

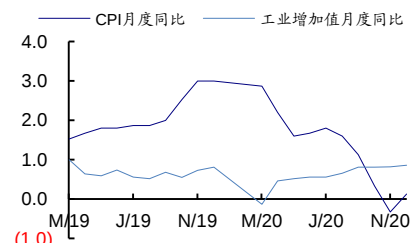
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2021 年 02 月 22 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	18.10
M2	9.40

相关研究报告:

《宏观专题报告: 2021 年 CPI、PPI 预测逻辑与结论》——2021-01-14
 《宏观专题报告: 莫高看存货变动对经济增长的影响》——2020-07-29
 《宏观专题报告: 油铜“轮盘”》——2020-12-30
 《2020 年中期宏观经济报告: 复苏未尽》——2020-07-04
 《宏观专题报告: “十四五”产业发展背后的经济逻辑》——2020-11-21

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

CPI 基期轮换带来的权重变动分析

● 2021 年新基期食品权重变动

2021 年最新一轮基期与上一轮基期相比, 食品烟酒权重下降约 1.4 个百分点, 下降幅度较小, 其中食品权重下降主要体现在鲜菜和猪肉权重下降。新基期鲜菜权重下降 0.5 个百分点, 畜肉类权重下降 0.4 个百分点, 猪肉权重下降 0.7 个百分点, 鲜果与蛋的权重变化不大。

2020 年 12 月与 2021 年 1 月这两个相邻月份权重变化相对较大。2021 年 1 月相较 2020 年 12 月, 食品烟酒权重下降了 2.9 个百分点, 其中鲜菜权重下降 0.5 个百分点, 畜肉类权重下降 2.4 个百分点, 猪肉权重下降 2.2 个百分点, 鲜果与蛋权重变化不大。

● 2021 年新基期非食品权重变动

由于食品烟酒权重下调幅度不大, 因此新基期非食品整体权重变动也不大, 但内部不同非食品分项权重出现了较大的正负调整。新一轮基期衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权重约比上轮分别下降了 1.7、0.5 和 0.4 个百分点, 居住、交通通信、医疗保健权重约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点, 生活用品及服务权重变动不大。

根据测算, 基期轮换后, 非食品中居住、交通和通信 2021 年 1 月权重较 2020 年 12 月上调 2.8、2.1 个百分点, 而衣着权重下降 1.2 个百分点, 其他非食品分项变化不大。

● 2021 年 1 月较 2020 年 12 月权重变化对 CPI 同比的影响大小

整体来看, 2021 年 1 月 CPI 权重较 2020 年 12 月的变化对 CPI 同比的影响主要体现在猪肉上, 合计压低 CPI 同比约 0.12 个百分点, 其他分项要么权重变动幅度较小要么价格涨幅本身较小, 因此权重变动对 CPI 涨幅的影响均不大。

● CPI 各分项权重后续如何变动

根据统计局发布的统计制度, 在 CPI 计算过程中, 一个非常重要的特点是 CPI 篮子中各个商品与服务的数量是固定不变的, 一直维持基期确定的固定数量。假设整个 CPI 篮子商品与服务数量总和为 100, 则 2021 年 1 月各分项权重可认定为基期确定的各个分项在 CPI 篮子中的固定数量。

通过对 CPI 计算公式进行解析, 可以知道, CPI 某一分项环比的当月权重等于上月该分项的金额占比, CPI 某一分项同比的当月权重等于去年同月该分项的金额占比。

CPI 篮子中各个商品与服务的数量一直维持不变, 但其价格却不会同步涨跌, 因此随着时间流逝, CPI 篮子中各个商品与服务的金额占比会持续发生变动, 这就是 CPI 各分项权重每月发生变动的原因。

内容目录

2021 年 1 月 CPI 食品各分项新权重计算.....	4
2020 年 12 月 CPI 食品各分项权重计算.....	4
2016 年 1 月 CPI 食品各分项权重计算.....	5
CPI 食品各分项环比权重变化分析.....	6
CPI 非食品各分项环比权重变化分析	6
2021 年 1 月较 2020 年 12 月权重变化对 CPI 同比的影响大小.....	8
CPI 各分项权重后续如何变动	8
环比权重如何变动?	9
同比权重如何变动?	9
国信证券投资评级.....	11
分析师承诺	11
风险提示	11
证券投资咨询业务的说明.....	11

