



CPI 通胀超预期回调

——2023 年 2 月物价数据点评

2 月 CPI 同比增长 1.0% (市场预期 1.8%)，较前值大幅回落 1.1pct；核心 CPI 同比增长 0.6%，较前值回落 0.4pct。PPI 同比增长-1.4% (市场预期-1.3%)，较前值下行 0.6pct。

一、CPI 通胀：四大分项环比增速超季节性回调

2 月 CPI 通胀大幅低于市场预期，主因在鲜菜、鲜果、水产品 and 旅游四大分项价格回落幅度超出市场预期。结构特征有三：一是上个月价格涨幅超出季节性的四个分项（鲜菜、鲜果、水产品、旅游）本月跌幅亦均超出季节性，二是猪肉价格环比跌幅连续第二个月超过 10%，三是能源价格跌幅显著收窄。CPI 环比增速较上月大幅回落 1.3pct 至 0.5%。核心 CPI 同比增速 0.6%，环比增速-0.2%。

食品项通胀较前值回落 3.6pct 至 2.6%，对 CPI 通胀的拉动较前值回落 0.6pct 至 0.5pct；环比增速大幅回落 5.8pct 至-2.0%。1 月环比涨幅大超季节性的三个分项本月全部环比转跌，或因 1 月需求修复大幅强于供给的情况在 2 月出现逆转。鲜菜环比-4.4%、鲜果环比-1.2%、水产品环比-1.5%，是本月食品项环比增速大幅回落的主要驱动；能繁母猪头数于去年 12 月触顶，指向猪价下跌已引致产能去化，2 月猪价环比跌幅达 11.4%，连续第二个月跌幅超 10%。其他分项则延续了上个月“跌多涨少”的结构特征。

非食品项通胀较前值回落 0.6pct 至 0.6%，对 CPI 通胀的拉动较前值回落 0.5pct 至 0.5pct；环比较前值回落 0.5pct 至-0.2%。受国际油价上涨影响，交通工具用燃料项环比增速上行 3.3pct 至 1.0%，由负转正；1 月旅游项受春节影响价格涨幅较大，本月则环比大跌 6.5%。核心通胀环比增速 (-0.2%) 大幅低于季节性，主因在旅游分项超季节性回落。



二、PPI 通胀：持续下行

2 月 PPI 通胀-1.4%，较前值再下行 0.6pct，连续第五个月为负，主因在去年同期基数走高。PPI 环比增速较前值回升 0.4pct 至 0，环比转正，主因在油价转涨。生产资料同比增速-2.0%持平前值；环比增速较上月上行 0.6pct 至 0.1%，再度转正。生活资料通胀较上月回落 0.4pct 至 1.1%，环比增速-0.3%持平前值。

从产业链看，上中下游 PPI 通胀递减的格局未有改变，但环比格局较上月发生变动，中游 PPI 环比转正并反超下游，指向上游（大宗商品价格）和下游（需求端）均未能占据主导地位。

分行业看，有色 PPI 同比>煤炭>石油>黑色，黑色 PPI 环比>有色>石油>煤炭，除原油外其他分项同比、环比均与前值相近。石油和天然气分项环比增速较前值大幅回升 7.2pct 至 1.7%，主因在国际油价转涨；煤炭项环比上行 0.5%；黑色（3.9%）环比增速较前值再上行 0.5pct，指向基建实际开工率持续上行；有色项环比涨 2.1%，除开工走强外，铝行业产能限制亦开始造成供给侧压力。

三、前瞻：CPI 通胀温和扩张，PPI 通胀仍未见底

总体而言，本月 CPI 通胀数据本质上反映的是部分分项在 1 月超季节性上涨后的回调。1-2 月合并核心 CPI 环比增速同样大幅低于季节性，指向消费需求中枢走高仍需时日。

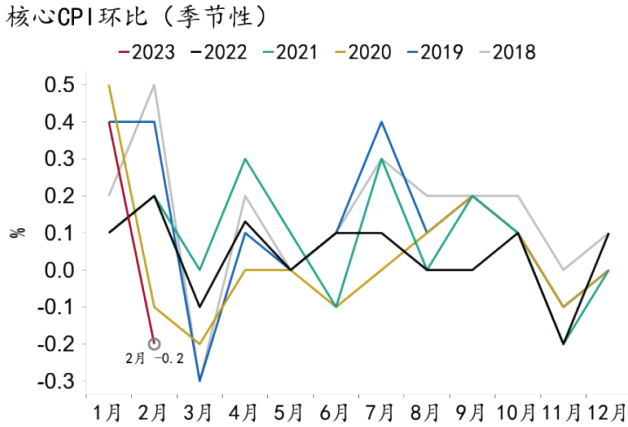
前瞻地看，2023 年上半年 CPI 通胀仍将稳定在 2.0%下方，核心 CPI 环比动能中枢或逐步超出季节性水平。由于去年 3 月起 PPI 基数显著走高，PPI 通胀下行态势或持续至年中，底部或接近-3.0%。PPI 环比增速或保持在 0.1%附近，基建开工对大宗商品价格的支撑仍将持续。

2 月 CPI-PPI 通胀剪刀差小幅收窄至 2.4pct，CPI 通胀跌幅超过 PPI 通胀。预计 CPI-PPI 通胀剪刀差仍将走阔，下游利润有望改善。

（作者：谭卓 王天程）

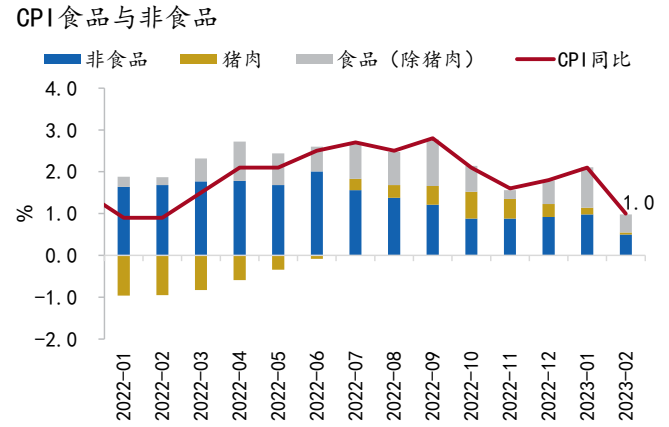
附录

图 1: 2 月核心 CPI 环比增速大幅低于季节性



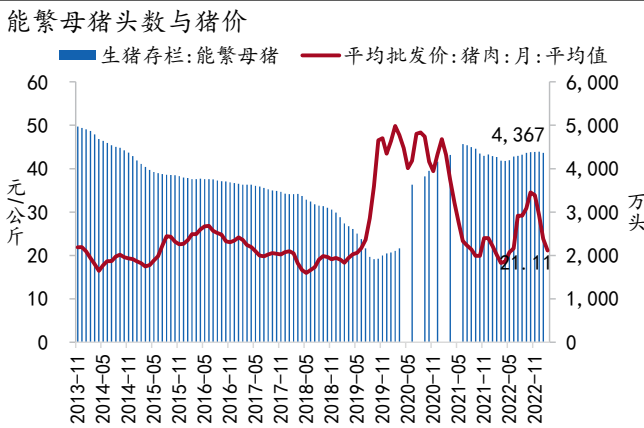
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: CPI 通胀跌至 1.0%



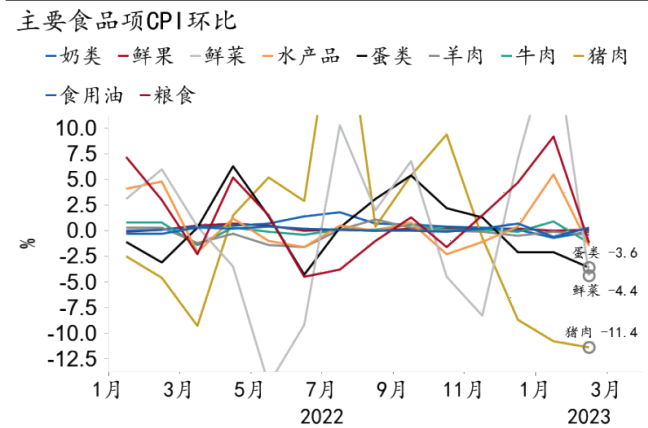
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 3: 2 月猪价延续大幅回落



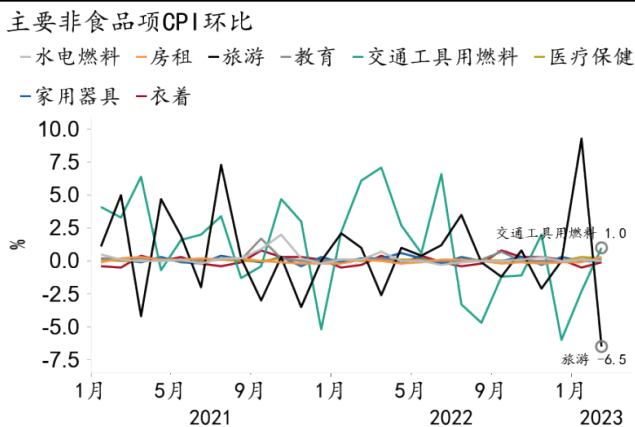
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: 鲜菜、鲜果、水产品项环比增速大幅回落



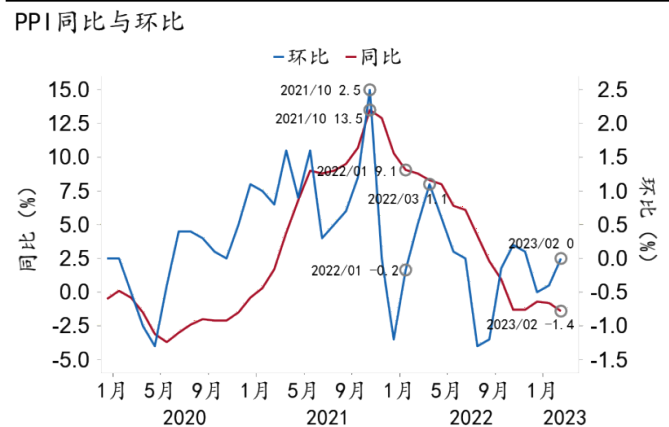
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 旅游价格大幅回落, 燃料价格转跌为涨



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

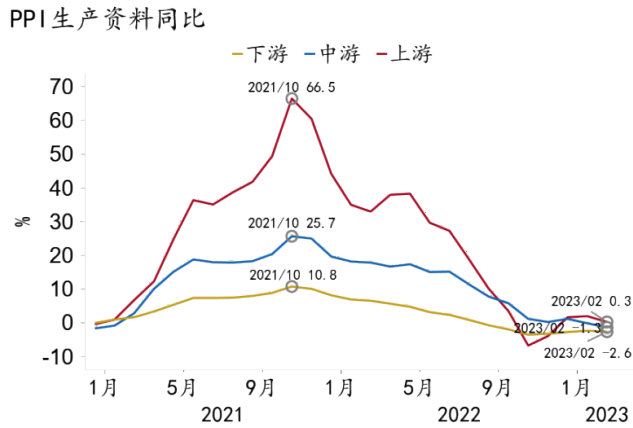
图 6: PPI 通胀跌幅走阔



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

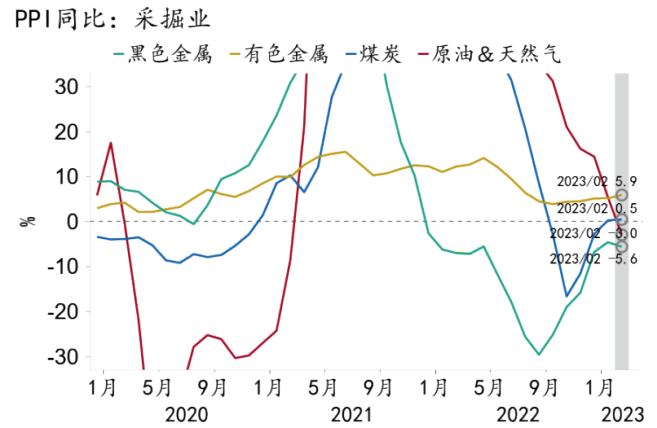


图 7: 上中下游 PPI 通胀全面下跌



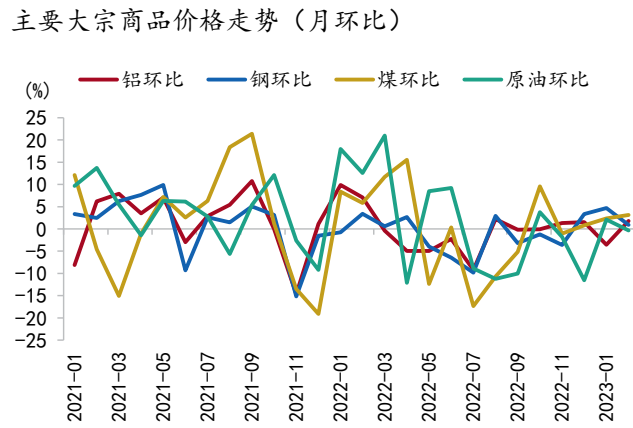
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 原油项 PPI 通胀快速下行



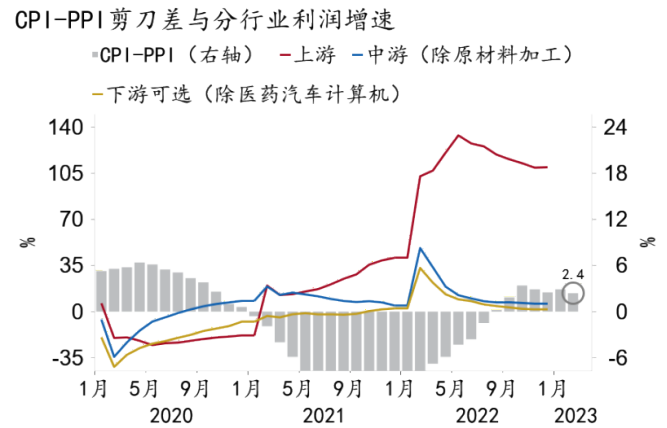
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 9: 原油价格环比增速转正



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 10: CPI-PPI 通胀剪刀差小幅收敛



资料来源: Macrobond、招商银行研究院