

宏观动态跟踪报告

“类通缩”何时了

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年以来，中国CPI和PPI持续低于市场预期，引发“通缩”热议，国家统计局与央行均对此做出回应。在此，我们重点讨论物价读数偏低原因、物价数据反映的经济复苏成色，并对年内我国物价走势进行预判。
- 为什么出现“类通缩”？2023年3月，CPI同比读数仅0.7%，低于2000年以来80%的历史区间；PPI同比跌幅走阔，读数仅-2.5%。CPI和PPI表现低迷的扰动因素在于：**1）海外**从“输入通胀”转为“输入通缩”。去年同期俄乌冲突升级，期间国际能源、粮食、金属价格飙升，今年同比读数较快下行，对物价形成拖累。**2）“猪周期”**进入下行阶段，去年年末至今年春节期间猪肉价格旺季不旺反而大跌。**3）汽车行业**3月掀起“价格战”，导致CPI交通工具分项创下有统计以来的单月最大跌幅。
- “通缩”是个伪命题。CPI和PPI月度公布，时效性较强，是衡量物价变化的常用指标。然而，前者侧重于居民消费价格领域，后者侧重于工业领域，均不能反映整个经济范围内的通货膨胀状况。GDP平减指数是更综合的指标，更能全面、真实地反映经济中物价水平。一季度中国GDP平减指数较去年四季度有所抬升，且中国经济的亮点在于第三产业，这在GDP平减细项指数中的反映较为充分。一季度交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，金融业以及房地产业的GDP平减指数均有明显上涨。
- 为什么讨论“类通缩”？市场热议“类通缩”现象，本质上是在担忧经济复苏的成色、后续宏观政策的趋向。我们认为，中国经济复苏在物价数据上还是有所体现的，如3月核心CPI同比回升，商品和服务消费的不少分项表现偏强。但结合经济数据观察，居民消费增长的动能还需进一步夯实：一季度消费复苏仍有很大疫后修复的成分，一季度居民收入信心明显改善、但可支配收入增速尚未见起色，3月增长最快的限额以上消费品类多为去年同期增速最差的品类。不过，“类通缩”的物价读数为稳增长政策发力创造了较好环境。对货币政策而言，二季度核心通胀压力暂且不大，加之美联储加息接近尾声，是偏宽松操作的重要窗口期，若国内需求恢复势头不及预期，仍有必要“精准”发力支持内需回稳。对财政政策而言，当前工业品价格处于较低水平，有必要加快基建投资进度，增加形成实物工作量，刺激原材料需求，进一步推动经济复苏。
- “类通缩”何时了？预计2023年二季度我国CPI同比增速低位运行、PPI持续处于收缩区间。不过，国内物价的“类通缩”是暂时性的：下半年物价基数走低、内生需求有望滞后回升，国内物价同比读数将自低位逐步回升，核心CPI可能逐步向1.5-2%的合理区间回归。

2023 年以来，中国 CPI 和 PPI 持续低于市场预期，引发“通缩”热议，国家统计局与央行均对此做出回应。**3 月 CPI 和 PPI 表现低迷**，背后存在海外输入、猪周期、汽车价格战等暂时性因素扰动；更能全面反映物价水平的 GDP 平减指数今年一季度较去年四季度有所抬升，侧面印证了“通缩”是伪命题。我们认为，**市场热议“类通缩”现象，本质上是在担忧经济复苏的成色、后续宏观政策的趋向**。经济复苏在物价数据上还是有所体现的，但居民消费增长的动能还需进一步夯实，而当前物价环境能为稳增长政策发力创造较好环境。**我们预计，二季度我国 CPI 同比增速低位运行、PPI 持续处于收缩区间**。不过，国内物价的“类通缩”是暂时性的：下半年物价基数走低、内生需求有望滞后回升，国内物价同比读数将自低位逐步回升。