图表目录

图 1: 2021 年 1 月 CPI 食品分项最新同比权重与环比权重计算结果.....	4
图 2: 2020 年 12 月 CPI 食品分项同比权重与环比权重计算结果.....	5
图 3: 2016 年 1 月 CPI 食品分项同比权重与环比权重计算结果.....	5
图 4: CPI 分项环比权重计算结果比较	6
图 5: 2020 年 12 月 CPI 非食品各分项权重较 2016 年 1 月变动幅度	7
图 6: 2021 年 1 月 CPI 非食品各分项权重较 2020 年 12 月变动幅度.....	8

未找到图形项目表。

2021 年 1 月 CPI 食品各分项新权重计算

2021 年 2 月 10 日国家统计局公布了 2021 年 1 月 CPI 数据。国家统计局发布的通告中披露了部分 CPI 食品分项的上涨幅度以及对整体 CPI 涨幅的贡献，某分项价格变动对整体 CPI 涨幅的贡献除以该分项上涨幅度即为该分项的权重。因此根据统计局的通告，我们可以计算得到这些食品分项的最新权重。

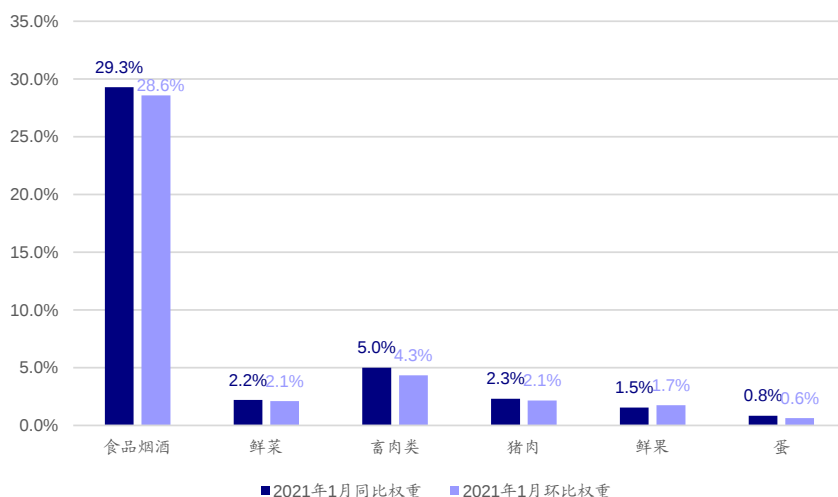
根据我们前期报告《固定收益专题-如何计算 CPI 各分项环比与同比的最新权重？》，CPI 各分项的同比权重等于去年同月份该分项在 CPI 篮子中的消费金额占比，而 CPI 各分项的环比权重等于上个月该分项在 CPI 篮子中的消费金额占比，二者是不同的，其中环比权重是距离时间最近的消费金额占比，因此我们更加关心环比权重而非同比权重。

根据我们计算的结果，2021 年 1 月食品烟酒整体环比权重为 28.6%，其中鲜菜环比权重约 2.1%，畜肉类环比权重 4.3%，猪肉环比权重 2.1%，鲜果环比权重 1.7%，蛋环比权重 0.6%。

食品烟酒中剔除茶和饮料、在外餐饮、烟、酒之后的窄口径食品权重大概是多少呢？考虑到统计局公布的 1 月窄口径食品环比为 4.1%，非食品环比为 0.3%，整体 CPI 环比为 1.0%，考虑到四舍五入的影响，2021 年 1 月窄口径的食品环比权重在 16.0%至 20.9%的范围内均可保证整体 CPI 食品环比达到 1.0%。

由于上一轮基期窄口径食品权重约为 20%，考虑到 2021 年 2 月 10 日国家统计局城市司负责人就价格指数基期轮换接受中国信息报专访提到，与 2016 年开始的基期相比，2021 年开始的基期食品烟酒权重约比上轮下降了 1.2 个百分点，若这 1.2 个百分点的回落均是窄口径食品权重回落带来的，则 2021 年 1 月窄口径的食品环比权重约为 18.8%，这或许是一个合意的估计值。

