

宏观观点评

2023年2月物价数据点评：居民商品消费仍需提振

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2023年2月CPI同比1.0%，PPI同比为-1.4%。

平安观点：

- 2月CPI同比增速较快下行，显著低于市场预期。我们拆解发现，2月CPI增速下行主要受到春节错位因素影响，而工业消费品（扣除能源）、猪肉价格的走弱形成进一步助推。一是，核心CPI环比略弱于春节次月的均值水平。1）核心CPI的主要拖累在于，工业消费品价格（扣除能源）表现偏弱，其在核心CPI中占比接近50%。2）服务品价格（非居住类）环比回落，主要受春节错位影响。3）值得关注的是，居住分项价格稳中有升。2月居住分项环比上涨0.1%，系2022年4月以来的首次上行，其中房租价格环比上涨0.3%，系2021年4月以来环比涨幅最高的一次。随着房地产周期逐步企稳、居民就业逐步恢复，低基数下居住服务可能对核心CPI形成推升作用。二是，食品价格涨幅显著弱于季节性，猪肉价格对其拖累尤其大。春节后猪肉消费需求走弱、而供给过剩局面暂难扭转，CPI猪肉分项环比跌幅高达11.4%。三是，能源价格持稳，对CPI的影响不大。2022年末以来，布伦特原油期货价格窄幅震荡，中枢相对稳定，对居民消费价格的影响不大。
- 2月PPI环比持平于上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。其中，生产资料PPI环比由跌转涨，生活资料PPI环比持平于上月。春节后复工复产加速，中国经济向常态回归，不同行业PPI环比增速表现分化，据此可观察不同需求链条的边际变化。一是，上游采掘、原材料行业PPI表现较强，反映出建筑链条（基建、地产投资）需求边际回暖、预期有所修复。春节后，各地积极推动基建重大项目、房地产保交楼的开工建设，对采掘、原材料板块多个子行业的需求形成支撑。二是，中游制造板块PPI环比普遍下行，一定程度上能够反映其需求端的下行压力。出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源，开年后中国出口同比继续收缩，制造业投资可能也不尽如人意。三是，消费制造行业、生活资料大类的PPI表现偏弱，与CPI中工业消费品价格的低迷表现相印证，表明可选消费需求有待进一步恢复。
- 2月物价数据的表现反映出春节后中国经济的“冷热不均”。尽管基建地产需求恢复，但商品消费恢复力度不强、出口和制造业投资承压，宏观政策仍需为“改善社会心理预期、提振发展信心”保驾护航，促经济复元气。