一、为什么出现“类通缩”？

2023 年 3 月，CPI 同比读数仅 0.7%，低于 2000 年以来 80% 的历史区间；PPI 同比跌幅走阔，读数仅 -2.5%。

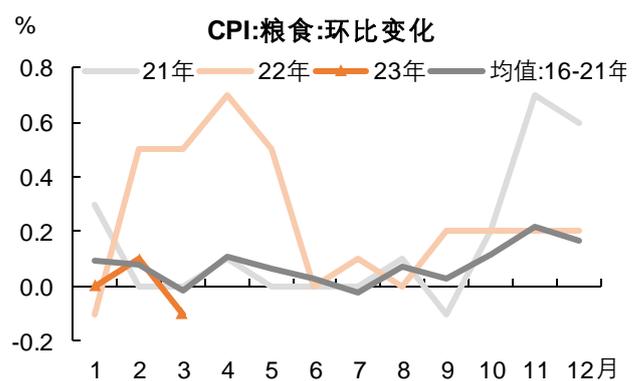
3 月 CPI 和 PPI 表现低迷，其中存在海外和暂时性因素的扰动。一是，海外从“输入通胀”转为“输入通缩”。去年同期俄乌冲突升级，期间国际能源、粮食、金属价格飙升，一度助推我国物价增速，但今年同比读数较快下行，对物价形成拖累。**二是，“猪周期”进入下行阶段**。去年三季度生猪养殖端存在压栏惜售和二次育肥的投机行为，大体重猪源陆续出栏使猪周期拐点前置，去年年末至今年春节期间猪肉价格旺季不旺，较快下行。**三是，汽车行业 3 月掀起“价格战”，导致 CPI 交通工具分项创下有统计以来的单月最大跌幅**，我们测算其拖累 3 月 CPI 环比 0.05 个百分点（3 月 CPI 环比为 -0.3%）。

图表1 油价对 CPI 能源相关分项由支撑转为拖累



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 2022 年上半年 CPI 粮食价格环比表现强于季节性



资料来源：Wind, 平安证券研究所

尽管一季度我国 CPI 和 PPI 中枢均下移，但 GDP 平减指数较去年四季度有所抬升，从侧面印证了“通缩”是个伪命题。

一方面，CPI 和 PPI 按月公布，时效性较强，是衡量物价变化的常用指标。CPI 衡量了一定时期内居民购买的生活消费品和服务项目总费用变化情况，它的一篮子商品权重主要反映居民消费支出结构，其波动与食品、能源价格的关系更大。PPI 主要反映生产领域价格变化情况，权重挂钩工业产品，其波动更多受上游生产资料价格变动的影响。

然而，CPI 和 PPI 的核算限定在特定范围内，前者侧重于居民消费价格领域，后者侧重于工业领域，均不能反映整个经济范围内的通货膨胀状况；从生产角度看 PPI 对 GDP 平减指数的影响约为 40%，从需求角度看 CPI 对 GDP 平减指数的影响约为 60%。由于方法不同，GDP 平减指数并不仅仅是 CPI 和 PPI 的加权平均。

另一方面，GDP 平减指数是更综合的指标，更能全面、真实地反映经济中物价水平。将 GDP 平减指数拆分来看：**1）第一产业 GDP 平减指数与 CPI 食品项走势接近**，农食产品价格变化较为同步。**2）第二产业 GDP 平减指数与 PPI 走势接近**，均表征工业及建筑业原材料价格的变化。**3）第三产业 GDP 平减指数与 CPI 服务分项变化趋势一致**，但因大量服务产品并未计入居民消费一篮子商品，GDP 中的服务价格增速系统性地高于 CPI 中的服务分项。**4）CPI 中的工业消费品价格与第二产业 GDP 平减指数较为接近**，但二者存在批发价和零售价的区别，波动率差异较大。

