔除食品和能源的核心CPI同比增速提升0.3个百分点至1.0%。CPI增速的上行受去年同期低基数的推动，且其环比表现弱于近年春节月均值。**具体地：1）核心CPI同比持平于季节性。**核心CPI的支撑因素在于旅游、家政等线下服务价格回温。随着全国第一波疫情达峰和春节假期来临，出行及线下娱乐活动较快恢复。核心CPI的拖累因素在于工业消费品价格表现偏弱、房地产市场在持续调整中，且当前服务价格的反弹尚不是全面性的。**2）食品价格涨幅弱于季节性。**猪肉、食用油价格较快下行，抵消了蔬果超季节性涨价的影响。**3）受原油、动力煤等价格中枢下行影响，能源相关分项表现偏弱。**

PPI同、环比增速均处收缩区间。1月PPI同比跌幅扩大0.1个百分点至-0.8%，低于市场预期的-0.5%。其中，生产资料PPI环比跌幅略有收窄，采掘、原材料和加工工业的PPI环比增速均处收缩区间；生活资料PPI环比跌幅走阔，食品类、衣着类和耐用消费品类PPI环比增速均为负，仅一般日用品类价格环比持平。**分行业看，PPI环比收缩的原因有三：1）**石油化工产业链及其下游的纺织服装行业价格普遍调整，是PPI环比表现的核心拖累所在。**2）**中游制造行业的成本降低，而出口和制造业投资需求走弱，价格也逐步下行。**3）**国内煤炭价格下行，以水泥为代表的高耗煤产品价格随之调整，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、非金属矿采选业PPI环比收缩。**不过，**受美元指数回落、中国经济复苏预期升温的影响，黑色金属及有色金属价格回温，对工业品价格的环比有一定支撑。

1月CPI、PPI增速均弱于市场预期，但核心CPI同比增速回升。目前看，核心CPI的上行受旅游娱乐、家庭服务分项涨价推动，主因全国第一波疫情达峰、且春节假期来临，出行及线下娱乐活动较快恢复。然而，占比五成的工业消费品表现偏弱，占比超两成的居住分项受房地产市场调整拖累，且邮递、通信、教育等服务价格稳定，使核心CPI的环比抬升幅度未超季节性。**我们认为，2023年中国CPI通胀风险相对可控：一方面，疫情防控政策优化后，我国核心CPI的上行风险可能低于海外其他国家：1）**近年居民部门资产负债表恶化严重、消费能力和消费意愿恢复需要时间，疫后消费内生恢复的高度可能有限，意味着出现需求拉动型CPI通胀的概率较低。**2）**从货币条件看，领先核心CPI约一年的社融增速在2022年“一波三折”，对核心CPI的向上牵引力不强。**3）**中国经济尚处潜在增速以下，劳动力整体供大于需、主动退出就业市场的意愿不强，疫后劳动力市场修复能力可能更强。**另一方面，“猪油”可能共振下行，也有利于稳定CPI读数。**海外高利率且美欧经济增速放缓，将带动原油价格中枢下移，这可能与国内猪周期的下行形成共振。

一、核心CPI同比回升

CPI同比上行，但低于市场预期。2023年1月CPI同比2.1%，较上月提升0.3个百分点，但低于市场一致预期的2.3%。CPI同比上行受去年同期低基数的推动，且2023年1月CPI环比增速仅0.8%，较2016-2022年春节月份的均值水平低0.3个百分点。剔除食品和能源的核心CPI同比较上月提升0.3个百分点至1.0%。**具体来看：**

