



本轮猪周期是否昙花一现

——2023年1月通胀点评

事件

2月10日，国家统计局发布2023年1月通胀数据，1月CPI同比2.1%，前值1.8%；CPI环比0.8%，前值0%；PPI同比-0.8%，前值-0.7%；PPI环比-0.4%，前值-0.5%。

核心观点

CPI同比增速上升。1月CPI同比上涨2.1%，涨幅较前月扩大0.3pct，环比由持平转为上涨0.8%。具体来看，食品项同比上涨6.2%，涨幅较前月扩大1.4pct；非食品项同比上涨1.2%，涨幅较前月扩大0.1pct。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1%，涨幅较前月上升0.3pct，低于季节性水平。

春节效应支撑食品价格，近端供给压制猪价。生猪供给的远端领先指标能繁母猪存栏量同比增速仍在低位运行，而近端生猪供给持续增加，2022年12月单月生猪屠宰量更是创历史最高。存栏增速低屠宰量高现象的背后是上一轮超级猪周期中，养殖户和养殖企业快速扩张能繁母猪存栏量，形成了持续的高基数因素，而在今年猪周期再次启动后，养殖户和养殖企业或受上一轮猪周期尾声库存挤压的影响过早开始去库存，导致猪价迅速转跌。另一方面，受春节等季节性因素影响，鲜菜、鲜果价格分别上涨19.6%和9.2%，涨幅有所扩大。

油价下行不抵文娱需求高增，非食品项通胀微升。防疫优化后，春节假期出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格均明显上涨；受春节务工人员返乡和节日期间服务需求增加影响，家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨。国际油价波动带动国内汽油和柴油价格下降。往后看，文娱消费需求恢复较好，春节效应过后非食品项通胀动力较为平稳。

国际油价波动和国内煤炭保供共同作用下能源行业带动PPI延续下行。受输入性因素影响，国内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下降3.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降1.3%。煤炭保供持续发力，煤炭开采和洗选业价格上涨态势得到缓解，由前月上涨0.8%转为下降0.5%。年后项目开工在即，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.5%，涨幅扩大1.1个百分点。

债市策略：1月CPI回升、PPI微降，猪油价格双降但春节效应下食品项多数涨价，叠加文娱需求的较好恢复带动通胀回暖。对债市而言，1月通胀回暖继续印证基本面修复较好，市场已对春节期间服务消费需求快速恢复有充足预期，数据公布后债市反应平淡。上年四季度开始的债市调整或已充分，长债收益率到达新的波动区间，春节后央行放量逆回购对债市企稳也起到了帮助，当前债市对基本面信号或已不再保持敏感，预计短期内长债延续窄幅波动，静待后续新的主线出现。

风险提示

地缘政治危机导致大宗商品价格波动超预期；疫情演变超预期；海外衰退风险超预期。

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

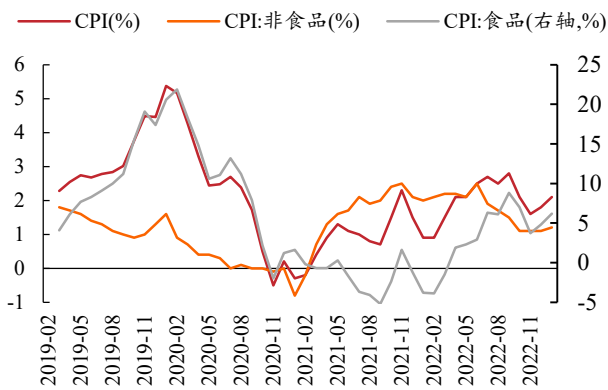
《【固收】服务业“抢跑”，制造业“接力”_20230202》2023.02.02
《【固收】服务需求回暖成为最大亮点_20230117》2023.01.18
《【固收】企业中长期信贷高增有哪些因素_20230116》2023.01.16
《【固收】降准落地，持续保障流动性合理充裕_20221128》2022.11.28
《【固收】制造业徘徊荣枯线，建筑业维持高景气_20221031》2022.11.01

1. 供给压制猪价，春节效应推升食品通胀

事件:2月10日，国家统计局发布2023年1月通胀数据，CPI同比2.1%，前值1.8%；CPI环比0.8%，前值0%；PPI同比-0.8%，前值-0.7%；PPI环比-0.4%，前值-0.5%。