图 1: 2021 年 1 月 CPI 食品分项最新同比权重与环比权重计算结果



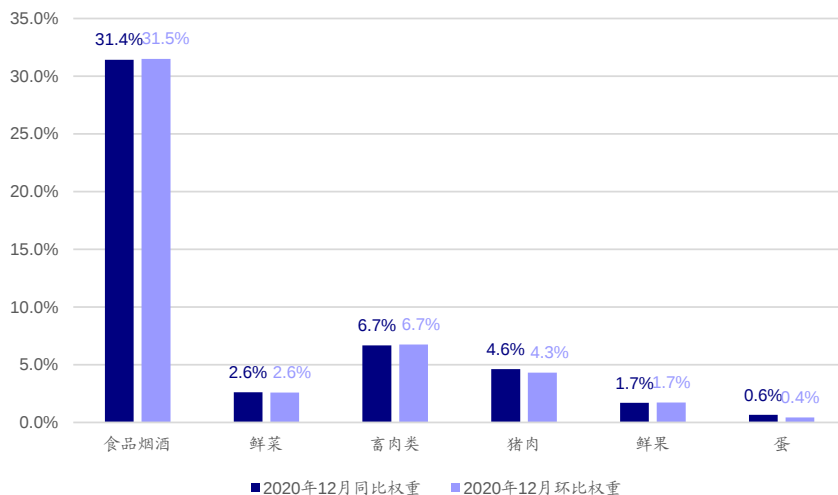
数据来源：国家统计局官网，国信证券经济研究所整理

2020 年 12 月 CPI 食品各分项权重计算

同样地，国家统计局发布的通告中披露了 2020 年 12 月部分 CPI 食品分项的上涨幅度以及对整体 CPI 涨幅的贡献，根据这两个数据，我们可以计算得到这些分项 2020 年 12 月的权重。

根据我们计算的结果，2020 年 12 月食品烟酒整体环比权重为 31.5%，其中鲜菜环比权重约 2.6%，畜肉类环比权重 6.7%，猪肉环比权重 4.3%，鲜果环比权重 1.7%，蛋环比权重 0.4%。

图 2: 2020 年 12 月 CPI 食品分项同比权重与环比权重计算结果



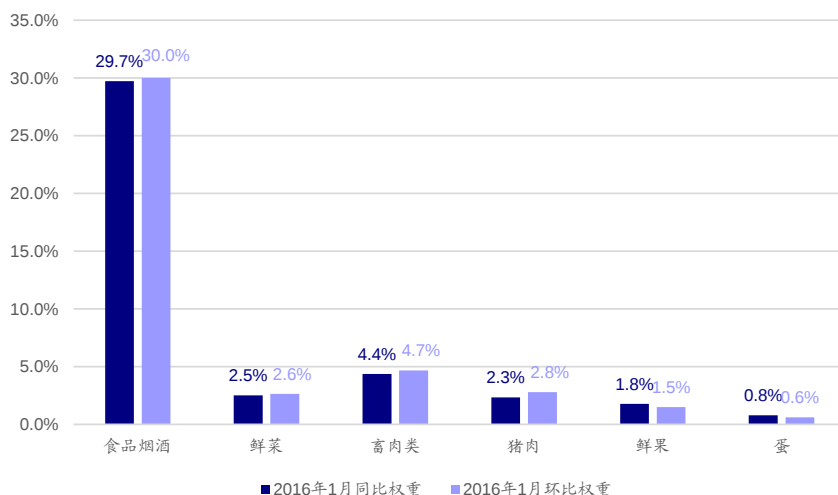
数据来源：国家统计局官网，国信证券经济研究所整理

2016 年 1 月 CPI 食品各分项权重计算

同样地,我们也可以估计上一轮基期初始 2016 年 1 月 CPI 食品各分项的权重。

根据我们计算的结果，2016 年 1 月食品烟酒整体环比权重为 30.0%，其中鲜菜环比权重约 2.6%，畜肉类环比权重 4.7%，猪肉环比权重 2.8%，鲜果环比权重 1.5%，蛋环比权重 0.6%。

图 3: 2016 年 1 月 CPI 食品分项同比权重与环比权重计算结果



数据来源：国家统计局官网，国信证券经济研究所整理

CPI 食品各分项环比权重变化分析

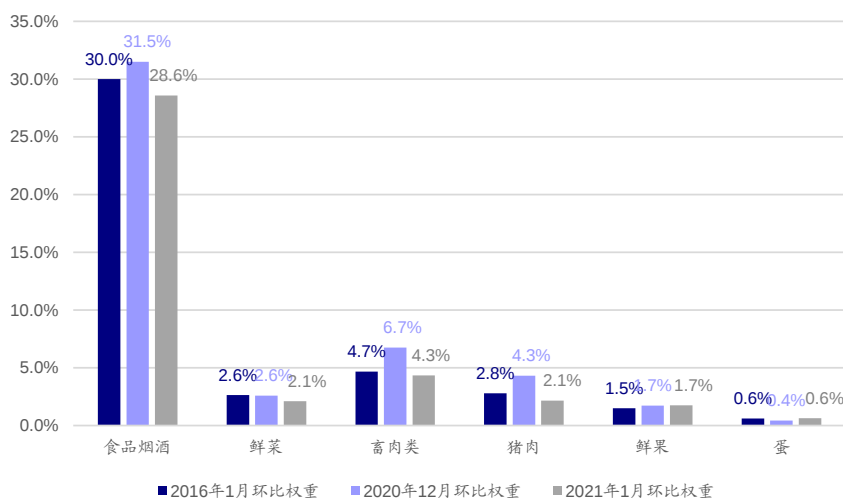
上述我们计算了 2016 年 1 月、2020 年 12 月、2021 年 1 月这三个时期部分 CPI 分项的权重。