第一，核心CPI环比增速上行，基本持平于春节月均值水平。

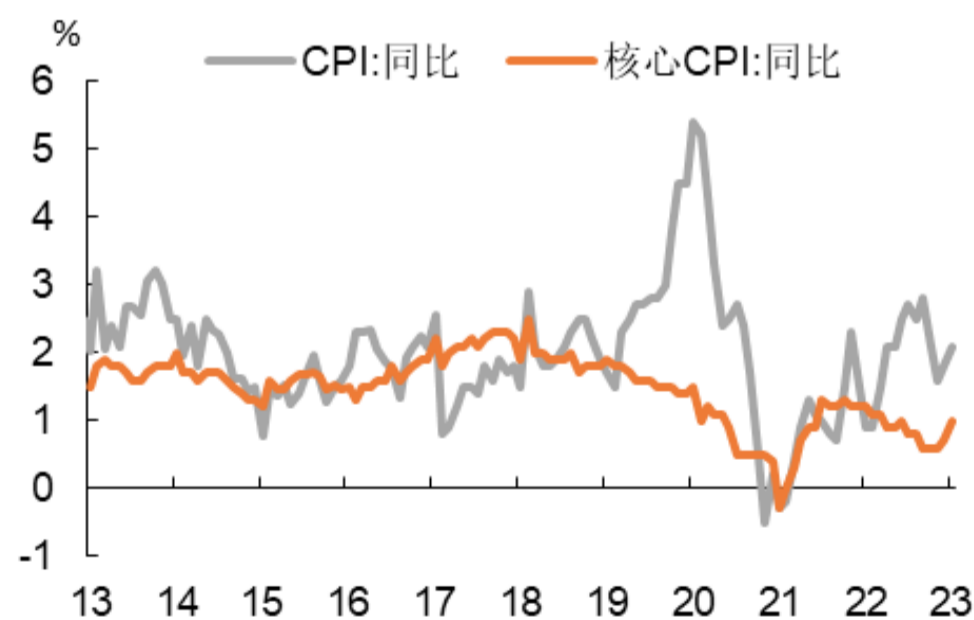
- 一方面，受疫情过峰、春节假期需求集中释放的影响，部分服务价格有所回温。疫情防控政策优化调整后，全国第一波疫情已于2022年12月达峰。2023年1月，随着春节来临，出行及线下娱乐需求较快恢复，且更多务工人员返乡，娱乐文教、家庭服务CPI的环比表现略强于季节性。统计局也在数据解读中表示“飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格分别上涨20.3%、13.0%、10.7%和9.3%；家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨，涨幅在3.8%-5.6%之间”。
- 另一方面，核心CPI中的拖累因素在于：一，除原油外的工业消费品价格表现偏弱。PPI同比中枢明显下行，且居民终端消费需求不强，部分工业消费品销售价格与成本同步下行。我们以2021年CPI基期调整后的数据回归估算，除原油外的工业消费品在核心CPI中占比约50%，在全部CPI中的权重约40%。二，房地产市场在持续调整中。CPI居住项弱于春节月均值水平，其在CPI中的权重超过20%。2021年下半年以来房地产市场深度调整，持续拖累CPI居住分项，其中的房租价格已连续19个月低于季节性表现。三，服务价格的反弹尚不是全面性的，邮递服务、通信服务、教育服务等分项的价格相对稳定，环比表现略低于季节性均值。

第二，食品价格涨幅弱于季节性。CPI食品分项的环比涨幅为2.0%，弱于春节月份2.5%的均值水平。

- 一方面，鲜菜、鲜果等产品价格较快上行，二者分别较春节月份均值水平高5.1、3.2个百分点。春节期间多地遭遇强寒潮，低温导致蔬菜生长放缓，运输成本也出现上升。今年返乡客流回升，聚会活动增加，进一步推升果蔬类需求。
- 另一方面，猪肉、食用油价格较快下行，抵消了蔬果价格较快涨价的影响。因2022年下半年生猪养殖端存在压栏惜售和二次育肥的投机行为，大体重猪源岁末年初陆续出栏，供需格局逆转下，猪肉价格自高位较快回落，牛肉、羊肉和鸡蛋价格的表现也都弱于季节性。随着国际油价波动中枢下移，生物燃料的廉价优势减弱，以豆油为代表的食用油价格已连续半年走弱，逐步传导至国内消费端。2023年1月CPI食用油分项环比下滑0.7%，是2015年以来单月环比跌幅最大的一次。

