

宏观点评报告

2021 年 3 月 10 日

CPI 未来缓慢回升，PPI 进入快速拉升阶段

2021 年 2 月通胀点评

核心内容：

- **1 季度 CPI 负增长** 2 月 CPI 同比-0.2%，略高于市场预期。核心 CPI 保持平稳，通胀处于低位。物价环比涨幅不超预期，预计 1 季度 CPI 负增长。
- **受制于“就地过年”，2 月春节效应弱于往年** (1) 蔬菜价格上行 1.8%，春节期间农产品价格上行，蔬菜价格前期上行过多，反而在 2 月份只有小幅上涨；(2) 猪肉价格下行 3.1%，春节期间集中出栏，导致春节后猪肉价格迅速回落；(3) 受到原油价格上行的影响，交通燃料价格持续上行 3.3%，但由于其他价格涨势平稳，猪肉价格走低，对 CPI 影响低于预期。
- **猪肉蔬菜价格迅速回落 震荡下行至 8 月份** 2020 年生猪出栏 5.2 亿头，我们预计与消费均衡数量上仍然有 5000 万头左右的缺口，未来两年猪肉都是补库存增产能阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。需求方面，由于我国生猪需求进入淡季，加上新冠疫情下居民收入增长趋缓，猪肉价格处于高位，需求仍然较为弱势。预计生猪价格下行或者横盘可能持续至 9 月份。2 月份天气整体情况较好，蔬菜供应量充足，春节后蔬菜价格也经历快速下跌。3 月初寒流来袭蔬菜价格有所反复，但预计 4 月份倒春寒可能性减弱，蔬菜价格短暂上行后仍然回落，季节性来看，蔬菜价格回落至 7 月份。
- **未来 CPI 低位运行 不存在通胀风险** 2021 年 3 份翘尾影响 0.9%，预计新涨价因素在-0.5%左右，CPI 同比增速约在-0.6%左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 0.4%左右。**疫情后我国消费增速回升速度低于预期**，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。2021 年 1 季度是低点，2021 年 2 季度 CPI 重新上行，未来 CPI 低位运行。**我国货币发行小幅回落，疫情期间货币的短暂走高并未带动居民收入增加**。与发达国家一样，我国金融宽松同样带来了贫富差距的扩大。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件。**我国经济面临的主要问题是有效需求不足**，有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。**新经济带来的新需求仍然需要时间发酵**，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。
- **PPI 随大宗商品价格上行** 2 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 1.7%，环比上行 0.8%。2020 年翘尾水平预计达到 3.4%，低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

2 月份下半旬开始，焦煤焦炭价格开始回落。3 月份上旬，铁矿石和原油价格到达高位，随之铁矿石价格快速下行，而原油受到多重利好刺激，ICE 布伦特原油期货价格一度超过 70 美元/桶，价格快速走高后，3 月中下旬有下行压力。

受到原油类大宗商品价格拉动的 PPI 上行速度减缓，3 月份环比可能负增长。但同时 PPI 的基数水平较高，2 季度和 3 季度 PPI 水平较高，预计在 3%-4%左右。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

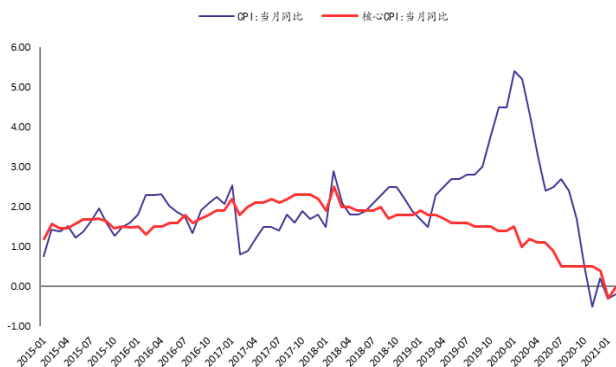
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

一、1 季度 CPI 仍然负增长

CPI 环比上行，核心 CPI 小幅上升，1 季度 CPI 负增长。2 月份全国居民消费价格同比增速-0.2%，环比上行 0.6%；其中食品价格环比上行 1.6%，非食品价格上行 0.4%。核心 CPI 同比增速 0%，环比上行 0.2%，核心 CPI 同比低位运行。