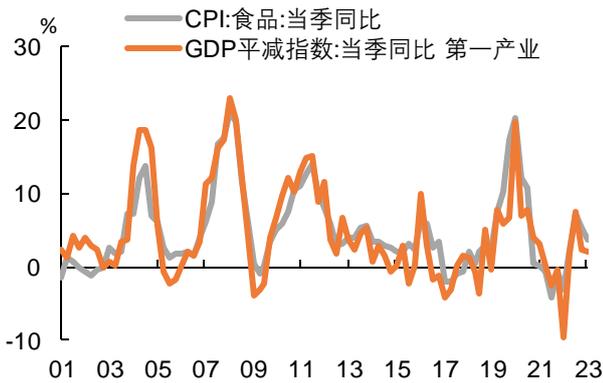
一季度中国经济的亮点在于第三产业，这在 GDP 平减指数中的反映较为充分。以 GDP 平减指数衡量，一季度交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，金融业以及房地产业价格均有明显上涨。

图表3 我国 CPI、PPI 与 GDP 平减指数的变化并不完全同步

单位：%	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03	21-12	21-09	21-06	21-03	20-12	20-09	20-06	20-03	19-12
CPI:当季同比	1.3	1.8	2.7	2.2	1.1	1.8	0.8	1.1	0.0	0.1	2.3	2.7	5.0	4.3
CPI:食品:当季同比	3.7	5.2	7.1	2.4	-3.1	-0.7	-4.3	-0.7	0.2	0.5	10.8	12.2	20.3	17.3
CPI:服务:当季同比	0.8	0.5	0.6	0.8	1.3	1.5	1.5	0.9	-0.2	0.3	0.0	0.9	1.1	1.3
CPI差值：总体-食品-服务	-0.6	0.3	1.0	4.0	5.0	4.6	5.1	3.2	-0.1	-0.6	-3.3	-4.2	-5.1	-4.8
PPI:当季同比	-1.6	-1.1	2.5	6.8	8.7	12.2	9.7	8.2	2.1	-1.3	-2.2	-3.3	-0.6	-1.2
GDP平减指数:当季同比	0.5	0.0	2.3	3.5	4.2	5.9	5.0	5.6	2.7	0.4	0.5	-0.3	1.4	1.2
第一产业	2.0	2.2	7.6	1.7	-9.7	-0.3	-2.7	0.1	3.1	3.9	7.8	6.9	19.7	6.7
第二产业	-1.7	-2.1	1.8	6.2	9.1	12.1	9.7	9.5	2.9	-1.1	-2.3	-2.9	-0.5	-1.4
第三产业	1.9	1.4	1.6	1.6	2.2	2.5	2.9	3.5	2.6	0.9	1.3	1.1	1.3	2.2
批发和零售业	1.6	2.0	3.4	3.5	3.6	4.1	4.0	4.0	1.9	-0.6	1.6	1.4	3.1	2.9
交通运输、仓储和邮政业	6.9	4.7	3.0	2.4	3.5	1.8	8.2	7.9	-2.4	-3.0	-6.9	-6.7	-4.1	-2.2
住宿和餐饮业	2.1	1.2	1.2	0.9	2.0	2.0	2.8	3.4	1.5	1.9	2.3	2.4	1.7	3.1
金融业	2.0	0.4	1.0	2.4	2.7	3.7	4.5	4.4	3.6	4.0	4.9	3.1	3.1	1.6
房地产业	2.7	1.2	1.0	0.2	0.6	0.0	0.4	2.0	5.8	3.3	4.0	2.3	1.9	5.4
信息传输、软件和信息技术	-0.8	-2.0	-1.6	-1.5	-0.4	-1.1	-0.5	-0.8	-1.4	-2.1	-2.8	-2.1	-7.5	-5.2
租赁和商务服务业	0.8	0.5	0.6	0.8	2.3	4.3	5.2	4.4	3.2	1.6	1.9	2.2	2.3	2.3
其他行业	1.3	1.4	1.8	1.6	2.1	2.5	1.4	3.4	3.1	1.9	2.4	2.9	2.6	3.8

