

宏观点评

PPI 上行会如何演绎，对政策和利率有何影响？——兼评 2 月物价

事件：2月CPI同比-0.2%，预期-0.5%，前值-0.3%；2月PPI同比1.7%，预期1.5%，前值0.3%。

核心观点：食品降，服务分化、工业强，CPI和PPI延续分化，关注PPI超预期上涨。

1.CPI同比降幅收窄，核心CPI回升。其中食品涨幅缩窄，与天气、疫情等短期扰动消退有关；非食品如期修复，与春节错月、疫情好转、油价上涨有关。教育文化和娱乐环比涨幅高于去年，但低于同在2月春节的2018和2019年，说明就地过年总体对服务消费形成拖累，但结构分化，其中近距离的电影、美发涨，远距离的旅游弱于18和19年。2月CPI同比降0.2%，降幅缩小0.1个百分点，其中翘尾影响约-1.8个百分点，新涨价影响约1.6个百分点；食品同比降0.2%，涨幅缩窄1.8个百分点；非食品同比降0.2%，降幅缩窄0.6个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比为0%，较前值回升0.3个百分点。分项看：

>食品项环比涨幅缩窄，与寒冷天气、疫情等短期扰动消退、生猪出栏恢复有关，预计后续将稳中有降。2月CPI食品环比涨幅缩窄2.5个百分点至1.6%。环比涨幅明显提升的有水产品 and 鲜果，分别较前值回升5.4和3.8个百分点至8.7%和6.1%，主因春节消费需求增加和运输成本上升。环比涨幅明显回落的有鲜菜、蛋类和猪肉，分别较前值回落17.2、13.2和8.7个百分点至1.8%、-3.8%和-3.1%，主因节后天气转暖，蔬菜、鸡蛋供给增加，生猪出栏持续恢复，以及疫情好转使得运输畅通等。总体看，食品价格环比涨幅回落主因寒冷天气、疫情等短期因素消退，随着天气继续转暖、节后需求减少，鲜菜、猪肉等价格也有望继续稳中有降。

>非食品环比高于季节表现，与春节错月、疫情好转、就地过年提振文娱消费和油价上涨有关，但旅游环比涨幅低于同在2月过春节的2018和2019年，说明就地过年对远距离消费仍形成了抑制。2月CPI非食品环比上涨0.4%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，较过去5年同期均值（后文用“季节性”代替）高0.22个百分点，与春节错月、就地过年增加文娱消费、油价上涨有关。受益于疫情好转，春节期间人工成本上升，家庭服务环比涨价1.7%，高于季节性1个百分点；受国际油价上涨影响，交通工具燃料环比上涨3.3%，高于季节性3.9个百分点；受就地过年文娱消费增加提振，教育文化和娱乐环比上涨0.8%，高于季节性0.25个百分点（但低于2018和2019年）。旅游环比上涨5%，高于去年同期的0%应是受春节错月的影响，但仍低于同在2月过春节的2018和2019年（同期旅游环比分别是10.6%和6.4%），说明就地过年仍对远距离消费形成了一定拖累。

2.PPI同比大幅抬升，主要源于内外需修复提振原油、铜等大宗商品价格。2月PPI同比回升1.4个百分点至1.7%，翘尾影响约-0.1个百分点，新涨价影响1.8个百分点；PPI环比较前值回落0.2个百分点至0.8%。

>分七大产业看：除一般日用品外，其余门类同比涨幅均持平或扩大，其中：采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅分别扩大5.8、3.7、0.7个百分点至6.8%、2.9%和1.7%。

>分40个工业行业看：**第一**，受天气转暖和春节期间工业用电需求下降影响，煤炭开采和洗选业环比涨幅缩窄4.8个百分点，同比涨幅小幅扩大1.8个百分点。**第二**，受益于国际原油价格上涨，石化产业链价格持续走高，石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的同比涨幅呈现0.5-15.5个百分点的扩大。**第三**，受益于内需回升，国际金属涨价，有色、黑色产业链价格同比涨幅较1月扩大0-7个百分点，其中黑色金属矿采选业同比上涨29.4%。