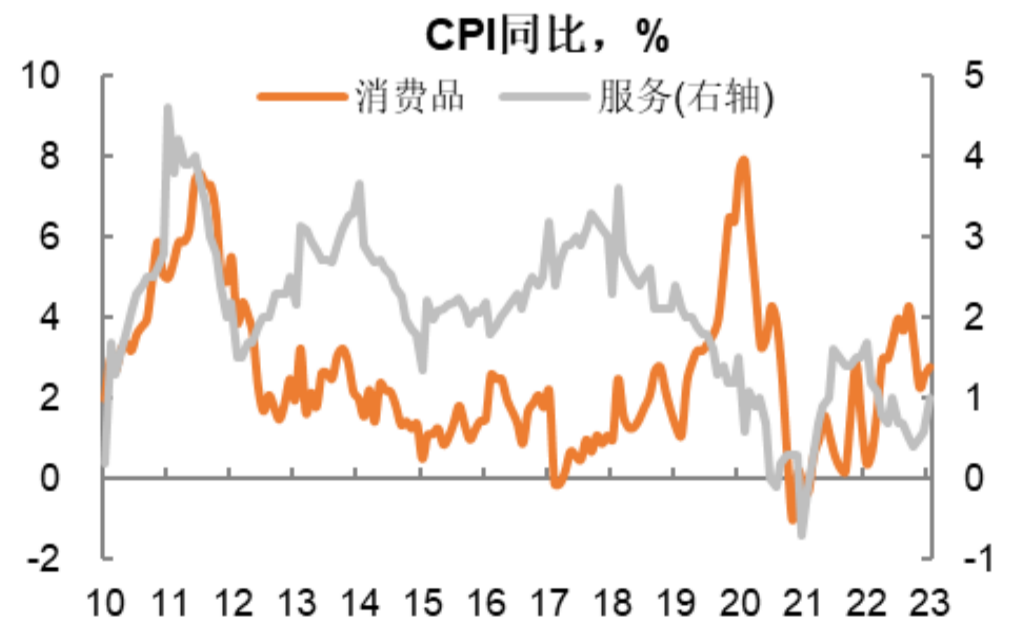
第三，能源价格调整，拖累CPI环比表现。一，受国际油价下跌的影响，国内成品油价格在2022年12月20日、2023年1月18日两次调降，国内汽油和柴油价格分别下降2.4%和2.6%，拖累CPI交通工具用燃料分项表现。二，因动力煤价格自2022年11月以来逐步下跌，CPI水电燃料分项的环比增速也弱于季节性表现。

图表 1 2023年1月CPI与核心CPI同比增速均上行



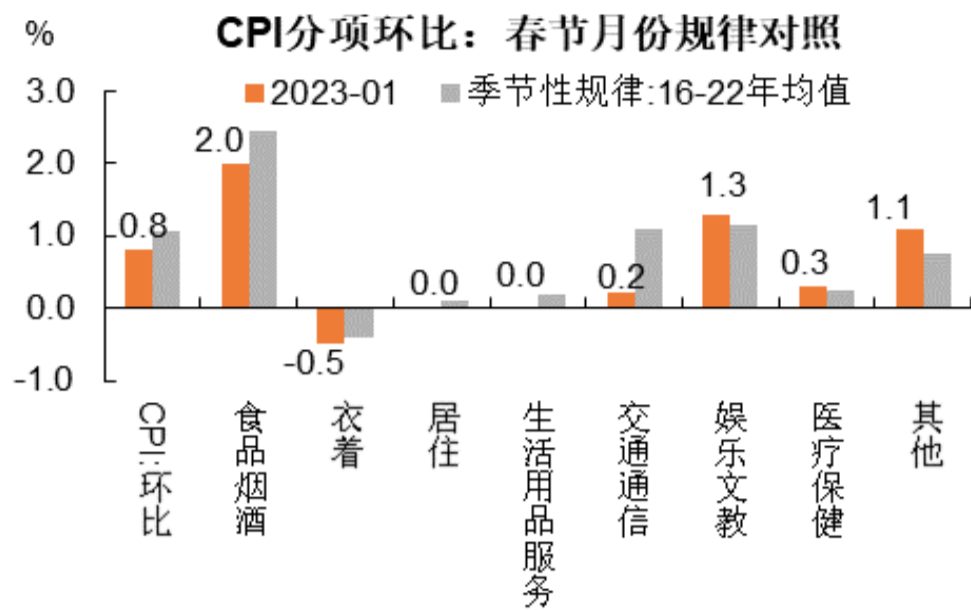
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 2 2023年1月CPI服务项同比增速上行