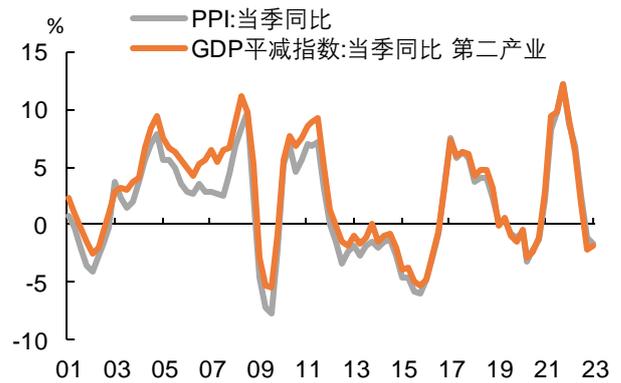
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 第一产业 GDP 平减指数与 CPI 食品项走势接近



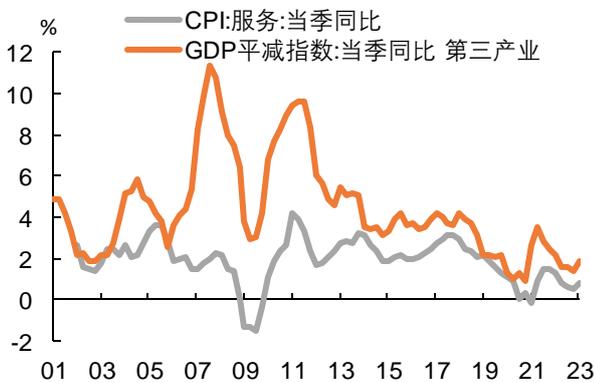
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 第二产业 GDP 平减指数与 PPI 走势接近



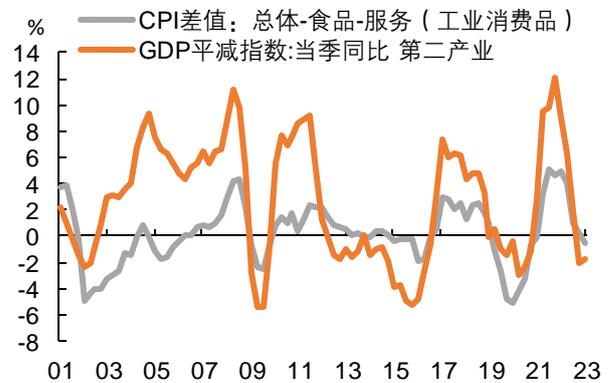
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6 第三产业 GDP 平减指数往往高于 CPI 服务分项



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表7 第二产业 GDP 平减指数与 CPI 工业消费品价格



资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、为什么讨论“类通缩”：明议物价，实忧经济

易纲行长 2000 年曾发表《治理通货紧缩与微观机制改革》，提出了通货紧缩“两个特征，一个伴随”，即物价水平持续下降、货币供应量增长下降，伴随着经济衰退。当前中国经济处于恢复通道、货币供应量维持较高增速、核心 CPI 稳中有升，并无典型意义上的通缩。市场热议“CPI 读数相对较低、PPI 处于负值区间”的“类通缩”现象，本质上是在讨论当前中国经济复苏的成色、后续宏观政策的趋向。

我们认为，经济复苏在物价数据上还是有所体现的。3 月剔除食品和能源的核心 CPI 同比回升 0.1 个百分点，商品和服务消费的不少分项——比如衣着、家用器具、家庭服务、邮递服务、通信工具、交通工具使用维修等，其价格环比表现均强于往年春节后第二个月的平均水平；食品价格也表现出居民外出就餐增加的推升作用。

但结合经济数据观察，居民部门需求复苏难言强劲，消费增长的动能还需进一步夯实。3 月 CPI 同比读数仅 0.7%，低于 2000 年以来 80% 的历史区间，其中存在能源、食品价格变化的扰动，但居民耐用、可选消费品也构成一定拖累。一季度消费复苏仍有很大疫后修复的成分，比如 3 月增长最快的限额以上消费品类，多为去年同期增速最差的品类。一季度我国居民收入信心明显改善（一季度央行城镇储户问卷调查中的“未来收入信心指数”从去年四季度低点大幅回升至 49.9，已接近于扩张区间），但可支配收入增速尚未见起色（一季度全国居民人均可支配收入的中位数同比增长 4.6%，比去年四季度略微下降 0.1 个百分点）。