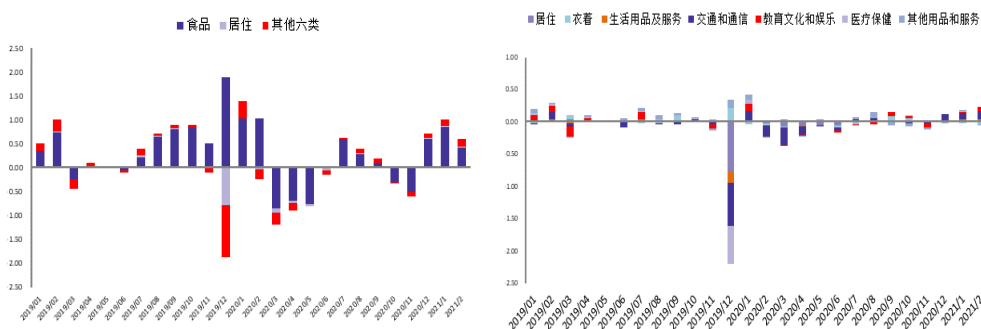
图 1：CPI 同比小幅回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平为负，基数效应仍然较为明显。通胀环比上行，但由于就地过年的原则，CPI 环比上行幅度弱于往年春节。2 月 CPI 环比上行，春节假期食品价格和非食品价格同时上行：（1）蔬菜价格上行 1.8%，水果价格上行 6.1%，水产品价格上行 8.7%，春节期间农产品价格上行，蔬菜价格由于 2020 年 12 月份和 2021 年 1 月份上行过多，反而在 2 月份只有小幅上涨；（2）猪肉价格下行 3.1%，综合畜肉类价格下行 1.0%；春节期间集中出栏，导致春节后猪肉价格迅速回落；（3）非食品价格上行，受到原油价格上行的影响，交通燃料上行了 3.3%，但水电燃料本月上行 0.1%。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



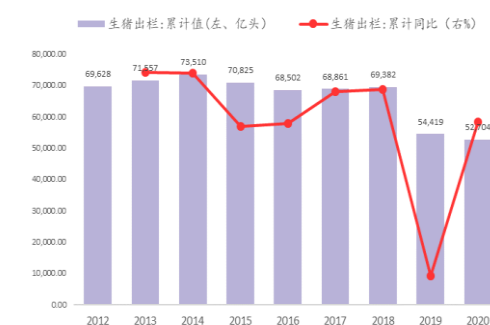
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、猪肉蔬菜价格迅速回落 震荡下行至 8 月份

猪肉出栏量增速拐点已现，生猪出栏量整体回升，但春节期间集中出栏，加之需求上行速度缓慢，使得猪肉价格在春节后迅速下行。从供给上来看，2020 年生猪出栏 5.2 亿头，我们预计与消费均衡数量

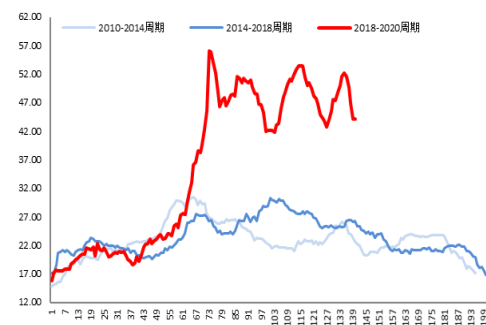
上仍然有 5000 万头左右的缺口，而以猪周期 4 年的时间来计算，未来两年猪肉都是补库存增产阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。需求方面，由于我国生猪需求进入淡季，加上新冠疫情下居民收入增长趋缓，猪肉价格处于高位，需求仍然较为弱势。2021 年春节过后，猪肉价格出现回落，随着生猪供给的逐步增加，猪肉价格未来仍然以降为主。预计生猪价格下行或者横盘可能持续至 9 月份。

图 3：生猪出栏量（亿头）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

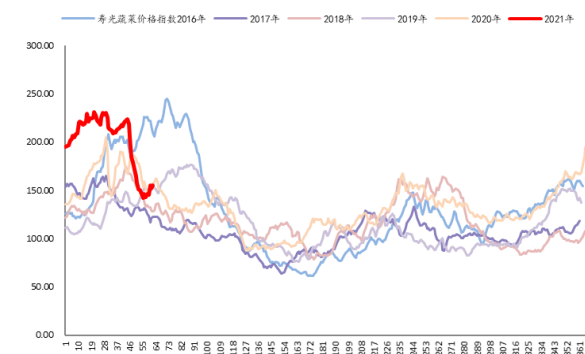
图 4：三轮猪周期价格对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2 月份天气整体情况较好，蔬菜供应量充足，春节后蔬菜价格也经历快速下跌。3 月初寒流来袭蔬菜价格有所反复，但预计 4 月份倒春寒可能性减弱，蔬菜价格短暂上行后仍然回落，季节性来看，蔬菜价格回落至 7 月份。

图 5：蔬菜价格指数下行速度较快（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、未来 CPI 低位运行 不存在通胀风险

2 月份 CPI 节日性上行，但就地过年影响下蔬菜等农产品涨价不如预期，猪肉集中出栏，年后价格快速下跌，原油价格继续走高。消费品和服务类价格均出现上行，除去能源和食品价格，核心 CPI 小幅回升 0.2%，录得 0%，我国没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，2021 年 1 季度是低点。2021 年 2 季度 CPI 重新走高，之后逐步回落。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 低位运行。

我国货币发行保持平稳，信贷增速进入平稳阶段，疫情期间货币的短暂走高并未带动居民收入增加。疫情期间的货币有一部分进入房地产，带来房地产价格上行，同时资本市场走高。与发达国家一样，我

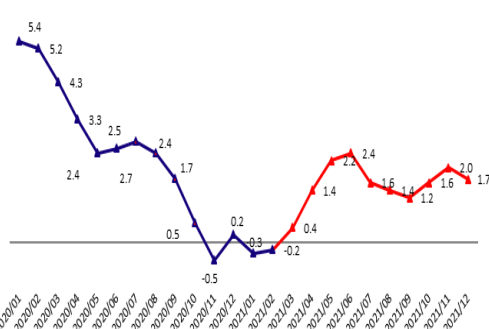
国金融宽松同样带来了贫富差距的扩大。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0% 的水平。

2021 年 3 份翘尾影响 0.9%，预计新涨价因素在 -0.5% 左右，CPI 同比增速约在 -0.6% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 0.4% 左右。

我国经济面临的主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。新经济带来的新需求仍然需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6：原油期货价格继续上行（%）

图 7：2020-2021 年 CPI 预测（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、PPI 随大宗商品价格上涨

工业生产者价格（PPI）快速上行，生产资料价格继续走高。2 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 1.7%，环比上行 0.8%。2020 年翘尾水平预计达到 3.4%，低基数以及能源等大宗商品的上涨带来了 PPI 走高。

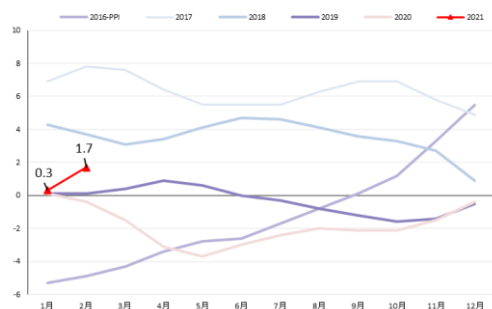
原油平均价格 2 月份小幅上行，煤炭、铁矿石价格大幅走高，螺纹钢热卷价格上行，采掘类和原材料类产品出厂价格本月快速走高。未来国内生产持续上行推升 PPI 持续回升，回升速度随着商品上行速度变化。2 月份原油价格继续走高，ICE 布伦特原油期货价格平均上行 12.6%，WTI 原油价格平均上行 13.5%，带动 2 月份石油天然气开采业环比上行 7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 4.9%。2 月份黑色金属和有色金属价格继续上行，带动黑色金属矿采选业上行 5.9%，黑色金属冶炼和压延加工业上行 2.3%。

2 月份下半旬开始，焦煤焦炭价格开始回落。3 月份上半旬，铁矿石和原油价格到达高位，随之铁矿石价格快速下行，而原油受到多重利好刺激，ICE 布伦特原油期货价格一度超过 70 美元/桶，价格快速走高后，3 月中下旬有下行压力。

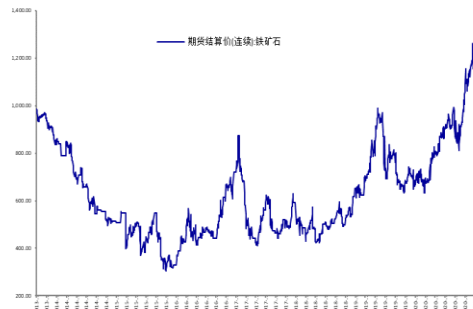
受到原油类大宗商品价格拉动的 PPI 上行速度减缓，而预计 3 月份环比可能负增长。但同时 PPI 的基数水平较高，2 季度和 3 季度 PPI 水平较高，预计在 3%-4% 左右。

图 8：2 月份 PPI 同比上行（%）

图 9：铁矿石价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



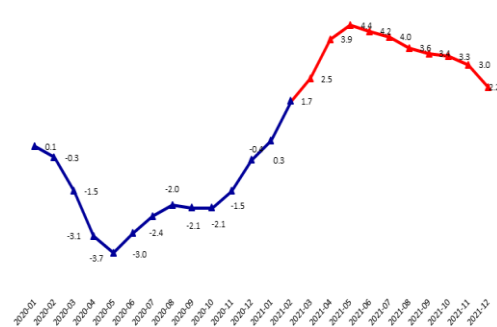
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）

图 11：PPI 预期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_17618