>维持报告《以史为鉴，本轮PPI上行和大宗商品涨价会如何演绎？》中的判断，继续提示关注大宗商品涨价和PPI可能超预期逻辑。回顾历史的PPI上行期，宏观环境的共性特点为内外需修复和全球流动性宽松，个别典型时段则处于危机之后的复苏时期。对标历史和结合当前经济修复节奏，预计本轮PPI将持续上行，但环比上行幅度可能逐步放缓（去年12月至今年2月PPI环比分别1.1%、1.0%、0.8%，已部分印证环比放缓逻辑）；年内看，预计PPI同比呈“M”型，同比高点有望在5月起5%。涨价的重点预计在于石化链、黑色、有色，对应的大宗品可重点关注原油、铜、螺纹钢。对于全球大宗商品，我们同样认为会继续涨价、但涨幅可能放缓，本轮大宗行情可能是慢牛。

3.后续预测：中性条件下，2021年通胀整体温和上行，关注PPI超预期上涨的可能性。

>CPI：从季节规律看，春节之后CPI环比通常回落，截至3月8日高频数据来看，猪肉、鸡蛋、蔬菜环比大幅降价，水产品环比小幅涨价、鲜果涨跌不一，叠加节后非食品环比可能走弱，预计3月CPI环比为负，对应同比走弱。预计2021年全年CPI同比由2020年2.5%降至1%-2%。

>PPI：3月首周南华工业指数和CRB工业原料现货指数呈回升趋势，生产资料价格指数环比上升0.8%，叠加2020年3月PPI同比基数大幅下行，预计3月PPI同比将大幅提升至3%以上。综合当前内外经济面，预计2021年全年PPI同比由-1.8%升至3%甚至4%以上。继续提示关注PPI对库存、制造业投资的影响。

4.PPI超预期上行对货币政策和利率可能有什么影响？

>货币政策将较2020年收紧，当前看PPI上行尚不足以引起货币政策过快转向。其一，我们梳理2015年以来央行对物价态度的表述，认为央行更关注CPI和GDP平减指数，今年CPI将是温和通胀，中性情况下CPI升幅弱于2020年，不会发生显著通胀。其二，本轮PPI超预期上行很大程度上是受国际定价的大宗商品引起，国内货币政策过快收紧对于抑制通胀效果可能有限。其三，美联储为首的海外央行仍维持较为宽松的货币政策，在这种情况下中国也不急于过快收紧。总体看，维持我们在报告《有底线有余地——2021年政府工作报告9大信号》中的观点，今年货币政策将较去年收紧，但不会过快转向，即“不急转弯”（要转弯+不能急），短期难加加息（“推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融向实体经济让利”）。但鉴于央行Q4报告“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动（Q3为平稳运行）”的提法，预计后续DR007围绕7天逆回购利率宽幅波动。货币政策将注重结构性松（小微企业、绿色、科技、新经济、制造业）和结构性紧（房地产和资金套利）。

>PPI上行对利率形成提振。过往看，PPI和利率走势高度正相关，预示短期利率仍将承压、易上难下，短期内利率将震荡为主，趋势性下行的条件尚不具备。

风险提示：疫情反弹超预期、经济复苏不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

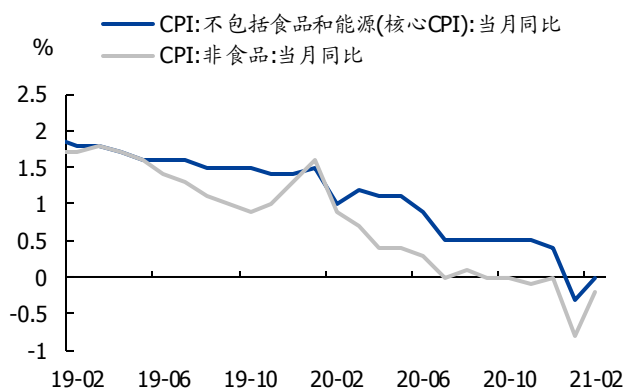
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《有底线有余地——2021“两会”9大信号（附10张对比表）》2021-03-05
- 2、《宏观专题：以史为鉴，本轮PPI上行和大宗涨价会如何演绎？》2021-02-26
- 3、《CPI和PPI再分化的背后——兼评1月物价数据》2021-02-10
- 4、《哪些工业品会持续涨价？——兼评12月物价》2021-01-11
- 5、《通胀走势隐含哪些投资线索？——兼评11月物价》2020-12-09
- 6、《宏观专题：重塑与重估——2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 7、《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评10月物价》2020-11-11
- 8、《宏观专题：CPI-PPI剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》2020-10-15
- 9、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中间线索》2020-07-06

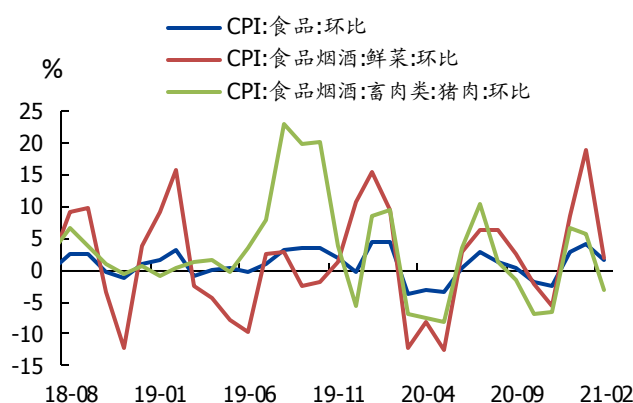


图表 1: 2月核心CPI和非食品CPI同比回升



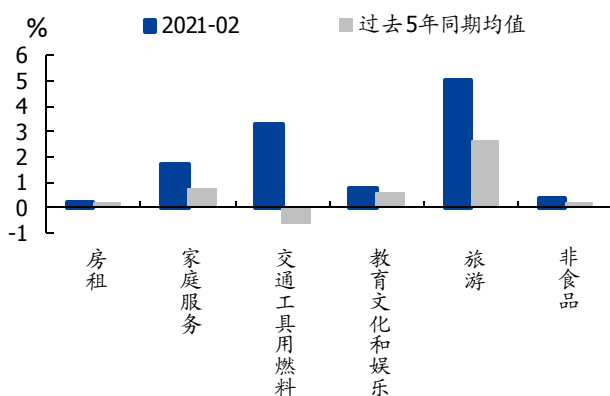
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2月CPI食品环比涨幅收窄



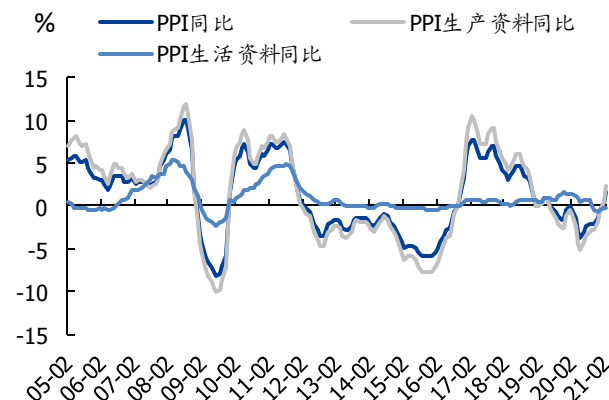
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2月非食品环比高于季节表现



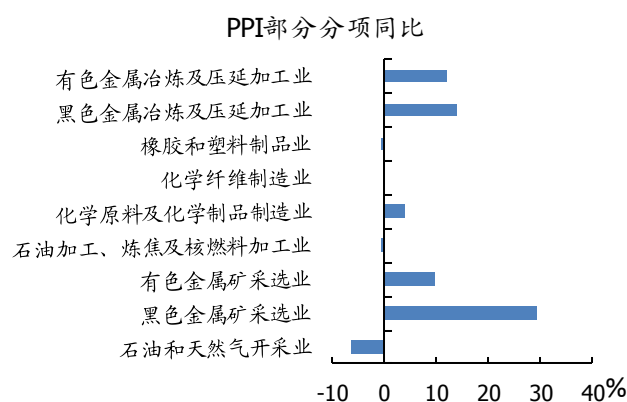
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2月PPI同比大幅回升



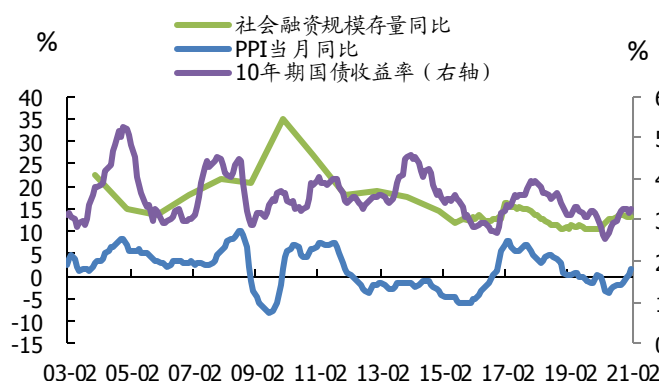
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2月PPI黑色有色、石化链等分项同比涨幅扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 社融顶领先利率顶, 但利率也受PPI制约



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_17602