需要强调的是，短期内 CPI 还会受到基数和海外输入性因素的扰动，往后需持续跟踪下半年物价数据的结构性变化，尤其是核心 CPI 的中枢水平会否持续抬升。

“类通缩”的物价读数也为稳增长政策发力创造了较好的环境。对货币政策而言，二季度核心通胀压力暂且不大，加之美联储加息接近尾声，是偏宽松操作的重要窗口期，若国内需求恢复势头不及预期，仍有必要“精准”发力支持内需回稳；对财政政策而言，当前工业品价格处于较低水平，有必要加快基建投资进度，增加形成实物工作量，刺激原材料需求，进一步推动经济复苏。

三、“类通缩”何时了

我们预计，二季度我国 CPI 同比增速低位运行、PPI 持续处于收缩区间。不过，国内物价的“类通缩”是暂时性的，下半年物价基数走低、内生需求有望滞后回升，国内物价同比读数将自低位逐步回升。

1. 核心通胀逐步上行

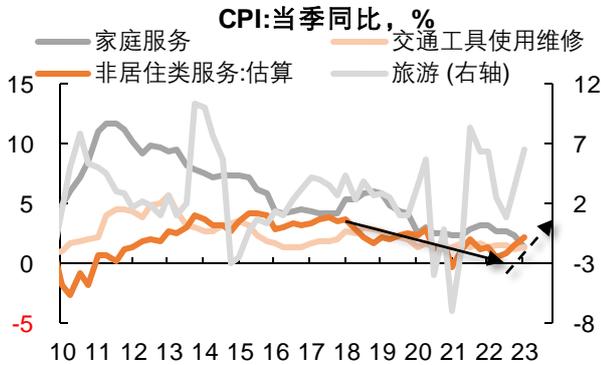
核心 CPI 在我国 CPI 中的权重接近八成，2023 年消费回暖的大趋势相对确定，将推升其增速水平。居民消费增速变化对核心 CPI 增速有着决定性的影响。我国核心 CPI 增速曾有三次较快上行，分别是 2011 年、2017 年和 2021 年，期间均见国内消费需求的恢复。

自上而下看，因领先指标信用周期走势偏弱，加之我国劳动力供给弹性较强，预计 2023 年核心 CPI 中枢抬升幅度可控（参加我们报告《再议核心 CPI 上行风险》）。

自下而上看，核心 CPI 中接触性服务、居住服务价格可能上行。首先，受疫情冲击较严重的接触性服务业（例如餐饮服务、文化娱乐、家庭服务、交通工具使用和维修等项目）在核心 CPI 中的占比约一成，需求恢复、供给主体出清，阶段性供需错配下或有涨价风险。其次，居住服务在核心 CPI 中的占比超过三成，当前商品房销售的修复、居民就业和收入的回温、疫情后改善性租房需求的释放，均可能推动其价格上行。从 2016 年以来回归结果看，我国 CPI 租赁房租每上行 1 个百分点，核心 CPI 约上行 0.38 个百分点。2022 年房租中枢下行 0.65 个百分点至 -0.24%，对核心 CPI 的拖累约 0.25 个百分点。再次，工业消费品（扣除能源）价格可能略有下行。工业消费品（扣除能源）在核心 CPI 中的占比接近五成，其走势与生活资