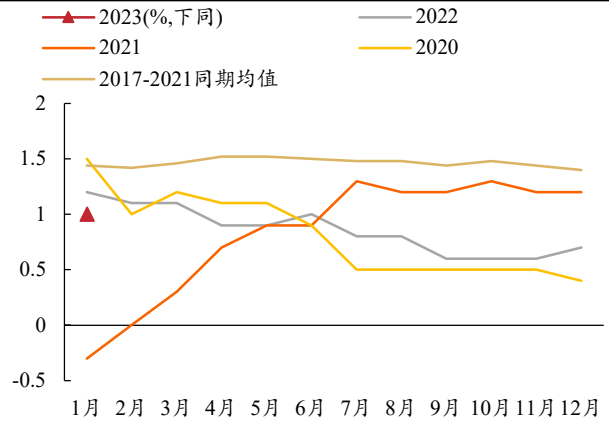
CPI 同比增速上升。1月CPI同比涨幅延续上行，环比转升。1月CPI同比上涨2.1%，涨幅较前月扩大0.3pct，环比由持平转为上涨0.8%。具体来看，食品项同比上涨6.2%，涨幅较前月扩大1.4pct；非食品项同比上涨1.2%，涨幅较前月扩大0.1pct。环比方面，食品项环比上涨2.8%，涨幅较前月扩大2.3pct；非食品项环比由下降0.2%转为上涨0.3%。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1%，涨幅较前月上升0.3pct，低于季节性水平。

图表1. CPI食品项涨幅上行，非食品项涨幅微增



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表2. 核心CPI低于季节性水平

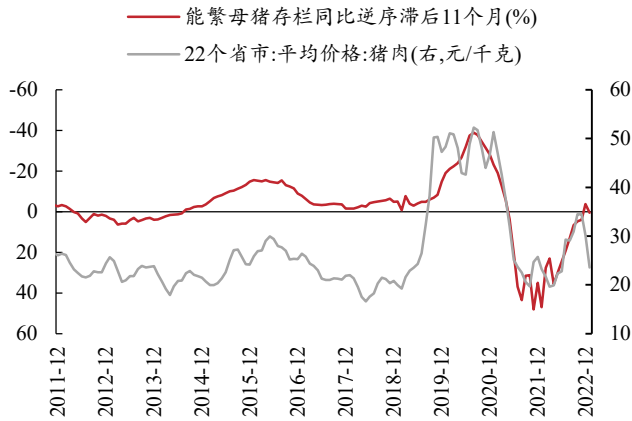


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

春节效应支撑食品价格，近端供给压制猪价。1月CPI食品项同比上涨6.2%，涨幅较前月扩大1.4pct。具体来看，猪肉方面，CPI猪肉项同比上涨11.8%，涨幅缩小10.4pct，环比下降10.8%，降幅扩大2.1pct。生猪供给的远端领先指标能繁母猪存栏量同比增速仍在低位运行，而近端生猪供给持续增加，2022年12月单月生猪屠宰量更是创历史最高。存栏增速低屠宰量高现象的背后是上一轮超级猪周期中，养殖户和养殖企业快速扩张能繁母猪存栏量，形成了持续的高基数因素，而在今年猪周期再次启动后，养殖户和养殖企业或受上一轮猪周期尾声库存挤压的影响过早开始去库存，导致猪价迅速转跌。另一方面，受春节等季节性因素影响，鲜菜、鲜果价格分别上涨19.6%和9.2%，涨幅有所扩大。

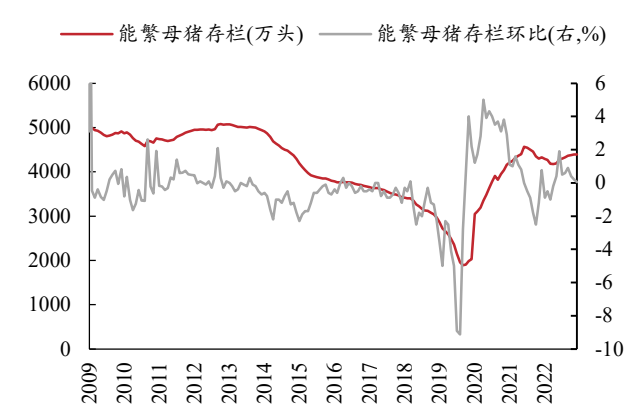
向后看，生猪近端供应高位运行下，猪肉价格连续三个月回落，发改委公众号2月6日发文表示猪粮比价进入过度下跌一级预警区间，根据《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》规定开启收储，2022年中央冻猪肉投放对猪价的调控效果明显，近期开启收储能够帮助消化近端猪肉的过量供给，稳定猪肉价格，在猪价已经连续下行情况下屠宰量难以维持高位，后续或出现由供给减少和收储共同作用下的猪价回升。

图表3. 生猪存栏与猪价背离，远端猪肉供给趋紧



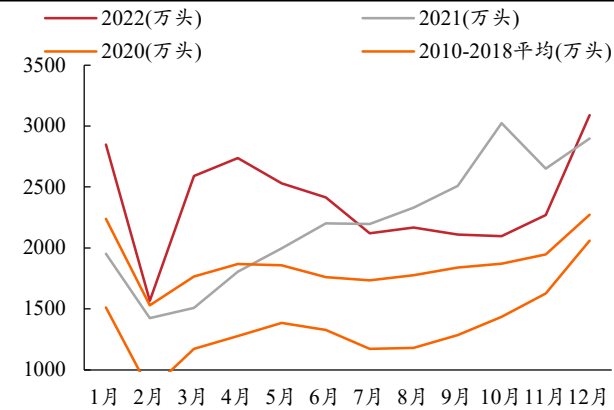
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表4. 超级猪周期中存栏扩张较快形成高基数



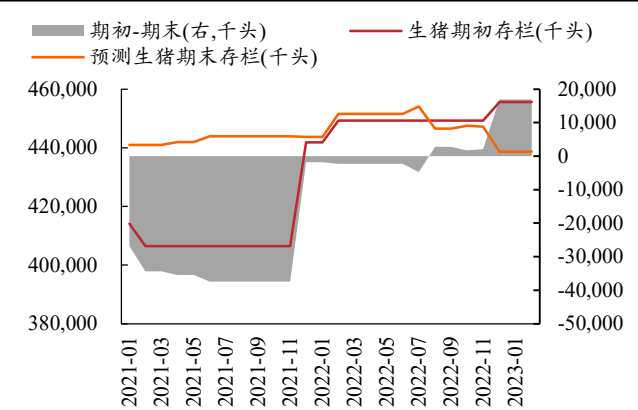
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表5. 生猪屠宰量登顶，近端猪肉供给充足



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

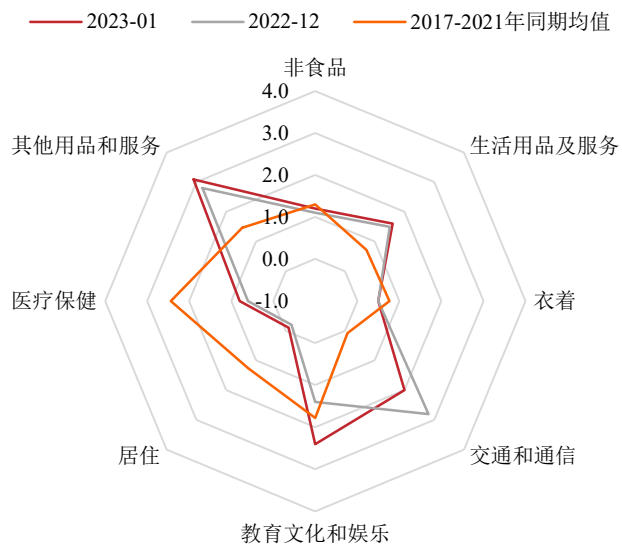
图表6. 生猪转入去库存



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

油价下行不抵文娱需求高增，非食品项通胀微升。1月CPI非食品项同比上涨1.2%，涨幅扩大0.1pct。防疫优化后，春节假期出行和文娱消费需求大幅增加，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%；受春节务工人员返乡和节日期间服务需求增加影响，家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨。受国际油价波动影响，国内汽油和柴油价格环比分别下降2.4%和2.6%。往后看，文娱消费需求恢复较好，春节效应过后非食品项通胀动力较为平稳。

图表7. 交通通信通胀暂缓，文娱需求恢复较好通胀动能持续(%)



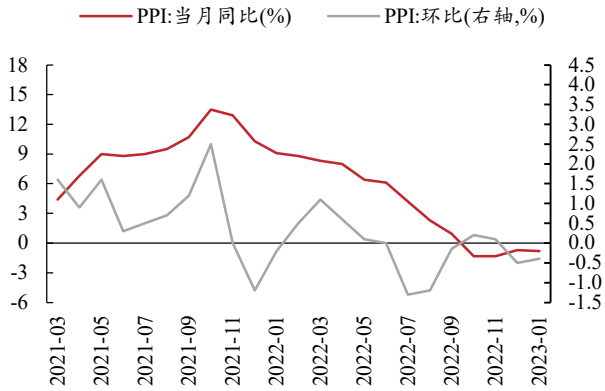
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 能源价格波动带动 PPI 延续下行

国际油价波动和国内煤炭保供共同作用下能源行业带动 PPI 延续下行。1 月 PPI 同比下降 0.8%，降幅较前月扩大 0.1pct；环比下降 0.4%，降幅缩小 0.1pct。生产资料价格同比下降 1.4%，降幅持平；生活资料价格同比上涨 1.5%，涨幅缩小 0.3pct。能源品方面，受输入性因素影响，国内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下降 3.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.3%。煤炭保供持续发力，煤炭开采和洗选业价格上涨态势得到缓解，由前月上涨 0.8% 转为下降 0.5%。年后项目开工在即，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.5%，涨幅扩大 1.1 个百分点。

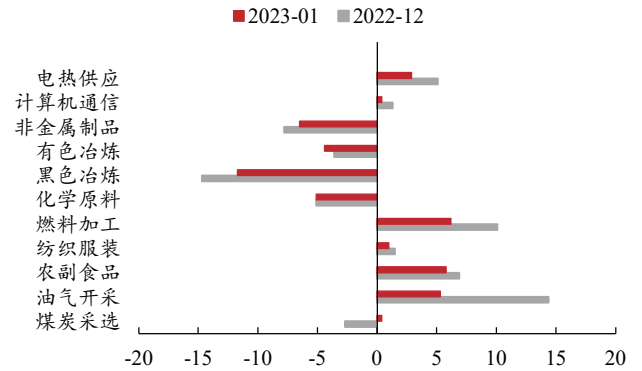
向后看，原油供给端暂较平稳，OPEC+ 如约实施减产计划，欧盟对俄原油进口禁令的影响逐渐消化，油价波动下行主因仍是需求端疲软，尽管美国就业数据指向衰退风险降低，但制造业 PMI 进一步下行和工业产值增速持续放缓释放了生产端的弱势信号。加息周期尚未结束，持续的加息对石油相关的重资产行业伤害不小，预计加息结束前美国原油需求难以出现显著上升。春节过后我国将迎来重大项目集中开工期和复产复工高峰，我国的经济复苏将成为上半年原油需求端的一根支柱，或能够打破需求端持续疲软的预期。

图表8. PPI 同环比均较平稳



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表9. 国际油价波动带动油气开采业涨幅下降 (%)

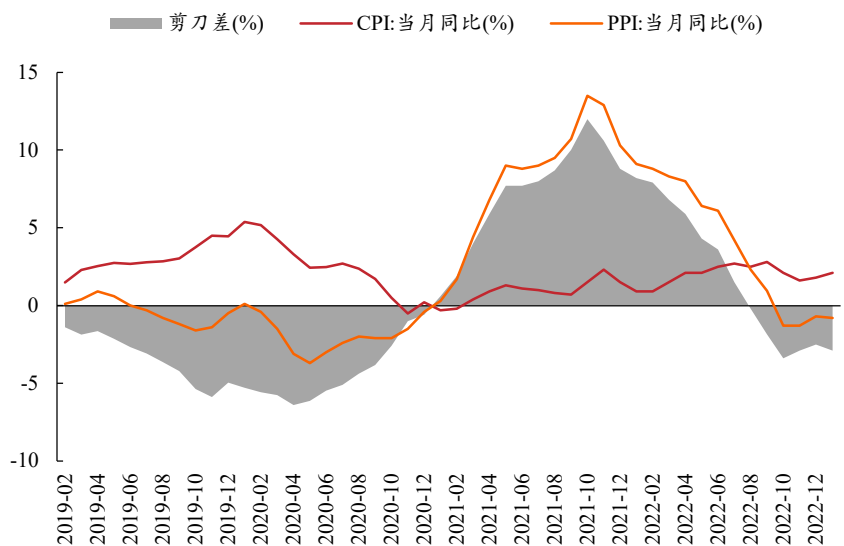


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 通胀剪刀差倒挂波动回升

通胀剪刀差倒挂波动回升。1月CPI同比回升，PPI同比小幅下降，PPI-CPI剪刀差倒挂波动回升。PPI方面，国际油价波动叠加国内煤炭保供，能源行业跌价带动PPI延续下行，后续上行动力来自我国生产端扩张。CPI方面，猪肉价格继续下跌，春节效应下食品价格多数上行，文娱需求恢复较好，后续CPI涨价动力仍主要来自食品项。猪肉收储的启动能够帮助消化近端供应，猪价连续下跌之下屠宰量也难以维持高位，猪价或二次上行。另一方面春节假期过后非食品项通胀动力较为稳定。2月是项目开工和工业复产的重要时点，我国工业生产的恢复预计对国际油价产生一定支撑，后续CPI、PPI均存在上行动能。

图表10. CPI 同比回升，PPI 同比小幅下降，PPI-CPI 剪刀差倒挂波动回升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 债市策略

1月CPI回升、PPI微降,猪油价格双降但春节效应下食品项多数涨价,叠加文娱需求的较好恢复带动通胀回暖。对债市而言,1月通胀回暖继续印证基本面修复较好,市场已对春节期间服务消费需求快速恢复有充足预期,数据公布后债市反应平淡。上年四季度开始的债市调整或已充分,长债收益率到达新的波动区间,春节后央行放量逆回购对债市企稳也起到了帮助,当前债市对基本面信号或已不再保持敏感,预计短期内长债延续窄幅波动,静待后续新的主线出现。

5. 风险提示

国际地缘政治危机导致大宗商品价格波动超预期;疫情演变超预期;海外衰退风险超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019 年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>