

# CPI 涨幅超预期回落，通胀对货币政策无制约

## 2023年2月通胀数据点评

### 报告摘要

2月CPI同比+1.0%，低于市场预期的+1.8%，较上月-1.1PCTS。分食品和非食品看，2月食品项和非食品项同比涨幅分别较上月-3.6PCTS和-0.6PCTS，显示食品项同比走低是2月CPI同比走低的主因。CPI食品项同比涨幅的明显回落主要受食品价格环比超季节性下跌带动。2000年之后，春节假期主要分布在1月的6个年份2月CPI食品项环比均值为+0.9%，而今年2月CPI食品项环比为-2.0%，超季节性走弱明显。具体来看，食品项中，鲜菜、鲜果、水产以及猪肉为主的肉类超季节性走弱较明显，主要原因系节后需求降幅超预期以及天气转暖供给充足，其中，猪肉价格的走弱，相比季节性因素，更多地受到猪周期运行下，能繁母猪存栏持续恢复、生猪存栏水平回到高位影响。

扣除食品和能源后，2月核心CPI同比+0.6%，较1月-0.4PCTS，环比录得-0.2%，低于春节假期主要在1月的2017年2月和2020年2月的-0.1%，结合CPI消费品环比和CPI服务环比均低于可比年份（春节假期主要在1月的2012、2017和2020年）2月均值，显示2月消费复苏力度可能一定程度上低于此前的预期。

缺乏关键商品价格支撑之下，预计后续CPI同比难以走高：1，猪肉价格缺乏持续快速上行基础，预计后续猪肉价格同比对CPI同比的支撑相对有限。2，全球经济走弱预期之下油价相对低迷，叠加去年高基数，后续油价同比预计将持续拖累CPI同比涨幅。

2023年2月PPI同比-1.4%，与市场预期的-1.3%相近，较1月-0.6PCTS，环比为0。2023年2月PPIRM同比-0.5%，较1月-0.6PCTS，环比为-0.2%。

环比上：一方面，2月煤炭价格出现下跌，纺织、食品加工、电子制造等行业因需求恢复不及预期出厂价格环比下行，对2月PPI环比产生了一定拖累。另一方面，2月石油相关行业出厂价格环比上行，同时，因需求有所恢复，金属相关行业环比价格也出现了上行。拖累因素和支撑因素综合影响下，2月PPI环比录得0。

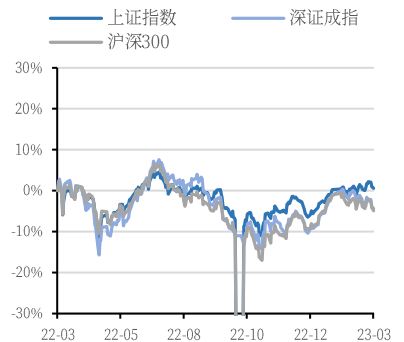
同比看：2023年2月各煤种价格同比有涨有跌；原油价格虽然环比变化不大，但在去年高基数影响下，同比下跌了13%左右；2023年2月钢材价格环比上行，但在去年高基数影响下，各品种钢材价格同比普遍下行。分上中下游看：2023年2月，上游的采掘工业出厂价格同比涨幅收窄，中游原材料工业出厂价格同比下行幅度加大，下游的加工工业出厂价格同比降幅亦有所加大，PPI采掘工业同比-PPI加工工业同比的差有所缩窄，上游价格涨幅趋缓之下，制造业企业成本压力有所缓解。

预计2023年3月PPI同比继续为负：1，去年3月煤价、钢价和国际油价基数均走高，在全球经济走弱导致油价疲软，同时国内对煤和钢铁的需求未出现超预期提升导

### 主要数据

上证指数	3276.0937
沪深300	4019.8505
深证成指	11579.9936

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

### 相关数据

2023年3月9日，据统计局公布的数据：2023年2月，CPI环比为-0.5，CPI同比+1.0%，较上月-1.1PCTS，核心CPI同比+0.6%，较上月-0.6PCTS。2023年2月，PPI环比为0，同比-1.4%，较上月-0.6PCTS。2023年2月，PPIRM环比-0.2%，同比-0.5%，较上月-0.6PCTS。

