

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 有些人担心的疫后高通胀并没有出现

2023年2月11日

- **市场担心的疫后高通胀并未出现。**市场一直担心疫情防控政策优化调整后，国内通胀水平会比较高，但市场担心的疫后高通胀并没有出现。CPI和核心CPI环比涨幅较大表明消费需求出现一定程度回暖，我们认为这既有春节假日因素带来商品价格的季节性上涨，又有消费场景修复对服务消费的提振。但CPI表现仍不及市场预期，我们认为CPI低于市场预期主要是受猪、油双重回落的拖累。猪价下跌的原因仍是生猪产能供大于求。从往年情况看，这个时候生猪应该处于价格高的时段，但今年的情况有点特殊，生猪供应呈现了出栏增多、消费偏弱、价格下降等特点。此外，受国际油价波动影响，国内汽油、柴油同比涨幅也收窄。
- **短期内，猪价或进入震荡区间。**我们认为短期内猪价或进入震荡阶段，但波动区间收窄。1) 供需上，目前生猪产能供大于求，加上节后猪肉需求减弱。而二季度为生猪消费传统淡季，二季度生猪价格或提升有限。2) 政策调控上，2月以来消费需求回落，猪粮比价下跌进入一级预警区间，国家发改委释放收储的信号。尽管收储启动后，猪价不会马上反弹上涨，但是再大幅下跌的概率在减小，这或意味着生猪价格大概率会持续在低位震荡。总体上看，上半年猪价的波动区间可能收窄。
- **黑色系商品价格受预期提振。**海外衰退叠加高基数继续带动PPI回落，结构上，生产资料与生活资料同比表现继续分化。国内商品表现上，在国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响下，能源相关工业品价格整体环比继续下降。其中石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料和化学制品制造业等价格均环比下降。偏国内定价的黑色系商品价格上升，或是受到房地产利好政策和1月建筑业PMI进一步扩张的影响，钢材市场预期向好，螺纹钢价格也持续走高。
- **政策有望继续宽松，利好股市。**当前居民消费价格上涨显示出需求出现一定回暖迹象，但是市场担心的疫后高通胀并未出现，因此未来政策仍有望继续宽松。1) 当前通胀水平仍属温和，对货币政策的约束较小。2) 货币政策仍具备偏松的条件，利好股市。2023年国内外形势仍然较复杂，我国经济下行压力依然存在，为稳住经济恢复的基本盘、促内需实现经济复苏，政策刺激或需协调配合。特别是货币政策方面可能将继续保持宽松，因此未来政策走势对股市而言或仍是利好。
- **风险因素：**疫后复苏超预期，国际油价变化超预期等。

目 录

一、市场担心的疫后高通胀并未出现.....	3
二、黑色系商品价格受预期提振.....	6
三、政策有望继续宽松，利好股市.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

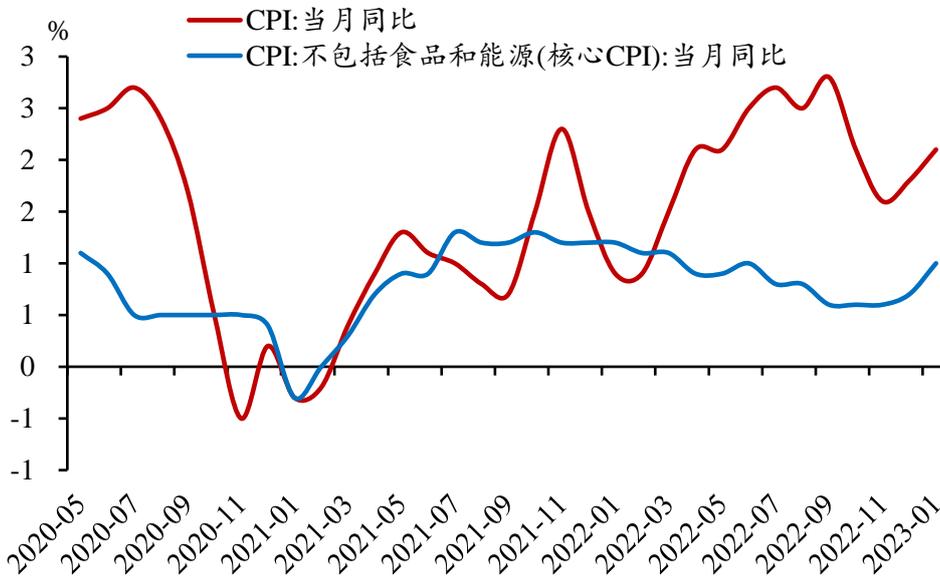
图 1: CPI 和核心 CPI 同比涨幅持续回升.....	3
图 2: 1 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响.....	3
图 3: 1 月消费品和服务 CPI 同比均持续上升.....	4
图 4: 1 月猪肉价格继续回落.....	5
图 5: 交通通信项同比涨幅较 12 月有所回落.....	5
图 6: 1 月食品烟酒项环比高于季节性.....	6
图 7: 1 月生活和生产资料 PPI 同比增速的分化仍在继续.....	7
图 8: 原油相关行业价格下降.....	7

