

总量研究

俄乌冲突升级，输入性通胀风险显现

——2022年2月价格数据点评

要点

事件：

- 1) CPI 同比 0.9%，前值 0.9%，市场预期 0.8%；CPI 环比 0.6%，前值 0.4%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.1%，前值 1.2%；
- 3) PPI 同比 8.8%，前值 9.1%，市场预期 8.7%；PPI 环比 0.5%，前值-0.2%。

核心观点：

2月CPI同比增速维持低位，主要与猪肉价格持续回落、春节错位因素消退、疫情约束服务业恢复有关。2月PPI同比增速延续下行，但速度放缓，主要与俄乌冲突下，国际原油、有色价格上涨有关，而国内定价的大宗商品价格仍表现温和。

向前看，推动CPI回升的因素在逐步加强，预计二季度开启上行，下半年破3%概率加大。但由于国内仍处在需求偏弱的环境中，暂不会对货币政策构成掣肘。PPI同比增速仍延续下行态势，但若短期内俄乌冲突难见缓和，油价保持高位，PPI同比增速下行速度或将明显放缓，年内PPI同比中枢将从我们此前预计的3%上行至4%-5%。

2月CPI同比持平于上月的0.9%，高于市场预期的0.8%，完全符合我们的预期。

促使CPI同比低位运行的原因有三：一是，猪价仍在二次探底过程中，12月以来价格持续走低，2月对CPI同比拖累1个百分点。二是，由于春节效应消退、以及疫情扰动仍在，2月服务价格环比增速较上月回落，略低于季节性表现。三是，基数效应的支撑转弱，尽管2月CPI环比涨幅较上月扩大0.2个百分点，但同比仍与上月持平。

受俄乌冲突影响，输入性通胀压力加大，2月PPI环比回正，同比增速维持下行。

环比看，生产资料价格由上月的下降0.2%转为上涨0.7%，主要源于俄乌冲突下，外部输入性风险加大，推动国内原油、有色、化工价格上涨。而在保供稳价政策推动下，国内大宗商品价格表现温和，2月煤炭价格延续回落，钢铁、电力价格回升幅度相对温和。生活资料价格由上月的持平转为上涨0.1%。其中，食品、日用品、纺织行业价格上行，表明通胀传导仍在延续。

向前看，推动CPI回升的因素在逐步加强，预计二季度开启上行，下半年破3%概率加大。

一是，各地收储工作开启，有助于阶段性支撑猪价，预计持续下跌的空间有限。一方面，随着猪粮比价跌破5:1，中央和地方陆续开始启动收储工作，有助于阶段性稳定猪价，从历史经验看，收储后一般出现猪价降幅收窄或触底回升。另一方面，2月是猪肉需求淡季，3月后需求一般呈现季节性回升。二是，上游涨价仍在向下游传导，核心CPI环比超季节性回升。

PPI同比增速下行趋势不改，但回落速度放缓。PPI方面，由于去年基数逐步抬升，加之国内保供稳价政策的推行，年内仍维持下行走势。现阶段，地缘冲突引发的避险情绪以及对俄罗斯原油供给的担忧是影响油价的主线，也是决定PPI同比增速下行速度的关键因素。若短期内俄乌冲突难见缓和，油价保持在100美元/桶及以上的高位，PPI同比增速下行速度将明显放缓，预计2022年PPI同比中枢将从我们此前预计的3%上行至4%-5%。

风险提示：国际油价超预期上行；新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuXC@ebsecn.com

相关研报

俄乌俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇》（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

奥密克戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗追踪系列》第八篇（2022-02-14）

从重大项目看地方稳增长的力量和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

制造业扩张放缓，稳增长仍需发力——2022年1月PMI数据点评兼光大宏观周报（2022-01-30）

生产法视角，如何看待2022年经济走势？——《制造业深度洞察系列》第二篇（2022-01-30）

利润增速加速回落，但中下游盈利大幅改善——2021年12月工业企业盈利数据点评（2022-01-27）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

从地方两会看稳增长的决心和抓手——光大宏观周报（2022-01-23）

怎么看降息的幅度与节奏？——1月17日调降MLF操作利率点评（2022-01-18）

经济喜忧参半，稳增长仍需发力——2021年12月实体经济数据点评（2022-01-17）

货币宽松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

渡过年末消费旺季，出口回落拐点渐行渐近——2021年12月进出口数据点评（2022-01-15）

目 录

一、	2月CPI涨幅平稳，PPI延续回落.....	3
二、	CPI同比增速维持低位，预计二季度开启上行.....	3
三、	PPI同比增速下行趋势不改，但回落速度放缓.....	5
四、	俄乌冲突背景下，国内通胀预期升温，但风险可控.....	6
五、	风险提示.....	7