一、春节错位拉低CPI同比

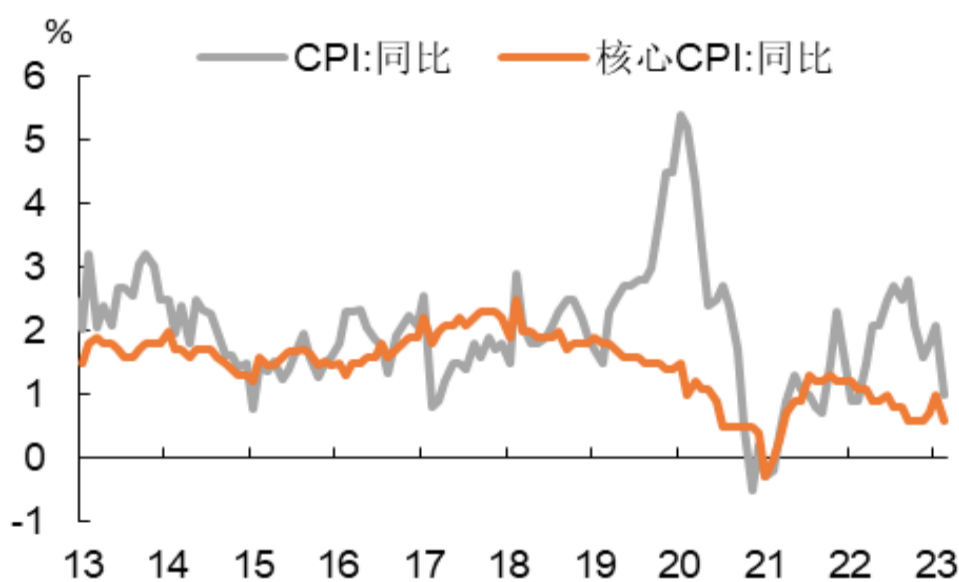
2月CPI同比增速较快下行，显著低于市场预期。2023年2月CPI同比1%，较上月下行1.1个百分点，显著低于市场预期。作为传统的消费旺季，春节对居民需求的影响较大，往往呈现春节当月CPI环比上涨、春节次月CPI环比收缩的规律。2022年2月为春节当月，CPI环比增速为0.6%；而2023年2月为春节次月，CPI环比增速为-0.5%，低于2016-2022年-0.3%的均值。**经过我们拆解发现，2月CPI增速下行主要受到春节错位因素影响，而工业消费品（扣除能源）、猪肉价格的走弱形成进一步助推。**具体地：
第一，2月核心CPI环比下行，表现略弱于春节次月的均值水平。剔除食品和能源的核心CPI同比2月较上月下滑0.4个百分点，至0.6%；环比为-0.2%，略低于春节次月-0.13%的均值水平。

- **核心CPI的主要拖累在于，工业消费品价格（扣除能源）表现偏弱。**国家统计局数据在数据解读中表示，扣除能源的工业消费品价格同比上涨0.5%，涨幅低于核心CPI总体。我们估算，扣除能源的工业消费品在核心CPI中占比接近50%，在全部CPI中的权重约40%。2月CPI衣着、交通工具、通讯工具等分项表现均弱于季节性，反映出居民终端消费不强。
- **服务品价格（非居住类）环比回落，主要受春节错位影响。**春节后务工人员返城，服务业供给较快回温，而需求季节性回落。2023年春节当月CPI中旅游、家庭服务分项环比分别上涨9.3%、2.4%；2月则分别下跌6.5%、1.7%，基本符合春节前后月份的季节性规律（2016-2022年，春节当月CPI旅游、家庭服务分项环比均值分别为7.6%、1.7%，春节次月CPI旅游、家庭服务环比均值分别为-6.3%、-1.8%）。
- **值得关注的是，居住分项价格稳中有升。**2月CPI居住分项环比上涨0.1%，系2022年4月以来的首次上行，其中，房租分项环比上涨0.3%，系2021年4月以来环比涨幅最高的一次。我们估算，居住分项在CPI中的权重接近25%，在核心CPI中的权重在30%左右。2021年下半年房地产周期调整以来，居住分项持续拖累核心CPI表现。随着房地产周期逐步企稳、居民就业逐步恢复，低基数下居住分项可能对核心CPI形成推升作用。

第二，2月食品价格涨幅显著弱于季节性，猪价对其拖累尤其大。CPI食品分项环比为-1.3%，显著弱于春节次月-0.8%的均值水平。猪肉价格对CPI食品分项的扰动最为突出，春节后猪肉消费需求走弱、而供给过剩局面暂难扭转，CPI猪肉分项环比跌幅高达11.4%。

