

总量研究

国内通胀缘何大幅降温？

——2023 年 2 月价格数据点评

要点

事件：

国家统计局发布了 2023 年 2 月份全国 CPI 和 PPI 数据。1) CPI 同比 1.0%，前值 2.1%，市场预期 1.8%；CPI 环比-0.5%，前值 0.8%；2) 核心 CPI 同比 0.6%，前值 1.0%；3) PPI 同比-1.4%，前值-0.8%，市场预期-1.3%；PPI 环比 0%，前值 -0.4%。

核心观点：

2 月，受春节效应消退、疫后消费复苏偏弱、食品供给充足等因素影响，CPI 同比增速超预期回落；PPI 环比走平，与节后工业生产恢复加快、市场需求改善、前期国际油价上涨有关，但受高基数影响，PPI 同比仍延续下跌。

1-2 月通胀数据显示，疫后消费恢复动能偏弱，服务供给弹性可能高于预期，通胀上行风险正加快消退。随着疫后消费脉冲式修复告一段落，后续消费持续回暖需等待经济基本面逐步改善，亟待促消费政策的进一步加码。

节后消费降温，CPI 同比增速超预期回落

今年 1 月，受春节效应、疫后服务需求加快释放影响，CPI 环比明显上涨，核心 CPI 加速回升。但进入 2 月后，受食品、服务价格下跌影响，CPI 环比转负，同比增速自 1 月的 2.1% 快速回落至 1.0%，明显低于市场预期的 1.8%。同期，核心 CPI 环比也同步转负，同比增速回落至 0.6% 的低位。

导致 2 月 CPI 同比大幅低于市场预期的原因：一是，食品价格普遍下跌，除猪价下跌符合预期外，其余鲜菜鲜果等食品价格由于节后消费需求回落、天气转暖供应充足，环比均出现不同程度的下跌。二是，疫后服务价格并未出现持续上涨，而是随着节后需求回落，转为下跌，且跌幅也高于季节性水平。2 月，服务价格环比自 1 月的 0.8% 降至-0.4%，而历史同期季节性环比为-0.1%。

工业生产、需求回暖，带动 PPI 环比增速回升

2 月 PPI 环比持平，环比增速连续两个月回升，石油、黑色、有色价格均出现上涨。但受高基数影响，PPI 同比延续下跌，仍处在磨底震荡阶段。进入 2 月后，随着节后生产生活全面恢复，各地重大项目开工，带动基建投资需求加速释放，同时房地产供需两端发力，也逐步带动房地产市场回暖。总体看，随着扩内需政策发力、以及疫后经济重启，制造业、建筑业需求回暖，有望带动工业品价格企稳回升。

经济温和复苏背景下，国内通胀风险进一步消退

去年 12 月防疫政策优化后，市场普遍担忧，因疫后需求快速释放，国内通胀将面临上行风险，类似于海外国家。但在 1 月、2 月通胀数据发布后，这一担忧正加速消退。

首先，1 月通胀数据尽管释放出服务价格上涨、核心通胀升温信号，但涨价幅度仍偏温和，主要受春节效应和疫后补偿式消费影响。进入 2 月后，伴随节后需求回落，服务价格便出现超季节性下跌，表明疫后消费恢复动能偏弱，且服务供给弹性可能高于预期，疫后消费脉冲式修复或告一段落。

目前看，尽管消费复苏进程仍在预期范围内，但疫后红利释放效果低于市场预期，后续消费复苏、通胀上行高度取决于经济基本面改善，即居民收入恢复情况，亟待提振居民收入、稳定大宗消费等促消费政策的进一步加码。

风险提示：海外能源危机再度发酵；国内需求恢复不及预期。

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

如何看待货币发力增量空间？——2022 年四季度货币政策执行报告点评兼光大宏观周报（2023-02-26）

黄金：短期承压，中长期趋势仍然向上——光大宏观周报（2023-2-19）

美国通胀粘性仍高，但不改下行趋势——2023 年 1 月美国 CPI 数据点评（2023-02-15）

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

疫情感染高峰已过，Q1 经济修复或超预期——《经济复苏追踪系列》第二篇（2023-01-14）

从部委工作会议看 2023 年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

智能制造如何助力高质量发展？——《产业视角看中国式现代化》系列第一篇（2022-11-29）

高质量发展是中国式现代化的首要任务——《二十大报告》精神学习第二篇（2022-10-17）

目 录

一、节后消费降温，带动 CPI 涨幅明显回落.....	3
二、工业生产、需求回暖，带动 PPI 环比增速回升	4
三、经济温和复苏背景下，国内通胀风险进一步消退	5
四、风险提示	5

图目录

图 1：2 月食品、非食品价格下跌，带动 CPI 同比增速快速回落.....	3
图 2：2 月核心 CPI 环比回落，处在近年来低位	3
图 3：2 月猪价、鲜菜、鲜果价格超季节性下跌.....	4
图 4：2 月娱乐等服务价格大幅回落，拖累非食品价格表现	4
图 5：2 月 PPI 环比增速回升，同比延续下跌	4
图 6：2 月生产资料价格环比转正，生活资料价格环比延续下跌	4
图 7：2 月石化、黑色、有色等中上游价格普遍上涨	5
图 8：2 月，30 大中城市新房销售面积有所回温	5

一、节后消费降温，带动 CPI 涨幅明显回落

CPI 同比增速快速回落，明显低于市场预期。1 月，受春节效应、疫后服务需求加快释放影响，CPI 环比明显上涨，核心 CPI 加速回升。但进入 2 月后，CPI 环比快速转负，自 1 月的 0.8% 降至 -0.5%，同比自 1 月的 2.1% 快速回落至 1.0%，明显低于市场预期的 1.8%。同期，核心 CPI 环比也同步转负，自 1 月的 0.4% 降至 -0.2%，同比自 1 月的 1.0% 回落至 0.6% 的低位。

结构来看，食品、非食品价格同步下跌，带动 CPI 环比转负。食品价格环比由上月上涨 2.8% 转为下降 2.0%，非食品价格环比由上月上涨 0.3% 转为下降 0.2%，二者分别影响 CPI 环比下降约 0.38、0.13 个百分点。

导致 2 月 CPI 同比大幅低于市场预期的原因：

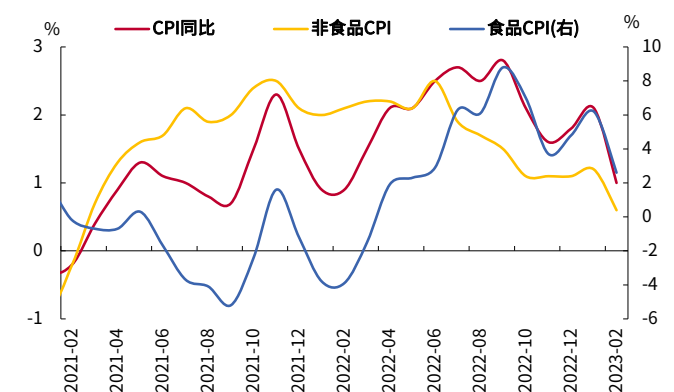
一是，食品价格普遍下跌，除猪价下跌符合预期外，其余鲜菜鲜果等食品价格由于节后消费需求回落、天气转暖供应充足，均出现不同程度的下跌。其中，猪肉、鲜菜价格环比分别下降 11.4% 和 4.4%，合计影响 CPI 环比下降约 0.28 个百分点，占 CPI 总降幅五成多。其他鲜果、蛋类、水产品、肉类价格也出现普遍下跌，降幅介于 0.4%-4.3% 之间。

二是，疫后服务价格并未出现持续上涨，而是随着节后需求回落，转为下跌，并且跌幅也高于季节性水平。2 月，服务价格环比自 1 月的 0.8% 降至 -0.4%，而历史可比同期季节性环比为 -0.1%（2014/2017/2020 年均值，选取春节发生在 1 月的年份）。其中，旅游、家庭服务、交通工具使用和维修价格降幅最大，环比分别下跌 6.5%、1.7%、1.4%，均高于季节性环比降幅 3.4%、1.0%、0.5%。

从海外国家经验看，疫后由于服务需求快速释放、部分供给主体收缩，服务领域出现普遍性涨价。但从国内现实情况看，服务价格在 1 月春节期间出现一轮恢复性涨价外，2 月便出现下跌，指向当前表明疫后消费恢复动能偏弱，服务供给弹性可能高于预期。

