

# 疫后复苏与猪价尾声的交接预演

## ——1月通胀数据点评 20230211

报告日期：2023-02-11

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件

2月10日，统计局公布2023年1月通胀数据。1月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，环比上涨0.8%。工业生产者价格指数（PPI）同比下降0.8%，环比下降0.4%。

#### ● CPI同比回升但低于预期，PPI环比降幅收窄、同比走阔

**食品CPI同比上涨6.2%，“菜涨肉跌”现象明显。**具体来看，猪肉价格同比上涨11.8%，环比下跌10.8%，环比降幅大幅走阔2.1pct。受季节性因素影响，鲜菜和鲜果价格环比分别上涨19.6%和9.2%。

**非食品CPI同比上涨1.2%，核心CPI同环比增速回升。**具体来看，1月随着疫情达峰及春节来临，旅游等线下活动较快恢复，为推进核心CPI上行主要动力。核心CPI的拖累项在于交通工具燃料等工业用品表现较为疲软，同时租赁房同环比回落。

**PPI同比下降0.8%，环比降幅收窄。**具体来看，生产资料价格同比下降1.4%，降幅与上月持平；生活资料价格上涨1.5%，涨幅回落0.3pct。金属价格得到提振，但石油化工产业链价格走低是PPI下行主要原因。

#### ● 债市策略：核心CPI确认复苏趋势，通胀仍然不是影响市场主要因素

1从通胀表现来看，CPI同比增速上行，但略低于市场预期，环比回归季节性趋势，核心CPI同比回升至1%。1月PPI环比降幅收窄，同比走阔，金属价格得到提振，但石油化工产业链价格走低是PPI下行主要原因。

**后续来看，通胀压力有望保持温和。**一方面，随着春节假期的结束以及天气逐渐回暖，鲜果、鲜菜类价格有望同环比回落；另一方面，居民出行信心正在保持恢复，劳动力缺口有望随着节后人员返岗而有所改善，从而缓解服务业价格。

**债市观点方面，近期市场同时经历了资金面从收紧到中性偏松、基本面从悲观到乐观再到中性的双重调整，考虑到债市上周已经交易社融、信贷预期，后市长债的风险相对有限，更值得注意的是近期一度收紧的资**

**全面。**

● **风险提示**

警惕猪油共振，通胀超预期上行的风险。

## 正文目录

1	事件.....	4
2	CPI 同比回升但低于预期 .....	4
3	PPI 环比降幅收窄，同比走扩 .....	6
4	PPIRM.....	7
5	风险提示.....	8

# 1 事件

图表 1 一图看清物价变化

		CPI											
同比 (%)	较上月	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
CPI	0.30	2.10	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90
CPI: 食品	1.40	6.20	4.80	3.70	7.00	8.80	6.10	6.30	2.90	2.30	1.90	-1.50	-3.90
猪肉	10.40	11.80	22.20	34.40	51.80	36.00	22.40	20.20	-6.00	-21.10	-33.30	-41.40	-42.50
鲜菜	14.70	6.70	-8.00	-21.20	-8.10	12.10	6.00	12.90	3.70	11.60	24.00	17.20	-0.10
鲜果	2.10	13.10	11.00	9.60	12.60	17.80	16.30	16.90	19.00	19.00	14.10	4.30	6.60
CPI: 非食品	0.10	1.20	1.10	1.10	1.10	1.50	1.70	1.90	2.50	2.10	2.20	2.20	2.10
CPI: 核心	0.30	1.00	0.70	0.60	0.60	0.60	0.80	0.80	1.00	0.90	0.90	1.10	1.10
环比 (%)	较上月	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
CPI	0.80	0.80	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60
CPI: 食品	2.30	2.80	0.50	-0.80	0.10	1.90	0.50	3.00	-1.60	-1.30	0.90	-1.20	1.40
猪肉	-2.10	-10.80	-8.70	-0.70	9.40	5.40	0.40	25.60	2.90	5.20	1.50	-9.30	-4.60
鲜菜	12.60	19.60	7.00	-8.30	-4.50	6.80	2.00	10.30	-9.20	-15.00	-3.50	0.40	6.00
鲜果	4.50	9.20	4.70	1.50	-1.60	1.30	-1.00	-3.80	-4.50	1.50	5.20	-2.30	3.00
CPI: 非食品	0.50	0.30	-0.20	0.00	0.00	0.00	-0.30	-0.10	0.40	0.10	0.20	0.30	0.40
CPI: 核心	0.30	0.40	0.10	-0.20	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.00	0.10	-0.10	0.20
		PPI											
同比 (%)	较上月	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
PPI	-0.10	-0.80	-0.70	-1.30	0.90	0.95	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80
PPI: 生产资料	0.90	-1.40	-1.40	-2.30	0.60	0.64	2.40	5.00	7.50	8.10	10.30	10.70	11.40
采掘	0.30	2.00	1.70	-3.90	3.50	3.49	10.10	18.80	27.30	29.70	38.30	38.00	33.00
原材料	-1.30	-0.10	1.20	0.30	5.80	5.82	7.80	11.40	15.20	15.10	17.40	16.70	17.90
加工	0.40	-2.30	-2.70	-3.20	-1.90	-1.91	-0.70	0.90	2.40	3.20	4.80	5.70	6.60
PPI: 生活资料	-0.30	1.50	1.80	2.00	1.80	1.78	1.60	1.70	1.70	1.20	1.00	0.90	0.90
食品	-0.40	2.80	3.20	3.90	4.10	4.11	3.70	3.70	3.20	2.20	1.60	0.80	0.50
衣着	-0.30	1.90	2.40	2.30	2.30	2.33	2.20	2.10	2.30	1.20	0.70	0.80	1.40
一般日用品	-0.10	1.20	1.30	1.40	1.60	1.61	1.50	1.50	1.90	1.50	1.80	1.90	1.50
耐用消费品	-0.30	0.30	0.60	0.40	-0.60	-0.64	-0.60	-0.30	-0.20	-0.10	-0.10	0.30	0.70
环比 (%)	较上月	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
PPI	0.10	-0.40	-0.50	0.10	0.20	-0.15	-1.20	-1.30	0.00	0.10	0.60	1.10	0.50
PPI: 生产资料	0.10	-0.50	-0.60	0.00	0.10	-0.24	-1.60	-1.70	-0.10	0.10	0.80	1.40	0.70
采掘	0.40	-1.00	-1.40	0.90	1.00	-0.83	-4.50	-1.90	1.90	-0.10	2.00	4.80	1.30
原材料	0.10	-0.70	-0.80	-0.10	-0.10	0.08	-2.40	-2.50	0.30	0.10	1.40	2.90	1.90
加工	-0.10	-0.40	-0.30	0.00	0.10	-0.34	-0.90	-1.30	-0.40	0.10	0.40	0.40	0.10
PPI: 生活资料	-0.10	-0.30	-0.20	0.10	0.50	0.14	-0.10	0.20	0.30	0.30	0.20	0.20	0.10
食品	0.10	-0.50	-0.60	0.20	0.60	0.34	0.00	0.60	0.50	0.60	0.40	0.50	0.20
衣着	-0.10	-0.30	-0.20	0.20	0.50	0.29	0.30	0.10	0.70	0.50	0.00	-0.20	-0.10
一般日用品	-0.10	0.00	0.10	0.20	0.30	0.00	0.00	-0.30	0.10	0.20	0.20	0.40	0.20
耐用消费品	-0.30	-0.20	0.10	0.00	0.70	0.00	-0.40	0.20	-0.10	0.10	0.00	0.00	-0.10
		PPIRM											
同比 (%)	较上月	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
PPIRM	0.20	0.10	0.30	-0.60	0.30	2.60	4.20	6.50	8.50	9.10	10.80	10.70	11.20
有色	0.10	-1.80	-1.90	-4.10	-4.90	-2.88	-0.60	2.80	7.60	9.50	14.20	15.60	17.50
燃料	0.40	7.20	7.60	4.30	7.30	14.34	19.50	25.10	29.40	31.60	34.80	30.90	27.60
黑色	0.40	-7.80	-9.20	-11.50	-12.30	-11.68	-10.80	-7.80	-3.20	-0.50	4.50	5.90	7.70
化工	-0.10	-4.70	-4.60	-5.40	-2.80	1.62	4.50	8.90	11.20	10.50	11.70	13.30	16.80
木材	0.10	4.20	4.30	4.60	5.20	5.21	4.60	4.50	4.10	3.60	3.00	3.60	5.30
建筑	0.80	-5.30	-6.10	-6.50	-5.10	0.22	2.90	3.40	4.80	6.90	9.10	10.00	9.90
半成品	0.40	0.30	0.70	0.60	0.50	0.87	1.10	1.80	2.60	3.00	3.40	3.80	4.30
农副产品	0.80	5.20	7.00	9.50	11.10	9.11	7.80	8.10	5.90	3.40	1.40	-0.40	-0.70
纺织	0.60	-3.60	-3.00	-1.60	0.60	2.73	4.30	6.30	7.80	7.80	8.10	8.50	9.60
环比 (%)	较上月	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
PPIRM	0.30	-0.70	-0.40	0.00	0.30	-0.45	-1.40	-0.90	0.20	0.50	1.30	1.30	0.40
有色	0.50	0.40	0.90	0.80	0.30	-0.68	-2.40	-4.50	-1.00	-0.20	1.20	2.10	1.30
燃料	0.60	-1.30	-0.70	0.60	1.10	-0.57	-2.20	-0.20	1.10	0.40	3.50	3.90	1.40
黑色	0.30	0.70	0.40	-1.40	-1.00	-1.94	-3.10	-3.70	-1.10	0.10	1.70	1.20	0.30
化工	0.30	-1.20	-0.90	-0.80	-0.10	-1.75	-2.80	-1.10	0.70	0.20	1.20	1.60	0.40
木材	0.20	-0.40	-0.20	-0.10	0.30	0.51	0.10	0.70	0.80	1.40	0.80	0.40	-0.20
建筑	0.60	-0.70	-0.10	0.70	0.50	-0.45	-1.00	-1.70	-1.20	0.00	0.10	-0.20	-1.40
半成品	0.20	-0.40	-0.20	0.10	0.10	0.10	-0.30	-0.40	0.10	0.50	0.30	0.10	0.20
农副产品	0.50	-2.30	-1.80	0.30	1.40	0.98	-0.30	2.00	1.10	1.80	1.30	0.80	-0.20
纺织	0.30	-0.30	-0.60	-0.70	-0.60	-0.82	-1.30	-0.90	0.10	0.30	0.40	0.30	0.40

资料来源: Wind, 华安证券研究所

据统计局公布,1月居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.1%,涨幅比上月扩大0.3pct,环比上涨0.8%,由上月持平转为上涨。工业生产者价格指数(PPI)同比下降0.8%,降幅较上月扩大0.1pct,环比下降0.4%,降幅较上月收窄0.1pct。

## 2 CPI 同比回升但低于预期

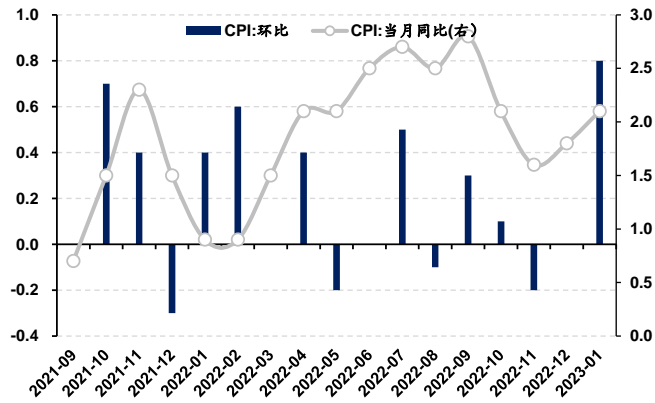
1月, CPI 同比上涨2.1%, 涨幅比上月扩大0.3pct, 低于wind一致预期2.28%。其中食品CPI同比上涨6.2%, 涨幅比上月扩大1.4pct; 非食品CPI同比上涨1.2%, 涨

幅较上月扩大 0.1pct；核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅较上月扩大 0.3pct。

食品价格方面，“菜涨肉跌”现象明显。猪肉价格同比上涨 11.8%，环比下跌 10.8%，环比降幅大幅走阔 2.1pct。受季节性因素影响，鲜菜和鲜果价格环比分别上涨 19.6%和 9.2%。

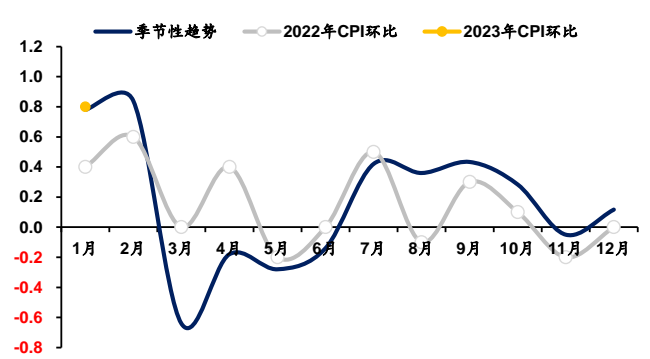
非食品方面，核心 CPI 同环比增速回升。1月随着疫情达峰及春节来临，旅游等线下活动较快恢复，为推进核心 CPI 上行主要动力。核心 CPI 的拖累项在于交通工具燃料等工业用品表现较为疲软，同时租赁房同环比回落。

图表 2 CPI 环比增加，同比涨幅扩大 (%)



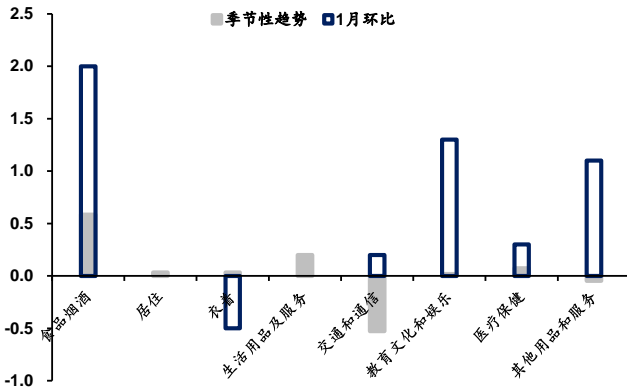
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 CPI 环比走高，与季节性趋势持平 (%)



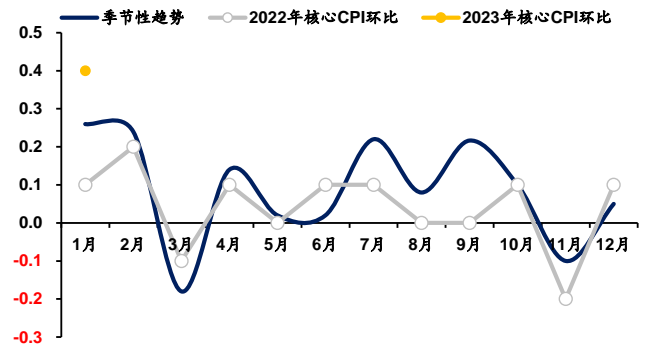
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 八大类分项价格环比五涨一降二持平 (%)



