

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

对需求端不必过于悲观

2023年3月10日

- **CPI 同比涨幅不及预期是春节错位和节后需求季节性回落的结果。**2月CPI重回“1”区间,同比涨幅回落较多主要是春节错位和节后需求季节性回落相互叠加的结果。一是春节错月拉高基数;二是节后食品消费需求季节性回落,带动猪肉项和鲜菜项CPI同比涨幅回落;三是受油价基数影响,2月国内油价虽上调但同比涨幅仍在走低。以上三个因素相互叠加,导致2月CPI同比涨幅不及市场预期。如果剔除春节错位因素去看,CPI的回落符合节后的季节性变化,虽然没有超季节性上涨,但我们认为也不必对需求端过于悲观。第一,从累计表现上看,1-2月的消费需求不仅好于去年同期,也接近2019年水平。第二,从环比角度看,节后需求转淡下CPI的环比回落属于正常的季节性变动区间,单年来看,核心CPI环比降幅甚至比2018、2019年春节次月的环比降幅要窄。
- **PPI 环比由跌转平显示出市场需求也有改善。**2月PPI同比降幅进一步扩大源于去年同期的高基数。而PPI环比由跌转平,也显示出市场需求有所改善。在所有行业当中,黑色金属、有色金属与石油相关行业价格环比上涨是PPI环比的重要拉动因素,金属相关行业价格上涨主要是市场预期向好、需求有所恢复,而煤炭行业价格下降是PPI环比的拖累因素。
1) 黑色、有色金属相关行业价格上涨主要受预期向好、需求有所恢复的影响。2月节后企业有序复工复产,受铁矿石等原材料价格回升、建筑业复工以及经济景气修复带动需求预期改善等影响,黑色、有色金属采选和冶炼业PPI环比涨幅扩大。2) 气温回升下采暖用煤需求减少导致煤炭相关行业价格下行。
- **对需求端不必过于悲观。**我们前期已经指出市场上担心的疫后高通胀并没有出现,而2月CPI表现更是强化了这一观点。当前2月CPI涨幅不及预期有很多暂时性因素,包括春节错月和国内成品油价格的高基数,后续这些压制因素的影响会逐步褪去。春节次月需求回落基本符合历史上的季节性规律,包括服务项和不含食品能源的核心CPI环比变化,核心CPI甚至比2018、2019年的环比降幅要窄,因此我们认为也不必对需求端过于悲观。目前来看,CPI和PPI同比增速仍保持低位,我们预计年内CPI还会保持温和的水平,不太可能突破政府工作报告中3%的通胀控制目标,因此通胀对宏观政策不会形成掣肘。我们认为,短期内,通胀暂时不会形成债市的交易主线,2023年债市仍会交易“复苏”主线逻辑。
- **风险因素:**疫后复苏超预期,国际油价上涨超预期等。

目录

一、剔除春节错位因素后，对需求端不必过于悲观	3
二、PPI 环比由跌转平显示出市场需求也有改善	6
三、对需求端不必过于悲观	8
风险因素	8

图目录

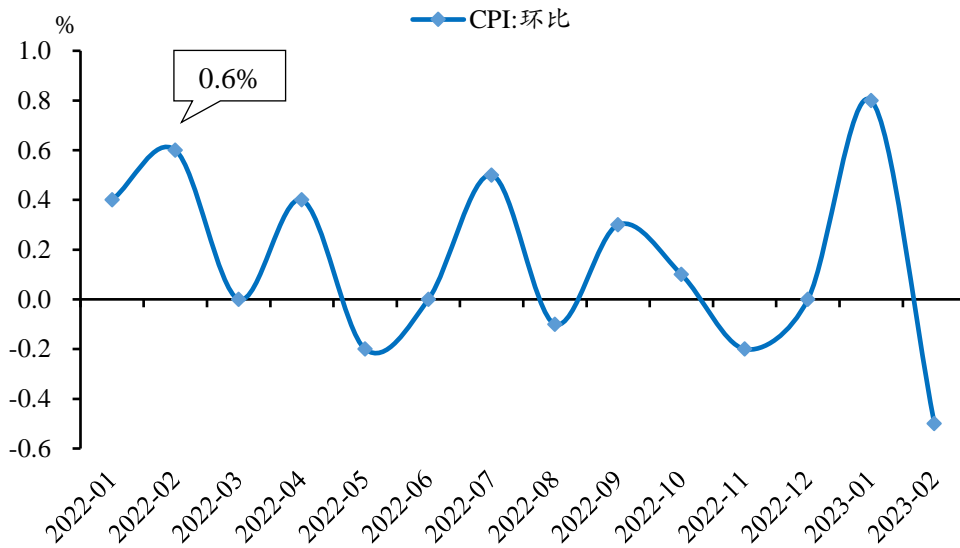
图 1: 去年 2 月 CPI 环比是年内高点	3
图 2: CPI 和核心 CPI 同比涨幅出现收窄	3
图 3: 22 省市猪肉的 2 月均价同比涨幅为 0.86%	4
图 4: 2 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响	4
图 5: 除食品烟酒项外，交通通信项 CPI 同比涨幅也回落较多	5
图 6: 今年 2 月总 CPI 环比与往年季节性基本一致	5
图 7: 1-2 月 CPI 累计同比表现比 2021、2022 表现要好	6
图 8: 2 月 PPI 降幅扩大至-1.4%	7
图 9: 原油相关行业价格下降	7

