

2023 年 03 月 10 日

通胀高速上行风险不大——2 月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：2 月 CPI 同比上涨 1%，预期 1.8%，前值 2.1%；PPI 同比下跌 1.4%，预期 -1.3%，前值 -0.8%。

● CPI 同环比涨幅下降，供给改善推动价格下行

CPI 同比涨幅下降 1.1 个百分点至 1%，环比涨幅下降 1.3 个百分点至 -0.5%。

(1) **食品项：**节后需求走弱、供给改善，食品环比由正转负。2 月食品价格环比由正转负，较上月下降 4.8 个百分点至 -2%。蔬菜方面，气温整体回升、蔬菜供给改善，叠加节后需求回落，2 月 CPI 鲜菜环比较上月下降 24 个百分点至 -4.4%；猪肉方面，供给面偏宽而需求较弱，价格继续下跌，2 月 CPI 猪肉环比跌幅扩大 0.6 个百分点至 -11.4%；往后看，菜价或将季节性下行，猪价或将底部震荡。

(2) **非食品项：**环比由正转负，实物消费有所回暖。2 月非食品环比较上月下降 0.5 个百分点至 -0.2%。分项看，环比涨幅较前月明显改善的行业有交通工具用燃料、酒类，环比涨幅较前月明显下降的行业有旅游（节后出行游玩需求回落）、家庭服务、交通工具使用和维修等。季节性上看，明显高于季节性的分项是交通工具用燃料，反映 2 月物流运输需求增加、成品油价维持高位的影响。明显低于季节性的分项是旅游，反映节后进入旅游淡季，需求回落较快。此外，衣着、服装价格环比好于季节性，指向疫后居民实物消费需求有所回暖。

(3) **供给快速修复，核心 CPI 和服务 CPI 环比由正转负。**2 月剔除食品和能源的核心 CPI 同环比前值下降 0.4 个百分点至 0.6%，环比前值下降 0.6 个百分点由正转负至 -0.2%。结合服务业 PMI 回升 1.6 个百分点至 55.6%、CPI 服务环比下降 1.2 个百分点至 -0.4%、中国企业经营状况指数（BCI）大幅上升 7.9 个百分点至 57.6%来看，服务业供给端持续改善，中小企业景气度恢复速度加快。海外来看，日本、韩国、泰国等防疫放松后约 3 个季度内，核心 CPI 同比均呈上涨态势，但上行速度逐渐趋缓；限制举措放松后约 2 个季度内，核心 CPI 环比中枢明显高于放松前。综合来看，我们预计后续随着消费场景恢复，我国服务消费需求带动服务 CPI 和核心 CPI 温和上行的趋势未变；但鉴于我国居民补贴较少，且疫后劳动力供需严重失衡概率较小，通胀高速上行风险不大。

● PPI 同比降幅扩大、环比涨幅回升，大宗商品涨多跌少

PPI 同比降幅扩大 0.6 个百分点至 -1.4%，环比涨幅上升 0.4 个百分点至 0%。

(1) **多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体仍存梗阻。**CPI-PPI 同比剪刀差再度缩窄，2 月较前值降低 0.5 个百分点至 2.4%，PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大 0.2 个百分点至 3.1%；同时，受 2022 年同期高基数影响，更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比降幅较大，下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅亦有所回落。以上复合指标指向的结论虽有差异，但总体看，若以同比为衡量基准，价格传导仍有梗阻。

(2) **40 个工业行业看，年后国内经济持续修复，欧美经济超预期，大宗商品涨多跌少。**能源方面，2 月国际油价较 1 月有所下行，而国内油价受供应合同与调价机制等影响而维持高位，PPI 石化产业链环比由负转正；冬季采暖需求下降，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。金属方面，国内节后需求进入预期验证阶段，下游基建复工较快，螺纹钢与有色金属价格高位震荡运行；非金属矿因地产开工偏弱、需求回升较慢，同时供给较充足，价格低位震荡。整体看，需求端基本符合温和复苏预期，价格窄幅震荡上行。