从这三个时期 CPI 分项权重比较来看，上一轮 CPI 基期运行过程中，从 2016 年 1 月至 2020 年 12 月，食品烟酒环比权重上升了 1.5 个百分点，其中主要是畜肉类权重上升所贡献（畜肉类环比权重上升 2.0 个百分点），而畜肉类中又主要是猪肉权重上升所贡献（猪肉权重上升 1.5 个百分点），其他的食品分项权重均变化不大（小幅变动可能是四舍五入带来的计算误差）。

从 2016 年 1 月与 2021 年 1 月环比权重比较来看，最新一轮基期与上一轮基期相比，食品烟酒权重下降了 1.4 个百分点，其中鲜菜权重下降 0.5 个百分点，畜肉类权重下降 0.4 个百分点，猪肉权重下降 0.7 个百分点，鲜果与蛋的权重变化不大，2021 年最新一轮基期食品权重下降主要体现在鲜菜和猪肉权重下降。

从 2020 年 12 月与 2021 年 1 月环比权重比较来看，这两个相邻月份权重变化相对较大，食品烟酒权重下降了 2.9 个百分点，其中鲜菜权重下降 0.5 个百分点，畜肉类权重下降 2.4 个百分点，猪肉权重下降 2.2 个百分点，鲜果与蛋权重变化不大。

图 4: CPI 分项环比权重计算结果比较



数据来源：国家统计局官网，国信证券经济研究所整理

CPI 非食品各分项环比权重变化分析

CPI 非食品各分项权重变化方面，我们可以根据国家统计局城市司负责人的专访内容里提供的数据进行分析。

根据 2016 年 2 月 19 日国家统计局城市司负责人就 CPI 基期轮换接受中国信息报专访内容来看，与 2011 年开始的基期相比，2016 年开始的基期食品烟酒权重下降 3.4 个百分点（其中，旧口径食品权重下降 3.2 个百分点），生活用品及服务权重下降 1.1 个百分点；居住权重上升 2.2 个百分点，交通和通信权重上升 1.1 个百分点，医疗保健权重上升 1.3 个百分点，其他分类权重变动相对较小。

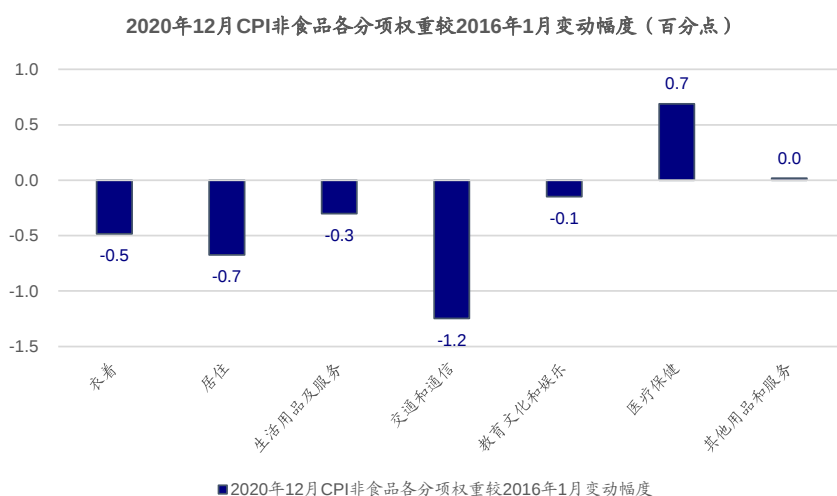
根据 2021 年 2 月 10 日国家统计局城市司负责人就价格指数基期轮换接受中国信息报专访内容来看，与 2016 年开始的基期相比，2021 年开始的基期食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权重约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权重约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点，生活用品及服务权重变动不大。2021 年新基期对食品烟酒权重的下调幅度明显小于 2016 年，此外，2021 年新基期非食品整体权重变动不大，但内部不同非食品分项权重出现了较大的正负调整。

从我们前面对 CPI 食品烟酒权重计算结果来看，国家统计局城市司负责人专访内容里提到的 2021 年 1 月权重变化相对的是 2016 年 1 月的权重。根据我们的计算结果，2021 年 1 月食品烟酒权重相对 2016 年 1 月下降了约 1.4 个百分点，与国家统计局城市司负责人专访内容里提到的下降 1.2 个百分点基本吻合（误差应来源于四舍五入）。

