



张瑜：今年核心通胀是否 无忧了？



意见领袖 | 张瑜

事项

2 月 CPI 同比 1%，前值 2.1%；核心 CPI 同比 0.6%，前值 1%；PPI 同比-1.4%，前值-0.8%。

主要观点

春节错位效应带动消费价格回落；工业生产和需求修复促使工业品价格止跌

CPI 同比明显走低，主要是春节错位效应影响。环比来看，CPI 由上涨 0.8%转为下跌 0.5%。其中，食品价格下跌 2%，节后需求回落叠加供给较为充足，猪肉和鲜菜价格分别下跌 11.4%、4.4%，合计影响 CPI 下降约 0.28 个百分点，占 CPI 总降幅五成多；其余食品项价格也普遍下跌。非食品价格下跌 0.2%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点。成品油价格略有上涨，春节过后，以交通、旅游、居民服务为代表的服务价格季节性回落是主要拖累。

猪肉价格连续三个月录得平均 10%左右的跌幅。价格大幅走低，也开始带动生猪产能去化，但目前能繁母猪存栏仍远高于正常保有量，没有猪瘟疫情干扰下，去化速度估计不会很快，下半年猪肉价格大概率趋于回升但幅度有限。考虑到下半年基数较高，这将有助于 CPI 同比稳定运行在温和区间。

PPI 同比降幅扩大主要受去年高基数影响，2 月翘尾因素从-0.4%下降至-0.9%。环比看，节后和疫情过峰后，工业企业生产恢复加快，经济活动和市场需求改善，PPI 环比由上月下降 0.4%转为持平。其中，石油、金属相关行业价格上涨，煤炭和下游消费行业价格下跌。

现阶段需求相对不足拖累了核心通胀的修复斜率

1-2 月数据合并看，核心通胀走势体现出，现阶段的经济处于复苏初期，需求相对不足仍是主要矛盾。1-2 月核心 CPI 同比均值为 0.8%，去年三季度和四季度分别是 0.7%、0.6%，虽然下跌趋势扭转，但回升的幅度较慢。

一方面，疫后接触性服务业价格修复已有所体现。以春节所在月和后一月的累计环比涨幅来看，今年 1-2 月，服务价格累计上涨 0.4%，较 2021-22 年高 0.3 个百分点，较 2013-19 年略低 0.1 个百分点。其中，旅游、餐饮、其他用品和服务价格（涵盖的是住宿和个人服务）分别累计上涨 2.7%、2.6%、0.8%，高于 2021-22 年的-0.5%、0%、1.2%，也高于 2013-19 年的-0.5%、0.7%、2.3%。

但另一方面，复苏初期，需求相对不足对核心 CPI 仍有拖累。最主要的体现是，与就业最相关的房租价格修复还是较弱。1-2 月，房租价格累计上涨 0.2%，比 2021-22 年均值低 0.1 个百分点，比 2013-19 年最低值低 0.4 个百分点，比均值则低了 0.7 个百分点。此外，耐用品价格也比较疲软。

尚难断言年内核心通胀无忧，3-4 月将会是重要的再评估时点

在前期报告中，我们对核心 CPI 修复较慢提供了三种理解思路：一是疫后消费习惯或消费行为的调整修复需要时间，二是我国劳动力供给受疫情影响不大。三是就业和收入尚未明显好转下，居民的消费修复偏慢。目前看，需求和就业的影响对核心通胀的影响更大一些。

但尚难断言，今年核心通胀走势无忧（9、10 月份是否破 2%），服务业供给出清的制约仍在（全国住宿酒店较疫前出清幅度大约是 20%，而大房量酒店从加盟意愿签订到开业则需要 6-12 个月；再以北京餐饮管中窥豹，2 月餐饮门店数量较去年同期仍低 16%左右）；后续消费修复也会对核心价格产生带动作用。展望后续，3-4 月数据出来后，经济和消费修复的高度和斜率会更为清晰，接触性服务业涨价的持续性也将得到初步验证，届时会是今年核心通胀压力再评估的重要时点。

风险提示：农产品和大宗商品价格超预期；经济和消费修复超预期。



报告正文

一、现阶段需求相对不足，拖累核心通胀修复斜率

2 月 CPI 同比大幅走低，春节错位是主要影响因素。一方面是猪肉和蔬菜等食品价格下跌的拖累，另一方面则源于核心 CPI 尤其是服务价格的节后回落。

把 1-2 月数据合并看，核心 CPI 走势还是体现出，现阶段的经济处于复苏初期，需求相对不足仍是主要矛盾。1-2 月核心 CPI 同比均值为 0.8%，去年三季度和四季度分别是 0.7%、0.6%，虽然下跌趋势扭转，但回升的幅度较慢。

一方面，疫后接触性服务业价格的修复已经有所体现。以春节所在月和后一月的累计环比涨幅来看，今年 1-2 月，服务价格累计上涨 0.4%，较

2021-22 年高 0.3 个百分点，较 2013-19 年略低 0.1 个百分点。其中，旅游、餐饮、其他用品和服务价格（涵盖的是住宿和个人服务）分别累计上涨 2.7%、2.6%、0.8%，高于 2021-22 年的-0.5%、0%、1.2%，也高于 2013-19 年的-0.5%、0.7%、2.3%。

但另一方面，复苏初期，需求相对不足对核心 CPI 仍有拖累。最主要的体现是，与就业最相关的房租价格修复还是较弱。1-2 月，房租价格累计上涨 0.2%，比 2021-22 年均值低 0.1 个百分点，比 2013-19 年最低值低 0.4 个百分点，比均值则低了 0.7 个百分点。此外，耐用品价格也比较疲软，家用器具价格涨幅不及过去两年，通信工具价格跌幅则大于过去两年。

在上月点评报告中，我们对核心 CPI 修复较慢，提供了三种理解思路：一是疫后消费习惯或消费行为的调整修复，需要一段时间的缓冲。二是疫情高峰过去，但对我国劳动力供给影响不大。三是就业和收入状况尚未明显好转下，居民的消费倾向修复偏慢。

目前来看，需求和就业的影响对核心通胀的影响更大一些。但尚难断言，今年核心通胀走势无忧（9、10 月份是否破 2%），接触性服务业涨价已经有所显现，并且供给出清的制约仍然存在（全国住宿酒店较疫情前出清幅度大约是 20%，而大房量酒店从加盟意愿签订到开业则需要 6-12 个月；再以北京餐饮管中窥豹，2 月餐饮门店数量较去年同期仍低 16%左右）；后续消费修复也会对核心价格产生带动作用。展望后续，3-4 月数据出来

后，整体经济和消费修复的高度和斜率会更为清晰，接触性服务业涨价的持续性也将得到初步验证，届时将会是今年核心通胀压力再评估的重要时点。

二、2月通胀数据述评

（一）节后需求回落带动消费价格下跌

2月CPI同比1%，较上月大幅回落1.1个百分点，也明显低于市场预期的1.8%。核心CPI同比0.6%，较上月回落0.4个百分点。整体CPI通胀仍然保持在温和区间，核心通胀略低。

环比来看，CPI由上月上涨0.8%转为下跌0.5%，主要体现春节错位效应和部分食品项供给充足的影响。

食品价格由上涨2.8%转为下跌2%，影响CPI下降约0.38个百分点。节后需求回落叠加供给较为充足，猪肉和鲜菜价格分别下跌11.4%、4.4%，合计影响CPI下降约0.28个百分点，占CPI总降幅五成多；其余食品项价格也普遍下跌，蛋类、水产品、鲜果和牛羊肉价格跌幅在0.4%—3.6%之

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_53092