● 后续通胀预测：预计 CPI 维持震荡，PPI 降幅扩大，关注服务消费、基建

预测 3 月 CPI 环比降幅收窄，带动 CPI 同比维持震荡；3 月 PPI 环比可能小幅上行，同比降幅扩大。总体看，国内 PPI 的胜负手或在于国内经济修复弹性与美联储加息节奏、海外衰退的博弈；而 CPI 回升幅度取决于居民信心恢复程度与消费回升弹性。预计全年 CPI 温和通胀，PPI 同比在 -1% 左右。从通胀看投资机会，关注疫后修复、服务 CPI 回升驱动的服务消费；以及基建高增对上游周期品的拉动。虽供给恢复较快而需求温和恢复，但因服务业消费、基数效应等因素，核心 CPI 将趋回升，或对利率形成上升压力。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《出口边际改善，但总体仍不乐观——2 月进出口数据点评——宏观经济点评》-2023.3.7

《应对不确定性——政府工作报告点评——宏观经济点评》-2023.3.5

《消费或被低估——兼评 2 月 PMI 数据——宏观经济点评》-2023.3.1

目 录

1、CPI 同比涨幅下降，供给改善推动食品价格下降	3
1.1 食品项：节后需求走弱、供给改善，食品环比由正转负	3
1.2 非食品项：环比由正转负，实物消费价格有所回暖	4
1.3 供给快速修复，核心 CPI 和服务 CPI 环比由正转负	4
2、PPI 同比降幅扩大、环比涨幅回升，大宗商品涨多跌少	8
2.1 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体仍存梗阻	8
2.2 国内经济修复逻辑未被证伪，欧美经济超预期，大宗商品涨多跌少	8
3、后续通胀预测：3 月 CPI 同比回升、PPI 同比回落	10
3.1、CPI 预测：预计 CPI 同比回升但幅度有限	10
3.2、PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大	10
4、风险提示	11

图表目录

图 1：春节错位、节后需求回落导致 2 月 CPI 同比下滑	3
图 2：鲜菜价格环比回落，猪肉价格环比下行趋势放缓	3
图 3：2 月 CPI 旅游项环比回落	4
图 4：衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性	4
图 5：2 月核心 CPI 同比有所回落	5
图 6：BCI 环比涨幅继续提高	5
图 7：国内外疫情防控措施放松节点介绍	6
图 8：我国核心 CPI 同比仍有一定上行空间	6
图 9：我国核心 CPI 环比中枢或较 2022 年有所抬升	6
图 10：我国服务业 CPI 同比前期走势与日本相似度更高	7
图 11：2021 年下半年日本新增确诊低于韩国、泰国	7
图 12：放松防疫限制后日本服务业 PMI 震荡上行	7
图 13：放松防疫限制后我国服务业 PMI 维持上行趋势	7
图 14：受 2022 年高基数影响，PPI 同比下滑	9
图 15：PPI 重点工业品环比上涨居多	9
图 16：2 月国际原油价格先涨后降	9
图 17：2 月国内成品油价维持上行	9
图 18：我国进口原油价格变化一般滞后于国际原油价格	10
图 19：2 月煤炭价格前低后高	10
图 20：CPI 和 PPI 预测	11
图 21：CPI-PPI 预测	11

2月CPI同比上涨1%，预期1.8%，前值2.1%；PPI同比下跌1.4%，预期-1.3%，前值-0.8%。

1、CPI同比涨幅下降，供给改善推动食品价格下降

2月CPI同比涨幅下降1.1个百分点至1%，环比涨幅下降1.3个百分点至-0.5%。CPI数据显示节后消费需求季节性回落，而供给端改善速度加快。食品CPI环比由正转负，其中蔬菜受气温回暖供给改善、以及节后需求回落影响价格由涨转跌，需求平淡、供给偏宽驱动猪价延续下行；节后旅游需求回落，叠加供给端恢复，价格下跌较快，服务业PMI上行与核心CPI下行也同步反映供给改善但消费信心仍有待提升，参考东亚国家疫情限制放松后价格变化趋势以及未来低基数影响，预计未来服务CPI上行带动核心CPI温和上行的整体趋势未变。

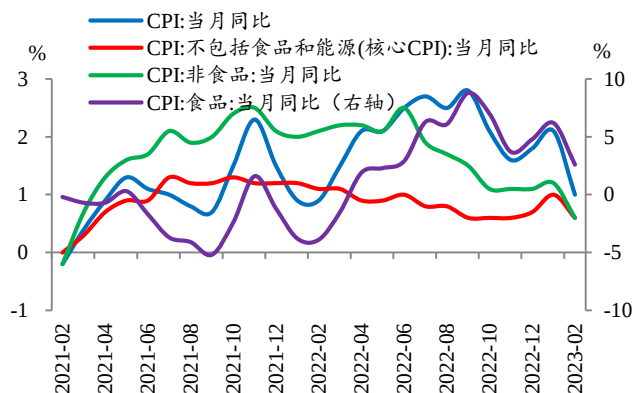
1.1 食品项：节后需求走弱、供给改善，食品环比由正转负

2月食品项环比由正转负，较上月下降4.8个百分点至-2%，鲜菜、鲜果、水产品价格环比由正转负，猪肉跌幅较上月扩大。

蔬菜方面，进入2月气温整体回升，蔬菜供给有所改善，叠加节后需求回落，供需因素皆反转，蔬菜价格转入季节性下行，2月CPI鲜菜环比由正转负，较上月下降24个百分点至-4.4%，环比下降幅度大于季节性(指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值)。往后看，随气温进一步回升，蔬菜生产供应继续增加，蔬菜价格大概率延续下行趋势。高频指标看，截至3月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比较上月下跌4.8%。

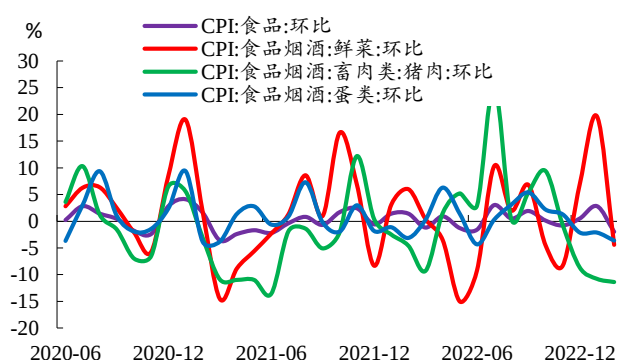
猪肉方面，节后进入消费淡季，整体需求下滑，供给端二次育肥补栏再起，缓解部分供给释放压力，2月下旬发改委收储工作为猪肉价格提供底部支撑，2月CPI猪肉环比跌幅扩大0.6个百分点至-11.4%。往后看，长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月至12月连续上升8个月，中长期供给偏宽；短期看，一方面，市场二次育肥补栏高涨或导致供给端短暂收紧，但同时将加大后期出栏价格下行压力；另一方面，节后进入肉类传统消费淡季，需求端支撑动能有限。总体看，预计短期内猪价或在底部震荡波动，中长期仍将处于低位区间。

图1：春节错位、节后需求回落导致2月CPI同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：鲜菜价格环比回落，猪肉价格环比下行趋势放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

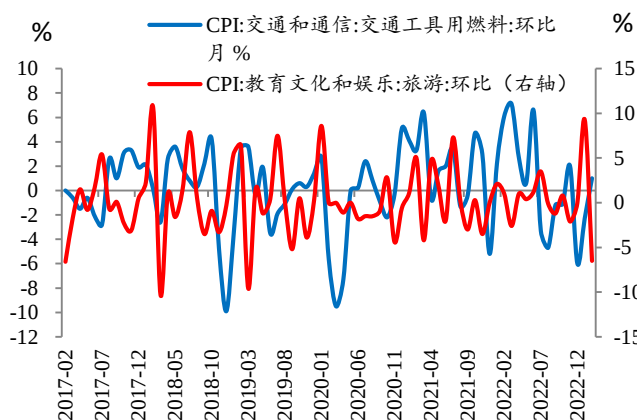
1.2 非食品项：环比由正转负，实物消费价格有所回暖

2月CPI非食品项环比由正转负，相较上月下降0.5个百分点至-0.2%。分项看，环比下降主要源于旅游与家庭服务价格回落。

(1) 与上月相比，环比涨幅较前月明显改善的行业有交通工具用燃料（环比由负转正，上升3.3个百分点至1%）、酒类（上月环比跌幅过大，本月企稳回升）。涨幅较前月明显下降的行业有旅游（节后出行游玩需求回落）、家庭服务（环比由正转负，下降4.1个百分点至-1.7%）、交通工具使用和维修等。

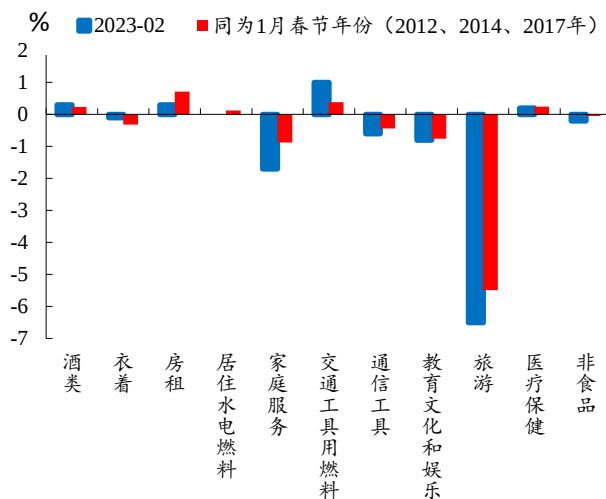
(2) 与环比的季节性规律（指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值）相比，明显高于季节性的分项是交通工具用燃料，反映2月物流运输需求增加、成品油价维持高位的影响。明显低于季节性的分项是旅游，反映节后进入旅游淡季，需求回落较快。需要注意的是，家庭服务2月环比由正转负，连续弱于季节性，指向家政服务恢复较为乏力，原因可能在于居民收入增速下滑限制了家政服务需求；此外，衣着、服装价格环比好于季节性，指向疫后居民实物消费需求有所回暖。

图3：2月CPI旅游项环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性

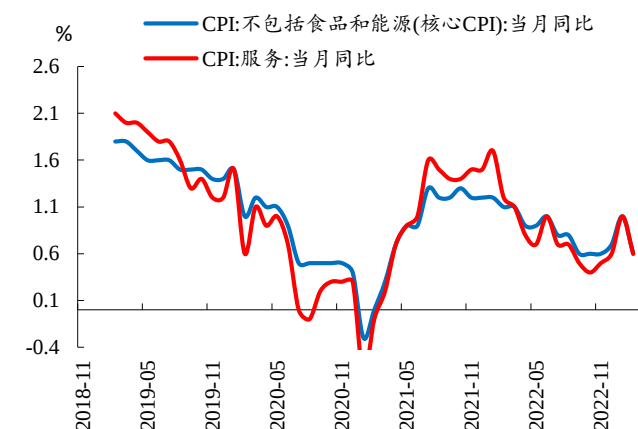


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 供给快速修复，核心CPI和服务CPI环比由正转负

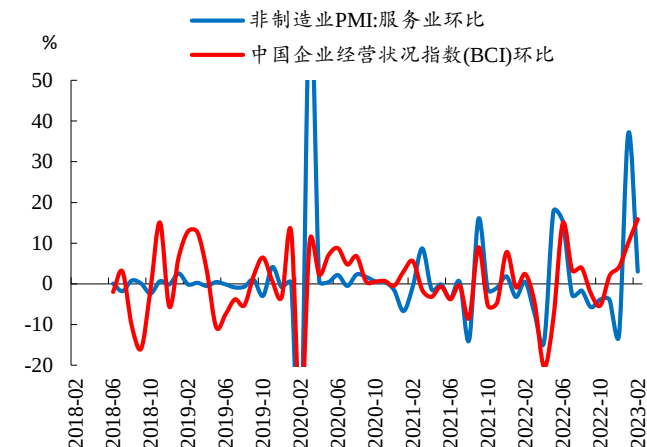
2月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值下降0.4个百分点至0.6%，环比较前值下降0.6个百分点由正转负至-0.2%。结合服务业PMI上升1.6个百分点至55.6%、CPI服务环比下降1.2个百分点至-0.4%、中国企业经营状况指数（BCI）大幅上升7.9个百分点至57.6%来看，服务业供给端继续改善，中小企业景气度恢复速度加快。核心CPI和服务CPI价格环比下跌幅度大于疫情前同期均值（即环比跌幅大于疫情前同为1月春节的2012、2014、2017年同期均值），或主要受服务业供给恢复较快影响，也同时反映居民消费信心仍有待提升。

图5：2月核心CPI同比有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：BCI环比涨幅继续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于东亚地区国家与我国文化与生活习惯相近，且前期均采取相对严格的防疫举措，因此其防疫限制举措放松、消费场景恢复后的核心CPI与服务CPI走势或对我国具有一定参考意义。我们分别将日本、韩国、泰国等放松限制政策当月作为T=0基准月，观察发现：（1）限制举措放松后约3个季度内，日、韩、泰三国核心CPI同比均呈上涨态势，但上行速度逐渐趋缓。（2）限制举措放松后约2个季度内，日、韩、泰三国核心CPI环比中枢明显高于放松前。（3）限制举措放松前6个月至今，我国核心CPI与服务CPI同比走势与日本更为接近，这可能与中日两国放松前皆采取较为严格的防疫举措有关。

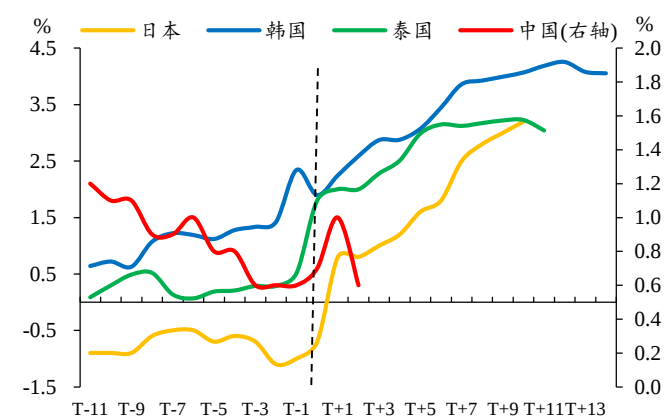
综合国内外疫情限制放松前后价格走势变化以及供需变化节奏，我们预计后续随着消费场景恢复，我国服务消费需求带动服务CPI温和上行的趋势未变。核心CPI来看，考虑到日本、韩国均在疫情散发以来发放一定规模的居民补贴，民间潜在消费动能较强，而泰国旅游业对于核心CPI影响较大；我国居民端补贴政策相对较少，消费信心有待进一步恢复，且占核心CPI比重较高的地产后周期消费品需求短时间内回升或有限，因此核心CPI同比在初期脉冲式修复之后上行速度或低于日本、韩国、泰国，后续核心CPI虽受低基数影响，但高速上行风险有限。

图7：国内外疫情防控措施放松节点介绍

国家	节点开始时间	节点所处时期	说明
韩国	2021.11.1	疫情上行前期	当地时间2021年11月1日，韩国卫生部门宣布执行新的防疫措施，分三阶段逐步解除防疫限制。
泰国	2022.2.1	疫情上行后期	2022年2月1日开始，泰国宣布免隔离入境，宣布后前6天累计有超过3万名游客入境泰国。
日本	2022.3.22	疫情达峰后	2022年3月22日，日本东京都等18个都道府县全面解除为应对新冠疫情扩大而发布的紧急事态宣言，解除相关防疫行政限制措施。
中国	2022.12.7	疫情上行前期	2022年12月7日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组下发《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，优化疫情防控举措。

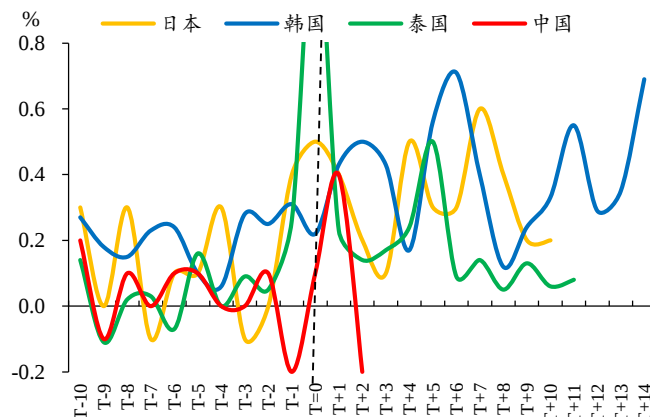
资料来源：央视网、开源证券研究所

图8：我国核心 CPI 同比仍有一定上行空间



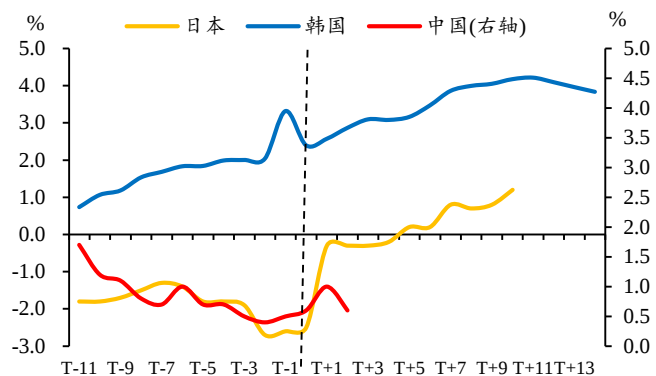
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：我国核心 CPI 环比中枢或较 2022 年有所抬升



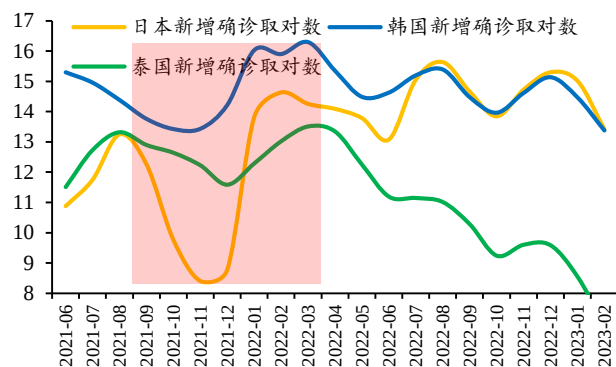
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：我国服务业CPI同比前期走势与日本相似度更高



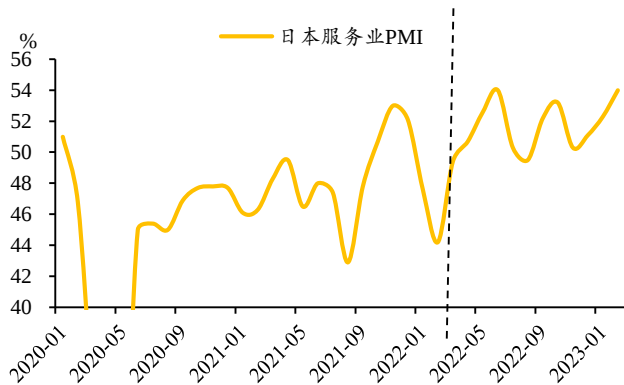
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021年下半年日本新增确诊低于韩国、泰国