致二者价格剧烈上行的情况下，3月煤、原油和钢材价格对PPI同比的拖累作用或加大。2、3月PPI翘尾因素进一步下行，对PPI同比的压制作用将变大。

总体而言，无论是CPI角度还是PPI角度，当前我国总体通胀水平依然较低。目前高频数据虽然显示我国经济处在复苏中，但往后看我国经济依然面临房地产行业的不确定性和全球经济疲软下出口走弱预期的拖累，结合二十届二中全会中关于我国经济“三重压力”仍然较大的相关表述，预计我国货币政策超预期紧缩概率较小。在货币政策的考量中，无论是从目前稳增长的优先性，还是从目前较弱的通胀预期看，通胀都并非主要矛盾，不构成对货币政策的制约。

## 一、食品项超预期超季节性走弱带动 2 月 CPI 同比低于市场预期

2 月 CPI 环比录得-0.5%。考虑到春节假期主要分布在 1 月或 2 月对历年 2 月 CPI 环比的显著影响,我们通过对比 2000 年以来春节假期主要在 1 月的年份(即 2001 年、2004 年、2009 年、2012 年、2017 年和 2020 年,以下称可比年份)来考察今年 2 月 CPI 环比的季节性。对比发现,今年 2 月 CPI 环比明显弱于季节性,较可比年份 2 月均值低 0.57PCTS。分食品和非食品看,今年 2 月非食品项环比与可比年份 2 月均值相近,但食品项明显弱于可比年份 2 月均值,较可比年份 2 月均值低 2.85PCTS,显示食品价格的超季节性走弱是 2 月 CPI 环比超季节性走弱的主因。具体来看,食品项中,鲜菜、鲜果、水产以及猪肉为主的肉类超季节性走弱较明显,主要原因系节后需求降幅超预期以及天气转暖供给充足,其中,猪肉价格的走弱,相比季节性因素,更多地受到猪周期运行下,能繁母猪存栏持续恢复、生猪存栏水平回到高位影响。

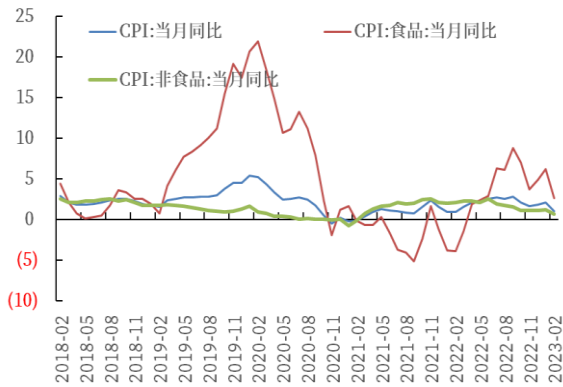
扣除食品和能源后,今年 2 月核心 CPI 环比录得-0.2%,低于可比的 2017 年 2 月和 2020 年 2 月的-0.1%,结合 CPI 消费品环比和 CPI 服务环比均低于可比年份 2 月均值,显示 2 月消费复苏力度可能一定程度上低于此前的预期。

2 月 CPI 同比+1.0%,低于市场预期的+1.8%,较上月-1.1PCTS。分食品和非食品看,2 月食品项和非食品项 CPI 同比分别+2.6%和+0.6%,分别较上月-3.6PCTS 和-0.6PCTS,显示食品项同比走低是 2 月 CPI 同比走低的主因。食品项价格同比涨幅的回落具有普遍性,其中,同比涨幅回落靠前的是鲜菜、鲜果、水产以及猪肉为主的肉类,主因这些食品的价格环比出现超季节性回落,原因前述段落已经分析过。扣除食品和能源后,2 月核心 CPI 同比+0.6%,较前月-0.4PCTS,同时,CPI 消费品同比和 CPI 服务同比分别较前月-1.6PCTS 和-0.4PCTS。

缺乏关键商品价格支撑之下,预计后续 CPI 同比难以走高: 1,猪肉价格缺乏持续快速上行基础,预计后续猪肉价格同比对 CPI 同比的支撑相对有限。去年 3 月到 6 月,猪肉价格整体处在低位,月均价格在 18.3 元到 21.6 元之间,尤其是 3 月和 4 月,猪肉价格均低于 19 元/公斤。今年 2 月猪肉批发价月平均值为 21.1 元/公斤,较 1 月的 23.8 元/公斤下降,延续了去年 11 月开始的价格下跌趋势。如今年上半年猪肉价格保持 2 月均值或微涨,则后续猪肉价格同比因去年上半年的低基数,存在着涨幅抬升的可能,但考虑到目前能繁母猪存栏和生猪存栏已经处在相对高位,后续猪肉价格持续上行的概率相对较小,因此预计后续猪肉价格同比对 CPI 的支撑相对有限。2,全球经济走弱预期之下油价相对低迷,叠加去年高基数,后续油价同比预计将持续拖累 CPI 同比涨幅。今年 2 月 OPEC 一揽子原油日平均价格为 81.9 美元/桶,与 1 月的 81.7 美元/桶相比变化不大,考虑到目前全球经济的走弱,后续油价强势上行的概率较小。另一方面,去年 3 月到 6 月,OPEC 一揽子原油各月日均价格处在 105.6 美

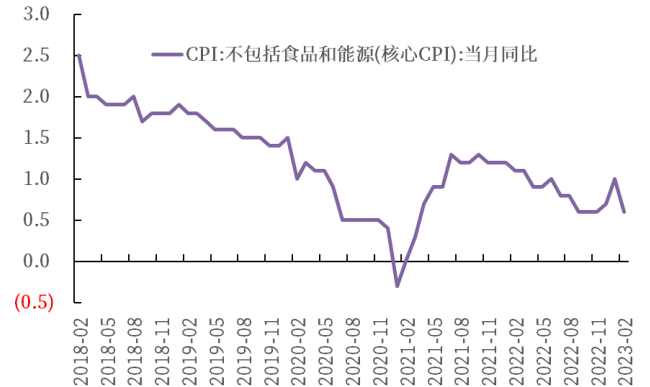
元/桶到 117.7 美元/桶之间。油价相对较弱的趋势叠加去年油价的高基数，预计后续油价同比将持续拖累 CPI 同比涨幅。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
CPI:当月同比	1.00	2.10	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90
CPI:食品烟酒:当月同比	2.10	4.70	3.70	3.00	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80
CPI:衣着:当月同比	0.70	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60
CPI:居住:当月同比	-0.10	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.40	1.60	1.50	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60
CPI:交通和通信:当月同比	0.10	2.00	2.80	2.90	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.20	2.40	1.40	1.30	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50
CPI:医疗保健:当月同比	1.00	0.80	0.60	0.50	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60
CPI:其他用品和服务:当月同比	2.60	3.10	2.80	2.30	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30
CPI:环比	-0.50	0.80	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60
CPI:食品烟酒:环比	-0.30	2.00	0.40	-0.50	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20
CPI:衣着:环比	-0.10	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.30	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30
CPI:居住:环比	0.10	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10
CPI:生活用品及服务:环比	0.00	0.00	0.30	-0.30	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20
CPI:交通和通信:环比	-0.50	0.20	-0.40	0.10	-0.40	-0.60	-0.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40
CPI:教育文化和娱乐:环比	-0.80	1.30	0.10	-0.40	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40
CPI:医疗保健:环比	0.20	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00
CPI:其他用品和服务:环比	-0.30	1.10	0.40	-0.10	0.40	-0.30	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10

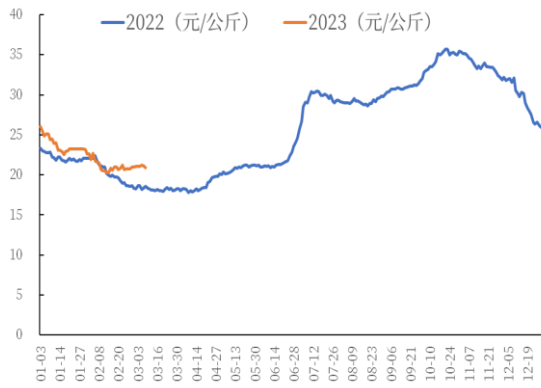
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 CPI 分项目环比与春节假期在 1 月的年份的季节性比较 (%)

	本月环比较可比年份同月均值	可比年份同月均值	2023-02	2020-02	2017-02	2012-02	2009-02	2004-02	2001-02
CPI环比	-0.57 PCTS	+0.07	-0.50	+0.80	-0.17	-0.10	0.00	-0.20	-0.10
CPI食品项环比	-2.85 PCTS	+0.85	2.00	+4.30	-0.60	-0.30	+0.80	+0.30	-0.60
CPI非食品项环比	+0.03 PCTS	-0.23	-0.20	0.20	-0.10	0.00	-0.40	-0.50	-0.20
CPI消费品环比	-1.00 PCTS	+0.40	-0.60	+1.40	-0.10	-0.10	-	-	-
CPI服务环比	-0.17 PCTS	-0.23	-0.40	-0.20	-0.30	-0.20	-	-	-
核心CPI环比	-0.10 PCTS	-0.10	-0.20	-0.10	-0.10	-	-	-	-
CPI食品烟酒环比	-2.64 PCTS	+1.34	-1.30	+3.00	-0.32	-	-	-	-
CPI衣着环比	+0.48 PCTS	-0.58	-0.10	-0.30	0.26	-0.30	-0.60	-0.90	-1.10
CPI居住环比	+0.05 PCTS	+0.05	+0.10	-0.10	+0.41	+0.40	0.30	0.00	-0.10
CPI生活用品及服务环比	+0.10 PCTS	-0.10	0.00	-0.10	+0.01	+0.10	-0.20	-0.10	-0.30
CPI交通和通信环比	+0.09 PCTS	-0.59	-0.50	1.50	0.41	+0.10	-0.30	0.60	-0.80
CPI教育文化和娱乐环比	-0.33 PCTS	-0.47	-0.80	0.00	-0.94	-0.80	-1.00	-0.90	+0.80
CPI医疗保健环比	+0.07 PCTS	+0.13	+0.20	+0.10	+0.26	+0.30	+0.20	-0.10	0.00
CPI其他用品和服务环比	-0.20 PCTS	-0.11	-0.30	-0.20	-0.01	-	-	-	-

资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 平均猪肉批发价走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 OPEC一揽子原油价格走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、2023年2月PPI同比继续为负，基本符合市场预期，3月PPI同比降幅预计进一步加大

2023年2月PPI同比-1.4%，与市场预期的-1.3%相近，较1月-0.6PCTS，环比为0。2023年2月PPIRM同比-0.5%，较1月-0.6PCTS，环比为-0.2%。

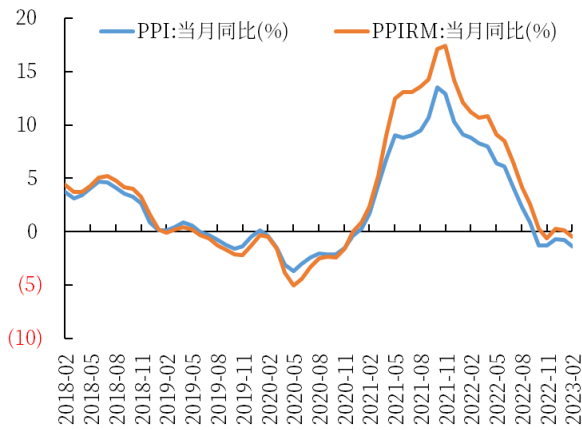
环比上：2023年2月，受煤炭生产稳定，加之气温回升采暖用煤需求减少影响，煤价环比下行，普通混煤、山西大混、山西优混、无烟煤和1/3焦煤价格环比普遍下行在4.6%到14.4%之间。2023年2月国际原油价格变化不大，但国内汽油和柴油价格上涨5%左右。2023年2月，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格环比普遍上行0.3%到2.5%之间。一方面，2月煤炭价格出现下跌，纺织、食品加工、电子制造等行业因需求恢复不及预期出厂价格环比下行，对2月PPI环比产生了一定拖累。另一方面，在输入性因素影响下，2月石油相关行业出厂价格环比上行，同时，因需求有所恢复，金属相关行业环比价格也出现了上行。拖累因素和支撑因素综合影响下，2月PPI环比录得0。

同比看：2023年2月各煤种价格同比有涨有跌，其中无烟煤、山西大混和1/3焦煤价格同比下跌在-0.8%到-4.2%之间，普通混煤和山西优混价格同比分别为+1.1%和+7.7%；2023年2月原油价格虽然环比变化不大，但在去年高基数影响下，同比下跌了13%左右；2023年2月钢材价格环比上行，但在去年高基数影响下，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比普遍下行12.7%到16.9%之间。分上中下游看：2023年2月，上游的采掘工业出厂价格同比涨幅收窄，由1月的+2.0%转为+0.3%；中游原材料工业出厂价格同比下行幅度加大，由1月的-0.1%变为-1.3%；下游的加工工业出厂价格同比降幅亦有所加大，由1月的-2.3%变为-2.6%。PPI采掘工业同比-PPI加工工业同比的差由2023年1月的+4.3PCTS降为2月的+2.9%，上游价格涨幅趋缓之下，制造业企业成本压力有所缓解。

预计2023年3月PPI同比继续为负：1，去年3月煤价、钢价和国际油价基数均走高，在全球经济走弱导致油价疲软，同时国内对煤和钢铁的需求未出现超预期提升导致二者价格剧烈上行的情况下，3月煤、钢材和原油价格对PPI同比的拖累作用或加大。2，3月PPI翘尾因素进一步下行，对PPI同比的压制作用将变大。

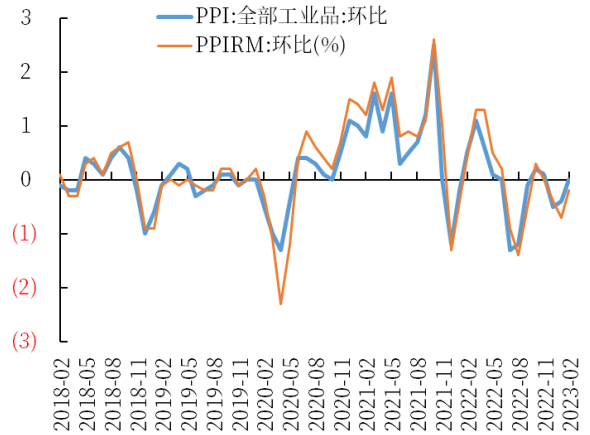


图7 PPI 和 PPIRM 同比走势



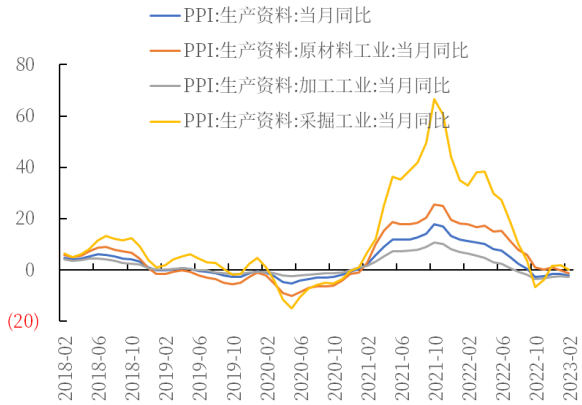
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 PPI 和 PPIRM 环比走势



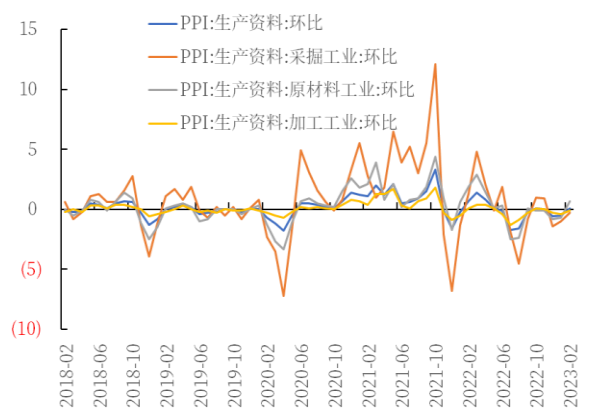
资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 上中下游 PPI 同比走势 (%)