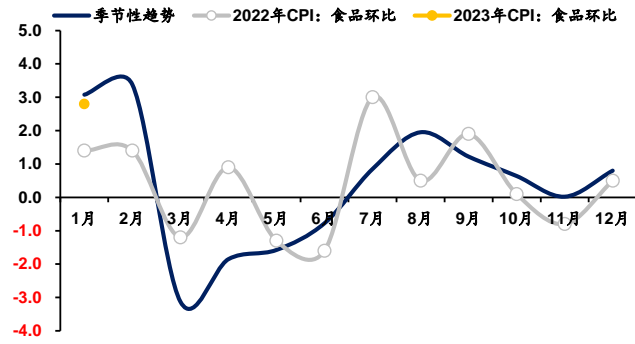
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 核心 CPI 环比上涨，高于季节性趋势 (%)



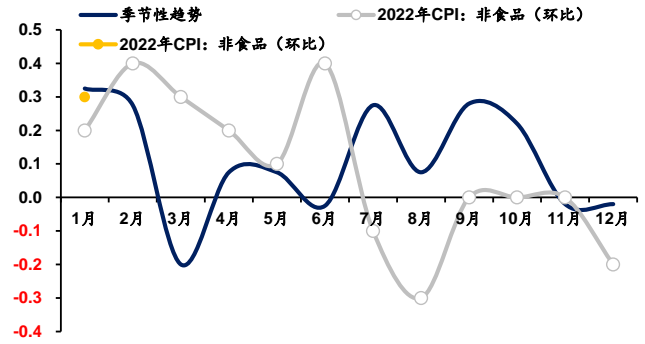
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 食品 CPI 环比涨幅走阔 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 非食品 CPI 环比转跌 (%)



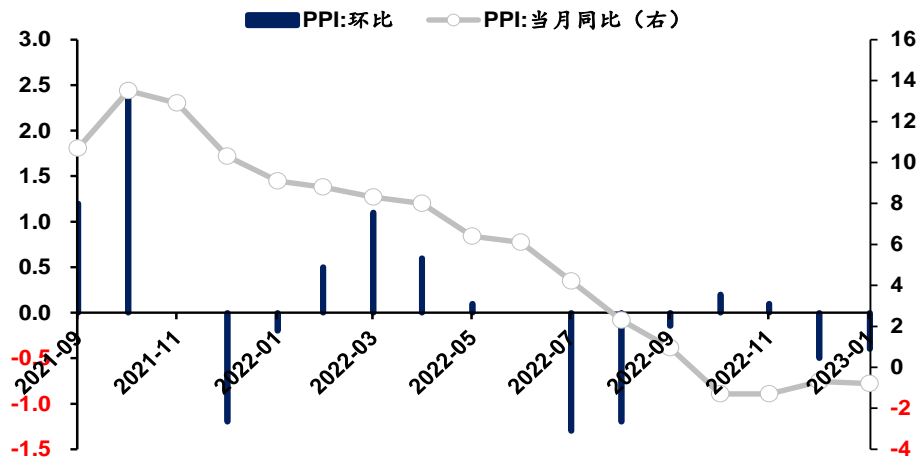
资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3 PPI 环比降幅收窄, 同比走扩

1月, PPI 同比下降 0.8%, 同比降幅较上月走阔 0.1pct, 其中生产资料价格同比下降 1.4%, 降幅与上月持平; 生活资料价格上涨 1.5%, 涨幅回落 0.3pct。从环比看, PPI 下降 0.4%, 增速比上月回落 0.1pct。

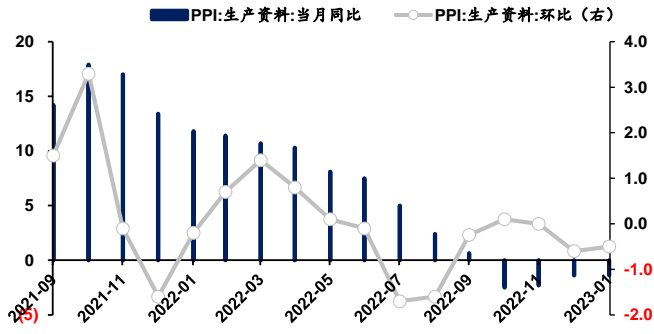
分行业来看, 石油和天然气开采业价格下降 5.5%, 石油化工产业链是 PPI 下行的主要原因; 此外, 金属价格得到提振, 黑色系价格环比增加 3.4%, 有色金属价格环比增加 0.7%; 由于疫后叠加春节前开工速度较慢, 建材类材料价格环比均出现不同程度下滑。