图目录

图 1:	2月核心CPI同比增速小幅回落.....	4
图 2:	从环比增速看，2月食品CPI与上月持平，非食品CPI回升.....	4
图 3:	2月食品价格环比增速多数低于季节性.....	4
图 4:	2月非食品价格环比增速多数高于季节性.....	4
图 5:	2月PPI生产资料、生活资料价格环比回升.....	5
图 6:	2月PPI生产资料中，三大分项价格环比增速均回升.....	5
图 7:	PPI生活资料中，日用品、食品类价格环比回升.....	6
图 8:	受国际定价影响的原油、有色、化工价格涨幅扩大.....	6
图 9:	近期各地猪肉收储已开启，有助于阶段性稳定猪价.....	7
图 10:	生猪定点屠宰量指征猪肉需求，2月为年内低点.....	7

表目录

表 1:	2月CPI同比涨幅平稳，PPI同比增速延续回落.....	3
------	------------------------------	---

一、2月CPI涨幅平稳，PPI延续回落

事件：

- 1) CPI 同比 0.9%，前值 0.9%，市场预期 0.8%；CPI 环比 0.6%，前值 0.4%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.1%，前值 1.2%；
- 3) PPI 同比 8.8%，前值 9.1%，市场预期 8.7%；PPI 环比 0.5%，前值-0.2%。

核心观点：

2月CPI同比增速维持低位，主要与猪肉价格持续回落、春节错位因素消退、疫情约束服务业恢复有关。2月PPI同比增速延续下行，但速度放缓，主要与俄乌冲突下，国际原油、有色价格上涨有关，而国内定价的大宗商品价格表现温和。

向前看，推动CPI回升的因素在逐步加强，预计二季度开启上行，下半年破3%概率加大。但由于国内仍处在需求偏弱的环境中，暂不会对货币政策构成掣肘。PPI同比增速年内预计延续回落态势。若短期内俄乌冲突难见缓和，油价保持在100美元/桶及以上的高位，PPI同比增速下行速度将明显放缓，预计2022年PPI同比中枢将从我们此前预计的3%上行至4%-5%。

表 1：2月CPI同比涨幅平稳，PPI同比增速延续回落

月份 (2021年)	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
12月 实际值	1.5%	-0.3%	1.2%	10.3%	-1.2%
1月 实际值	0.9%	0.4%	1.2%	9.1%	-0.2%
2月 实际值	0.9%	0.6%	1.1%	8.8%	0.5%
2月 光大预期	0.9%			8.7%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

二、CPI 同比增速维持低位，预计二季度开启上行

2月CPI同比持平于上月的0.9%，低于市场预期的0.8%，完全符合我们的预期。

去年11月，CPI同比触及2.3%的高位，此后便持续回落，今年以来连续两个月低于1%，促使CPI同比增速低位运行的原因有三：

一是，猪价仍在二次探底过程中，12月以来价格持续走低，2月对CPI同比拖累1个百分点。

12月以来，猪价持续下行，一方面，与冬季腌腊需求提前释放后，猪肉消费转弱有关；另一方面，今年春节前生猪供给较多，而养殖利润受制于成本上涨和猪价下跌影响，持续走低，市场悲观预期导致出栏进一步增加。

二是，由于春节效应消退、以及疫情扰动仍在，2月服务价格环比增速较上月回落。

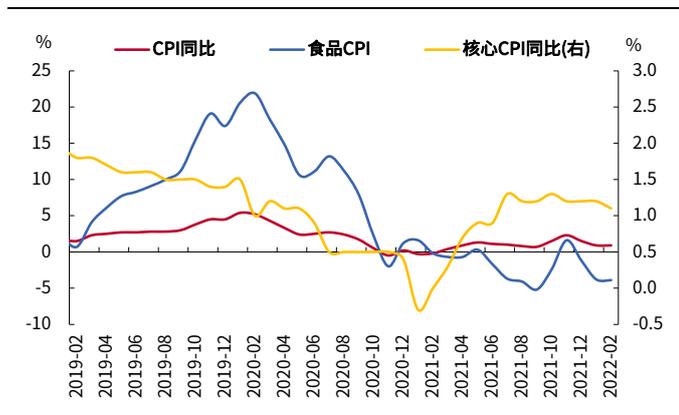
2月服务价格环比由上月上涨0.3%转为持平，略低于季节性表现，对比与2022年春节时点接近的2014、2017、2019、2020年，其服务价格环比均值为0.1%。

一方面，随着春节效应消退，节后务工人员陆续返城，服务供给有所增加，2月家政服务、母婴护理服务价格环比分别下降6.8%、1.9%。

另一方面，由于疫情扰动仍在，服务业恢复速度较慢，相较正常年份，服务业景气水平较低。2月，零售、居民服务等接触性行业受疫情影响相对较大，商务活动指数位于45.0%以下低位区间。

