

## 国内通胀不会成为政策的压力

### ——2月通胀数据点评

#### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**春节错位，CPI 低于预期。**2月CPI同比低于市场预期。一方面受猪价持续回调的影响，另一方面春节错位下，去年同期的高基数以及本月服务价格的季节性回落也拉低了通胀数据。具体而言，2月CPI同比扩张放缓超出预期的主因有以下几点：**第一，猪价持续回调，鲜菜鲜果价格回落。**供给相对充足而需求较为有限，猪价不改下行趋势。**第二，春节假期错位，节后服务价跌。**春节刺激消费继而带动物价上行，因此去年2月基数较高。节后消费需求回落，价格上涨的动能减弱，尤其是服务相关。与服务关联紧密的核心CPI环比由正转负，同比增速放缓，内需向上修复的趋势下，预计核心CPI环比回落不具持续性，整体将呈温和上涨。

**高基数下PPI 同比低于预期。**2月PPI环比与上月持平，同比同样弱于市场预期，主要受基数走高影响，并未反映实质性通缩压力的加大。2月生产资料价格环比增速由负转正，本月国内生产活动修复节奏环比上月有所加快，这带动了对生产资料的需求上行，也为其价格的上涨提供一定动能。具体行业来看，石油相关工业PPI受输入性因素驱动而有所上行；基建项目加快施工、地产边际回暖，黑色、有色相关行业PPI环比也都有所改善；煤炭开采和洗选业价格环比下降相对明显，或因天气转暖，对用煤供暖需求有所减弱。

**预计国内通胀总体温和，不会成为政策的压力。**2月通胀数据低于市场预期，其中春节错位下的高基数是重要因素。**未来通胀走向或遵循通胀中枢温和抬升的路径。**提升动力来自国内需求的逐步恢复，整体高度则受猪价和油价的限制，或难出现大幅度的抬升，总体温和可控。这也意味着通胀不会成为促消费、扩内需相关政策的压力。从央行对于通胀态度的缓和以及近期重大会议对于消费的强调来看，后续一段时间政策重心可能都将落在促消费而非控通胀上。2月央行《2022年第四季度货币政策执行报告》删除了“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，改为“密切关注通胀走势变化”；3月召开的两会强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，“推动生活服务消费恢复”。**通胀对于政策制定并未构成明显约束。**

PPI方面，预计高基数效应在一段时间内还将持续，其同比短期内或仍

处于负值区间，但从2月制造业PMI原材料及产成品价格指数的边际改善来看，国内并未出现实质性通缩压力加大的情况，我们认为随着后续国内需求进一步修复提振生产、生活资料价格，PPI同比增速将有所抬升。

**风险提示：**1.政策不及预期。2.地缘政治风险。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 春节错位, CPI 低于预期 .....	5
3. 高基数下 PPI 同比低于预期 .....	6
4. 预计国内通胀总体温, 不会成为政策的压力 .....	7

## 图表目录

图表 1: CPI 同比涨幅有所收窄 .....	5
图表 2: 核心 CPI 同比涨幅收窄 .....	6
图表 3: 服务价格环比明显下降 .....	6
图表 4: PPI 环比持平, 同比不及预期 .....	7

## 1. 数据

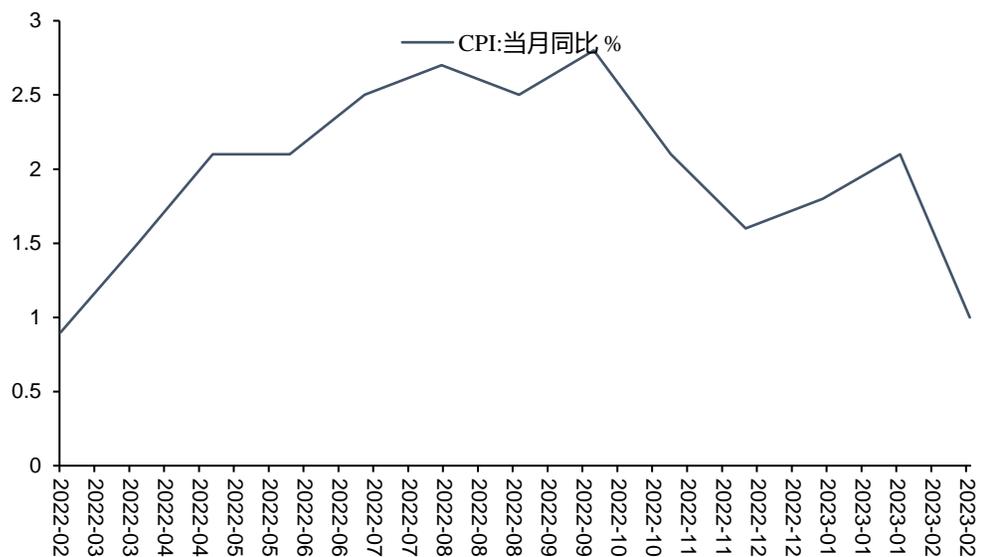
中国 2 月 CPI 同比上涨 1.0%，市场预期（Wind）上涨 1.8%，前值上涨 2.1%。