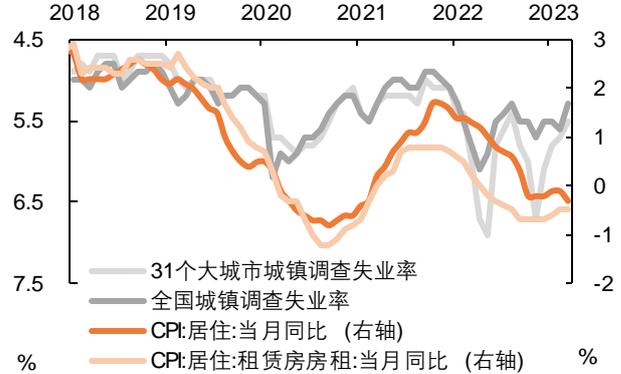
料 PPI 的关系密切，其产能较为充足、成本压力趋缓。2023 年初以来，汽车行业打响“价格战”引起市场担忧。对于部分库存压力较大的行业，若需求恢复不及预期，企业具备“降价促销”的意愿和能力，可能对物价产生小幅拖累。

图表8 接触性服务业价格存在上行风险



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 居住服务价格与就业市场景气度相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2. 原油仍然“稀缺”

我们对 2023 年原油价格持中性判断，油价波动中枢或在 80-85 美元/桶。

需求方面，中国等亚太经济复苏拉动全球石油需求增长。据 EIA 3 月预测，2023 年全球石油消费量增长 1.5%，虽弱于 2022 年的 2.3%，但基本持平于 2010-2019 平均值的 1.6%。即使美国和欧洲的需求可能几乎不会增长，但中国石油需求预计增长 4.7%、除中国外亚太地区增长 2.5%。

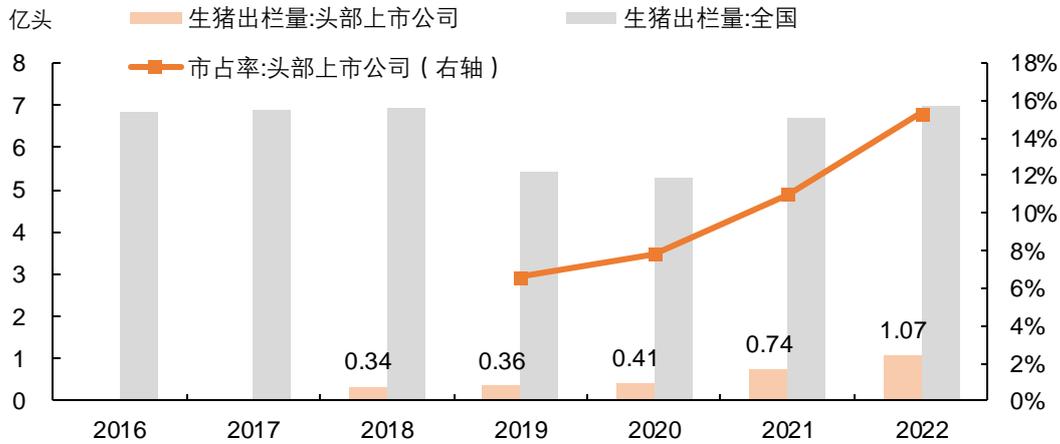
供给方面，主要产油国主动“制造稀缺”。1) 欧佩克+：2022 年下半年以来，欧佩克+更频繁地调整产量，以干预市场、呵护油价；欧美银行危机后，油价明显调整，欧佩克+4 月 2 日宣布计划减产 116 万桶，相当于全球需求的 1.1%。此后，油价已收复银行危机以来的跌幅。2) 美国：因需求前景弱化、能源转型风险等原因，美国页岩油企业投资增产决策持续谨慎。今年以来截至 4 月 15 日，美国原油钻机数量累计减少 33 部（5%）。

3. 猪周期影响趋弱

2023 年猪肉的潜在供给相对充裕，价格或呈低位震荡态势。去年 5 月至年末能繁母猪补栏情绪较高，农业农村部统计的我国能繁母猪存栏量自 2022 年 5 月的 4177 万头，升至 2022 年 12 月的 4390 万头，增长约 5.1%。按照《生猪产能调控实施方案（暂行）》，全国能繁母猪存栏正常保有量为 4100 万头，当前能繁母猪存栏量为正常保有量的 105%-110%，处于产能过剩的黄色区域。2023 年一季度末，全国能繁母猪存栏 4305 万头，较去年末下行了 1.9%，但产能去化情况并不理想，意味着 2023 年四季度的供给依然相对充裕。

