

2023年2月物价点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 杨飞 (执业 S1130521120001)
yang_fei@gjzq.com.cn

分析师: 马洁莹 (执业 S1130522080007)
majieying@gjzq.com.cn

通胀会否再起波澜?

事件:

3月9日, 统计局公布2月物价数据: CPI 同比上涨1%, 预期涨1.8%, 前值涨2.1%; PPI 同比下降1.4%, 预期降1.3%, 前值降0.8%。

CPI 通胀上半年无虞, 下半年不排除超预期的可能、潜在扰动来自服务业供需紧平衡下涨价等

剔除春节因素后, CPI 的低预期, 与猪价拖累食品项超季节性回落、服务业价格走弱等。2月, CPI 同比涨幅回落1.1个百分点至1%、低于市场预期的1.8%, 往年春节在1月的年份、次月CPI 食品、CPI 非食品环比分别回落幅度的均值为2.1和0.5个百分点; 2023年2月CPI 食品环比回落4.8个百分点、非食品环比回落幅度与往年相差无几。细拆食品端, 猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%、占CPI 总降幅的一半以上; 非食品中, 旅游等服务分项拖累明显、或缘于年初基数较高, 也可能和部分服务业价格并未纳入统计等有关。

年初两月服务价格的波动, 更多是场景约束减弱带来的, 未来还需关注需求修复推升供需矛盾下的涨价风险。伴随防疫优化, 场景约束逐渐“松绑”, 居民线下活明显增多。往后来看, 居民收入边际改善带动消费回升、线下商务活动修复等, 或进一步对服务业修复形成支撑。需求加快释放下, 部分供给收缩严重的领域涨价风险需要留意。例如, 服务业供给在疫情期间出现了普遍收缩、尤其以住宿餐饮为典型代表, 产能较疫前缩减4成以上, 修复或较难一蹴而就; 此外, 疫情期间累积的成本端压力向中下游传导等, 也或推升服务价格。

猪肉等前期拖累的变量, 也或随着需求回升而转向, 关注下半年通胀超预期的潜在可能。当前猪价震荡偏弱, 与生猪均重较高等有关, 也受到疫病等因素影响。伴随猪价下行, 生猪养殖利润依然处于亏损状态; 目前价格下, 屠宰场做库存、养殖户二次育肥的动力减弱, 叠加部分省市疫病等, 或扰动下半年生猪供给。节奏上看, 预计猪价将在一季度维持成本线以下; 二季度为消费传统淡季, 随着出栏量环比增长, 二季度生猪价格或提升有限, 养殖端处于亏损的时间可能拉长, 从而利好长期猪价表现。综合来看, 中性情景下, CPI 高点或在年底(详情参见《低估的“通胀”风险》)。

常规跟踪: CPI 涨幅回落, 食品、非食品均有拖累; PPI 超预期回落、主因基数拖累等

CPI 同比上涨, 食品、非食品均有拖累。2月, CPI 同比涨幅回落1.1个百分点至1%、低于市场预期的1.8%; 环比由正转负至-0.5%; 核心CPI 同比涨幅回落0.4个百分点至0.6%。分项中, 食品环比转负至-2%、原地与往年同期的2.8%, 主因猪肉和鲜菜拖累; 非食品环比-0.2%, 交通通信、文教娱等分项回落明显, 与季节性因素等有关。

PPI 超预期回落、主因基数拖累, 与成本端涨价传导放缓等有关。2月, PPI 同比降幅扩大0.6个百分点至-1.4%, 环比走平。大类环比中, 生产资料环比转正至0.1%, 采掘、加工环比降幅收窄, 原材料环比转正; 生活资料环比降幅扩大0.1个百分点至-0.3%, 食品环比延续回落至-0.5%, 耐用消费品环比转负至-0.2%。

分行业来看, 原油、黑色等上游价格企稳, 中下游行业涨价回落。行业环比中, 石油开采、石油加工环比转正至1.7%和0.6%; 黑色矿采、有色矿采环比涨幅分别扩大0.5和1.6个百分点; 中下游制造业环比多数为负, 其中, 非金属矿物、食品制造等环比降幅扩大0.2个百分点以上。

风险提示

猪价大幅反弹, 疫情反复。

内容目录

1、通胀会否再起波澜?	3
2、常规跟踪：CPI 涨幅回落，基数拖累 PPI 超预期回落.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1：节后食品超季节性回落拖累 CPI 低预期.....	3
图表 2：猪价自年初以来持续震荡偏弱.....	3
图表 3：服务价格从高位明显回落.....	3
图表 4：CPI 旅游分项在年初的高基数下环比明显走弱.....	3
图表 5：商务活动修复或成为下一步消费修复重要支撑.....	4
图表 6：社会集团消费有较大的修复空间.....	4
图表 7：疫后酒店等服务设施锐减.....	4
图表 8：疫后海底捞餐厅数量明显减少.....	4
图表 9：生猪屠宰量依然处于高位.....	5
图表 10：生猪出栏体重维持高位.....	5
图表 11：2 月 CPI 同比回落至 1%.....	5
图表 12：2 月 CPI 食品环比远低于季节性.....	5
图表 13：食品中，鲜菜、猪肉环比拖累明显.....	6
图表 14：非食品中，文教娱、交通通信环比明显回落.....	6
图表 15：2 月，PPI 同比降幅扩大至-1.4%.....	6
图表 16：大类环比中，耐用消费品等回落明显.....	6

1、通胀会否再起波澜？

剔除春节因素后，CPI 的低预期，与猪价拖累食品项超季节性回落、服务业价格走弱等。2 月，CPI 同比涨幅回落 1.1 个百分点至 1%、低于市场预期的 1.8%，往年春节在 1 月的年份、次月 CPI 食品、CPI 非食品环比分别回落幅度的均值为 2.1 和 0.5 个百分点；2023 年 2 月 CPI 食品环比回落 4.8 个百分点、非食品环比回落幅度与往年相差无几。细拆食品端，猪肉和鲜菜价格分别下降 11.4% 和 4.4%、占 CPI 总降幅的一半以上；非食品中，旅游等服务分项拖累明显、或缘于年初基数较高，也可能和部分服务业价格并未纳入统计等有关。

图表1：节后食品超季节性回落拖累 CPI 低预期

节后一个月物价环比回落幅度				
年份	春节日期	CPI	CPI食品	CPI非食品
2023	1月22日	-1.3	-4.8	-0.5
2020	1月25日	-0.6	-0.1	-0.8
2017	1月28日	-1.2	-2.9	-0.8
2014	1月31日	-0.5	-0.8	-0.3
2012	1月23日	-1.6	-4.5	-0.2
最近4次均值		-1.0	-2.1	-0.5

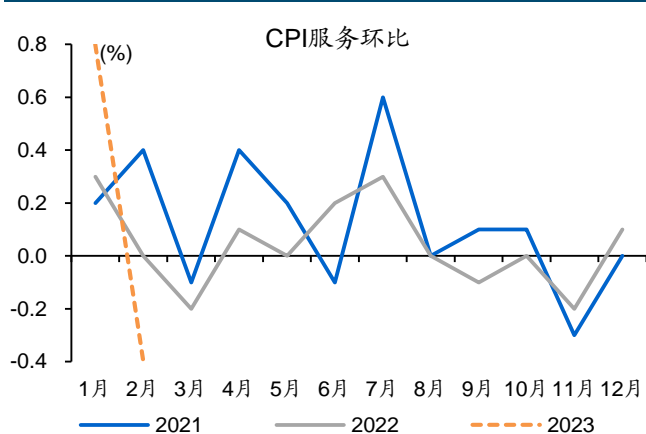
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：猪价自年初以来持续震荡偏弱



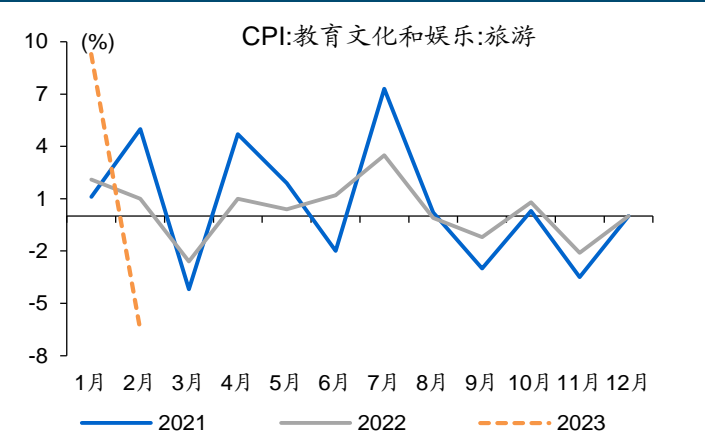
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：服务价格从高位明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

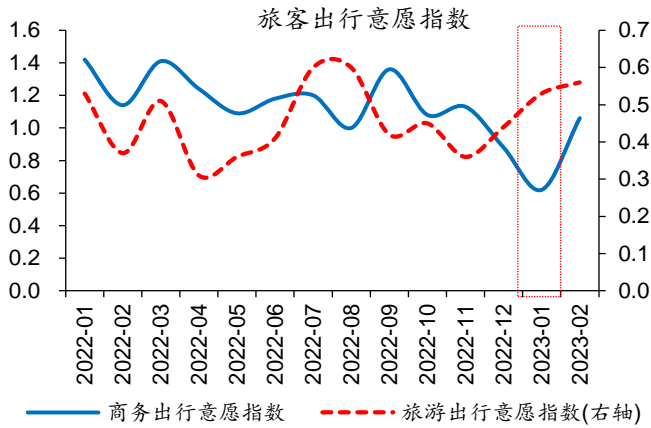
图表4：CPI 旅游分项在年初的高基数下环比明显走弱



来源：Wind、国金证券研究所

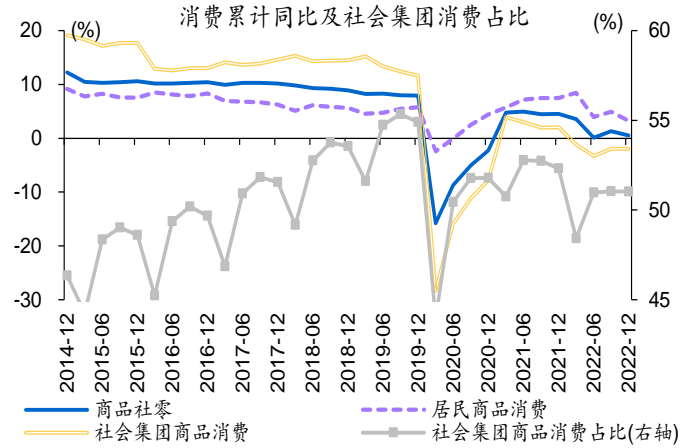
年初两月服务价格的波动，更多是场景约束减弱带来的，未来还需关注需求修复推升供需矛盾下的涨价风险。伴随防疫优化，场景约束逐渐“松绑”，居民线下活明显增多。往后来看，居民收入边际改善带动消费回升、线下商务活动修复等，或进一步对服务业修复形成支撑。需求加快释放下，部分供给收缩严重的领域涨价风险需要留意。例如，服务业供给在疫情期间出现普遍收缩、住宿餐饮尤其典型，产能较疫前缩减 4 成以上，修复或较难一蹴而就；此外，疫情期间累积的成本端压力向中下游传导等，也或推升服务价格。

图表5: 商务活动修复或成为下一步消费修复重要支撑



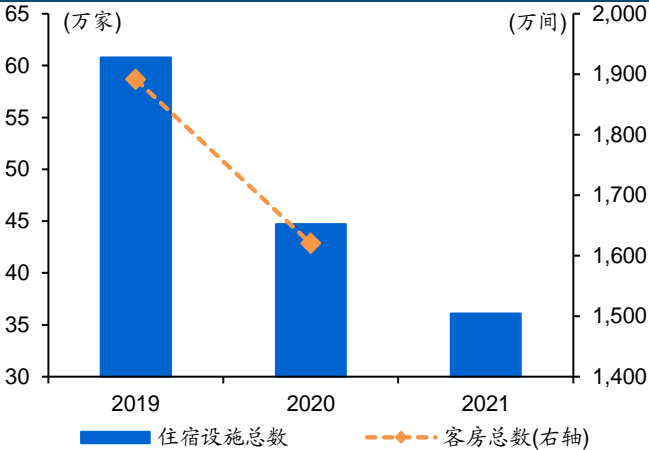
来源:《中国酒店业发展报告》、国金证券研究所

图表6: 社会集团消费有较大的修复空间



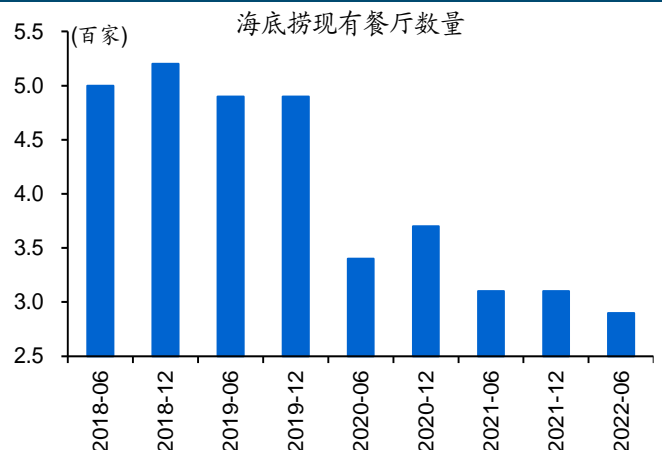
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 疫后酒店等服务设施锐减



来源:《中国酒店业发展报告》、国金证券研究所

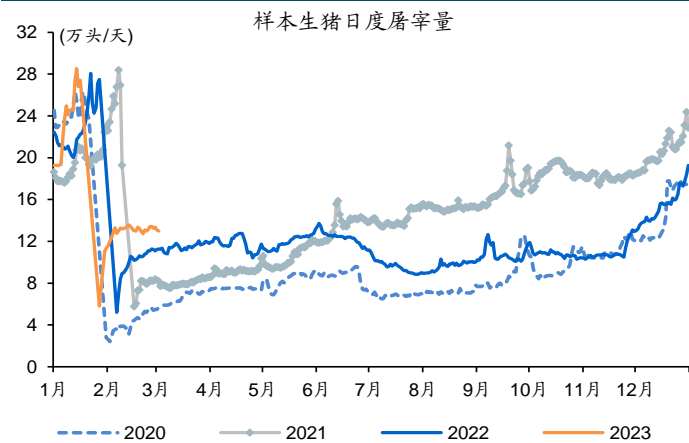
图表8: 疫后海底捞餐厅数量明显减少



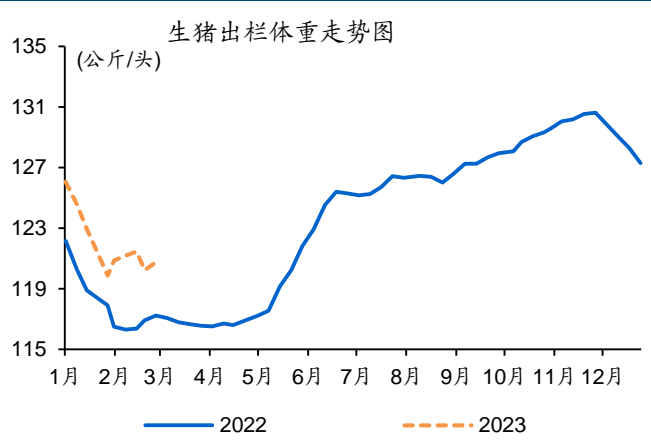
来源: Wind、国金证券研究所

猪肉等前期拖累的变量,也或随着需求回升而转向,关注下半年通胀超预期的潜在可能。当前猪价震荡偏弱,与生猪均重较高等有关,也受到疫病等因素影响。伴随猪价下行,生猪养殖利润依然处于亏损状态;目前价格下,屠宰场做库存、养殖户二次育肥的动力减弱,叠加部分省市疫病等,或扰动下半年生猪供给。节奏上看,预计猪价将在一季度维持成本线以下;二季度为消费传统淡季,随着出栏量环比增长,二季度生猪价格或提升有限,养殖端处于亏损的时间可能拉长,从而利好长期猪价表现。综合来看,中性情景下,CPI高点或在年底(详情参见《低估的“通胀”风险》)。

图表9：生猪屠宰量依然处于高位



图表10：生猪出栏体重维持高位



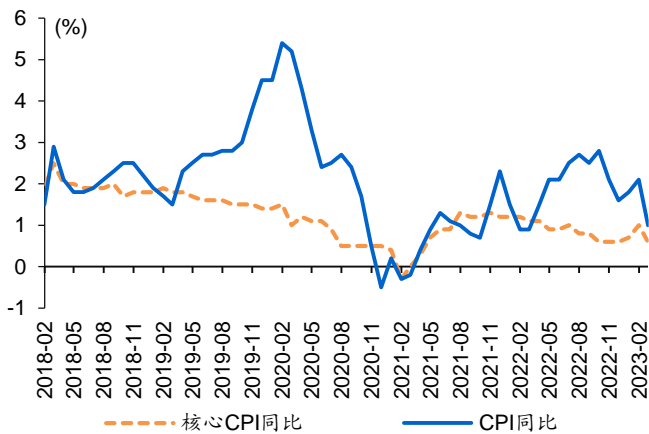
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：CPI 涨幅回落，基数拖累 PPI 超预期回落

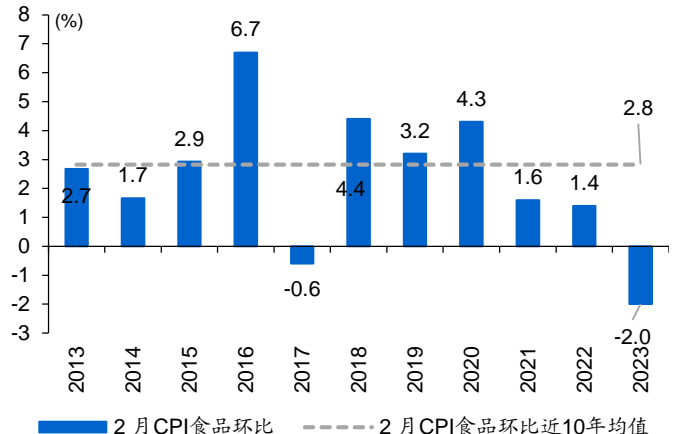
CPI 同比上涨，食品、非食品均有拖累。2月，CPI 同比涨幅回落 1.1 个百分点至 1%、低于市场预期的 1.8%；环比由正转负至 -0.5%；核心 CPI 同比涨幅回落 0.4 个百分点至 0.6%。分项中，食品环比转负至 -2%、原地与往年同期的 2.8%，主因猪肉和鲜菜拖累；非食品环比 -0.2%，交通通信、文文娱等分项回落明显，与季节性因素等有关。

图表11：2月CPI同比回落至1%



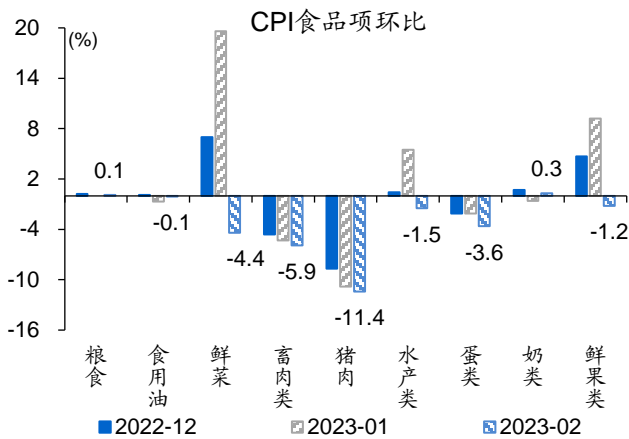
来源：Wind、国金证券研究所

图表12：2月CPI食品环比远低于季节性



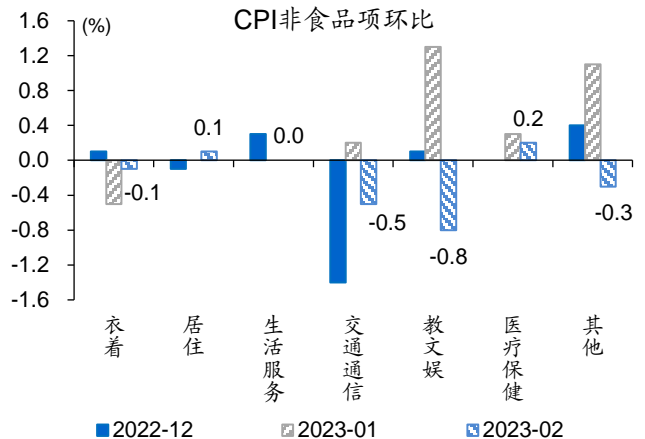
来源：Wind、国金证券研究所

图表13: 食品中, 鲜菜、猪肉环比拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

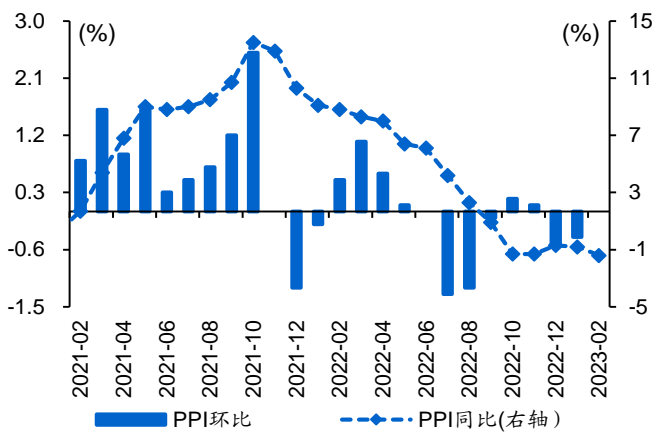
图表14: 非食品中, 文教娱、交通通信环比明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

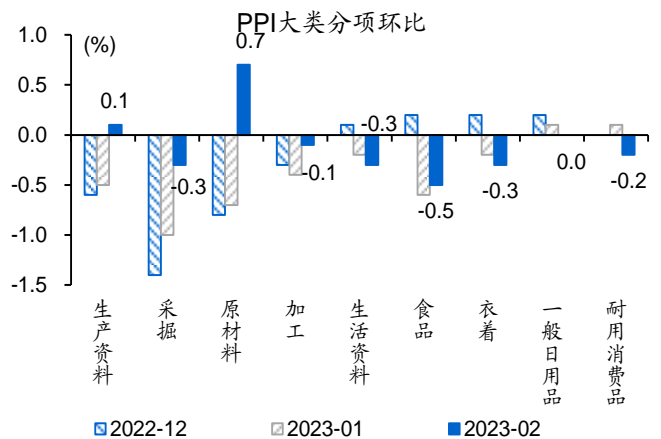
PPI 超预期回落、主因基数拖累, 与成本端涨价传导放缓等也有关。2月, PPI 同比降幅扩大0.6个百分点至-1.4%, 环比走平。大类环比中, 生产资料环比转正至0.1%, 采掘、加工环比降幅收窄, 原材料环比转正; 生活资料环比降幅扩大0.1个百分点至-0.3%, 食品环比延续回落至-0.5%, 耐用消费品环比转负至-0.2%。

图表15: 2月, PPI 同比降幅扩大至-1.4%



来源: Wind、国金证券研究所

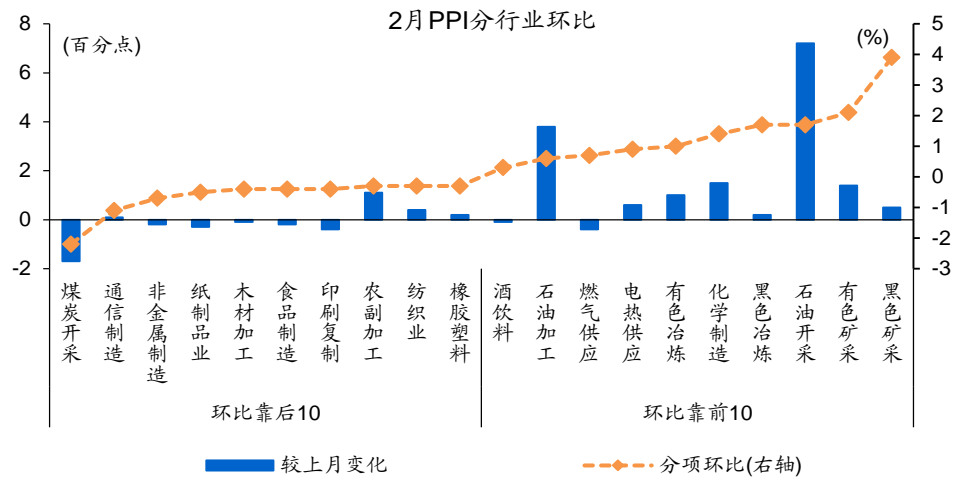
图表16: 大类环比中, 耐用消费品等回落明显



来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 原油、黑色等上游价格企稳, 中下游行业涨价回落。行业环比中, 石油开采、石油加工环比转正至1.7%和0.6%; 黑色矿采、有色矿采环比涨幅分别扩大0.5和1.6个百分点; 中下游制造业环比多数为负, 其中, 非金属矿物、食品制造等环比降幅扩大0.2个百分点以上。

图表 17: 分行业来看, 原油、黑色等上游价格企稳, 中下游行业涨价回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402