



疫后重启初现端倪

——2023 年 1 月物价数据点评

1 月 CPI 同比增长 2.1% (市场预期 2.3%)，较前值上行 0.3pct；核心 CPI 同比增长 1.0%，较前值上行 0.3pct。PPI 同比增长-0.8% (市场预期-0.3%)，较前值下行 0.1pct。

一、CPI 通胀：内需修复提振

1 月 CPI 通胀小幅低于市场预期，主因仍在猪价下跌速度超出市场预期。结构特征有四：一是猪肉价格环比跌幅继续扩大，二是鲜菜、鲜果、水产品价格涨幅超出季节性，三是核心 CPI 环比动能位于季节性上沿位置，四是能源价格跌幅显著收窄。CPI 环比增速较上月季节性提升 0.8pct 至 0.8%。核心 CPI 同比增速 1.0%，环比增速 0.4%。

食品项通胀较前值上行 1.4pct 至 6.2%，对 CPI 通胀的拉动较前值上行 0.2pct 至 1.1pct；环比增速较大幅上行 2.3pct 至 2.8%。受疫后经济重启影响，鲜菜 (19.6%)、鲜果 (9.2%) 和水产品 (5.5%) 价格环比大涨，且涨幅超出季节性，是本月食品价格的主要支撑。能繁母猪头数已由去年 4 月的 4,185 万头上行至去年 12 月的 4,390 万头，受此影响，猪价加速下跌，1 月环比跌幅达 10.8%，是本月食品价格的主要拖累。其他分项跌多涨少但幅度温和，牛肉 (0.9%) 价格环比上涨，粮食 (0%) 价格环比走平，羊肉 (-0.1%)、奶制品 (-0.6%)、食用油 (-0.7%)、蛋类 (-2.1%) 均环比小幅下跌，食品价格整体仍稳。

非食品项通胀较前值上行 0.1pct 至 1.2%，对 CPI 通胀的拉动较前值上行 0.1pct 至 1.0pct；环比转正，较前值上行 0.5pct 至 0.3%。受国际油价止跌影响，交通工具用燃料项环比增速回升 3.7pct 至-2.3%，仍处收缩区间但跌幅收窄；疫后重启叠加季节性因素，旅游项 CPI 环比增



速较前值大幅提升 9.3pct 至 9.3%。核心通胀环比增速（0.4%）处于季节性上沿位置，指向内需修复已实质性启动。

前瞻地看，2023 年上半年猪周期将底部震荡，内需有望持续修复，总体上 CPI 通胀或在 2%附近徘徊。核心 CPI 环比动能或在内需提振下持续强于季节性。

二、PPI 通胀：高基数压制

2023 年 1 月 PPI 通胀-0.8%，较前值下行 0.1pct，连续第四个月为负。PPI 环比增速较前值回升 0.1pct 至-0.4%，连续第二个月为负，主要受能源价格拖累。

生产资料同比增速-1.4%，持平前值，连续第四个月收缩，基数效应仍是主导因素。环比增速较上月小幅回升 0.1pct 至-0.5%，能源系的原油、煤炭仍构成拖累；生活资料通胀较上月回落 0.3pct 至 1.5%，环比增速较上月回落 0.1pct 至-0.3%，拖累项在食品（-0.5%）、衣着（-0.3%）和耐用品（-0.2%）。

从产业链看，上游 PPI 同比 > 中游 > 下游，但下游 PPI 环比 > 中游 > 上游，这一格局与上月相同，但环比剪刀差显著收窄。上中下游 PPI 同比均在去年同期基数主导下低位企稳，但 PPI 环比剪刀差显著收窄，或因上游跌幅向下游传导。

分行业看，原油 PPI 同比 = 有色 > 煤炭 > 黑色，黑色 PPI 环比 > 有色 > 煤炭 > 原油，同比、环比格局均与上月基本保持一致。石油和天然气（-5.5%）环比跌幅较前值收窄 2.8pct，主因在国际油价止跌企稳。煤炭（-0.5%）环比由涨转跌，与季节性特征相背离，主因或在保供稳价；黑色（3.4%）环比增速较前值上行 2.3pct，稳地产、强基建和疫后重启持续构成支撑；受月内铝价下跌影响，有色（0.7%）环比增速较前值回落 0.4pct。

