

2 月通胀数据点评

——春节错位扰动 CPI 读数

袁方¹束加沛²

2023 年 03 月 09 日

内容提要

2 月 CPI 同比的下降主要是春节错位的影响，剔除这一影响后，CPI 环比大体符合季节性，较去年持续弱于季节性的情况出现显著好转，表明经济活动在逐步恢复。

经济活动的恢复也对 PPI 形成牵引，2 月 PPI 环比增速小幅抬升，不过考虑到基数效应的影响，未来 PPI 同比或将持续走低。

往后看，随着居民收入和信心的恢复，经济活动的改善有望延续，核心通胀也将温和上行。但考虑到疤痕效应的影响，消费倾向的恢复相对缓慢，未来核心通胀压力或许有限，货币政策收紧的概率偏低。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

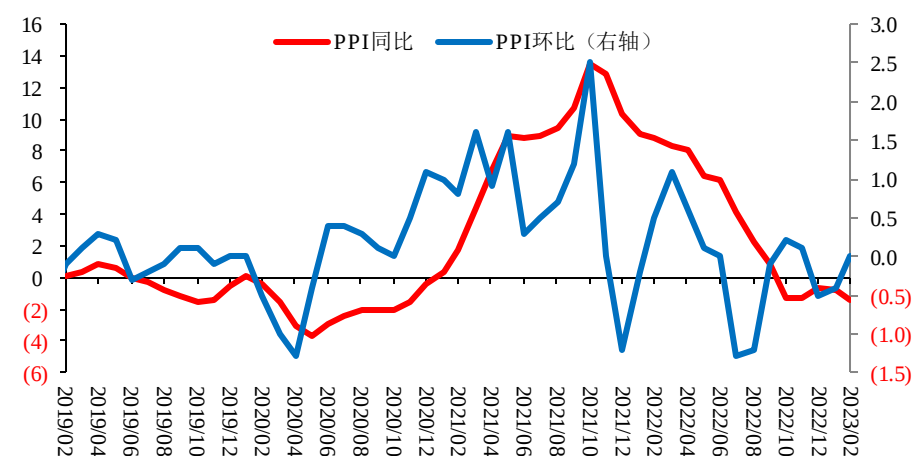
2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

安信证券宏观研究

一、PPI 环比延续走平

2 月 PPI 环比为 0，较上月回升 0.4 个百分点；PPI 同比-1.4%，较上月回落 0.6 个百分点，同比数据的回落主要是基数效应的驱动。

图1：PPI 环比和同比，%



数据来源：Wind，安信证券

分项来看，PPI 环比的抬升主要集中在石油、化纤、有色等上游行业，这也与同期相关行业开工率的快速上行指向一致，显示基建活动在明显改善。同时食品、烟草、医药等偏下游行业价格表现偏弱。

考虑到 3 月以来南华工业品指数小幅上升，短期内 PPI 或将环比走平，去年俄乌冲突带来的基数效应使得 PPI 同比增速将继续回落。

国内经济的修复还在进行中，考虑到政府工作报告中对经济定调是稳中求进，不搞强刺激，未来经济修复以内生动力为主，工业品的需求或将稳步修复。PPI 环比可能小幅走高，但房地产企业上半年预计还处于修复融资渠道阶段，期间新开工的恢复仍然缓慢，房地产投资还将维持低位，基建投资仍将托而不举。价格上行幅度相对有限，总体处于震荡区间。

二、CPI 总体符合季节性特征

2 月 CPI 同比 1%，较上月大幅回落 1.1 个百分点；环比为-0.5%，显著弱于过去五年 0.4%的环比均值。核心 CPI 同比 0.6%，较上月回落 0.4 个百分点。

春节季节性的影响对 CPI 产生巨大扰动。往年春节多位于 2 月份，今年春节处于 1 月。更合适的处理方法是使用往年春节后月份（往往是 3 月）的环比均值和今年 2 月比较，从而更好地观察 CPI 的变化。我们使用 2018 年以来春节后一个月份 CPI 环比均值作为参照（因为疫情影响，剔除 2020 年）。

使用新的参照系后，2 月份 CPI 环比为-0.5 个百分点，较往年-0.6 的均值差距有限。

如下图 2 所示，观察调整后的细项环比，食品烟酒及其他用品服务与季节性有明显差异。

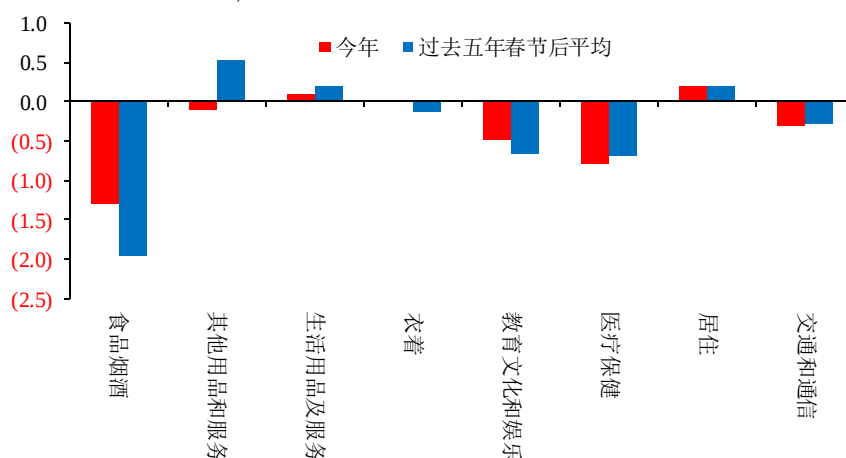
食品分项小幅强于季节性，主要是鲜菜价格强于季节性导致的，抵消了猪肉价格略弱于季节性的影响。

总体来看，2 月份 CPI 总体符合季节性特征，尤其剔除春节错位的影响后 CPI 表现并不算弱。这也说明我们经济正在修复改善，相比去年大部分时间核心通胀都较季节性更弱的情况有了显著好转。

往后看，随着需求修复，核心通胀将逐步恢复，但高度和斜率仍需观察，考虑到预防性储蓄短期不会消失，我们目前倾向核心 CPI 或将呈现温和上行格局。

当前 PPI 维持低位，CPI 相对温和，通胀压力总体可控，货币政策进一步收紧的可能性较低。

图2：CPI 细项环比， %



数据来源：Wind，安信证券

我们使用 2018 年以来春节后一个月份 CPI 环比均值（剔除 2020 年）

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_53027

