

总量研究

分化继续，维持全年温和通胀判断

——2021年2月CPI和PPI数据点评兼债市观点

要点

事件

2021年2月CPI同比下降0.2%，降幅比1月收窄0.1个百分点；核心CPI同比增速为0，比1月上升0.3个百分点；PPI同比上涨1.7%，涨幅比1月扩大1.4个百分点。

点评

春节效应致消费品物价降幅收窄，但短期内向下趋势难以逆转。2月CPI同比下降0.2%，环比上涨0.6%；新涨价影响约为1.6个百分点。因此，从数据表现来看，2月消费品物价数据是有所改善的，但这主要由春节效应带来，具有一定的短期特征。展望后续，从2020年9月开始，由于食品价格走弱，叠加同期基数相对较高，CPI同比持续走弱，2021年2月降幅稍有收窄，但预计短期内难改继续下降趋势。2月中旬以来，猪肉、蔬菜价格持续走低，目前猪肉价格已经降至2020年以来最低值，后续预计仍有一定的下降空间，也将进一步拖累消费品物价走势。

延续去年12月以来演变逻辑，PPI同比大幅提升，但环比增速连续两月回落。2月PPI在国际原油价格和金属类大宗商品价格继续上行影响下，同比上升明显，环比增速则稍有降低（主要由生活资料带来）。2月生产资料与生活资料价格走势有所分化，进一步验证目前我国CPI与PPI之间的传导并不顺畅。展望后续，预计此轮PPI的高点大致在今年6、7月份，此轮PPI的上升幅度将低于以往的均值，此轮PPI的高点可能在5-6%，全年中枢在3%左右，维持全年温和通胀判断。

债市观点

全球再通胀带来的美债收益率快速上升引发了全球资本市场的剧烈波动，但是新冠疫情发生以来中国的经济恢复以及货币政策的行动都是领先于美国的，国债收益率运行的趋势亦是如此。全球再通胀通过成本和供需两条路径影响我国通胀环境，第一条路径影响已有所呈现，第二条路径涉及后续出口走势，则有不确定性；后续我国物价环境仍整体以温和通胀为主。我们预计，未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%,3.3%]之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

目前新冠疫苗虽上市，但后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在；国内经济仍处于复苏进程中，但后续演变也有不少不确定性，疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070

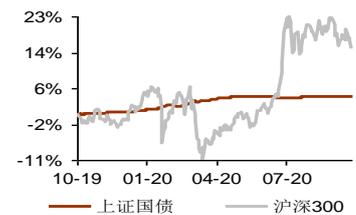
weiwx@ebscn.com

联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016
010-58452065

lishuchuan@ebscn.com

大盘走势图



相关研报

核心CPI创新低反映消费需求不足——2021年1月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2021-2-10)

供给因素推动PPI距离转正一步之遥——2020年12月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2021-1-11)

CPI转负无需担忧，关注明年PPI修复高点及对应时点——2020年10月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2020-12-09)

我国核心CPI分析方法与后续展望——通胀再研究系列之三 (2020-09-21)

PPI自上而下分析框架的构建与下半年展望——通胀再研究系列之二 (2020-07-14)

1、事件

2021年3月10日，国家统计局发布2021年2月CPI和PPI数据：2021年2月CPI同比下降0.2%，降幅比1月收窄0.1个百分点；核心CPI同比增速为0，比1月上升0.3个百分点；PPI同比上涨1.7%，涨幅比1月扩大1.4个百分点。

2、点评

2.1、春节效应致消费品物价降幅收窄，但短期内向下趋势难以逆转

2021年2月CPI同比下降0.2%，降幅比1月收窄0.1个百分点；环比上涨0.6%，涨幅比1月回落0.4个百分点。根据国家统计局的测算，在2月份0.2%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.8个百分点，新涨价影响约为1.6个百分点。因此，从数据表现来看，2月消费品物价数据是有所改善的。