前瞻地看，由于去年 3 月起 PPI 基数显著走高，未来几个月 PPI 同比跌幅或仍将小幅走阔。PPI 环比增速或将由负转正，一是地产政策底



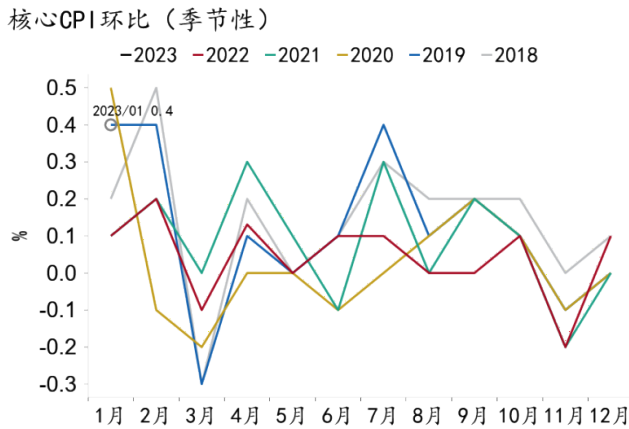
向市场底转化将支撑地产开工，二是基建将持续助力经济全面复苏，三是疫后重启带来全行业需求回暖。

1 月 CPI-PPI 通胀剪刀差小幅走阔至 2.9pct, CPI 通胀突破 2%, 但 PPI 通胀仍在收缩区间。前瞻地看，上半年 PPI 通胀仍将在基数效应压制下处于收缩区间，但 CPI 通胀则在需求回暖支撑下温和扩张，预计 CPI-PPI 通胀剪刀差或仍将走阔，下游利润有望改善。

(评论员：谭卓 王天程)

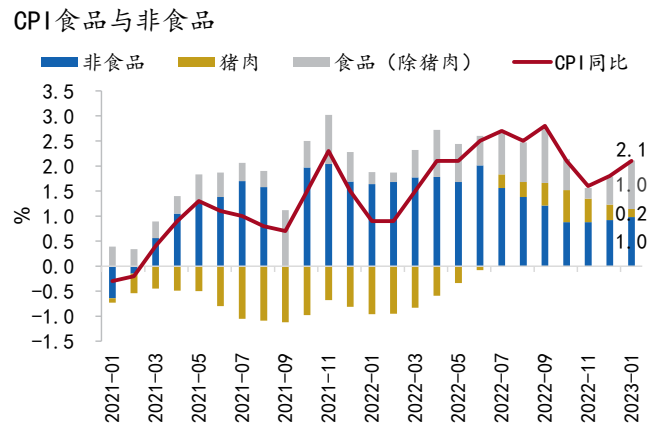
附录

图 1: 1 月核心 CPI 环比增速回到疫前水平



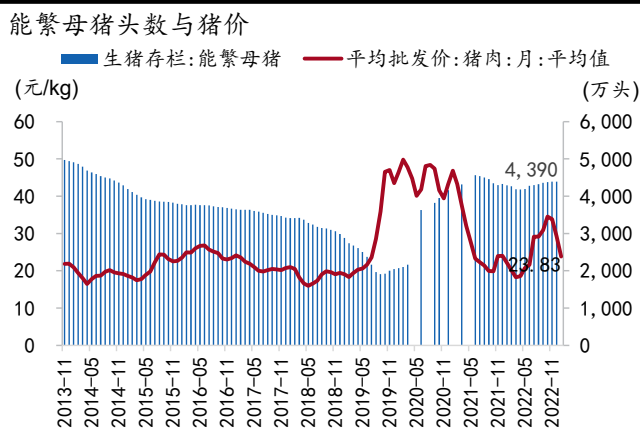
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: CPI 通胀重回 2% 上方



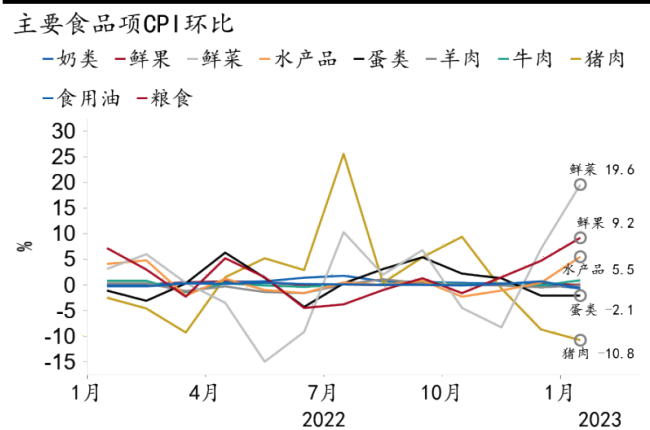
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 3: 1 月猪价延续大幅回落