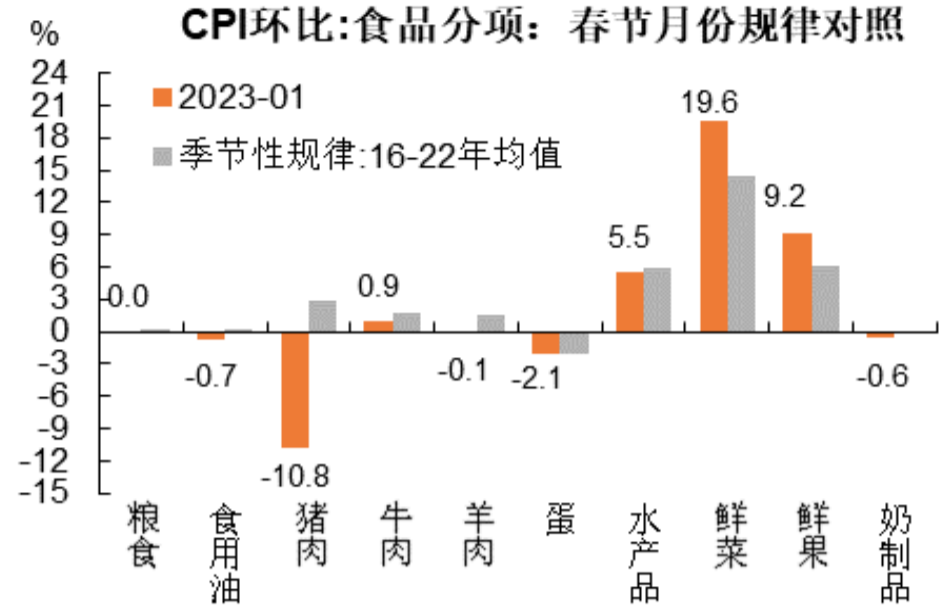
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年1月CPI环比增速弱于季节性规律



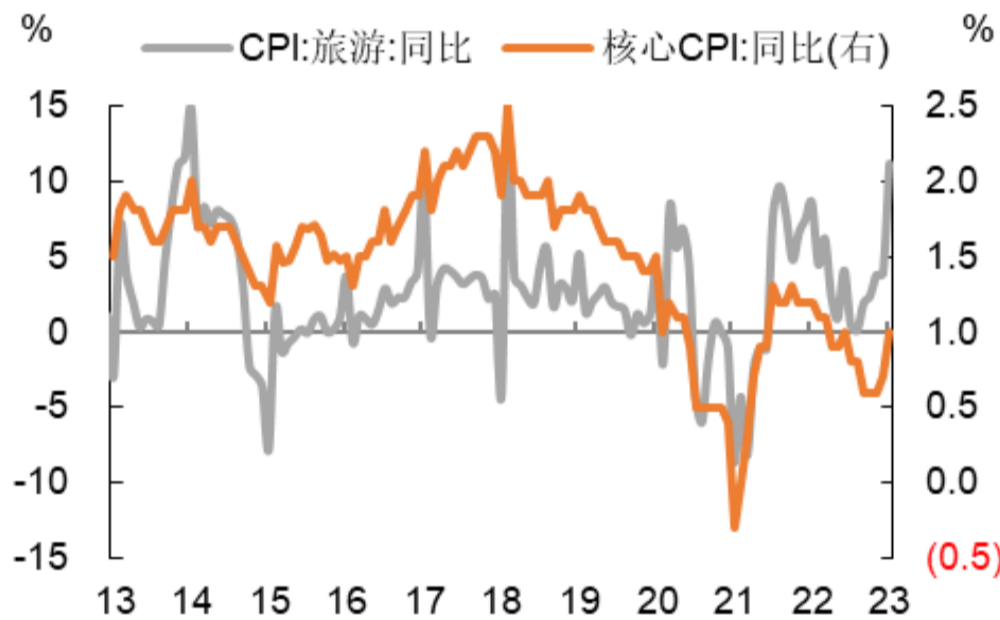
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 2023年1月食用油、肉、蛋类价格超季节性下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 2023年1月CPI旅游分项较快上行，推升核心CPI