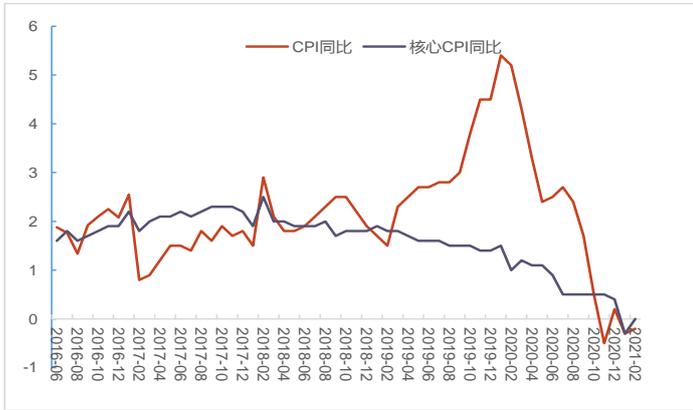
2月消费品物价降幅收窄主要由春节效应带来，具有一定的短期特征。受春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素影响，食品项中水产品和鲜果价格环比分别上涨8.7%和6.1%，涨幅较1月均有明显上升。非食品项价格环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，是推动2月CPI稍有修复的主要动力，但同样与春节因素有关。居民就地过年，文娱消费需求有所增加，电影及演出票价格上涨13.0%；受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨3.4%和3.7%；春节期间人工成本有所上升，洗车、家政服务、美发和出租车费用等价格均有上涨，涨幅在1.2%-6.3%之间。

核心CPI方面，2月核心CPI同比增长为0，比1月上升0.3个百分点；环比上升0.2%，比2月提升0.1个百分点，连续3个月上升。从数据表现来看，核心CPI整体尚可，但同样可能与春节因素有关，后续走势还需要继续观察。

从结构上来看，2月食品价格同比增长-0.2%，1月为同比增长1.6%，下降幅度较大主要受去年同期基数较高影响；非食品价格同比在1月创近年来新低后，2月降幅稍有改善，为下降0.2%，降幅收窄0.6个百分点。2月消费品价格同比增速为-0.3%，降幅较1月扩大0.2个百分点；服务价格同比增速为-0.1%，降幅收窄0.6个百分点。

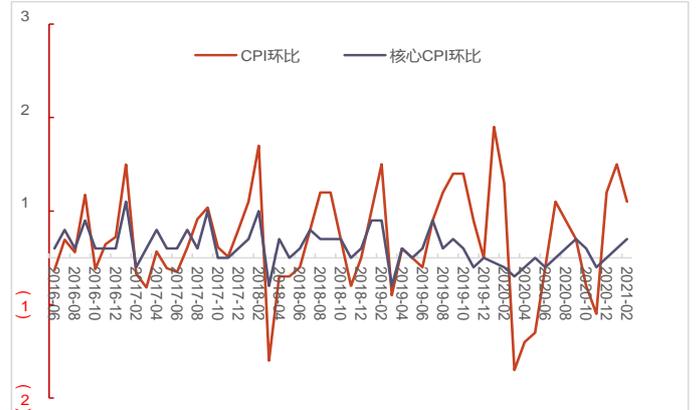
展望后续，从2020年9月开始，由于食品价格走弱，叠加同期基数相对较高，CPI同比持续走弱，进而在当年11月转负，2020年12月CPI虽重新转正，但不改CPI整体演变趋势，因此今年1月CPI重新转负，2月降幅稍有收窄，但预计短期内难改继续下降趋势。2月中旬以来，猪肉、蔬菜价格持续走低，目前猪肉价格已经降至2020年以来最低值，预计后续仍有一定的下降空间，也将进一步拖累消费品物价走势。我们在2月26日发布的通胀专题《全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀再研究系列之四》中指出，疫情影响下居民收入受到了较大冲击，后续消费修复可能会是一个比较缓慢的过程，消费品物价短期预计难有太好的表现。

图表 1: 2 月 CPI 和核心 CPI 同比均稍有改善



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 2: 2 月 CPI 环比稍有下降, 而核心 CPI 环比连续 3 月上升



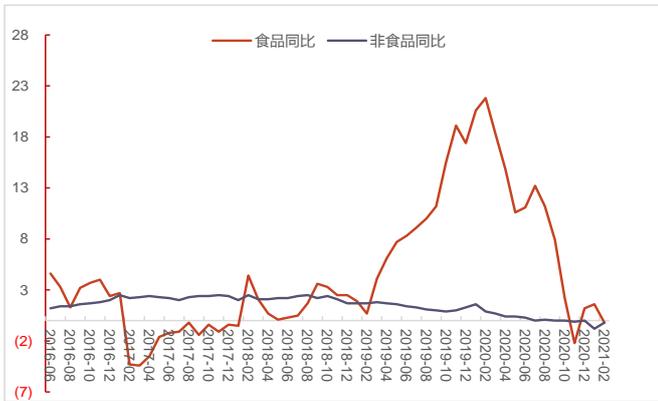
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 3: 2 月中旬以来猪肉和蔬菜价格均持续向下



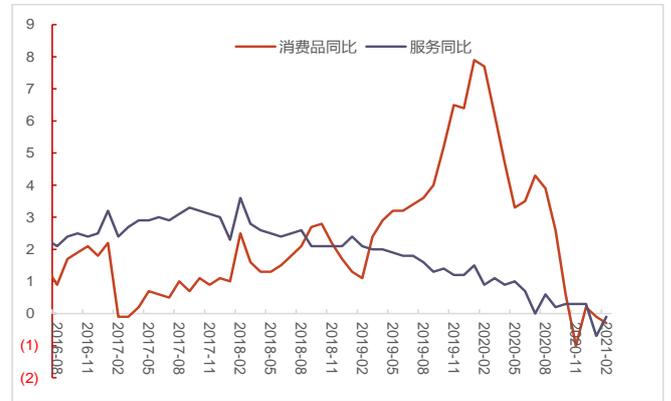
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: 元/公斤

图表 4: 2 月食品和非食品价格同比走势不一



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 5: 2 月服务价格同比下降 0.1%, 降幅较 1 月收窄明显



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

2.2、 延续去年 12 月以来演变逻辑，PPI 同比大幅提升，但环比增速连续两月回落

2 月份工业生产者出厂价格同比上升 1.7%，涨幅比 1 月上升 1.4 个百分点；环比上涨 0.8%，涨幅比 1 月回落 0.2 个百分点，连续 2 个月回落。回溯 2019 年四季度以来 PPI 走势变化，大致经历了以下阶段：

1) 2019 年四季度至 2020 年 1 月，这一阶段 PPI 环比窄幅波动，2019 年 10 月后同比增速逐步回升，PPI 有触底回升迹象，预示 2017 年 1 月以来 PPI 下行周期可能临近结束。

2) 2020 年年初至 2020 年 5 月，疫情的出现将 PPI 重新推入下降通道。疫情出现以来，PPI 又大致以下几个阶段的发展：2-4 月为加速下降（同比分别为-0.5%、-1.5%和-3.1%，分别比上月变动-0.5、-1.0、-1.6 个百分点）；5 月则进入到减速下降模式（同比为-3.7%，比上月变动-0.6 个百分点）。