一、剔除春节错位因素后，对需求端不必过于悲观

2月CPI同比上涨1.0%，重回1区间，涨幅收窄了1.1个百分点。CPI同比涨幅回落较多，核心CPI同比涨幅也收窄了0.4个百分点，这主要是春节错位和节后需求季节性回落相互叠加的结果。

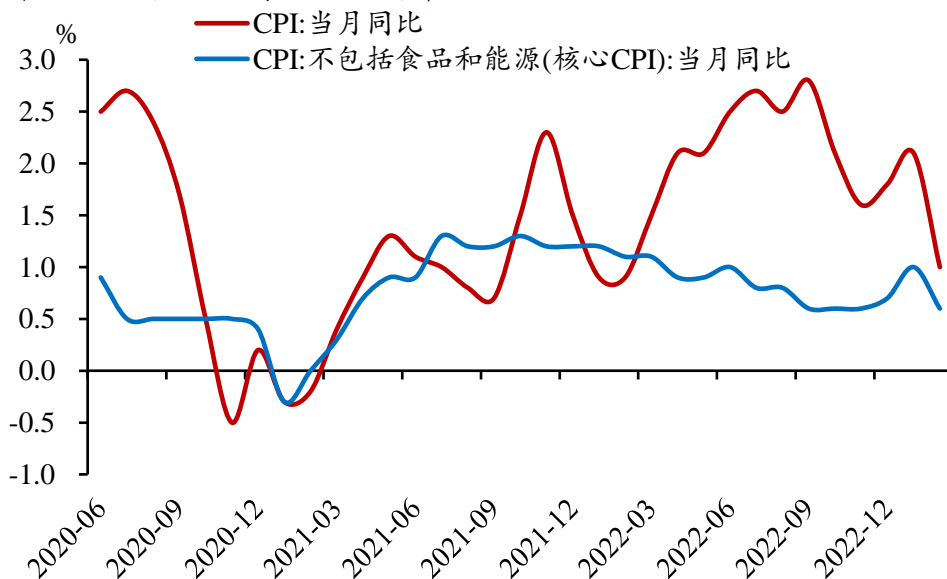
第一个因素，是春节错位因素带来的高基数。2月CPI同比涨幅回落较多，其中的原因之一是春节错月的影响。因为去年春节落在2月，而从历史规律上看，春节需求上涨往往带来CPI的上涨，因此今年2月对应的基期水平较高。可以看到去年2月CPI环比为0.6%，是2022年的年内高点，因此春节错位会导致CPI同比涨幅回落较多。与此相类似的年份，像2017年的2月也出现同比涨幅明显回落的情况，2017年2月CPI同比增速也是从前值的2.55%回落到0.8%，涨幅收窄了1.75个百分点。所以，春节错位是2月CPI同比涨幅回落较大的原因之一。

图 1：去年 2 月 CPI 环比是年内高点



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：CPI 和核心 CPI 同比涨幅出现收窄



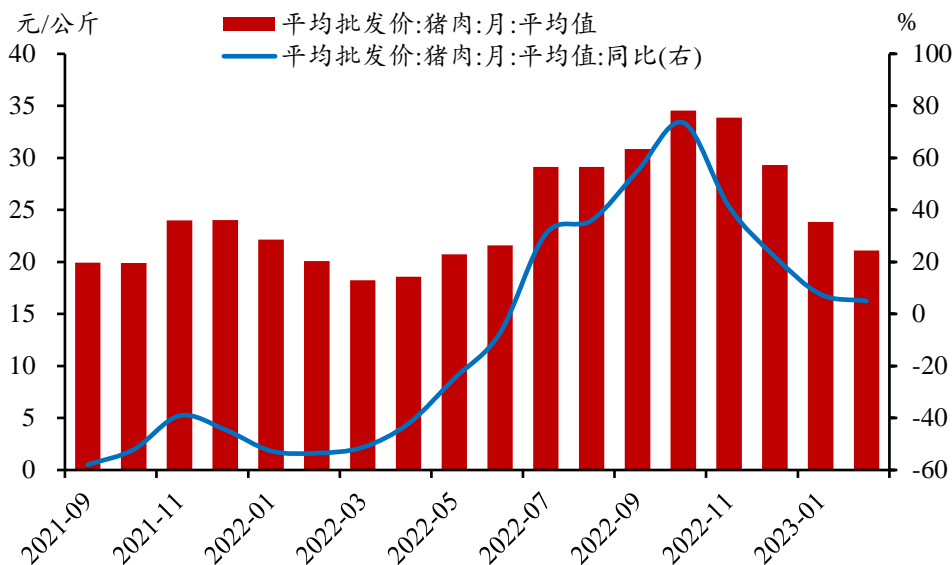
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二个因素，是节后食品消费需求季节性回落带动价格回落。春节过后，猪肉和果蔬等食品价格出现季节性回落，这会带动2月CPI同比涨幅放缓。节后食品消费需求回落，猪肉价格环比下降11.4%，再加上天气转暖供给充足，鲜菜价格环比下降4.4%。猪肉和鲜菜合计影响CPI下降约0.28个百分点，占CPI总降幅五成多。

1) 节后消费需求回落，猪肉项CPI同比涨幅回落较多。2月猪肉价格仍旧处于低位，22省市猪肉的月均价同比涨幅为0.86%，猪肉CPI同比上涨3.9%，涨幅比1月回落了7.9个百分点。春节后消费需求季节性回落，猪肉消费需求也会降低，导致猪肉同比涨幅继续维持较弱的水平。猪肉价格同比涨幅进一步回落，对CPI同比增速形成拖累。根据国家统计局通稿，畜肉项对CPI的同比贡献下降到0.06个百分点，其中猪肉价格的影响就占了0.05个百分点。

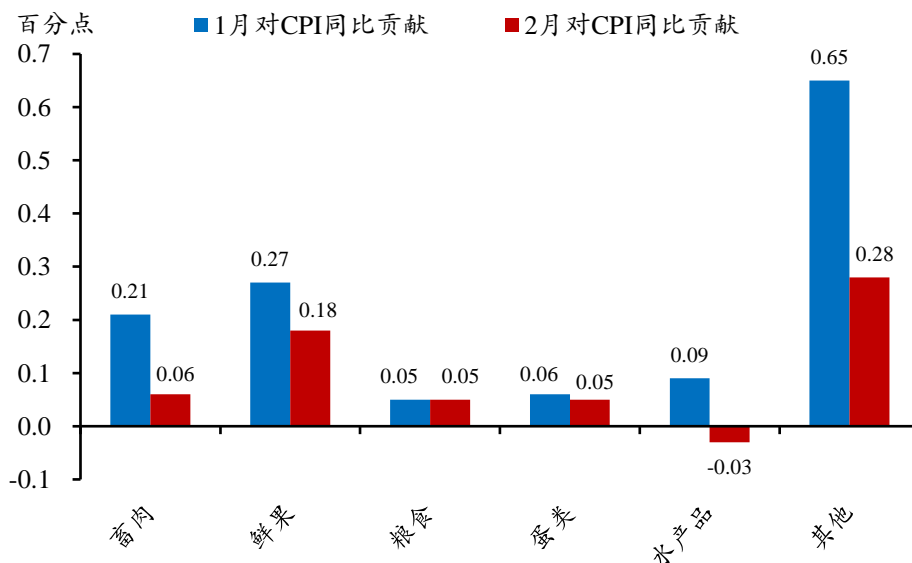
2) 天气转暖后市场供应充足，鲜菜项价格同比涨幅也出现回落。今年2月，28种重点监测蔬菜的平均批发价环比涨幅逐步走低，鲜菜项CPI同比增速由正转负。鲜菜价格同比增速回落主要是天气转暖下，市场供应充足，而节后消费需求出现回落导致。

图 3：22 省市猪肉的 2 月均价同比涨幅为 0.86%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

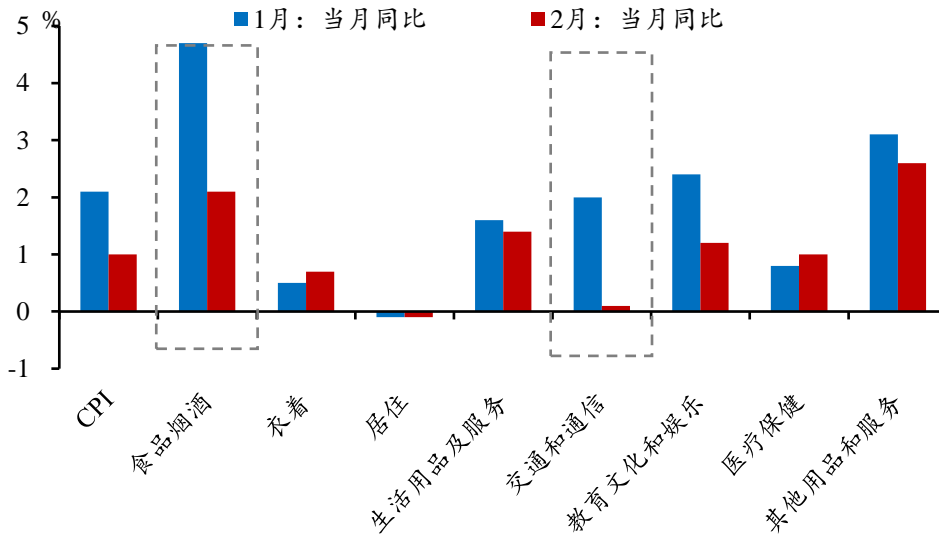
图 4：2 月鲜果鲜菜贡献上升对冲猪价回落的影响



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心, 其他项含鲜菜

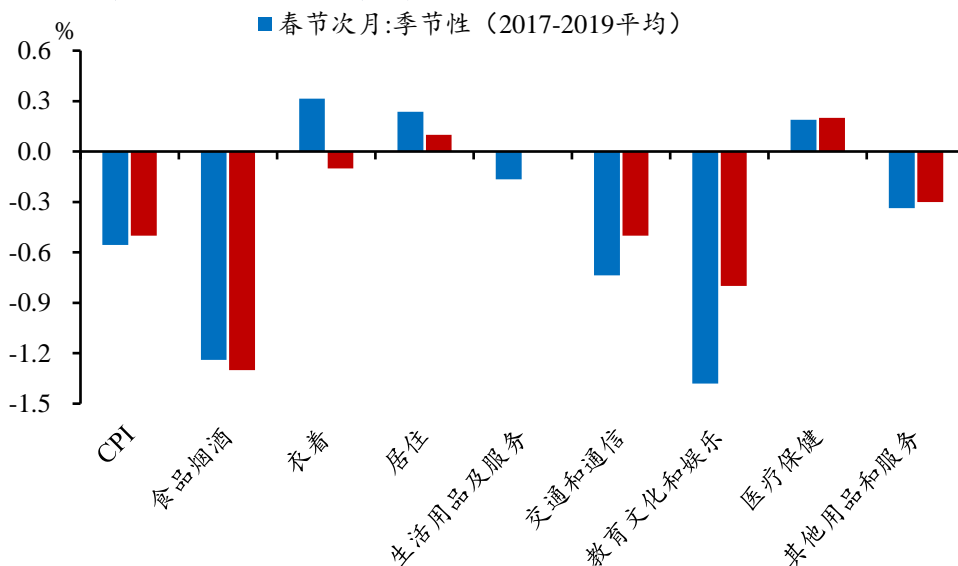
第三个因素，是国内油价虽上调但同比涨幅明显走低，主要是受地缘冲突下的基数影响。虽然2月国内成品油价格经历了一次调整，汽、柴油分别上调210和200元/吨，但是汽油、柴油的价格同比涨幅依旧从1月的5.5%和5.9%回落到0.4%和0.3%。国内汽油和柴油同比涨幅明显收窄拖累了整个交通通信项CPI的同比表现。而国内汽油、柴油的同比下降较快并非国内油价下调，而主要是由高基期带来的，可以看到2月国内汽油市场价月均值环比处于年内较高的水平。从环比上看，交通通信项环比跌幅比2017-2019年春节次月的环比降幅均值要窄。

图 5：除食品烟酒项外，交通通信项 CPI 同比涨幅也回落较多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：今年2月总CPI环比与往年季节性基本一致



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

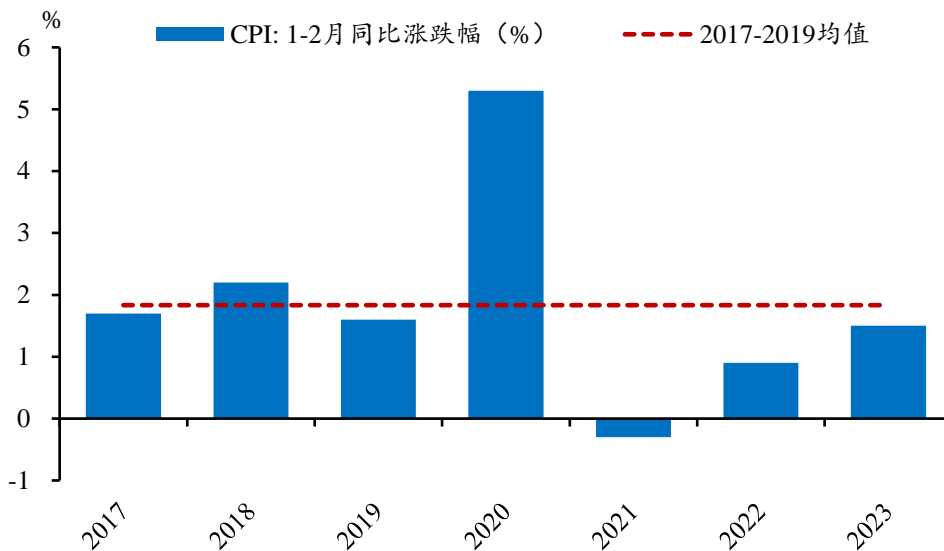
以上三个因素相互叠加，导致2月CPI同比涨幅不及市场预期。如果剔除春节错位因素去看，CPI的回落符合节后的季节性变化，虽然没有超季节性上涨，但我们认为也不必对需求端过于悲观。

第一，从累计表现上看，1-2月的消费需求不仅好于去年同期，也接近2019年水平。考虑到不同年份春节的时间可能存在错位，为减少春节假期带来的错位因素，看1-2月份的累计表现更为合适。去年1-2月份CPI平均增

速为 0.9%，今年为 1.5%，高出去年同期 0.6 个百分点，表明消费需求好于去年同期，这是一个积极的信号。2017-2019 年 1-2 月 CPI 的平均增速是 1.8%，今年的累计同比增速为 1.5%，已经在向平均增速靠拢，也和 2019 年的涨幅水平非常接近。

第二，从环比角度看，节后需求转淡下 CPI 的环比回落属于正常的季节性变动区间。虽然 2 月 CPI 与核心 CPI 环比分别下降了 0.5 和 0.2 个百分点，但是反观过去，各年春节过后 CPI 环比变化往往都会出现下降趋势，这是季节性需求回落。从往年春节次月的环比降幅来看，2 月 CPI 环比、核心 CPI 环比，甚至服务 CPI 环比表现都基本符合正常的季节性波动区间，核心 CPI 环比降幅也比 2018、2019 年春节次月的环比降幅要窄。

图 7：1-2 月 CPI 累计同比表现比 2021、2022 表现要好



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

二、PPI 环比由跌转平显示出市场需求也有改善

2 月 PPI 同比下降 1.4%，同比读数基本符合市场预期（市场预期为-1.3%）。其中，生产资料价格同比降幅扩大 0.6 个百分点至 2.0%；生活资料价格同比涨幅收窄 0.4 个百分点至 1.1%。环比上，PPI 环比由跌转平，显示出市场需求也有改善。

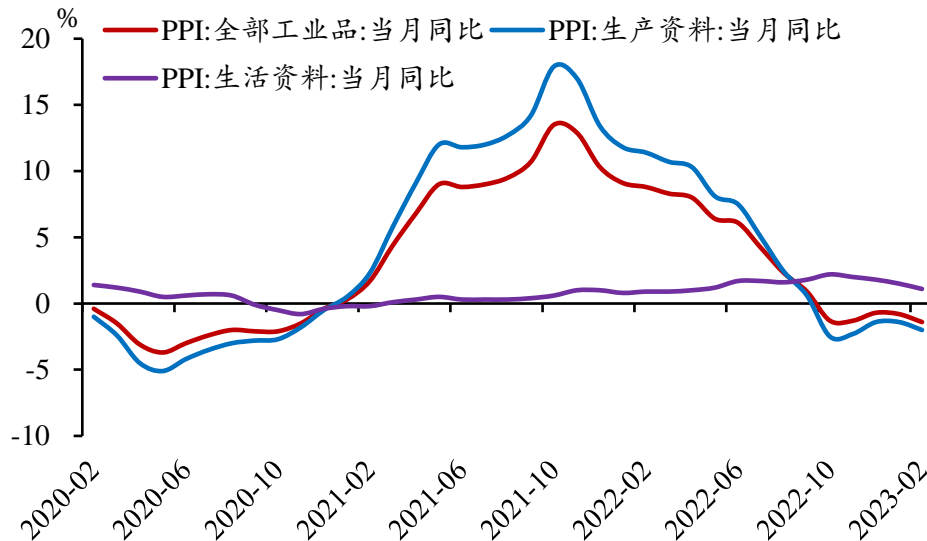
PPI 同比降幅扩大源于去年同期的高基数。PPI 同比由 1 月的-0.8%进一步回落到-1.4%，降幅继续扩大主要是受上年同期石油等行业基数走高的影响。根据世界银行统计数据，全球布伦特原油平均价格由 2022 年 2 月的 95.76 美元/桶下降到今年 2 月的 82.71 美元/桶，降幅达到 13.63%。受地缘政治冲突影响，去年原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨。国际原油价格大幅上涨，带动国内石油相关行业价格上行，2022 年 2 月石油和天然气开采业环比涨幅达到 19 个月以来的最大值。去年同期的高基数拉低了今年 2 月 PPI 的同比表现。

而 PPI 环比由跌转平，也显示出市场需求有所改善。在所有行业当中，黑色金属、有色金属与石油相关行业价格环比上涨是 PPI 环比的重要拉动因素，金属相关行业价格上涨主要是市场预期向好、需求有所恢复，而煤炭行业价格下降是 PPI 环比的拖累因素。

1) 黑色、有色金属相关行业价格上涨主要受预期向好、需求有所恢复的影响。工业金属方面，2 月节后企业有序复工复产，受铁矿石等原材料价格回升、建筑业复工以及经济景气修复带动需求预期改善等影响，2 月黑色、有色金属采选和冶炼业 PPI 环比涨幅扩大。其中，黑色、有色金属矿采选业分别环比上涨 3.9%和 2.1%，黑色、有色金属冶炼和加工业分别环比上涨 1.7%和 1.0%。而国内石油相关行业价格上升主要是受到输入性因素的推动，其中，石油和天然气开采业价格环比上涨 1.7%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 0.6%。

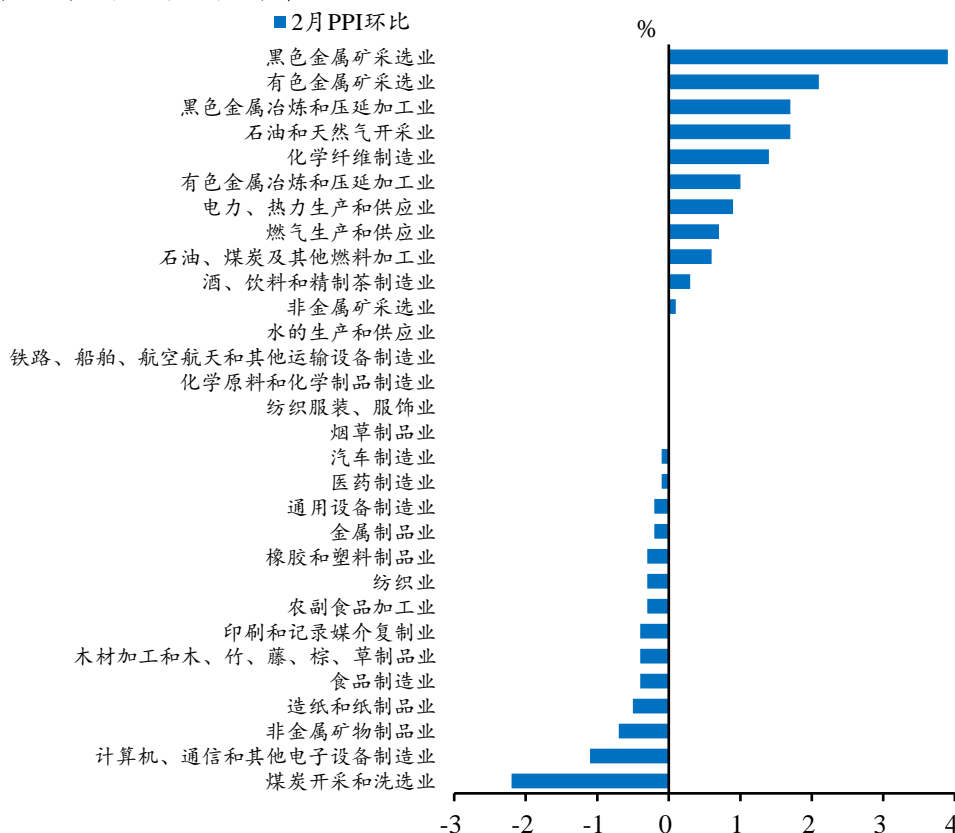
2) 气温回升下采暖用煤需求减少导致煤炭相关行业价格下行。从供给侧上看,春节假期结束后,煤矿主产区恢复正常生产,整体开工水平持续提升,煤炭供应持续好转,当月整体产能较为稳定。从需求端看,我国冬季煤炭供暖耗能大,供暖是支撑用煤需求的重要季节性因素。然而,随着气温升高,采暖用煤需求减少,带动煤炭相关行业价格下降。其中,煤炭开采和洗选业价格环比下降2.2%,降幅比1月扩大1.7个百分点。

图 8: 2月 PPI 降幅扩大至-1.4%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 原油相关行业价格下降



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

三、对需求端不必过于悲观

在1月份国家统计局公布物价数据时，我们已经指出市场上担心的高通胀并没有出现（参考我们已外发报告《有些人担心的疫后高通胀并没有出现》），而2月CPI表现更是强化了这一观点。当前2月CPI涨幅不及预期主要是春节错位和节后需求季节性回落相互叠加的结果，如果剔除春节错位因素去看，CPI虽然没有超季节性上涨，但其回落符合节后的季节性变化，单年来看，核心CPI甚至比2018、2019年的环比降幅要窄，因此我们认为也不必对需求端过于悲观。

第一，2月错位和基数的暂时性影响会逐步褪去。由于春节错月，年初1、2月的数据表现均受到春节的扰动，但2月的春节错月和国内成品油价格的高基数都是暂时性因素，后续这些压制因素的影响会逐步褪去。

第二，需求回落是季节性变化，累计表现上仍好于去年同期。市场预期2月CPI涨幅较高或是期待CPI能超季节性上涨，没有出现超季节性上涨或指示着当前强复苏尚未出现，但春节次月需求回落基本符合历史上的季节性规律，包括CPI、核心CPI和服务项的环比变化，核心CPI甚至比2018、2019年的环比降幅要窄，因此我们认为也不必对需求端过于悲观。

目前来看，CPI和PPI同比增速仍保持低位，我们预计年内CPI还会保持温和的水平，不太可能突破政府工作报告中3%的通胀控制目标，因此通胀对宏观政策不会形成掣肘。**我们认为，短期内，通胀暂时不会形成债市的交易主线，2023年债市仍会交易“复苏”主线逻辑。**

风险因素

疫后复苏超预期，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。