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6 2023年1月蔬菜价格受春节需求推动季节性上行

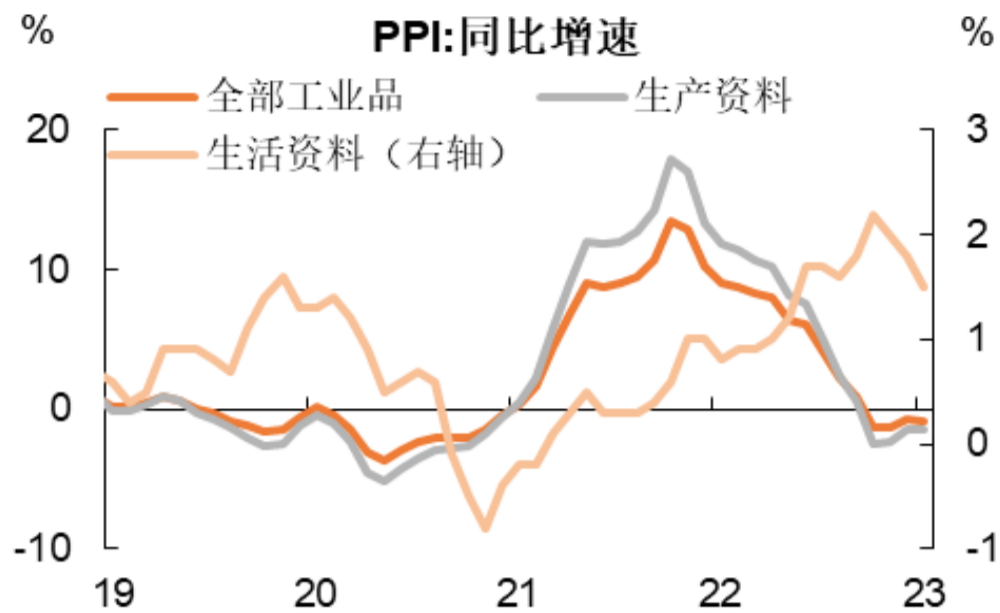


资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、PPI同比回落

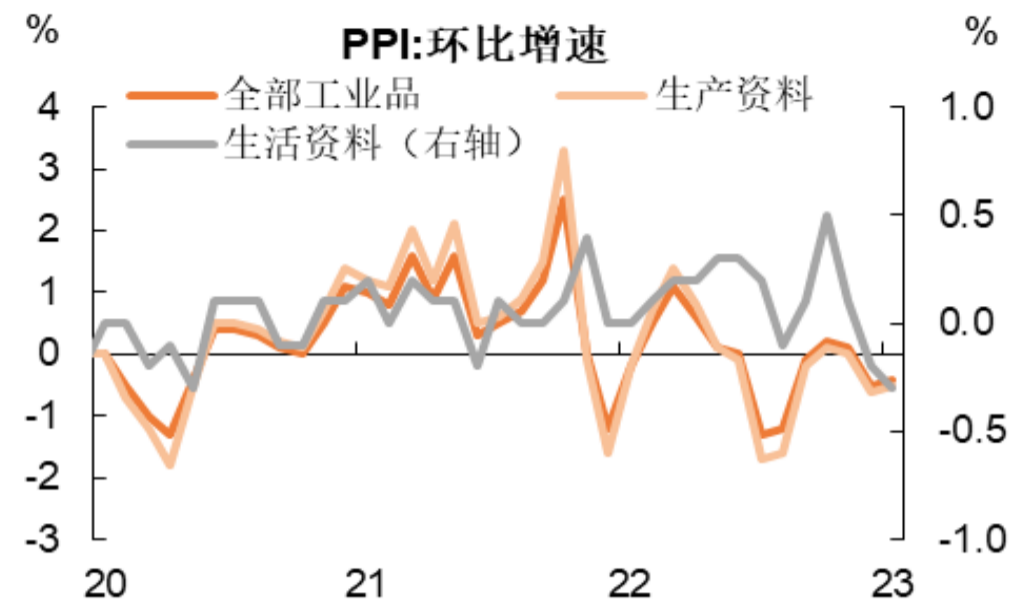
2023年1月PPI同比和环比均处于收缩区间。2023年1月PPI同比跌幅走阔0.1个百分点至-0.8%，低于市场预期的-0.5%。PPI环比跌幅较上月收窄0.1个百分点至-0.4%，工业品价格继续走弱。