## 一、市场担心的疫后高通胀并未出现

市场一直担心疫情防控政策优化调整后，国内通胀水平会比较高，但市场担心的疫后高通胀并没有出现。

CPI 同比回升显示消费需求出现一定程度回暖。1 月 CPI 同比上涨 2.1%，重回 2 区间。CPI 同比和环比涨幅均较 12 月有所提升，其中 1 月 CPI 环比上涨 0.8%，核心 CPI 环比上涨 0.4%。我们认为 1 月 CPI 的回暖，既有春节假日因素，又有消费场景修复的提振。

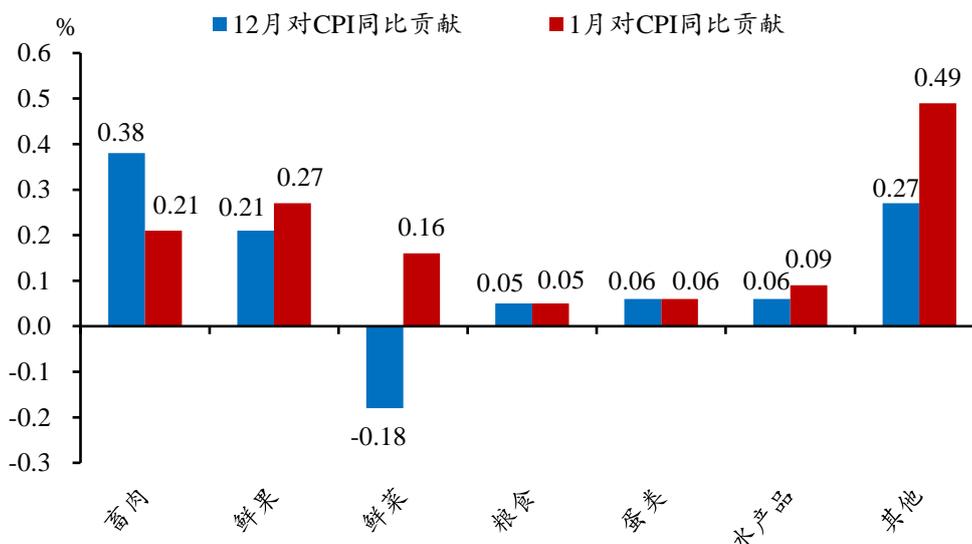
图 1：CPI 和核心 CPI 同比涨幅持续回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1) 受春节假日的影响，鲜果鲜菜等商品需求存在季节性上涨。1 月 28 种重点监测蔬菜的平均批发价持续上升，鲜菜项 CPI 环比涨幅大幅扩大至 19.6%。7 种重点监测水果平均批发价也呈现波动上升趋势，鲜果项 CPI 环比涨幅为 9.2%。果蔬物价环比上升主要受春节假日居民需求上升的影响。从同比来看，食品烟酒项中果蔬对 CPI 的同比贡献均有改善。其中，鲜菜对 CPI 的贡献值由负转正，较 12 月改善了 0.34 个百分点，是 1 月食品烟酒项走强的主要贡献项，而鲜果的贡献值则继续扩大。