图表 8 工业生产者出厂价格环比降幅收窄, 同比降幅走阔 (%)



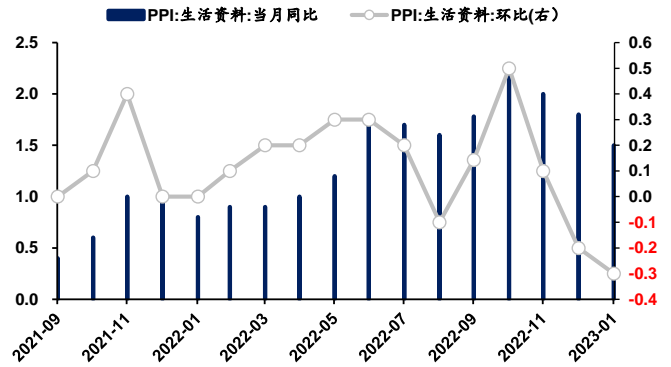
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 生产资料环比降幅收窄，同比持平 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 生活资料环比降幅走阔，同比涨幅收窄 (%)



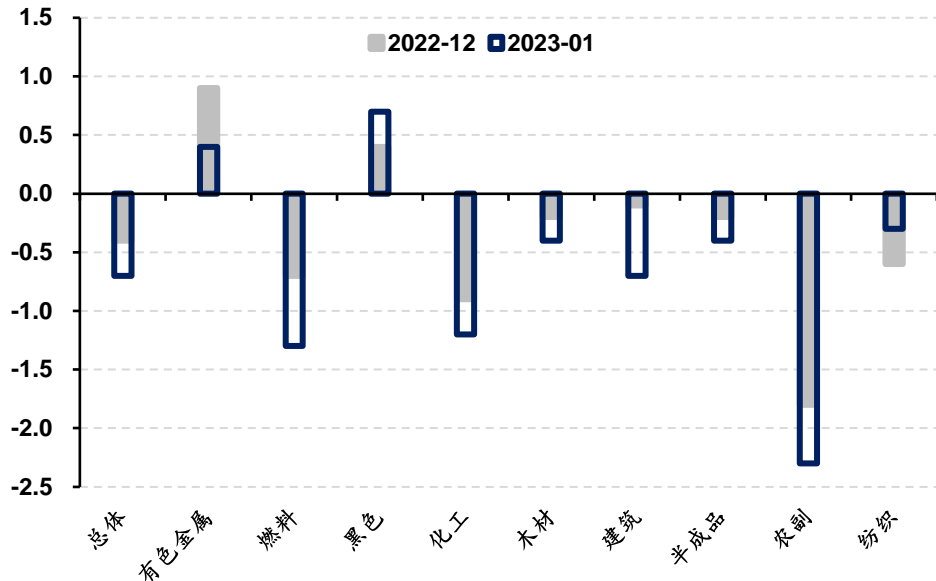
资料来源：Wind，华安证券研究所

## 4 PPIRM

同比来看，生产者购进价格同比上涨 0.1%，增速较上月回落 0.2pct。燃料类、木材、半成品、农副产品价格涨幅收窄，化工、纺织类价格降幅走阔，有色、黑色、建筑类降幅收窄。

环比来看，生产者购进价格环比降幅走阔，环比下跌 0.7%。其中，有色金属类价格涨幅收窄，黑色类价格涨幅走阔，燃料、化工、木材、建筑、半成品、农副产品类价格降幅环比走阔，纺织类降幅环比收窄。

图表 11 工业生产者购进价格环比降幅扩大 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 5 风险提示

警惕猪油共振，通胀超预期上行的风险。



**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。