中国 2 月 PPI 同比下降 1.4%，市场预期下降 1.3%，前值下降 0.8%。

## 2. 春节错位，CPI 低于预期

2 月 CPI 同比涨幅较前值收窄 1.1 个百分点至 1.0%，低于市场预期。环比由正转负，下降 0.5 个百分点。本月 CPI 同比涨幅的超预期下行一方面受猪价持续回调的影响，另一方面春节错位下，去年同期的高基数以及本月服务价格的季节性回落也拉低了通胀数据。

图表 1: CPI 同比涨幅有所收窄



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

具体而言，2 月 CPI 同比扩张放缓超出预期的主因有以下几点：

**第一，猪价持续回调，鲜菜鲜果价格回落。**2 月食品价格同比上涨 2.6%，涨幅较上月回落 3.6 个百分点。拉动 CPI 同比约 0.48 个百分点（前值约 1.13 个百分点）。一方面猪价持续回调，同比增速由 11.8% 收窄至 3.9%，环比下降 11.4 个百分点。这在 2 月猪肉平均批发价、零售价等高频数据中也得到印证，供给相对充足而需求较为有限，猪价不改下行趋势；另一方面，2 月鲜菜鲜果价格均出现回落。供给端，天气转暖、市场供应改善。需求端，节后对此类商品的消费需求边际走弱。2 月鲜菜同比由正转负，降至 -3.8%（前值 6.7%），鲜果价格同比增速相比上月也有所放缓，由 13.1% 收窄至 8.5%。环比来看，2 月份鲜菜、鲜果价格相比 1 月均为负增，分别录得 -4.4%、-1.2% 的环比增速。

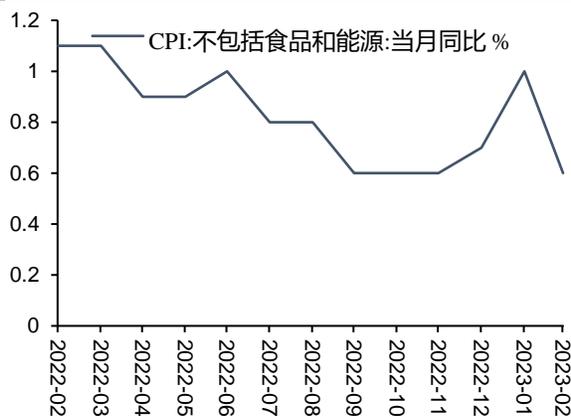
**第二，春节假期错位，节后服务价跌。**今年春节提前至 1 月，去年为 2 月，两者之间的错位是 1 月 CPI 同比增速扩张的原因之一，同样也拉低了本月 CPI 同比。一则春节刺激消费继而带动物价上行，因此去年 2 月基数较高，从 CPI 同比的翘尾因素来看，本月翘尾因素贡献降至 0.7 个百分点（前值为 1.3 个百分点）。二则节后消费需求回落，价格上涨的动能减弱。除

了前文提到的鲜菜鲜果相关，2月服务分项价格下降也相对明显，是本月CPI同比不及预期的一大拖累。

具体数据来看，第一，本月服务项目环比增速由正转负，录得-0.4%（前值0.8%），当月同比增速由上个月的1.0%收窄至0.6%；第二，根据统计局表述，2月份飞机票、交通工具租赁费和旅游价格环比分别下降12.0%、9.5%和6.5%，电影及演出票、美发、家庭服务、宠物服务等价格降幅则在1.7%—5.6%之间，飞机票和旅游价格涨幅均回落较多；第三，与服务关联紧密的核心CPI环比下降0.2个百分点，前值为环比上涨0.4个百分点，其同比增速相比上月也有所放缓，回落0.4个百分点至0.6%。

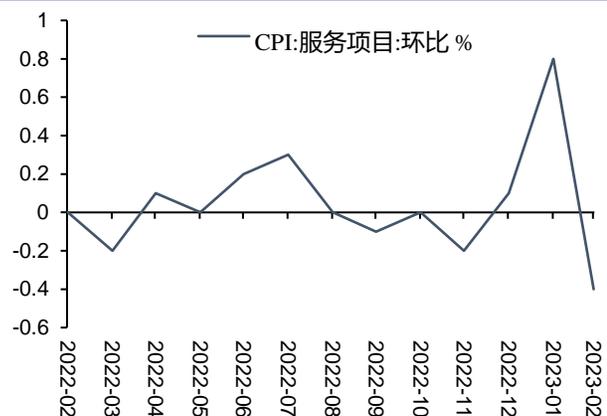
内需向上修复的趋势下，类似本月的核心CPI环比下跌或不具有持续性。1月核心CPI价格上涨来自春节假期效应和防疫放松后需求释放两方面的驱动，本月前者由正向推动转为负向拖累，这造成服务相关分项价格的普遍下降，继而拉低核心CPI同比。但我们认为国内需求对核心CPI的积极作用或持续，目前核心CPI同比并不算高，国内需求依旧处在向上修复阶段，再加上近期重大会议多次强调消费的重要性，各地刺激消费相关的政策频出，预计内需将渐进修复并带动核心CPI整体温和上涨。

图表 2：核心 CPI 同比涨幅收窄



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务价格环比明显下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 3. 高基数下 PPI 同比低于预期

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\\_53068](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53068)