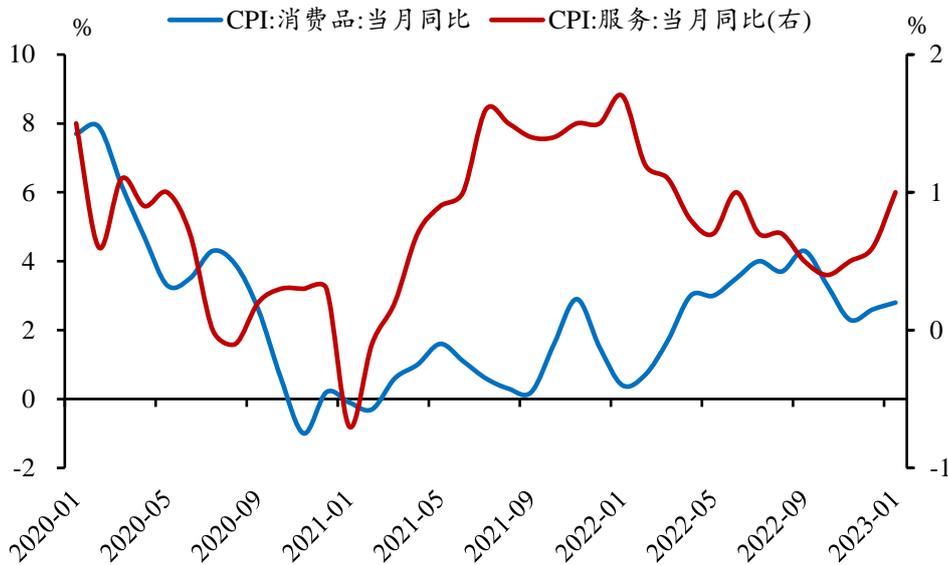
图 2：1 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

**2) 消费场景修复下, 前期受压制的服务型消费需求改善。**过去受疫情的制约, 接触性服务消费缺少消费场景。疫情管控措施优化后, 服务 CPI 同比改善幅度大于消费品 CPI 同比。春节假期出游人次出现了较大幅度上升, 出行和文娱消费需求也明显增加, 飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格环比分别上涨 20.3%、13.0%、10.7%和 9.3%。1 月教育文化和娱乐项同比和环比增幅均继续扩大, 同比涨幅达 2.4%, 成为了除食品烟酒项以外 CPI 涨幅的主要贡献项, 环比涨幅也超过了季节性变化。主要原因是春节来临以及疫后线下接触型、聚集型娱乐消费场景修复引起相关消费需求增加。

**图 3: 1 月消费品和服务 CPI 同比均持续上升**

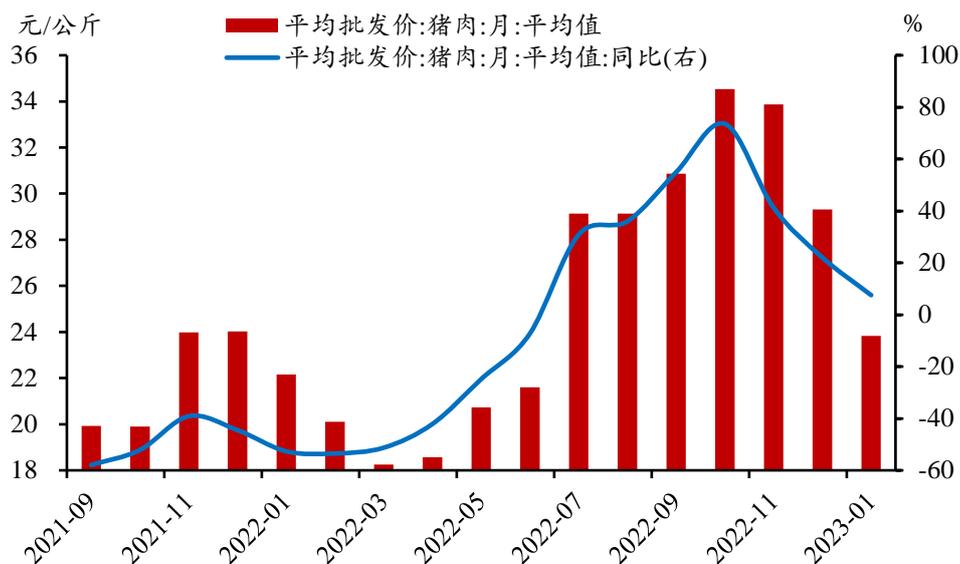


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

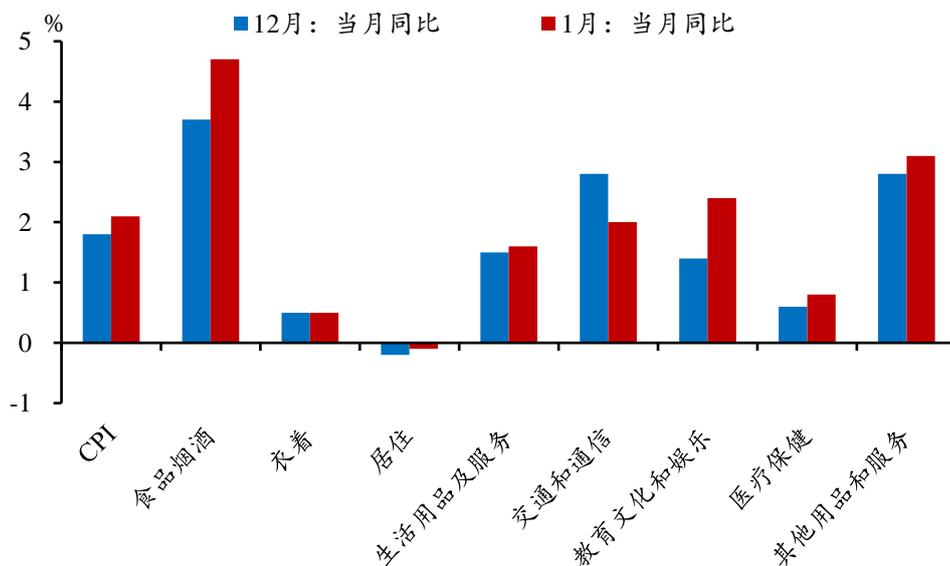
**然而市场担心的疫后高通胀并没有出现。**过去, 市场一直担心疫情防控措施优化后, 国内会出现疫后高通胀, 但 1 月 CPI 数据不及市场预期, 市场一直担心的疫后高通胀并没有出现。**我们认为 1 月 CPI 表现低于市场预期主要是受猪、油双重回落的拖累。**

**1) 猪价下跌的原因仍是生猪产能供大于求。**从往年情况看, 这个时候生猪应该处于价格高的时段, 但今年的情况有点特殊, 与往年有所不同。猪肉消费出现“旺季不旺”的现象, 生猪供应呈现了出栏增多、消费偏弱、价格下降等特点。1 月生猪供给持续增加, 猪肉价格同比涨幅进一步回落, 对 CPI 形成拖累。

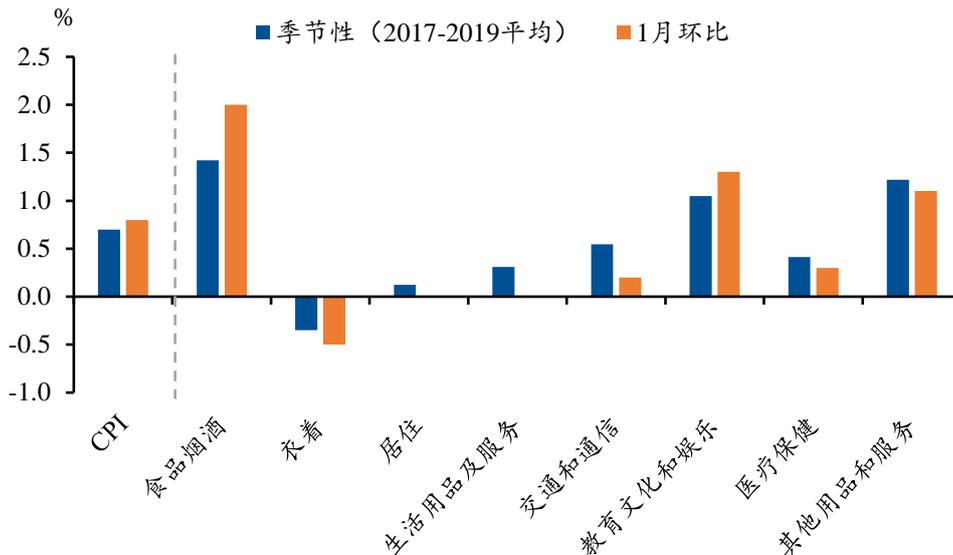
**2) 国际油价波动, 交通和通信项同比涨幅继续收窄。**虽然 1 月国内成品油价格两次调整“1 涨 1 跌”, 但是受到国际油价波动的影响, 国内汽油、柴油同比涨幅收窄, 汽油、柴油和液化石油气价格同比涨幅分别为 5.5%、5.9%和 4.9%, 交通通信项同比涨幅也回落至 2%。

**图 4：1 月猪肉价格继续回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：交通通信项同比涨幅较 12 月有所回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：1 月食品烟酒项环比高于季节性**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

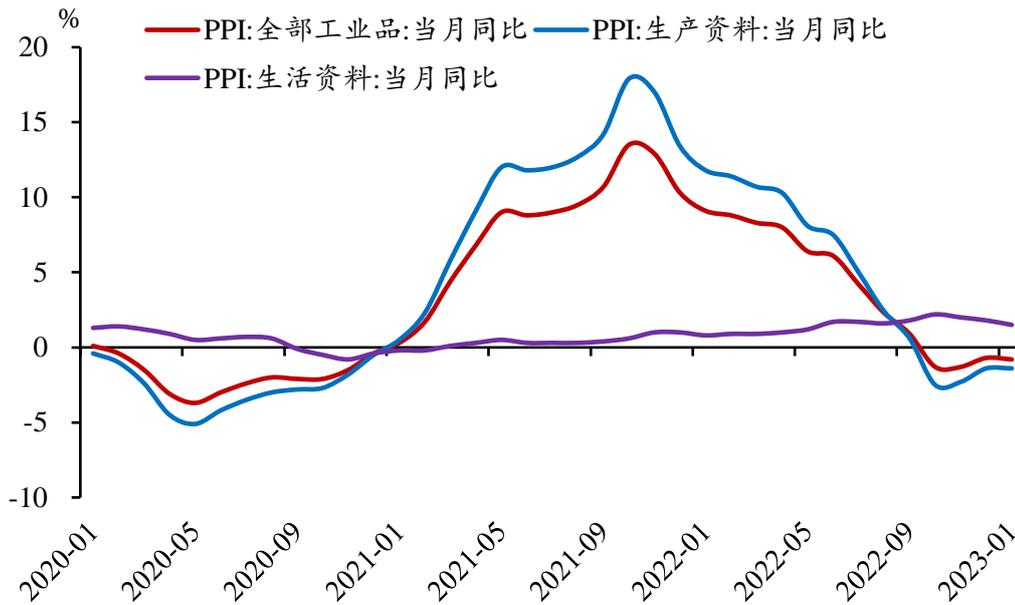
短期内，猪价或进入震荡阶段，波动区间可能收窄。由于1月生猪产能供大于求，导致全国平均猪粮比价进入过度下跌二级预警区间。而进入2月以来，猪粮比价继续下跌，进入一级预警区间，国家发改委也释放收储的信号。尽管收储启动后，猪价可能不会马上反弹上涨，但是猪价再大幅下跌的概率在减小，这或意味着一季度生猪价格大概率会持续低位震荡。而二季度是生猪消费传统淡季，生猪价格或提升有限。总体上看，上半年猪价的波动区间可能收窄。

## 二、黑色系商品价格受预期提振

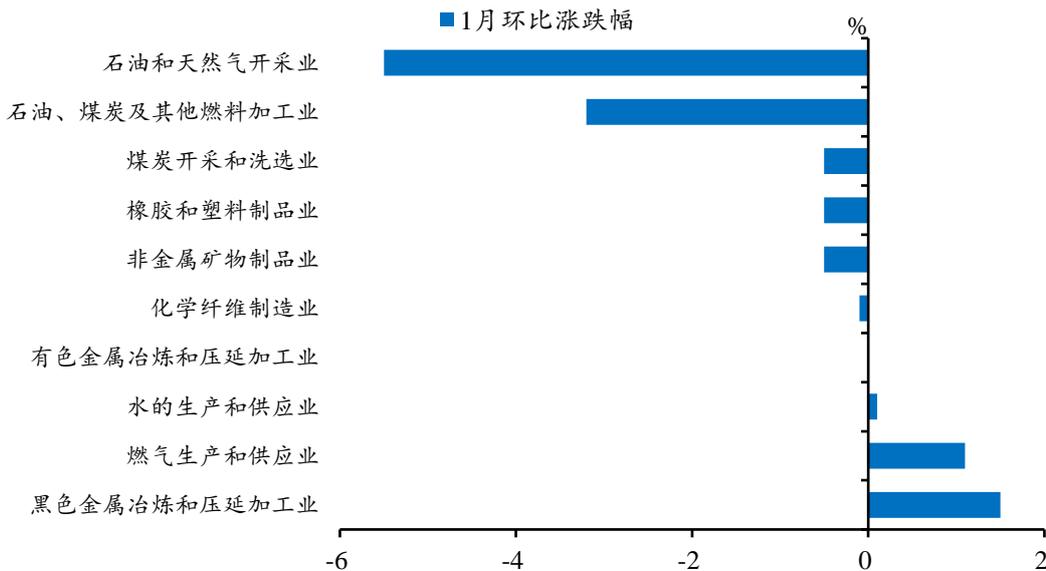
海外衰退叠加高基数继续带动PPI回落。1月PPI同比降幅扩大至-0.8%，跌幅超市场预期，而环比降幅收窄至-0.4%。从结构来看，生产资料与生活资料表现继续分化，生产资料价格同比增速为-1.4%，而生活资料价格同比涨幅略微收窄至1.5%。国内商品表现上，能源相关工业品价格下移，黑色系商品价格受预期提振。

第一，在国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响下，能源相关工业品价格整体环比继续下降。1月国际原油价格大幅波动，国内油价下降，石油相关行业价格下行。其中石油和天然气开采业价格环比下降5.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降3.2%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降1.3%。此外，国内煤炭价格下行也引起上游产业链价格下降。1月煤炭保供持续发力，叠加春节假期下游企业停工停产引起的需求下降，使得煤炭价格降低。煤炭开采和洗选业价格由上月环比上涨0.8%转为下降0.5%。

第二，受市场预期向好提振，黑色系商品价格上升。1月黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比涨幅均有所扩大，分别上涨3.4%和1.5%。我们认为偏国内定价的黑色系商品价格上升，或是受到房地产利好政策和1月建筑业PMI进一步扩张的影响，钢材市场预期向好，螺纹钢价格也持续走高。

**图 7：1 月生活和生产资料 PPI 同比增速的分化仍在继续**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：原油相关行业价格下降**


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

### 三、政策有望继续宽松，利好股市

当前居民消费价格上涨显示出需求出现一定回暖迹象，但是市场担心的疫后高通胀并未出现，因此未来政策仍有望继续宽松。

1) 通胀仍温和，对货币政策的约束较小。1 月 CPI 和核心 CPI 环比涨幅较大，服务环比涨幅也创下 2020 年 1 月以来的最大涨幅，这均进一步显示出防疫措施优化后需求已经出现一定程度回暖，但市场担心的疫后高通胀并未出现。我们认为当前通胀水平仍属温和，对货币政策的约束仍偏弱。

2) 货币政策仍具备偏松的条件，利好股市。2023 年国内外形势仍然较复杂，我国经济下行压力依然存在，为稳住经济恢复的基本盘、促内需实现经济复苏，政策刺激或需协调配合。特别是货币政策方面可能将继续保持宽松，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

因此未来政策走势对股市而言或仍是利好。

需要注意的是，商品市场上黑色产业链的机会还需要观察地产预期的兑现。由于春节期间地产数据表现还比较弱，因此偏向国内定价的黑色产业链相关机会需要更多关注今年地产复苏数据兑现。

## 风险因素

---

疫后复苏超预期，国际油价变化超预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。