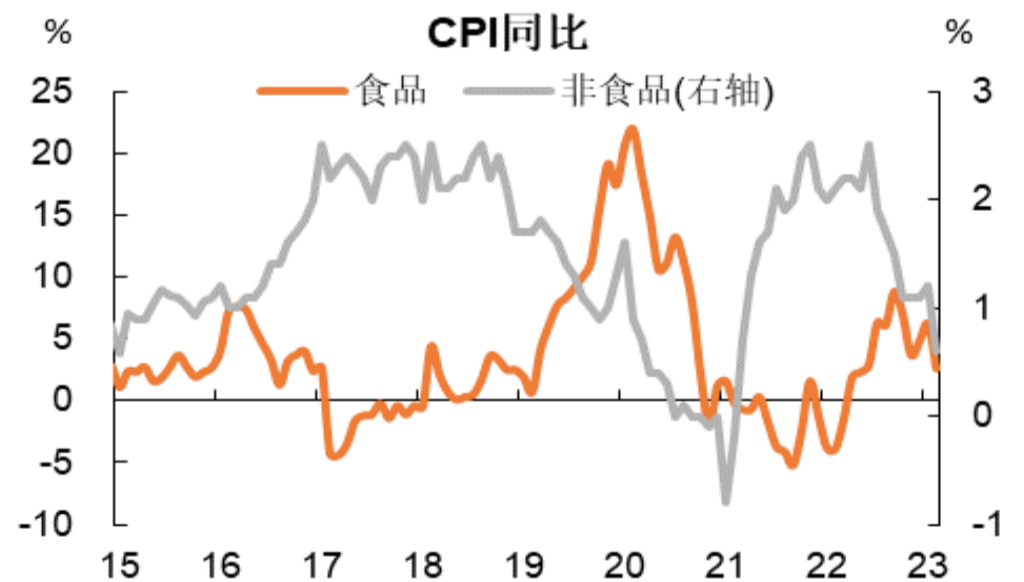
第三，能源价格持稳，对CPI的影响不大。2022年末以来，布伦特原油期货价格窄幅震荡，2023年1月、2月的中枢分别为84.33美元每桶、83.07美元每桶。能源价格中枢相对稳定，对居民消费价格的影响不大。

图表 1 2023年2月CPI与核心CPI同比增速均下行



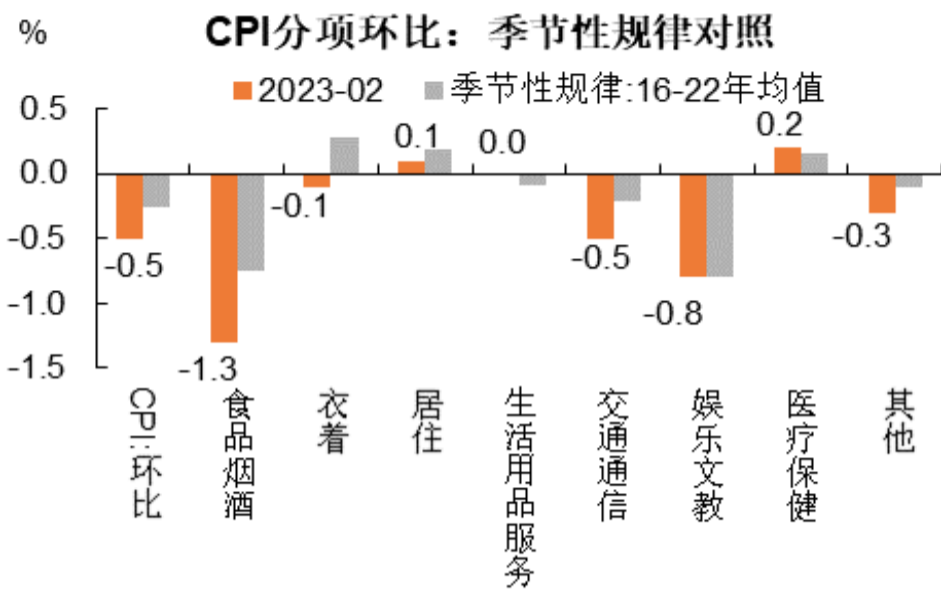
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 2 2023年2月CPI非食品项目同比增速较快下行



