

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021年3月11日

PPI 快速上行 结构性通胀延续

—2月物价数据点评

内容提要:

2月CPI同比下跌0.2%，预期下跌0.3%，前值下跌0.3%；PPI同比上涨1.7%，预期上涨1.5%，前值上涨0.3%。

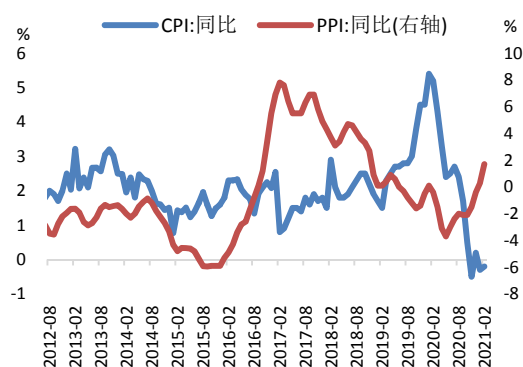
CPI略超市场预期。其中，食品弱于季节性，非食品强于季节性，但总体仍弱于季节性，肉类价格回落是拉低CPI的主要因素。核心CPI同比止跌，环比表现温和。考虑到猪肉价格的波动性及对CPI的较大影响，核心CPI比CPI本身对经济的指向意义更大，目前看前者仍为温和反弹。展望未来，2020年3月起CPI基数走低以及消费温和复苏有望为未来CPI提供一定支撑，但短期肉类价格高位回落对CPI的拖累影响将持续，两者相抵后预计CPI缓慢抬升，5-6月达到年内次高点（2%左右）后小幅回落，11月左右再度上行至年内最高点（2.5%左右），全年温和上涨的可能性较大。

PPI强于市场预期但环比涨幅持续收窄。当前输入性通胀情况明显，大宗商品价格持续上涨。美国最新一轮1.9万亿美元刺激计划逐步落地，将继续提振美国消费与房地产行业，对大宗商品仍有一定的推动作用。综合而言，虽然大宗商品价格环比涨幅峰值可能已过去但仍有上涨空间，叠加2020年同期低基数，3-5月PPI或继续快速上行，峰值或接近6%。

考虑到当前中上游价格上涨向中下游传导并不顺畅，消费仍是温和复苏，CPI很难大涨，即使全年PPI上行至4%左右，GDP平减指数也较为温和，结构性通胀对货币政策的实质性影响有限。

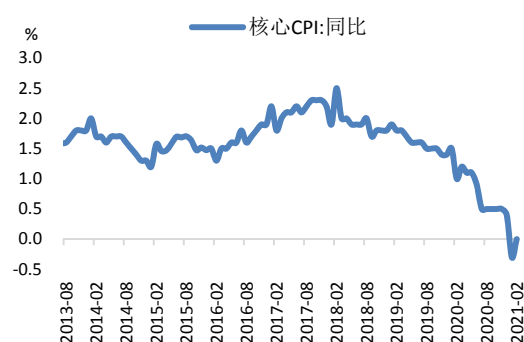
风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

核心CPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《政策回归常态，创新行稳致远—2021年国内宏观经济展望》
2. 《温和再通胀，关注结构变化—2021年通胀形势展望》
3. 《CPI小幅反弹，PPI快速修复—2020年12月物价数据点评》

事件：国家统计局 3 月 10 日公布的数据显示，2 月 CPI 同比下跌 0.2%，预期下跌 0.3%，前值下跌 0.3%；PPI 同比上涨 1.7%，预期上涨 1.5%，前值上涨 0.3%。

点评：2 月通胀数据略超预期，结构性通胀或将延续。CPI 方面，食品弱于季节性，非食品强于季节性，但总体仍弱于季节性，肉类价格回落是拉低 CPI 的主要因素。展望未来，2020 年 3 月起 CPI 基数走低以及消费温和复苏有望为未来 CPI 提供一定支撑，但短期肉类价格高位回落对 CPI 的拖累影响将持续，两者相抵后预计 CPI 缓慢抬升，全年温和上涨的可能性较大。PPI 方面，当前输入性通胀情况明显，虽然大宗商品价格环比涨幅峰值可能已过去但仍有上涨空间，叠加 2020 年同期低基数，3-5 月 PPI 或继续快速上行，峰值或接近 6%。考虑到当前中上游价格上涨向中下游传导并不顺畅，消费仍是温和复苏，CPI 很难大涨，即使全年 PPI 上行至 4% 左右，GDP 平减指数也较为温和，结构性通胀对货币政策的实质性影响有限。

1、肉类价格回落拖累 CPI，核心 CPI 止跌

2 月 CPI 略超市场预期，食品弱于季节性，非食品强于季节性，但总体仍弱于季节性。

从环比看，CPI 上涨 0.6%，弱于历史（2011-2019 年，下同）均值 0.2 个百分点。从同比看，食品烟酒类价格同比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点。食品中，水产品价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；鲜菜价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；鲜果价格上涨 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；蛋类价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点，其中猪肉价格下降 14.9%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。

食品价格环比表现大幅强于季节性特征。2 月食品价格环比上涨 1.6%，弱于历史均值（2.7%），今年 2 月春节效应较往年略弱，尤其是肉类及鲜菜类。

肉类价格回落是拉低 CPI 的主要因素，此项影响预计在今年大部分时间里将延续。其中，2 月猪肉价格环比下跌 3.1%，弱于历史均值（上涨 1.0%）；同比下跌 14.9%，为近 33 个月最低，对 CPI 同比的拖累较 1 月扩大 0.3 个百分点。肉禽及其制品环比下跌 1.0%，同比下跌 7.3%，对 CPI 同比的拖累亦较 1 月扩大 0.3 个百分点。近期猪肉价格下跌，主要是供给恢复

推动供需缺口缩小所致。一方面，节前生猪集中出栏，供应量较前期增加。据农业农村部最新数据，1月全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量1951.7万头，同比增长29.3%。另一方面，能繁母猪存栏持续恢复，对于猪肉实际供给以及预期产生积极影响。据农业农村部最新数据，1月能繁母猪存栏量环比增长1.1%，连续第16个月增长，同比则增长35%。1月生猪存栏量同比增长35.3%，按2020年的各月生猪存栏量环比平均递增2.1%的速度，预计到今年6月左右，生猪存栏量就会完全恢复到2017年的存栏水平，由此猪肉价格中期下跌的趋势不改。

其他食品价格涨多跌少，但仅油脂和水产品的价格环比强于季节性。其中，受天气转暖等因素影响，鸡蛋（环比变化为-3.8%，下同）、鲜菜（1.8%）、鲜果（6.1%）、奶及奶制品（0.3%）分别弱于季节性1.4、9.5、0.5、0.3个百分点，鲜菜涨幅大幅回落是因为1月涨幅（19.0%）过高；油脂（0.5%）、水产品（8.7%）分别高出季节性0.5、3.9个百分点；粮食（0.3%）持平于季节性。

非食品价格强于季节性特征，受就地过年及国际原油价格大幅上涨等因素影响。2月非食品价格环比上涨0.4%，强于历史均值（0.2%）。分项数据4涨1平2降，其中交通通信、教育文化娱乐价格分别上涨1.1%和0.8%，居住、生活用品及服务价格均上涨0.1%；医疗保健价格持平；衣着、其他用品及服务价格分别下降0.5%和0.3%。居民就地过年，文娱消费需求有所增加，电影及演出票价格上涨13.0%；受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨3.4%和3.7%；春节期间人工成本有所上升，洗车、家政服务、美发和出租车费用等价格均有上涨，涨幅在1.2-6.3%之间。

核心CPI同比止跌，环比表现温和。2月除去食品与能源的核心CPI同比持平去年同期，而此前的1月则为有数据以来的首次同比下滑；环比增长0.2%，略弱于历史均值（0.25%），若将1-2月结合起来看，环比表现（0.3%）与2014年同期并列为有数据以来的最低，终端需求仍在温和复苏。

综上，2月CPI反弹基本符合市场预期，考虑到猪肉价格的波动性及对CPI的较大影响，核心CPI比CPI本身对经济的指向意义更大，目前看前者仍为温和反弹。展望未来，2020年3月起CPI基数走低以及消费温和复苏有望为未来CPI提供一定支撑，但短期肉类（尤其是猪肉）价格高位回落对CPI的拖累影响将持续，两者相抵后预计CPI缓慢抬升，5-6月达到年内次高点（2%左右）后小幅回落，11月左右再度上行至到年

内最高点（2.5%左右），全年温和上涨的可能性较大。

2、PPI 强于预期，受输入性通胀影响较大，同比仍将上涨但环比收窄

PPI 强于市场预期但环比涨幅持续收窄。2 月 PPI 环比上涨 0.8%，大幅强于历史均值（环比持平），但近 3 个月持续收缩；同比上涨 1.7%，好于市场预期（1.5%）；PPIRM 环比上涨 1.2%，亦连续第 3 个月收窄，同比则从 1 月的 0.9%跳涨至 2.4%。

同比方面，2 月生产资料价格上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅与 1 月相同。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 14.1%，扩大 4.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 12.1%，扩大 3.2 个百分点；煤炭开采和洗选业上涨 10.9%，扩大 1.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业上涨 4.0%，扩大 2.8 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 6.4%，收窄 15.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 0.5%，收窄 8.5 个百分点。

环比方面，部分国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。其中，生产资料价格上涨 1.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格由上月上涨 0.2%转为持平。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 25 个，下降的 10 个，持平的 5 个，变化情况与 1 月一致。受国际原油价格持续上行影响，国内石油相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业价格上涨 7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 4.9%，化学纤维制造业价格上涨 3.6%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.45 个百分点。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨 5.9%、2.3%和 1.5%，合计影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。受天气转暖和春节假期因素影响，供暖及工业用电需求有所减弱，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.6%，涨幅回落 4.8 个百分点；燃气生产和供应业价格由涨转降，下降 0.7%。

当前输入性通胀情况明显。大宗商品价格持续上涨，2 月 RJ/CRB 指数、LME 基本金属指数、布伦特原油价格均值环比分别上涨 7.0、10.9、12.6 个百分点，均较 1 月扩大，原油对大宗商品整体贡献较大。受此影响，国内南华工业品指数均值环比上涨 4.8%，同比上涨 25.8%，但是其环比涨幅连续 2 个月徘徊在 4.5%左右，较 2020 年 12 月同比 10.4%的涨幅大幅回落，而且 3 月上旬较 2 月均值环比亦上涨 4.4%，国内情况相对稳定

(人民币汇率升值有一定的对冲作用)。从海外的情况看,美国最新一轮 1.9 万亿美元刺激计划逐步落地,将继续提振美国消费与房地产行业,对大宗商品仍有一定的推动作用。2020 年下半年市场对通胀的预期较为充分,推动美债收益率上升(同期美元指数从 100 左右跌破 90),今年初以来通胀预期相对平缓,如果疫苗接种率快速提升,年中美欧经济复苏强度提高,有可能会再度催化大宗商品价格。不过,本轮大宗商品涨价,除去政策刺激效应外,部分品种(如铜与原油等)供给收缩也发挥了作用,若未来疫情得到有效控制,供给恢复有助于一定程度上平抑价格,同时原油价格若持续上升,OPEC+增产叠加美国页岩油企业复苏,原油价格存有冲高回落的可能。

综合而言,虽然大宗商品价格环比涨幅峰值可能已过去但仍有上涨空间,叠加 2020 年同期低基数,3-5 月 PPI 或继续快速上行,峰值或接近 6%。此外,近期生产资料价格涨幅持续快于生活资料,中上游涨幅快于中下游,价格快速上行对部分企业的压力已经显现,需要持续关注。

风险提示: 央行超预期调控,食品价格超预期,大宗商品价格超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

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_17525