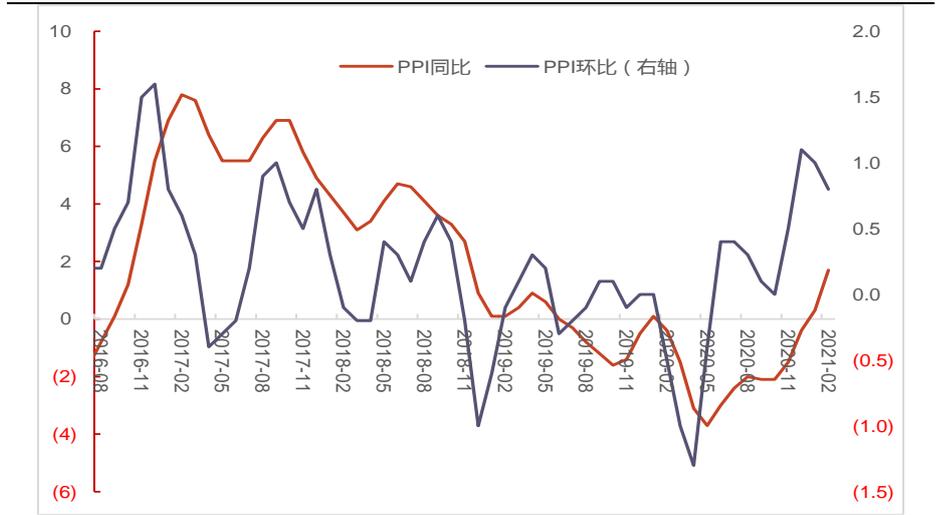
3) 2020 年 6 月 PPI 开启修复通道。2020 年 6 至 8 月同比分别为-3%、-2.4%、-2%，降幅持续收窄。但 9-10 月，受国际油价影响，PPI 暂停修复进程，而 11 月则重新进入到修复通道中，12 月则在国际原油、大宗商品以及需求改善等因素综合作用下，修复速度明显加快。

4) 2020 年 12 月以来至今，国际原油、国际大宗商品价格较快上涨推动 PPI 修复速度明显加快，至转正仅一步之遥。2021 年 1 月，原油、铁矿石等大宗商品价格继续上升，叠加国内需求持续改善，PPI 延续快速修复势头，当月环比上涨 1.0%，同比增速则提升了 0.7 个百分点，由负转正。2 月 PPI 走势则基本延续之前演变逻辑，在国际原油价格和金属类大宗商品价格继续上行影响下，PPI 同比上升明显，环比增速则稍有降低（主要由生活资料带来，2 月生活资料价格环比增速为 0，而 1 月则是上涨 0.2%）。

分项来看，2 月生产资料与生活资料价格走势有所分化，进一步验证目前我国 CPI 与 PPI 之间的传导并不顺畅。从同比增速来看，2 月生产资料价格上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8 个百分点，而生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同。生产资料中采掘、原材料、加工三项 2 月继续改善。2 月采掘、原材料、加工三项的同比增速分别为 6.8%、2.9%和 1.7%，较 1 月变动 5.8、3.7、0.7 个百分点，在原油价格及大宗商品价格上涨以及国内需求改善共同作用下，生产资料中的三项价格指数均出现明显修复。

展望后续，全球再通胀背景下，PPI 短期内还将继续向上，市场后续最为需要关心的问题是，2021 年 PPI 能够修复的高度以及高点对应的时点。我们在 2 月 26 日发布的通胀专题《全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀再研究系列之四》中结合我国 PPI 第 3 轮周期，预计此轮 PPI 的高点大致在今年 6、7 月份，此轮 PPI 的上升幅度将低于以往的均值，此轮 PPI 的高点可能在 5-6%，全年中枢在 3%左右，维持全年温和通胀判断。

图表 6：2 月 PPI 同比增速快速上升，环比增速连续 2 个月回落



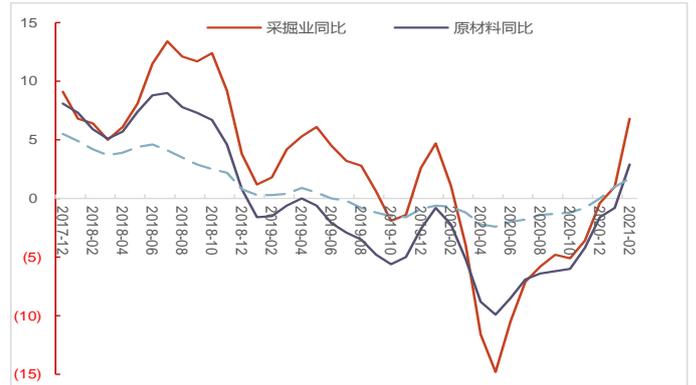
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 7：2 月生产资料与生活资料价格走势有所分化



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 8：2 月生产资料中各分项均继续改善



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

3、债市观点

近期，伴随疫苗接种范围扩大，美国新刺激计划的落地，大宗商品延续火爆行情，

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_17619



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn