

物价弱勢恢复，全年保持温和

2023年1月通胀点评

核心内容：

- **春节价格走高，猪肉异常下跌** CPI 环比平稳，核心 CPI 小幅回升，1 月份 CPI 同比上行。物价受到春节影响食品价格和非食品价格同时走高，均表现了春节特性：(1) 食品方面，蔬菜价格 1 月份上行 19.6%，蔬菜的春节上行在正常范围内；春节作用下，1 月份水果、水产品上行；但 1 月份猪肉供给大幅增加，猪肉价格跳水，逆转了春节效应；(2) 非食品价格方面，春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格上行；但原油价格回落，带动交通工具用燃料价格下行。
- **猪肉价格在底部区域** 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。元旦后猪肉价格反弹：(1) 开学和复工推动需求上行；(2) 发改委将启动收储。但年后仍然是猪肉消费淡季，猪肉价格可能在底部震荡。
- **通胀 2 月份重新回落** 2 月翘尾水平在 1.5%。春节过后，蔬菜、水果、水产品价格会出现下行，猪肉价格底部震荡，预计食品价格下行 1.4%。非食品方面，燃料价格走高，旅游、家庭服务等价格回落，非食品价格下行 0.2%。1 月份预计 CPI 环比下行 0.4% 左右，1 月份同比预计在 1.1% 左右运行。
- **2023 年通胀预计在 1.7%-2.0% 左右** 2023 年如果服务业顺利恢复，通胀与 2022 年基本持平；如果不及预期，通胀低于 2022 年。从 2023 年春节来看，终端消费仍然相对偏弱，服务业的回升较为迅速，仍然要观察后续持续性：(1) 2023 年基数水平低于 2022 年；(2) 需求缓慢回升，但供给的增加速度会弱于需求增加速度，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业。
- **货币政策持续宽松** 现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。对于央行来说，防通缩是 2023 年的主要任务。
- **2023 年 PPI 弱勢运行** 1 月份 PPI 同比-0.8%，环比下行 0.4%。1 月份除黑色产品外，其他产品出厂价格普遍性回落：(1) 国际原油价格 1 月份小幅走高，但发改委发布价格回落，预计 2 月份会重新回升；(2) 煤炭期货价格走低，煤炭出厂价格小幅走高。对澳煤炭进口可能在 2 月份恢复，煤炭价格低迷；(3) 黑色系价格走高，铁矿石价格大幅上行带动了钢铁价格；(4) 下游价格回落。

PPI 基数水平 2023 年大幅回落，PPI 同比可能在 -1.0% 左右：(1) 2022 年的基数水平较高，侧面拉低了 2023 年 PPI 水平；(2) 2023 年能源价格等大宗商品价格回落会带动 PPI 下滑。另一方面，下半年 PPI 可能回升：(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 2023 年 2 月份 PPI 环比小幅回升，2 月份 PPI 同比水平在 -1.1% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在 -1.0% 左右。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

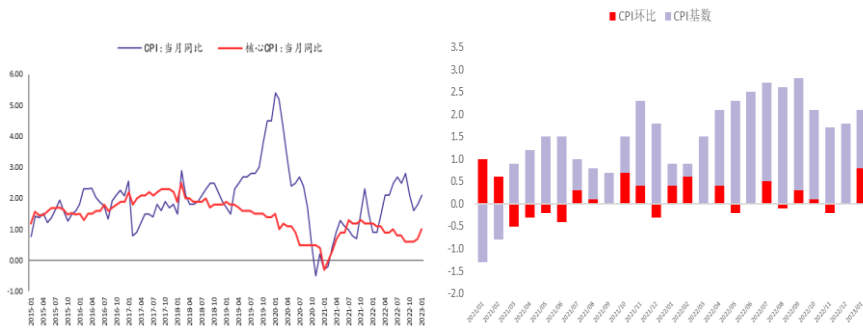
分析师登记编码：S0130515030003

一、春节价格走高，猪肉异常下跌

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心CPI小幅回升，1月份CPI同比上行。1月份CPI同比增速2.1%，比2022年12月份上行0.3个百分点。1月份CPI环比走高；其中食品价格环比下行2.8%，非食品价格上行0.3%。核心CPI同比增速1.0%，环比上行0.4%。

图 1：CPI 同比持平 (%)