因此，国家统计局城市司负责人专访内容里提到的 2021 年 1 月非食品各分项的权重变化其实是 2021 年 1 月相对 2016 年 1 月非食品各分项权重的变化。

我们根据 2016 年 1 月至 2020 年 11 月非食品各分项各月环比涨幅，结合各分项环比权重变化的计算公式（具体公式推导详见报告《固定收益专题-如何计算 CPI 各分项环比与同比的最新权重？》），我们计算得到 2020 年 12 月衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务权重相比 2016 年 1 月变化幅度分别为-0.5、-0.7、-0.3、-1.2、-0.1、0.7、0.0 个百分点。

图 5：2020 年 12 月 CPI 非食品各分项权重较 2016 年 1 月变动幅度



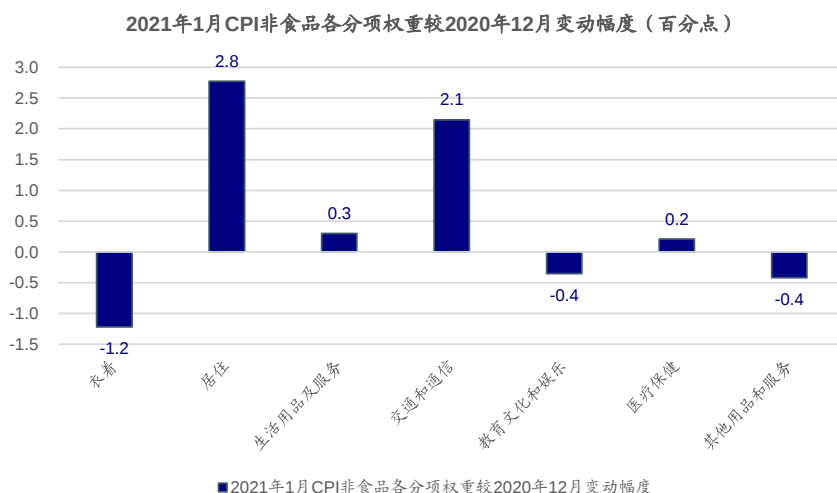
数据来源：国家统计局官网，WIND，国信证券经济研究所整理

2021 年 1 月非食品各分项相对 2016 年 1 月权重变动大小减去 2020 年 12 月非食品各分项相对 2016 年 1 月权重变动大小即等于 2021 年 1 月非食品各分项相对 2020 年 12 月权重变动大小。

因此，2021 年 1 月衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务权重相对 2020 年 12 月变动幅度分别为-1.2、2.8、0.3、2.1、-0.4、0.2、-0.4 个百分点。

可见 2021 年 CPI 基期轮换后，非食品各分项中居住、交通和通信的权重较 2020 年 12 月增加较多，而衣着权重较 2020 年 12 月下降较多，其他非食品分项整体变化不大。

图 6: 2021 年 1 月 CPI 非食品各分项权重较 2020 年 12 月变动幅度



数据来源：国家统计局官网，WIND，国信证券经济研究所整理

2021 年 1 月较 2020 年 12 月权重变化对 CPI 同比的影响大小

由于 2020 年 12 月与 2021 年 1 月畜肉类权重——特别是猪肉权重下降较多，而 2021 年 1 月猪肉价格环比涨幅较大，因此使用最新权重相较使用 2020 年 12 月时的权重而言会压低 2021 年 1 月 CPI 数值。2021 年 1 月猪肉价格环比上涨 5.6%，若按 2020 年 12 月的环比权重 4.3% 计算，猪肉价格带动整体 CPI 环比上涨 0.24 个百分点，而按最新的权重 2.1% 计算，猪肉价格带动整体 CPI 环比上涨仅 0.12 个百分点，即使用最新的猪肉权重压低 CPI 涨幅约 0.12 个百分点。

非食品中，衣着、居住、交通和通信权重变动较大，2021 年 1 月衣着、居住、交通和通信环比涨幅仅分别为 -0.4%、0.1%、0.9%，因此衣着、居住、交通和通信权重变动的部分对 CPI 整体环比的贡献分别为 0.005、0.003、0.019 个百分点，整体影响非常小。

因此，整体来看，2021 年 1 月 CPI 权重较 2020 年 12 月的变化对 CPI 同比的影响主要体现在猪肉上，合计压低 CPI 同比约 0.12 个百分点，其他分项要么权

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_17962