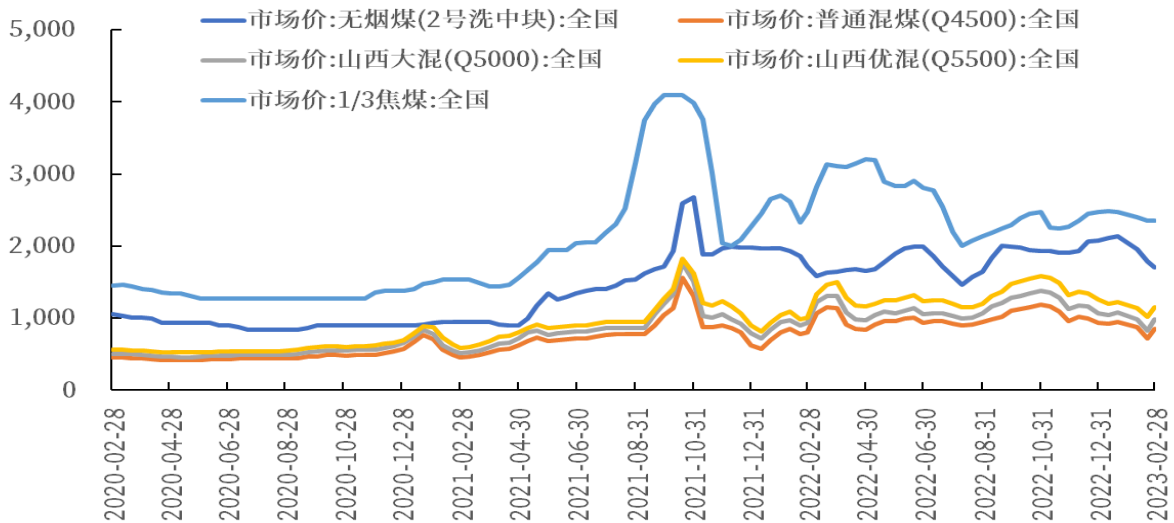
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 上中下游 PPI 环比走势 (%)



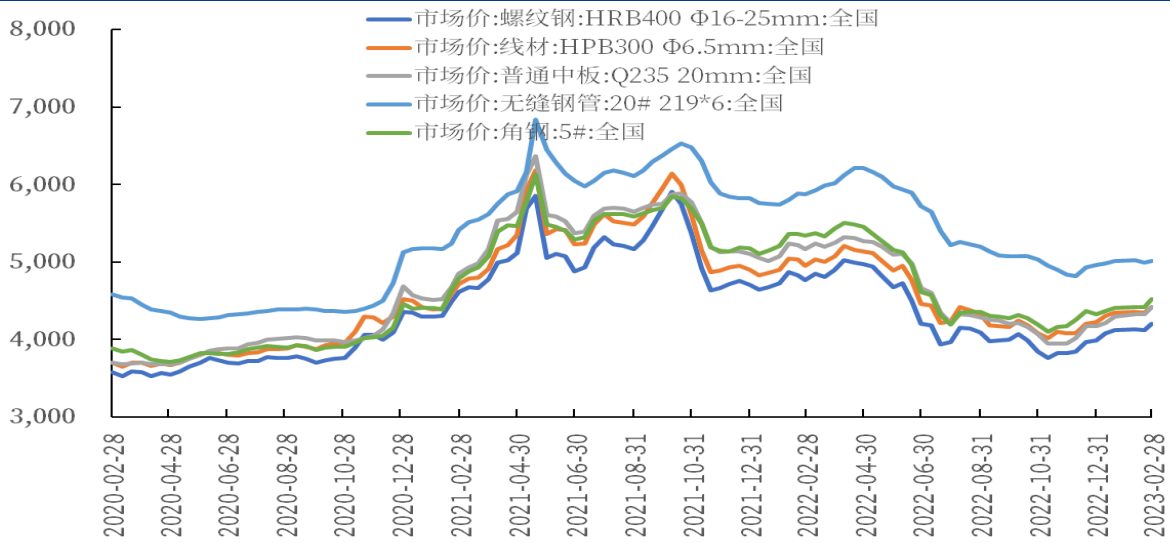
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图12 钢材价格走势（元/吨）



资料来源: wind, 中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637