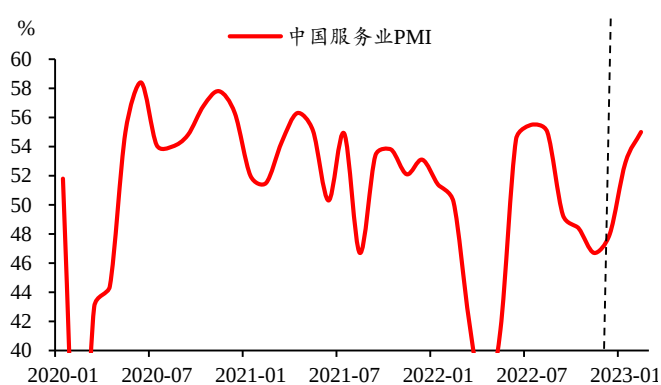
数据来源：Our world in data、开源证券研究所

图12：放松防疫限制后日本服务业PMI震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：放松防疫限制后我国服务业PMI维持上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比降幅扩大、环比涨幅回升，大宗商品涨多跌少

2 月 PPI 同比降幅扩大 0.6 个百分点至 -1.4%，环比涨幅上升 0.4 个百分点至 0%。

2.1 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体仍存梗阻

CPI-PPI 同比剪刀差再度收窄，2 月较前值降低 0.5 个百分点至 2.4%，指向上游价格韧性较强，下游需求仍有待提升。PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大 0.2 个百分点至 3.1%；PPI-PPIRM 同比负缺口与上月持平，仍为 -0.9%，指向 PPI 传导仍有阻碍；同时，受 2022 年同期高基数影响，上游的采掘工业、加工工业同比涨幅较前值回落，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比降幅更大，下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅亦有所回落。从以上复合指标指向的结论虽有差异，但总体看，若以同比为衡量基准，价格传导仍有梗阻。

2.2 国内经济稳步修复，欧美经济超预期，大宗商品涨多跌少

(1) 能源方面，美国通胀韧性点燃市场加息预期，2 月国际油价较 1 月有所下行，而国内油价受供应合同以及油品价格调价机制等影响维持高位，PPI 石化产业链环比由负转正；冬季采暖需求下降，安全事故对现货供给影响有限，动力煤价格环比继续下降，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。

2 月前半段欧美经济强于预期，叠加中国经济复苏开局良好；后半段美联储加息预期升温，2 月国际油价先涨后降，整体维持高位，布伦特原油期货价格 2 月环比下降 1.8%，WTI 原油期货环比下降 1.7%。而我国成品油定价机制使得油品价格调整滞后于国际，1 月国内成品油价格上调，但 2 月价格未作调整，且我国进口原油价格受供应合同价格约束，通常滞后于国际原油价格变化一个月，而 1 月国际原油价格整体环比上升，国家统计局解释“输入性因素推动国内石油相关行业价格上行”。PPI 石油和天然气开采业、石油加工、化学制品、化学纤维等行业价格环比均由负转正。

煤炭价格环比继续回落。动力煤方面，需求端供暖需求有所下滑，供给端现货市场价格受事故影响有限，动力煤 2 月期货价格环比降幅收窄 14.1 个百分点至 -3.3%，而港口现货价格降幅更大，预计后续随电厂日耗上升、工厂开工率提升，刚需采购或继续回升，价格将有所上行；焦煤方面，2 月上旬现货市场供应宽松而需求偏弱，煤企销售压力大，现货价格下调。总体看，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅扩大 1.7 个百分点至 -2.2%。

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_53080

