

物价仍在正常区间，对通缩的担忧不易过早

2023年2月通胀点评

核心内容：

- **2月CPI显示后节日特征**春节后食品和非食品价格齐跌，显示了典型的春节后特征：(1) 食品方面，春节作用下，2月份水果、水产品、蔬菜价格走低，猪肉需求大幅减弱，猪肉价格连续2个月大幅走低；(2) 非食品价格方面，后春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格下行；发改委原油价格上行，交通工具用燃料价格随之小幅走高。
- **蔬菜价格回落弱于历史水平**主要受到天气影响，3月份蔬菜价格以跌为主。
- **猪肉价格在底部区域**2月末猪肉价格出现反弹，猪肉价格的底部区域得到确认。但需求难以快速提升，猪肉价格预计上半年低位震荡。
- **3月份CPI仍然低位运行**3月份翘尾水平在1.0%。3月份天气继续好转，蔬菜、水果、水产品价格会继续走低，猪肉价格小幅回升。非食品价格方面，燃料价格平稳，交通工具价格大幅回落，服务类价格回升。3月份预计CPI环比保持平稳，3月份同比预计在0.9%-1.1%左右运行。
- **通胀年内可能低位运行**(1) 2023年基数水平低；(2) 收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给仍然超过需求，对物价的冲击仍然有限；(3) 央行仍然在观察稳增长的效果，开年货币政策取向偏向保守、货币对通胀的推动有限；(4) 房价-房租-工资螺旋在2023年仍然难以建立，对物价推动有限。预计2023年通胀仍然低水平运行，预计在1.5%-2.0%左右。
- **原材料走高，中游回升，终端回落，PPI仍然下行**2月份PPI同比-1.4%，环比平稳。生产资料环比回升，生活资料环比下行；其中生产资料中原材料价格回升，铁矿石和原油价格上行，煤炭价格继续回落，而生活资料的下行显示了终端需求的疲弱。总体来看，原油和中游产品出厂价格回升，煤炭和下游价格回落。
- **PPI可能下半年开始回升**(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3月份PPI环比小幅回升，3月份PPI同比水平在-2.4%左右。2023年PPI受到基数影响，预计在-1.0%左右。
- **对通缩的担忧不易过早**2月份CPI与市场预期差距较大，打破了需求快速回升拉动价格的预期。虽然2月份CPI和PPI均低水平运行，但其环比仍然在正常范围，翘尾水平的影响较大。2月末猪肉价格的回升确定了价格的底部区域，2月份房租价格上行0.3%，结束了连续5个月的下跌。出厂价格方面虽然下游仍然疲软，但上游和中游价格有所回升，未来可能会带动下游回暖。我国经济仍然在弱势恢复的过程中，价格的暂时弱势中仍然有亮点，对通缩的担忧不易过早，需要继续观察。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

一、物价显示后节日特征

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比下行，核心CPI走低，2月份CPI同比回落。2月份CPI同比增速1.0%，比1月份下行1.1个百分点。2月份CPI环比下行；其中食品价格环比下行2.0%，非食品价格下行0.2%。核心CPI同比增速0.6%，环比下行0.2%。