若无大规模疫病爆发，未来猪肉价格的周期性可能逐步趋弱。一方面，生猪养殖龙头企业不断扩产，产能集中度提升，抵御风险能力相对较强。另一方面，生猪期货在套期保值、价格发现方面逐步发挥更重要的作用，猪肉价格预警机制进一步完善，也有助于平抑猪价波动。

图表10 头部生猪养殖企业市占率持续提升



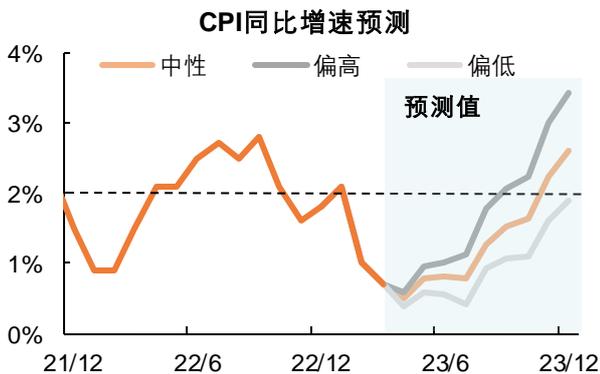
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 统计的头部上市公司包括温氏股份、牧原股份、新希望、傲农生物、罗牛山、金新农、唐人神、大北农

4. 2023 年物价走势预测

CPI 方面, 基于后续核心 CPI 温和上行、能源食品价格相对稳定的中性判断, 预计 2023 年 CPI 中枢下行; **节奏上**, 二季度 CPI 增速低位震荡, 下半年逐步攀升。**中性情形下**, 预计 2023 年 CPI 中枢为 1.3%, 二季度至四季度分别为 0.7%、1.2%、2.2%; 预计 2023 年**核心 CPI** 同比增速中枢为 1.2% (较 2022 年提升 0.3 个百分点), 年末高点约 1.7%, 二季度至四季度分别为 0.9%、1.4%、1.6%。

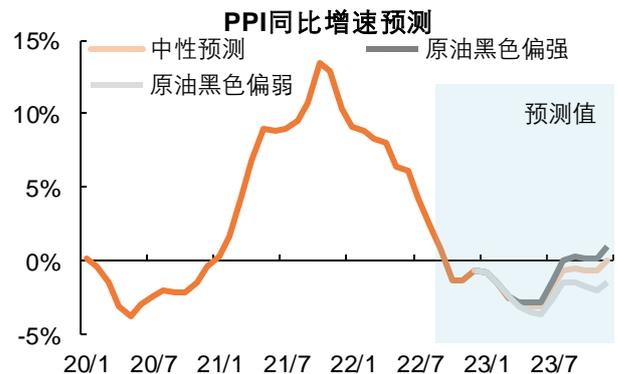
PPI 方面, 预计新涨价因素对 PPI 的贡献偏弱, 2023 年 PPI 增速中枢为负。**海外方面**, 发达经济体央行“紧货币”下, 全球制造业景气度下滑, 美欧经济衰退风险将拖累 2023 年大宗商品需求 (假设没有新的供给冲击)。**国内方面**, M1 增速领先 PPI 同比增速变化约三个季度, 2022 年初 M1 增速震荡略有上行, 但 8 月以来又明显回落, 对 PPI 上行的支撑偏弱。**节奏上**, 2023 年上半年 PPI 同比增速震荡下行, 6 月前后到达阶段性低点, 下半年筑底回升。**中性情形下**, 预计 2023 年 PPI 中枢为 -1.5%, 二季度至四季度 PPI 同比增速分别为 -3.0%、-1.0%、-0.4%。

图表11 2023 年 CPI 同比增速预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2023 年 PPI 同比增速预测



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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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 2021 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

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层

北京

北京市西城区北楼
邮编：100045