生产资料PPI环比跌幅略有收窄，其中采掘、原材料和加工工业的PPI环比增速均处收缩区间，分别为-1.0%、-0.7%和-0.4%。生活资料PPI环比跌幅走阔，其中食品类、衣着类和耐用消费品类的PPI环比分别为-0.5%、-0.3%和-0.2%，仅一般日用品类价格持平与上月。

图表7 2023年1月PPI同比跌幅走阔



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 2023年1月PPI生活资料环比跌幅走阔



资料来源: WIND, 平安证券研究所

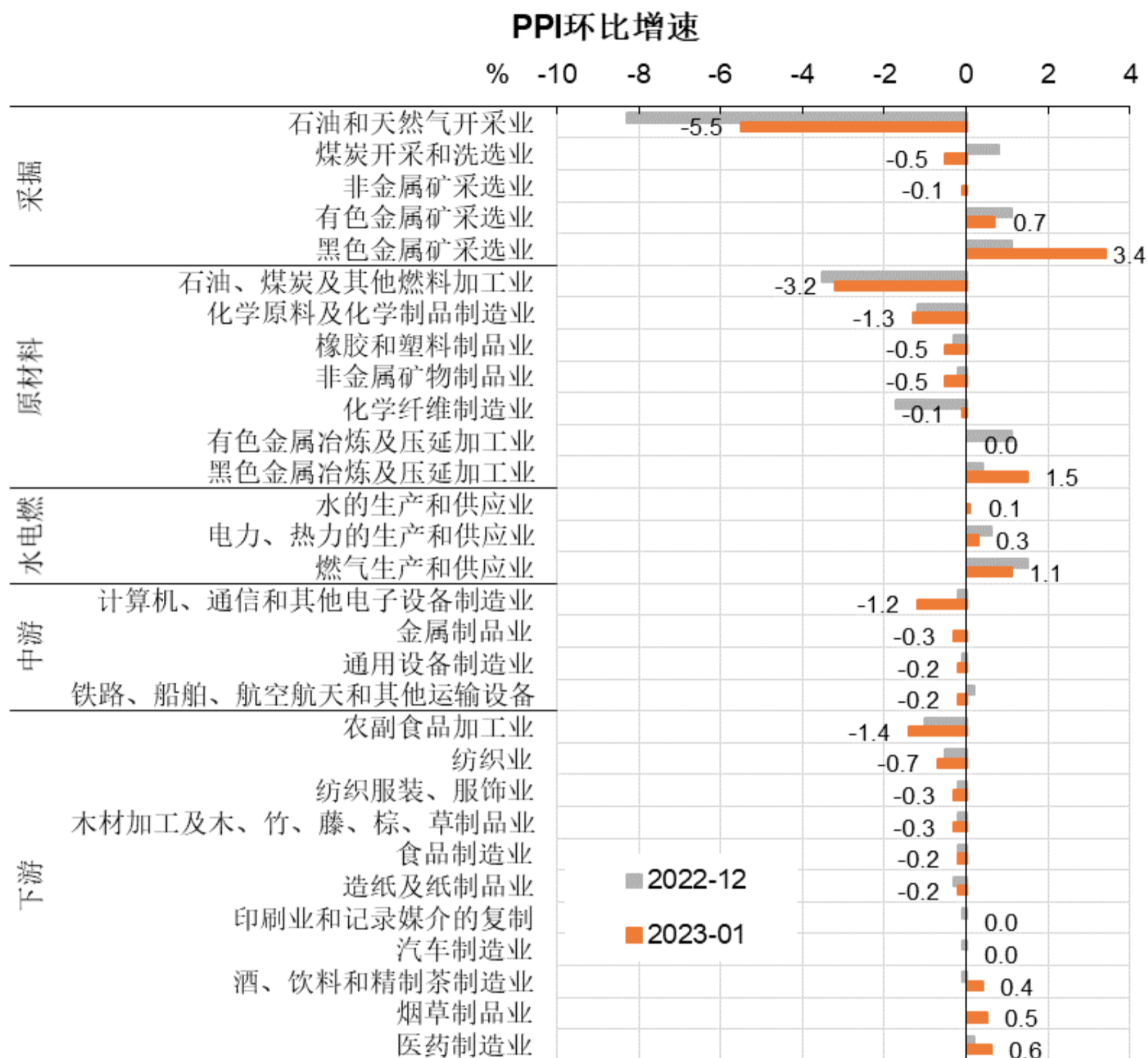
分行业看，30个子行业中，有9个价格环比提升，3个价格环比持平，18个价格环比下行。

PPI环比收缩的原因有三：

- 一是，石油化工产业链及其下游的纺织服装行业价格普遍调整，是拖累PPI环比表现的关键所在。首先是国际油价下行，2022年11月以来，国际油价中枢较快下移，布伦特原油期货的价格中枢自2022年10月的93美元每桶，降至2023年1月的84美元每桶。其次是原材料需求走弱，和原油价格走弱共振，各类化工品价格普遍调整。2023年1月，石油和天然气开采、石油煤炭加工、化学原料制品、橡胶塑料制品、化学纤维制造的PPI环比分别下跌5.5、3.2、1.3、0.5和0.1个百分点。最后是纺织品消费季节性走弱，处于石化产业链下游的纺织业、纺织服装服饰业消费需求季节性走弱，PPI环比也分别下跌0.7和0.3个百分点。
- 二是，中游制造行业因成本降低、需求走弱，价格也逐步下行。出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源，二者在2022年四季度持续走弱；同时，中游制造行业面临的原材料成本（每百元营业收入中的成本占比）逐步下行。需求与成本同步走弱，带动价格走低，计算机通信和其他电子设备制造业、金属制品业、通用设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造等中游制造行业2023年1月PPI环比均为负。
- 三是，国内煤炭价格下行，煤炭开采和洗选业价格由上月上涨0.8%转为下降0.5%；以水泥为代表的高耗煤产品价格随之调整，非金属矿物制品业、非金属矿采选业PPI环比增速分别为-0.5%、-0.1%。

不过，受美元指数回落、中国经济复苏预期升温的影响，黑色金属及有色金属价格回温，对工业品价格的环比有一定支撑。2023年1月黑色金属矿采选、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属矿采选业的PPI环比分别上行3.4、1.5和0.7个百分点。

图表 9 2023年1月不同产业链PPI环比增速分化较为明显



资料来源: WIND, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

| 深圳 | 上海 | 北京 |
|--|-------------------------------------|--------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033 | 上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120 | 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033 |