图 2：CPI 环比节日性走高 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

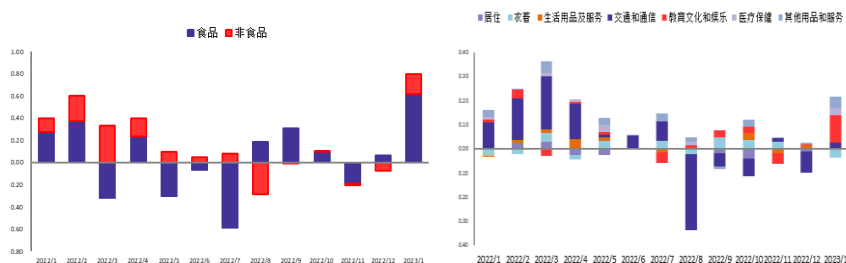
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月CPI翘尾水平1.3%，比上个月回落0.5个百分点，基数水平下降。2023年1月份，受到春节影响食品价格和非食品价格同时走高。1月通胀环比上行，食品价格和非食品价格走高均表现了春节特性：（1）食品方面，蔬菜价格1月份上行19.6%，蔬菜的春节上行在正常范围内；春节作用下，1月份水果价格上行9.6%，水产品上行5.5%；但是1月份猪肉价格下行10.8%，猪肉供给大幅增加，猪肉价格跳水，逆转了春节效应；（2）非食品价格方面，春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格分别上行2.4%和9.3%；但原油价格回落，交通工具用燃料价格下行2.3%。

从食品价格来看，猪肉供给放量，带动猪肉价格回落，猪肉消费旺季并未如期带来，终端需求较弱，春节并未挽救猪肉价格下跌。生鲜类食品中，蔬菜、水产品、水果价格大幅上行受到春节影响。

从非食品价格来看，原油价格带动了车用燃料价格下行，家庭服务和旅游价格受春节影响上行，其他商品和服务类价格保持平稳。

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、猪肉跌至正常水平，蔬菜价格随季节波动

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。

1月份过年猪肉消费回升，但其回升的幅度有限，而猪肉供给大幅增加，使得猪肉价格继续快速回落。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。

猪肉价格在本年度春节下跌，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。但是猪肉价格现阶段已经下行至合理区间，并且元旦后出现了一定程度的反弹，猪肉价格的底部区域得到确认。而猪肉价格的反弹需要终端需求的回升；(1)各地院校陆续迎来开学季，加上各地餐饮门店陆续恢复营业，需求得到回升；(2)国家发改委将要启动收储，给猪肉价格一定保障。但年后仍然是猪肉消费淡季，猪肉价格可能在底部震荡。

图 4：母猪存栏增速 (%)

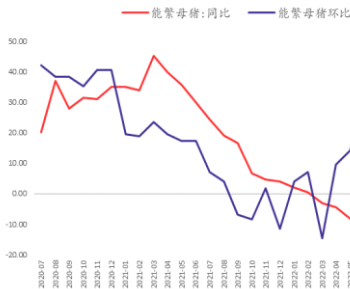
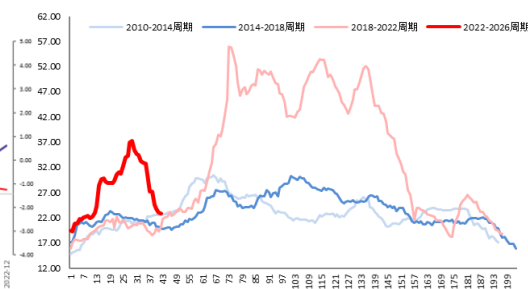


图 5：猪周期生猪价格对比 (元/公斤)

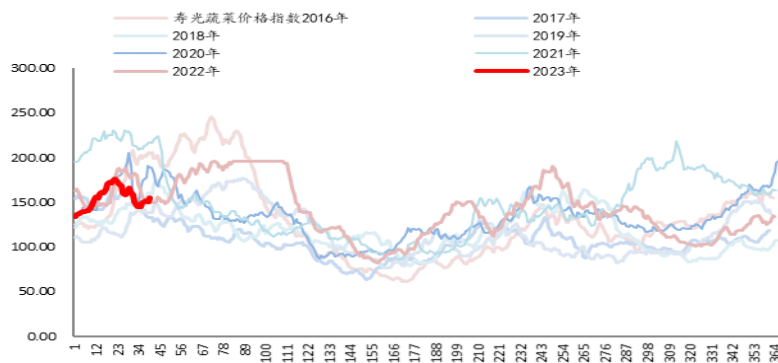


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，本年度春节天气仍然属于正常。蔬菜春节上行幅度也在正常范围内。但综合 12 月份来看，本年度蔬菜价格涨幅并不明显，蔬菜价格预计在春节过后回落，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

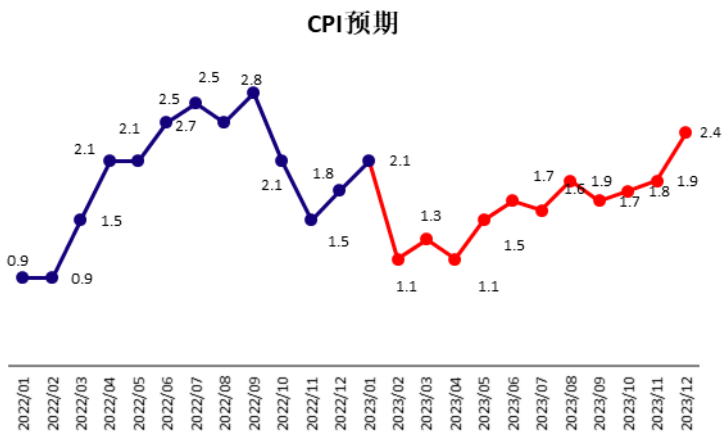
1 月份 CPI 环比大幅上行，主要是春节带来的价格上行。2023 年度的春节期间物价上行相对平稳，但是涨幅略低于历史平均水平，这种情况主要是猪肉价格的下行与原油价格的走低带来的。从蔬菜、水产品、家庭服务、旅游价格来看，终端需求的恢复仍然是较为明显的，从猪肉、鸡蛋等价格下跌来看，终端需求的恢复较为平稳，并不强劲。总体来看，1 月份 CPI 的运行显示消费的恢复缓慢进行，物价整体较为温和。

2023 年 2 月份翘尾水平在 1.5%。2 月份春节过后，食品价格方面，蔬菜、水果、水产品价格会出现下行，猪肉价格底部震荡，预计食品价格下行 1.4%。非食品价格方面，燃料价格走高，旅游、家庭服务等价格回落，非食品价格下行 0.2%。1 月份预计 CPI 环比下行 0.4%左右，1 月份同比预计在 1.1%左右运行。

2023 年通胀运行分为两种情况：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 年春节来看，终端消费仍然相对偏弱，服务业的回升较为迅速，仍然要观察后续持续性，2023 年通胀可能在部分月份走高：(1) 2023 年基数水平低于 2022 年；(2) 需求缓慢回升，而部分行业在封控状态下低水平运行，供给的增加速度会弱于需求增加速度，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业。2023 年通胀预期仍然较为平稳，预计在 1.7%-2.0%左右。

央行的货币选择仍然无需考虑通胀，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。对于央行来说，防通缩是 2023 年的主要任务。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 7：2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、2023 年 PPI 弱势运行

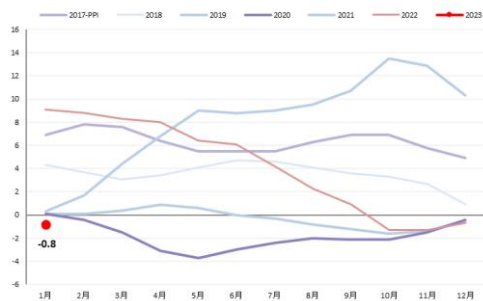
工业生产者价格（PPI）同比低位平稳，生产资料和生活资料环比走低。1 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-0.8%，环比下行 0.4%。原油和中下游产品出厂价格普遍回落，PPI 环比下行。

1 月份 PPI 环比回落，除黑色产品外，其他产品出厂价格普遍性回落：（1）国际原油价格 1 月份小幅走高，但发改委发布价格回落，预计 2 月份会重新回升；布伦特和 WTI 原油期货价格 1 月份分别上行 3.2%和 2.2%；石油和天然气开采业价格下行 5.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 3.2%；（2）煤炭期货价格走低，煤炭出厂价格回落。煤炭开采和洗选业价格下行 0.5%。1 月份焦煤期货价格下行 4.1%，焦炭价格下行 0.9%。煤炭的供给平稳，而对澳洲煤炭进口可能在 2 月份恢复，煤炭价格低迷；（3）黑色系价格走高，铁矿石价格大幅上行带动了钢铁价格。黑色和有色金属采矿业分别上行 3.4%和 0.7%；（4）下游价格回落。计算机通讯和电子产品价格下行 1.2%，食品制造业下行 0.2%，农副食品加工价格下行 1.4%。

PPI 基数水平 2023 年大幅回落，PPI 同比可能在-1.0%左右：（1）2022 年的基数水平较高，侧面拉低了 2023 年 PPI 水平；（2）2023 年受到需求回落的影响，能源价格等大宗商品价格回落会带动 PPI 下滑。另一方面，下半年 PPI 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。

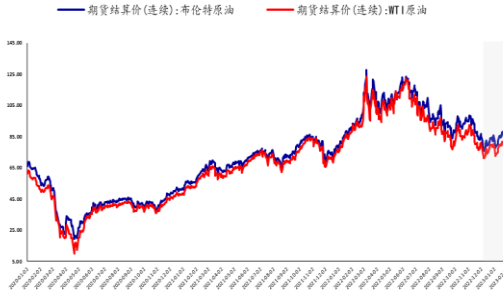
预计 2023 年 2 月份 PPI 环比小幅回升，2 月份 PPI 同比水平在-1.1%左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在-1.0%左右。

图 8：1 月份 PPI 同比低位平稳（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：原油期货价格（美元/桶）



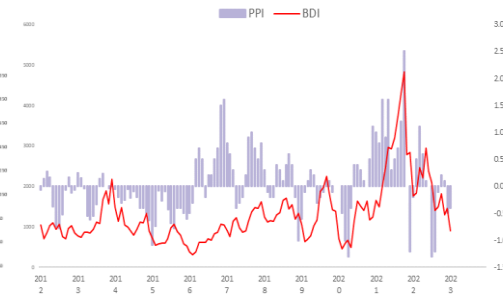
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：物流指数回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn