

# 宏观点评

## CPI 和 PPI 再分化的背后——兼评 1 月物价数据

事件：1月CPI同比-0.3%，预期-0.1%，前值0.2%；1月PPI同比0.3%，预期0.3%，前值-0.4%。  
核心观点：服务弱、工业强，短期CPI和PPI将延续分化，关注PPI可能的超预期上涨。

**1.CPI 同比由正转负、环比继续涨，核心CPI有数据以来首度告负：同比较低既有高基数的影响，也与春节错月、疫情反复和就地过年对服务价格拖累有关；食品价格受春节、天气、饲料成本等提振持续偏强。**1月CPI同比降0.3%，涨幅缩小0.5个百分点，其中翘尾影响约-1.3个百分点，新涨价影响约1个百分点；食品同比涨1.6%、涨幅扩大0.4个百分点；非食品同比降0.8%，涨幅缩窄0.8个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比下降0.3%，较前值回落0.7个百分点，主因服务价格同比下降。总体看，疫情反复和就地过年对经济复苏的影响显现。分项看：

>食品项环比继续上涨，与春节、降温雨雪天气、饲料涨价等短期因素有关，预计后续将趋于平稳。1月CPI食品环比涨幅继续扩大1.3个百分点至4.1%，影响CPI上涨约0.78个百分点。受降温雨雪天气提升鲜菜储存运输成本影响，1月鲜菜环比涨幅扩大10.5个百分点至19%。受饲料原料涨价，元旦春节期间需求抬升、寒冷天气影响调运等影响，1月畜肉环比涨价3.7%，其中猪肉、牛肉、羊肉分别环比涨价5.6%，1.2%，2.7%。受产蛋鸡存栏下降，疫情阻碍鸡蛋外销等影响，1月鸡蛋价格环比涨幅扩大8.2个百分点至11.1%；蛋类环比涨幅扩大7个百分点至9.4%。总体看，食品价格上涨大多因为春节、天气等短期因素，预计随着节日过去，天气转暖，食品项涨幅有望下降。

>非食品环比低于季节表现，与春节错月和疫情反复、就地过年等因素相关，其中服务类价格偏弱，燃料受油价提振偏强。1月CPI非食品环比上涨0.3%，较过去5年同期均值（后文用“季节性”代替）低0.08个百分点，原因看，既有春节错月的因素，也与疫情反复、就地过年等拖累服务消费有关。一方面，受春节错月（去年1月过春节，今年2月过春节），以及疫情反复削弱居民出行意愿，服务类价格环比涨幅明显低于季节性，例如家庭服务环比上涨1.9%，低于去年同期1.3个百分点，低于季节性1.08个百分点；旅游环比上涨1.1%，低于去年同期7.5个百分点，低于季节性4.82个百分点；其他用品和服务环比上涨0.5%，低于去年同期1.3个百分点，低于季节性0.73个百分点。根据统计局，价格降幅较大的还有飞机票、旅行社收费、美发等价格。服务价格偏弱也与1月服务业PMI大幅回落3.7个百分点形成印证，特别是交运、住宿餐饮、文体娱乐等商务活动指数明显回落。另一方面，燃料分项涨幅继续扩大。1月布伦特原油环比涨10%，受国际油价上涨带动，汽油、柴油和液化石油气环比分别上涨4.2%、4.6%和5.0%，1月交通工具燃料环比涨幅扩大1.4个百分点至4.1%，高于季节性3.08个百分点。

**2.PPI 同比结束 11 连负首次转正，源于内外需修复提振大宗商品价格，也与寒冷天气和工业向好增加供暖、用电需求，以及食品涨价有关。**1月PPI同比回升0.7个百分点至0.3%，翘尾影响约-0.7个百分点，新涨价影响1个百分点；PPI环比较前值回落0.1个百分点至1.0%。

>分七大产业看：所有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1.4、0.8、1个百分点至1%、-0.8%和1%。

>分40个工业行业看：第一，受年初寒潮天气增加国内供暖需求，以及工业生产稳定增长带来工业用电需求影响，煤炭开采和洗选业同比涨幅继续扩大7.8个百分点至9.1%，燃气生产和供应业同比涨幅扩大2.4个百分点至0.3%。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均有不同程度扩大。第三，受益于内需改善，铁矿石等大宗商品涨价，有色、黑色产业链价格同比涨幅较12月扩大1-5个百分点，其中黑色金属矿采选业同比上涨22.2%，黑色金属冶炼及压延加工业同比上涨9.9%。第四，受食品价格上涨带动，农副食品加工业同比涨幅继续扩大2个百分点至4.4%。