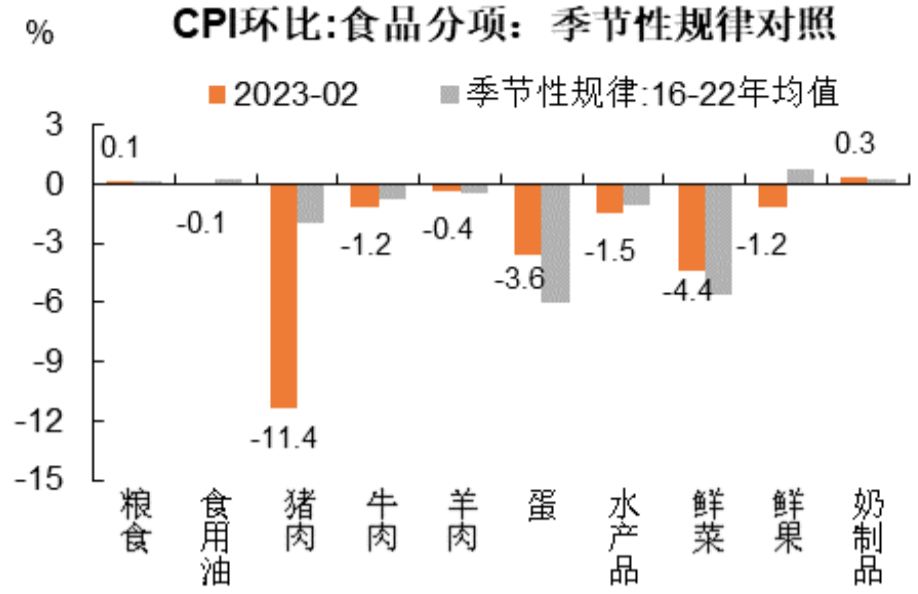
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年2月CPI环比增速弱于季节性规律



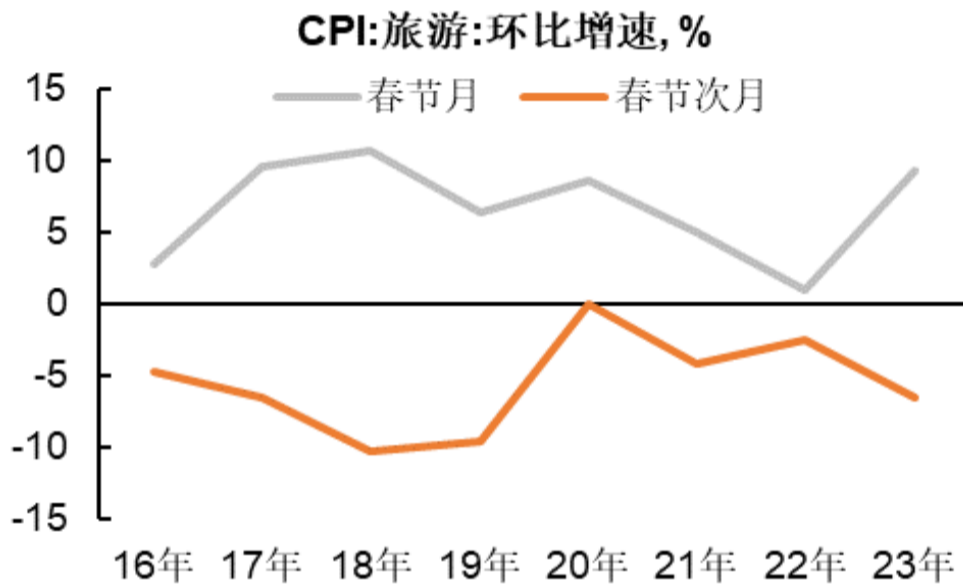
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 2023年2月猪肉价格超季节性大幅回落



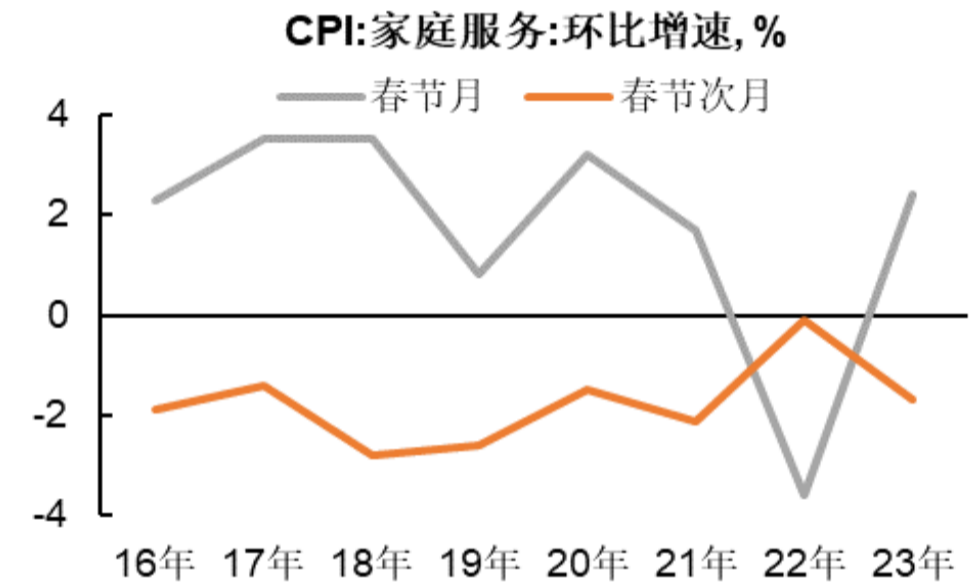
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 2月CPI旅游分项环比下跌，基本符合春节规律



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6 2月CPI家庭服务环比下跌，基本符合春节规律

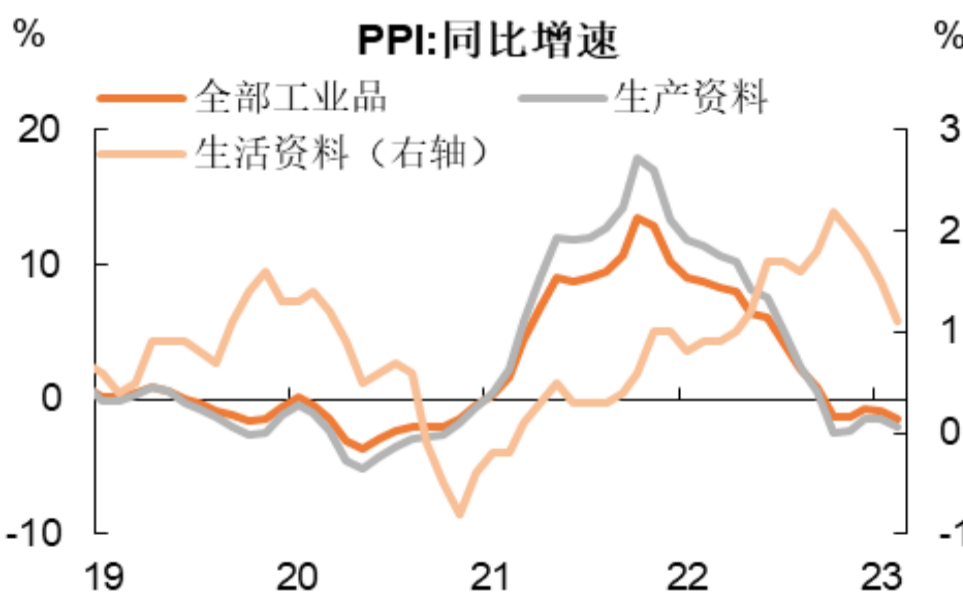


资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、PPI环比的行业表现分化

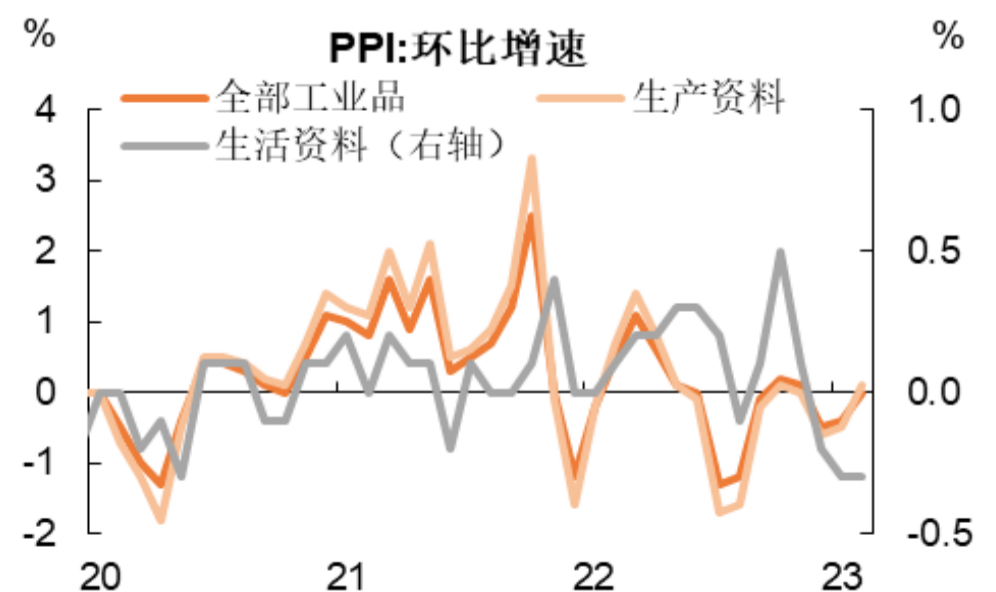
2023年2月PPI环比持平上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。2月PPI同比跌幅走阔0.6个百分点，至-1.4%；PPI环比持平于上月的-0.4%。其中，生产资料PPI环比由跌转涨，其中采掘、原材料和加工工业的PPI环比降幅均明显收窄；生活资料PPI环比增速持平于上月的-0.3%。

图表7 2023年2月PPI同比跌幅有所扩大



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表8 2023年2月PPI生活资料环比继续下跌



资料来源：Wind, 平安证券研究所

春节后复工复产加速，中国经济向常态回归，不同行业PPI环比增速表现分化，据此可观察不同需求链条的边际变化。

一是，上游采掘、原材料行业PPI表现较强，反映出建筑链条（基建、地产投资）需求边际回暖、预期有所修复。2023年2月，上游采掘、原材料板块12个子行业中，有8个子行业的价格环比上行，平均涨幅达1.56%。

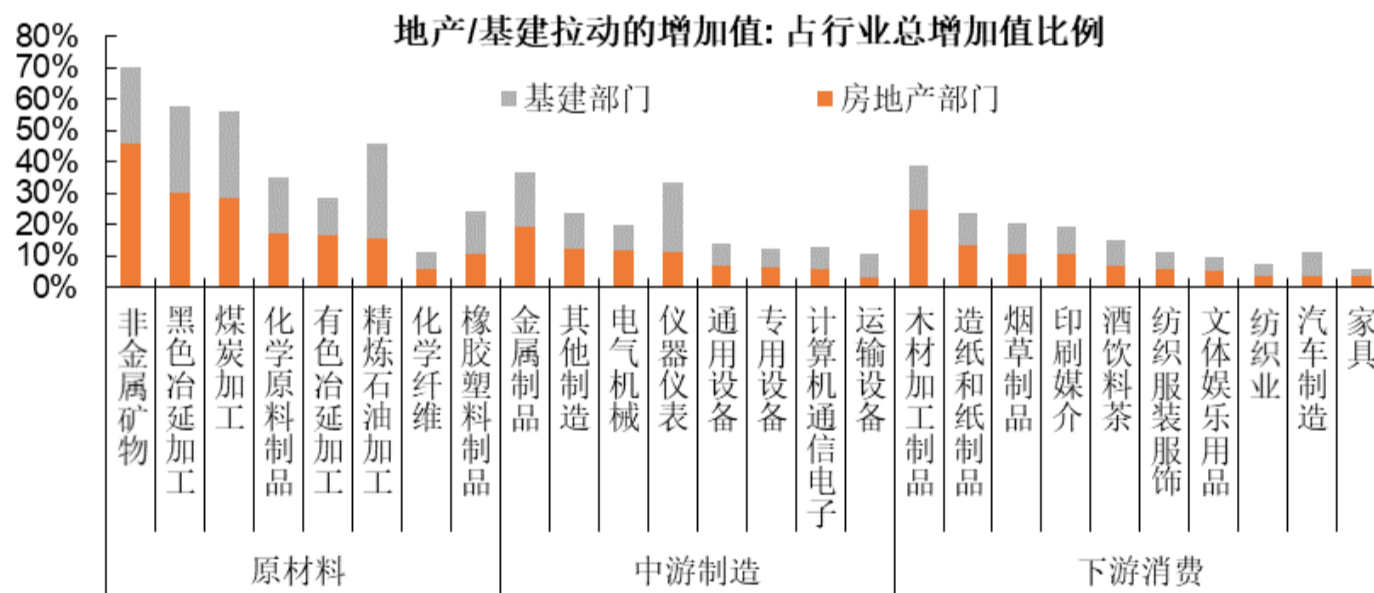
- 房地产和基建投资是采掘、原材料板块多个子行业的主要需求来源。我们此前在《中国制造业全景图——基于需求的视角》中，以2020年投入产出表的测算表明，房地产和基建投资对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工、精炼石油加工、化学原料等部门影响较大，对这些部门行业增加值的拉动比例分别达到70%、57.9%、56.2%、45.6%和35%。
- 春节后，各地积极推动基建重大项目、房地产保交楼的开工建设。1) 据百年建筑网调研数据，截至二月初二（2023年2月21日），全国12220个工程项目开复工率为86.1%，农历同比提升5.7个百分点；劳务到位率83.9%，农历同比提升2.8个百分点。2) 据Mysteel不完全统计，2023年1-2月全国多地积极启动新一轮重大项目开工，共开工27016个项目，总投资额约18.5万亿，较去年同期增长14.2%。

二是，中游制造板块PPI环比普遍下行，一定程度上能够反映其需求端的下行压力。2023年2月，中游制造板块除铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业以外的3个子行业PPI环比均下跌，平均跌幅为0.5%。出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源。

- 开年出口数据偏弱：2023年1-2月以美元计价的中国出口增速同比收缩6.8%，其中，自动数据处理设备及其零部件、液晶平板显示模组、集成电路等机电产品出口金额大幅度下滑，这与计算机、通信和其他电子设备制造业PPI环比收缩1.1%的低迷表现相印证。
- 制造业投资可能也不尽如人意：一则，作为领先指标的产能利用率去年下半年以来持续处于低位，削弱制造业企业新扩建投资的必要性。二则，疫情后出口对制造业投资的支撑较强，但去年四季度以来出口持续回落，可能逐步拖累制造业投资。