图1：CPI同比下行（%）

图2：CPI环比节日后走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

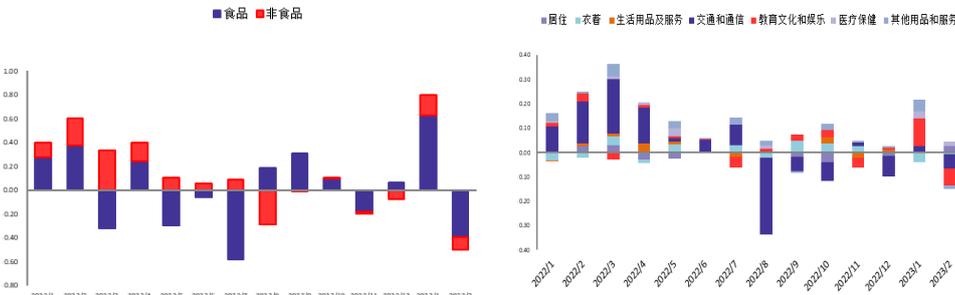
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月CPI翘尾水平1.5%，比上个月上行0.2个百分点，基数水平小幅上行。2023年2月份，春节后食品和非食品价格齐跌，显示了典型的春节后特征：（1）食品方面，蔬菜价格2月份下行4.4%，蔬菜在春节后小幅回落；春节作用下，2月份水果价格下行1.2%，水产品下行1.5%；2月份猪肉价格下行11.4%，猪肉需求大幅减弱，猪肉价格连续2个月大幅走低；（2）非食品价格方面，后春节效应也较为明显，家庭服务价格和旅游价格分别下行1.7%和6.5%；发改委原油价格上行，交通工具用燃料价格上行1.0%。房租价格上行0.3%，结束了连续5个月的下行。

从食品价格来看，猪肉消费回落，带动猪肉价格继续走低，春节期间已经走低的猪肉价格再次下行。生鲜类食品中，蔬菜、水产品、水果价格也同时走低。

从非食品价格来看，原油价格带动了车用燃料价格上行，家庭服务和旅游价格受春节影响回落，其他用品和服务类价格同样下行。

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、猪肉跌至低位，蔬菜价格随天气回落

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。

2月份猪肉消费回落，带来猪肉价格继续大幅下跌。猪肉价格连续两个月下跌幅度超过10%，猪肉价格已经处于底部区域。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2023年春节下跌，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。猪肉价格现阶段已经下行至底部区域，并且2月末已经出现了反弹，猪肉价格的底部区域得到确认。猪肉价格的反弹需要终端需求的回升，而现阶段消费端仍然处于较差的阶段，消费的回升力度仍然需要观察，对猪肉的支持力度可能有限，上半年猪肉价格可能低位震荡。

图4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）



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，春节后一个星期南方阴雨天气为主，从而影响了蔬菜价格，导致春节后蔬菜价格跌幅低于往年。随着天气情况好转，蔬菜价格已经开始逐步回落，蔬菜的回落会持续至6月份，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

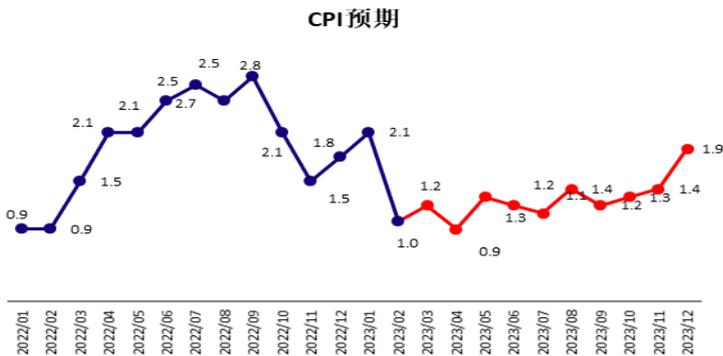
三、通胀保持温和

2 月份 CPI 环比回落，整体回落幅度符合历史规律，但由于基数较低，2 月份 CPI 同比回落较大。2023 年 2 月份终端需求的恢复更为平稳，猪肉、蔬菜、旅游、服务类价格春节后正常下跌，并未显示出终端需求的大幅回升。总体来讲，2 月份 CPI 的运行显示消费的恢复缓慢进行，而 2 月份较低的 CPI 增长使得市场对于通缩的担忧上行。

2023 年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 1-2 月来看，终端消费的恢复偏弱，服务业的温和回升，2023 年通胀平稳：(1) 2023 年基数水平低于 2022 年；(2) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给仍然超过需求，对物价的冲击仍然有限；(3) 央行仍然在观察稳增长的效果，开年货币政策取向偏向保守，现阶段货币对通胀的推动有限；(4) 房地产仍然处于观察阶段，房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。预计 2023 年通胀仍然低水平运行，预计在 1.5% 左右。

2023 年 3 月份翘尾水平在 1.0%。3 月份天气逐步好转，蔬菜、水果、水产品价格会继续走低，猪肉价格小幅回升，预计食品价格小幅下行。非食品价格方面，燃料价格平稳，交通工具价格大幅回落，服务类价格回升，非食品价格相对平稳。3 月份预计 CPI 环比保持平稳，3 月份同比预计在 0.9%-1.1% 左右运行。

图 7：2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、原材料走高，中游回升，终端回落，PPI 仍然下行

2 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-1.4%，环比保持平稳。PPI 生产资料环比回升，生活资料环比下行；其中生产资料中原材料价格回升，铁矿石和原油价格上行，煤炭价格继续回落，而生活资料的下行显示了终端需求的疲弱。总体来看，原油和中游产品出厂价格回升，煤炭和下游价格回落。

2 月份 PPI 环比平稳：(1) 国际原油价格 2 月份基本平稳，但发改委发布价格回升，2 月份国内油品相关出厂价格上行；布伦特和 WTI 原油期货价格 2 月份分别下行 0.4% 和 1.7%；石油和天然气开采业价格上行 1.7%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上行 0.6%；(2) 煤炭期货价格小幅回升，但煤炭出厂价格仍然回落。煤炭开采和洗选业价格下行 2.2%。2 月份焦煤期货

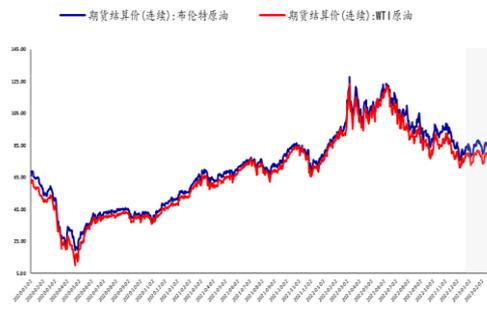
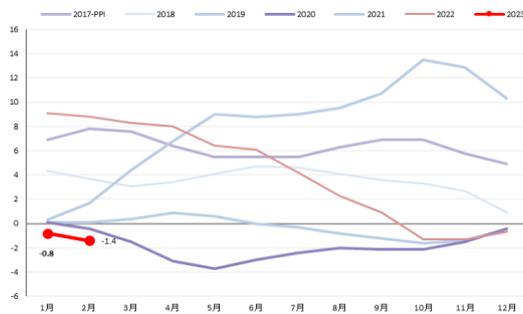
价格上行 0.9%，焦炭价格上行 0.7%；(3) 黑色系价格走高，铁矿石价格大幅上行带动了钢铁价格。黑色和有色金属采矿业分别上行 1.7% 和 3.9%，黑色和有色金属压延加工分别上行 1.7% 和 1.0%；(4) 下游价格回落。计算机通讯和电子产品价格下行 1.1%，食品制造业下行 0.4%，农副食品加工价格下行 0.3%，汽车下行 0.1%。

PPI 同比 2023 年可能在 -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 年受到全球需求回落的影响，能源价格回落会带动 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，这种影响更可能在下半年到来。

预计 2023 年 3 月份 PPI 环比回升，3 月份 PPI 同比水平在 -2.4% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在 -1.0% 左右。

图 8：2 月份 PPI 同比低位平稳 (%)

图 9：原油期货价格 (美元/桶)

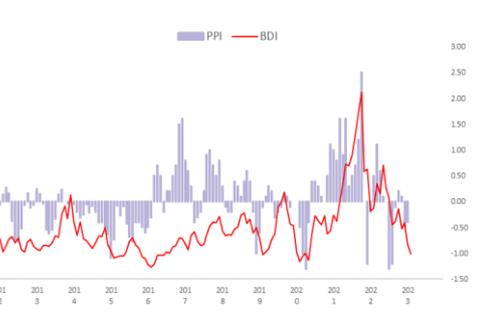


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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)

图 11：物流指数回落 (%)



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

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@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 tanganling_bj@chinastock.com.cn