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: 鲜菜、鲜果、水产品项环比增速大幅上行



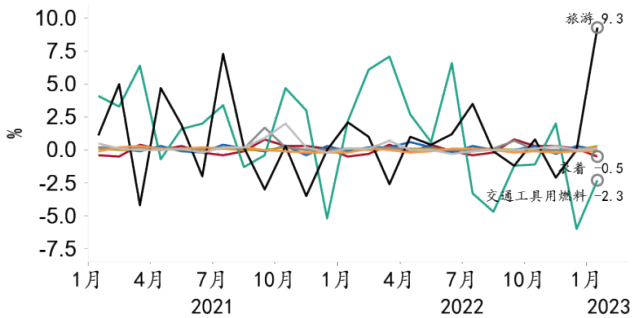
资料来源: Macrobond、招商银行研究院



图 5: 旅游价格大幅上行, 燃料价格跌幅收窄

主要非食品项CPI环比

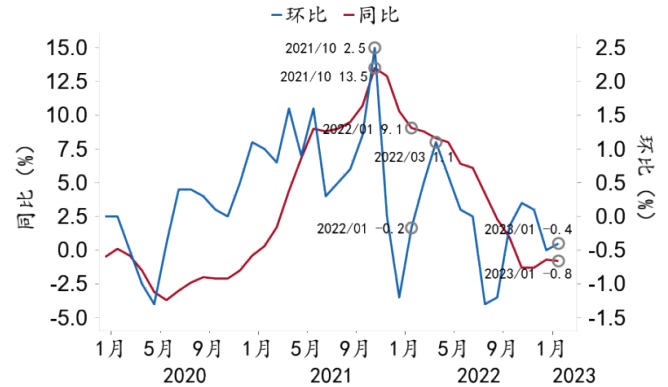
-水电燃料 -房租 -旅游 -教育 -交通工具用燃料 -医疗保健
-家用器具 -衣着



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: PPI 通胀同比、环比均处收缩区间

PPI 同比与环比

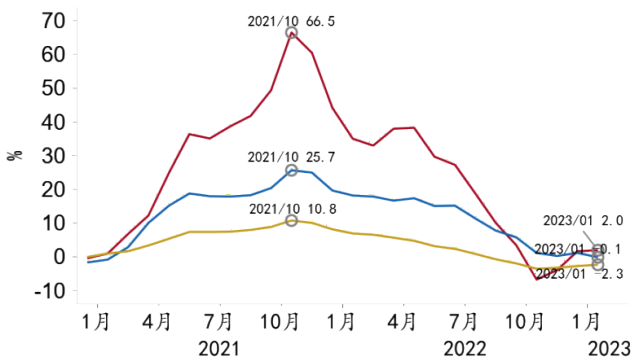


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 仅上游 PPI 同比为正

PPI 生产资料同比

-下游 -中游 -上游

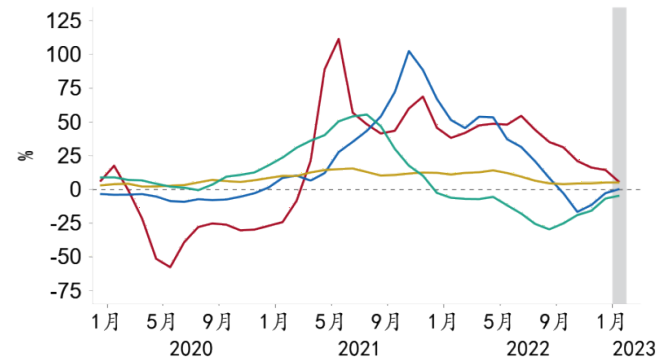


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 主要分项同比增速均向 0 附近收敛

PPI 同比: 采掘业

-黑色金属 -有色金属 -煤炭 -原油&天然气

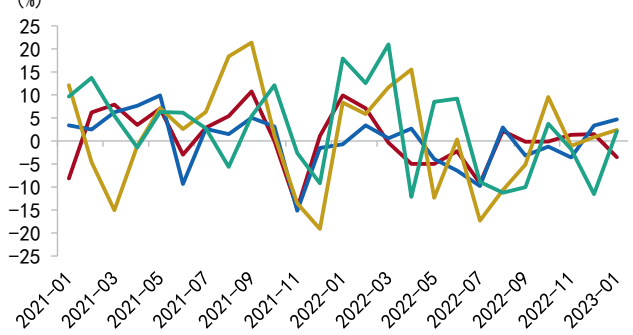


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 9: 原油价格环比增速转正

主要大宗商品价格走势 (月环比)

(%) 铝环比 钢环比 煤环比 原油环比



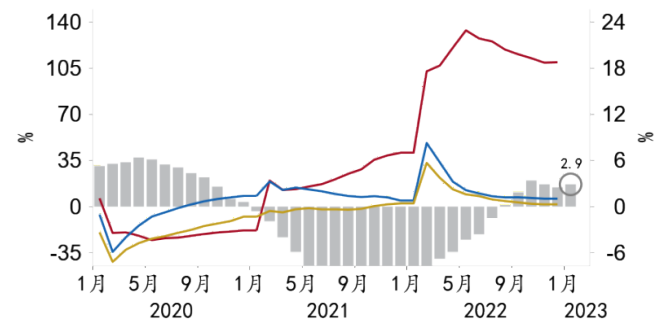
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 10: CPI-PPI 通胀剪刀差小幅走弱

CPI-PPI 剪刀差与分行业利润增速

CPI-PPI (右轴) -上游 -中游 (除原材料加工)

-下游可选 (除医药汽车计算机)



资料来源: Macrobond、招商银行研究院