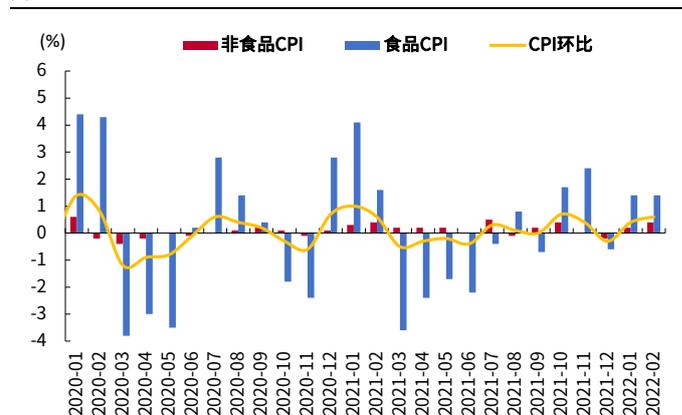
三是，基数效应的支撑转弱，尽管2月CPI环比涨幅较上月扩大0.2个百分点，但同比仍与上月持平。拆解2月同比涨幅，其中，因去年价格变动的翘尾影响约为-0.1个百分点，低于上月的0.5个百分点。

图1：2月核心CPI同比增速小幅回落



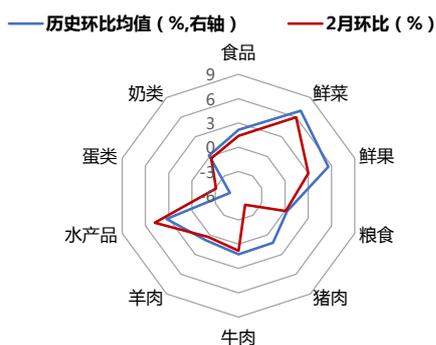
资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：从环比增速看，2月食品CPI与上月持平，非食品CPI回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

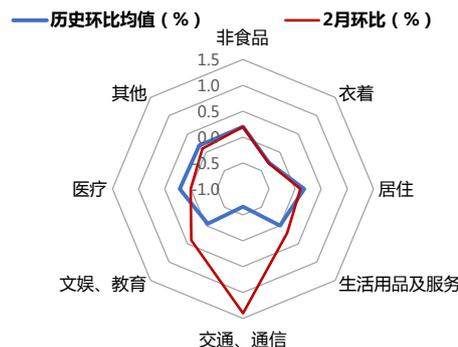
图3：2月食品价格环比增速多数低于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为2014、2017、2019、2020年各年2月环比均值

图4：2月非食品价格环比增速多数高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为2014、2017、2019、2020年各年2月环比均值

三、PPI 同比增速下行趋势不改，但回落速度放缓

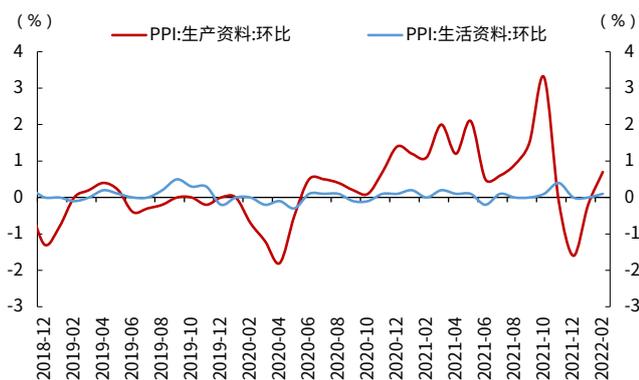
2月PPI同比自上月的9.1%回落至8.8%，环比自上月的-0.2%回升至0.5%。其中，生产资料价格环比由下降0.2%转为上涨0.7%，生活资料价格环比由持平转为上涨0.1%。

生产资料价格环比转正，主要源于俄乌冲突下，外部输入性风险加大，推动国内原油、有色、化工价格上涨。

2月以来，俄乌冲突背景下，欧美制裁俄罗斯能源的风险不断抬升，持续推高国际油价，带动国内石油、化工等相关行业产品价格上行，2月石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别上涨10.4%、5%，显著高于上月的2.6%、0.4%；化学原料及化学制品制造业、医药制造业价格环比分别上涨1%、0.3%，均高于上月的-1.3%、-0.2%。

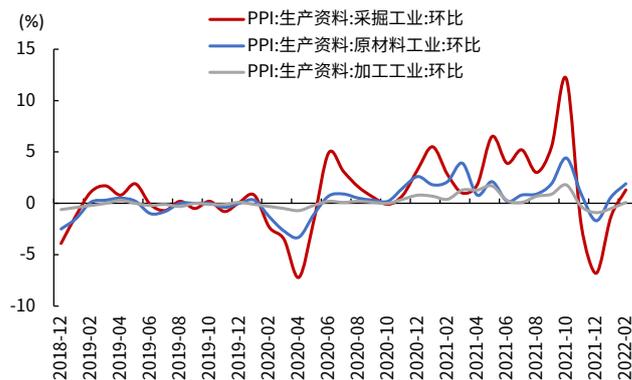
同时，俄乌局势冲突，也引发市场对于海外铜供给的担忧，带动2月国内有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨2.0%，高于上月的0.8%。

图5：2月PPI生产资料、生活资料价格环比回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图6：2月PPI生产资料中，三大分项价格环比增速均回升

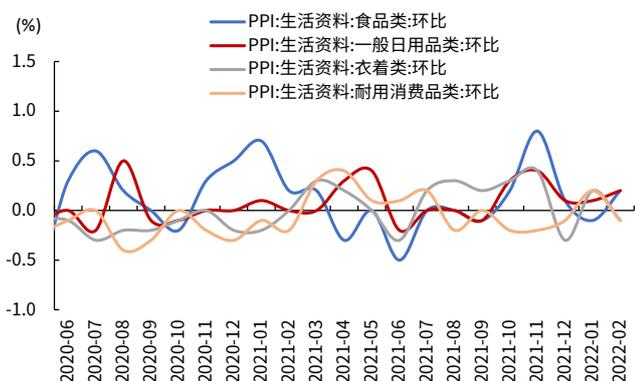


资料来源：Wind，光大证券研究所

而在保供稳价政策推动下，国内大宗商品价格表现温和，2月煤炭价格延续回落，钢铁、电力价格回升幅度相对温和。2月，煤炭开采和洗选业价格环比下降2.4%；电力热力生产和供应业价格环比上涨0.9%，低于上月的2.5%。黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨0.7%，高于上月的-1.9%。

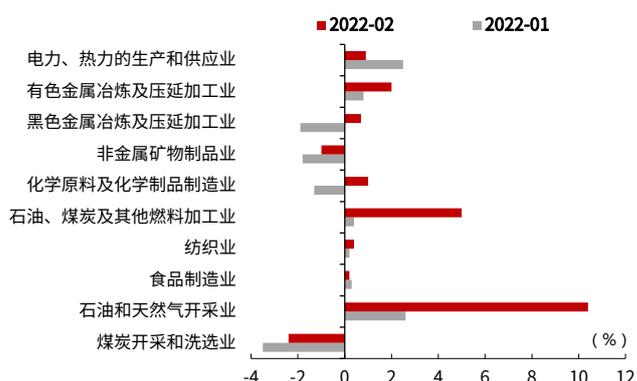
生活资料方面，食品、日用品、纺织行业价格环比上行，表明通胀传导仍在延续。其中，食品类价格环比上涨0.2%，高于上月的-0.1%；一般日用品价格环比上涨0.2%，高于上月的0.1%；纺织业价格环比上涨0.4%，高于上月的0.2%。

图 7: PPI 生活资料中,日用品、食品类价格环比回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 受国际定价影响的原油、有色、化工价格涨幅扩大



资料来源: Wind, 光大证券研究所

四、俄乌冲突背景下,国内通胀预期升温,但风险可控

向前看,推动 CPI 同比增速回升的因素在逐步加强,预计二季度开启上行,下半年破 3% 概率加大。但由于国内需求仍然偏弱,暂不会对货币政策构成掣肘。

一是,各地收储工作开启,有助于阶段性支撑猪价,预计持续下跌的空间有限。

一方面,随着猪粮比价跌破 5:1,中央和地方陆续开始启动收储工作,有助于阶段性稳定猪价,从历史经验看,收储后一般出现猪价降幅收窄或触底回升。另一方面,2 月是猪肉需求淡季,3 月后需求一般呈现季节性回升。

二是,上游涨价仍在向下游传导,核心 CPI 环比超季节性回升。

一方面,受国际能源价格上涨影响,2 月汽油、柴油和液化石油气价格环比分别上涨 6.2%、6.7% 和 1.3%,带动交通工具用燃料、水电燃料价格环比分别上涨 6.1%、0.1%;

另一方面,2 月核心 CPI 环比呈现超季节性回升,其中家用器具等消费品价格涨幅明显。2 月核心 CPI 环比升至 0.2%,高于上月的 0.1%,也高于季节性均值 0.1%(采用春节时点相近的 2014、2017、2019、2020 年均值)。其中,2 月家用器具价格环比上涨 1.1%,大幅高于上月的-0.2%。

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39252