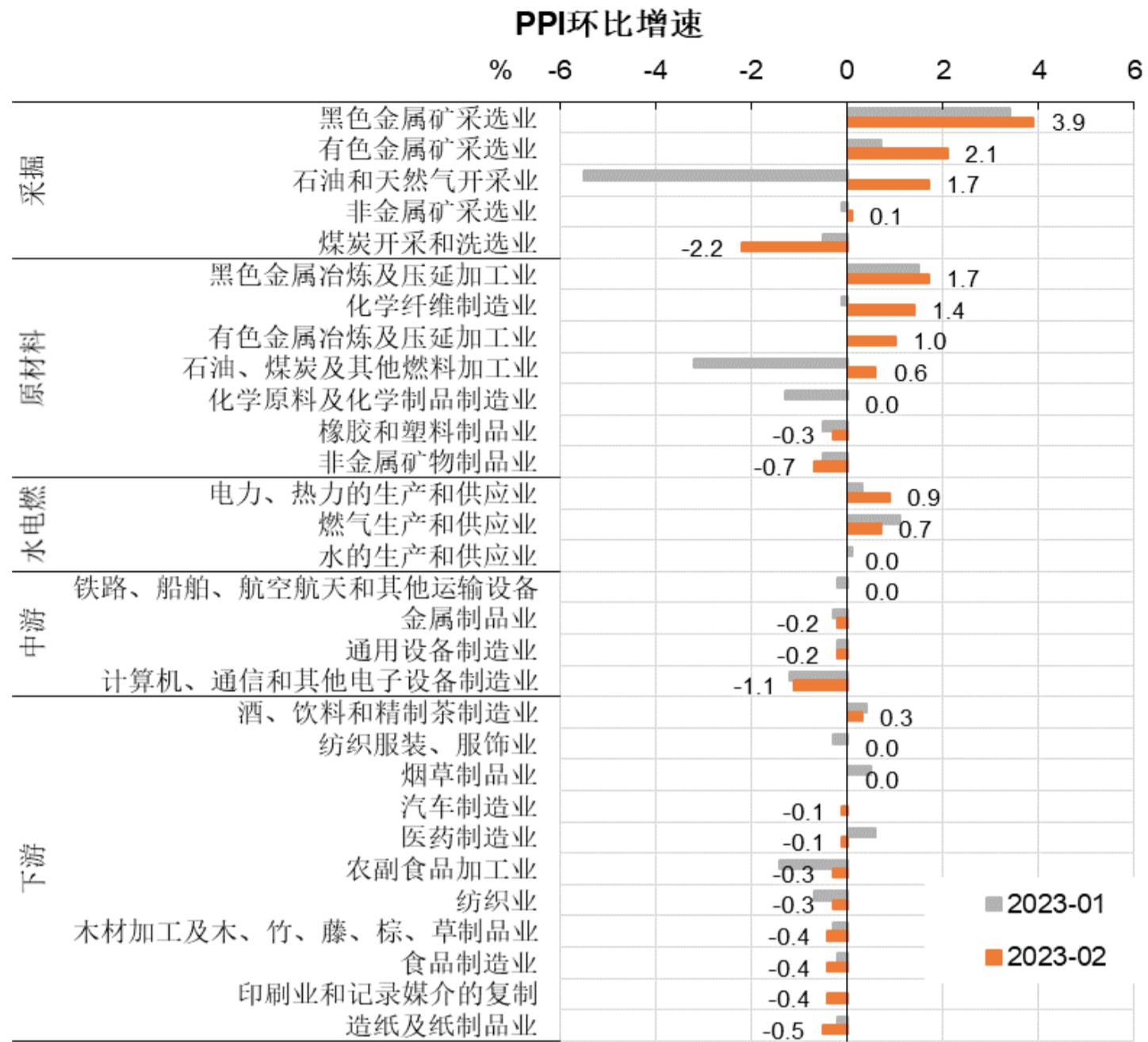
三是，消费制造行业、生活资料大类的PPI表现仍然偏弱，居民可选消费需求有待进一步恢复。2023年2月，生活资料PPI环比收缩，衣着类、一般日用品类和耐用消费品类的PPI环比分别为-0.3%、-0.3%和-0.5%，这与CPI中工业消费品价格的低迷表现相印证。

图表 9 基于2020年投入产出表测算，基建、房地产投资对原材料板块需求的影响



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 10 2023年2月建筑链条需求回温，推升采掘及原材料板块PPI表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033