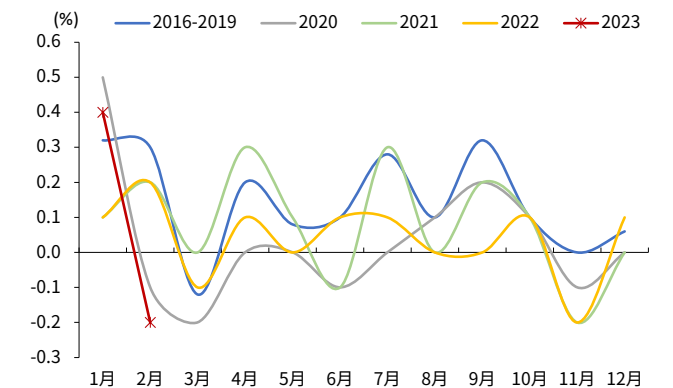
但整体而言，在居民出行强度恢复正常化之后，国内经济仍然保持温和复苏态势，但鉴于微观主体消费能力有限，涨价动能仍然较弱。例如，2 月衣着价格跌幅收敛，环比自上月的 -0.5% 回升至 -0.1%，高于过去五年同期均值 -0.4%；租赁房租价格环比上涨，自上月的 -0.1% 回升至 0.3%，高于过去五年同期均值 0.1%。

图 1：2 月食品、非食品价格下跌，带动 CPI 同比增速快速回落



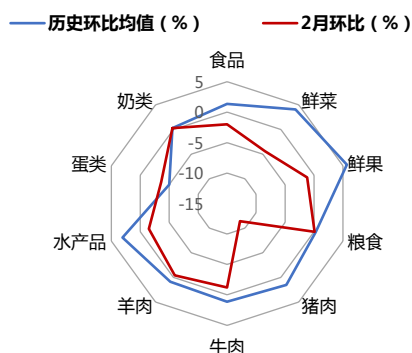
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2 月核心 CPI 环比回落，处在近年来低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

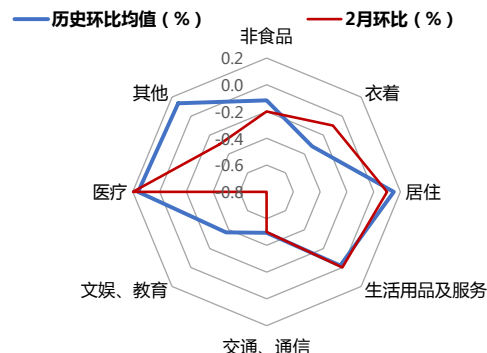
图 3：2 月猪价、鲜菜、鲜果价格超季节性下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2014/2017/2020 年各年 2 月环比均值

图 4：2 月娱乐等服务价格大幅回落，拖累非食品价格表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2014/2017/2020 年各年 2 月环比均值

二、工业生产、需求回暖，带动 PPI 环比增速回升

2 月 PPI 环比持平，环比增速连续两个月回升，1 月、上年 12 月 PPI 环比分别为-0.4%、-0.5%。但受高基数影响，PPI 同比延续下跌，自上月的-0.8%降至-1.4%，仍处于磨底震荡阶段。

PPI 环比增速回升，主要受节后工业生产恢复加快、市场需求改善、前期国际油价上涨影响。其中，2 月，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 0.6%，上月环比下降 3.2%；内需定价的黑色、有色金属价格环比分别上涨 1.7%、1.0%，与需求恢复、市场预期改善有关；煤炭价格受天气回暖、供应稳定影响，价格进一步下跌，环比下降 2.2%，降幅比上月扩大 1.7 个百分点。

1 月，受春节假期影响，国内生产恢复程度偏低，工业品价格表现较弱。进入 2 月后，随着节后生产生活全面恢复，各地重大项目开工，带动基建投资需求加速释放，同时房地产供需两端发力，也逐步带动房地产市场回暖。总体看，随着扩内需政策发力、以及疫后经济重启，制造业、建筑业需求回暖，有望带动工业品价格企稳回升。

图 5：2 月 PPI 环比增速回升，同比延续下跌

图 6：2 月生产资料价格环比转正，生活资料价格环比延续下跌

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_53072