>维持报告《哪些工业品会持续涨价？》中的判断，继续提示关注工业品涨价逻辑。其中：预计煤价短涨长稳；油价中枢趋于上移；铜铝等工业金属有望继续涨价；螺纹钢价格短期可能震荡运行，中长期需关注经济复苏强度和疫情进展；国内铁矿石价格短期坚挺，中长期取决于工信部压缩粗钢产量政策执行力度，涨幅受限。就1月至今行情来看，原油价格持续上涨；焦煤、动力煤先涨后跌；铜铝价格持续上涨；螺纹钢、铁矿石先涨后跌。

**3.新增关注点：2021 年基期轮换对 CPI 和 PPI 测算的影响。**统计局表示，我国CPI、PPI每五年进行一次基期轮换。以CPI为例，调整后的调查分类目录大类仍为8个，基本分类从262个增加至268个，对部分项目删减、合并的基础上，增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车、可穿戴智能设备、网约车费用等新兴商品和服务。统计局测算，本次基期轮换对CPI和PPI各月同比指数的影响平均约为0.03和0.05个百分点。而基期调整可能使得通过环比乘数测算的同比误差变大，我们测算1月CPI误差为0.07个百分点，而PPI误差为0.27个百分点。

**4.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，春节月份CPI环比涨幅通常扩大。但是2月首周的高频数据显示，除牛肉、羊肉、水产品、蔬菜继续涨价之外，猪肉，鸡蛋价格已有所回落。再结合今年春节疫情反复、就地过年可能继续拖累服务价格，预计2月CPI环比为正，但低于季节规律。中性假设下，预计2月CPI同比持平或回落，预计2021年全年CPI同比由2020年2.5%降至1%-2%。

>PPI：2月首周南华工业指数和CRB工业原料现货指数总体呈回升趋势，叠加2020年2月PPI同比基数下行，预计2021年2月PPI同比将大幅提升。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（预期上调，此前3%左右）。往后看，PPI有可能超预期上涨，可紧盯工业品和原油的价格走势；继续提示关注PPI对库存、制造业投资的影响。

**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

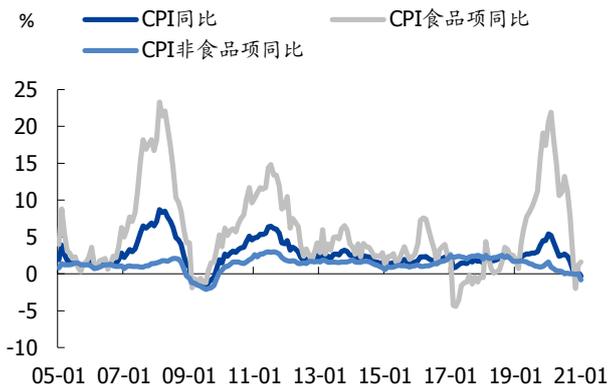
邮箱：hening@gszq.com

### 相关研究

- 1、《哪些工业品会持续涨价？——兼评 12 月物价》  
2021-01-11
- 2、《通胀走势隐含哪些投资线索？——兼评 11 月物价》  
2020-12-09
- 3、《宏观专题：重塑与重估——2021 年宏观经济展望》  
2020-12-06
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《年内 PPI 会超预期转正么？——兼评 7 月物价》  
2020-08-10
- 7、《价格角度看供需分化——兼评 6 月物价数据》  
2020-07-09
- 8、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中间观线索》  
2020-07-06
- 9、《货币超发会引发通胀吗？——兼评 5 月物价数据》  
2020-06-10
- 10、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评 3 月通胀》  
2020-04-11

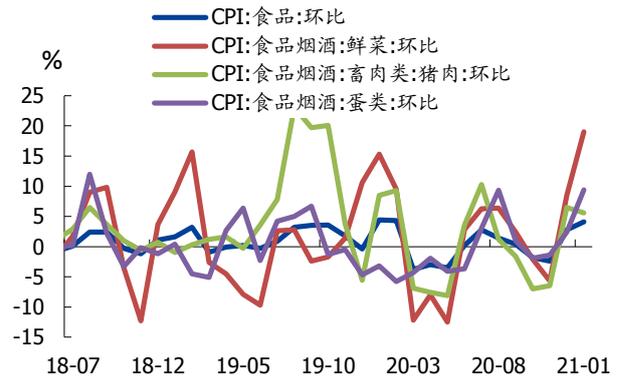


图表 1: 1月CPI和非食品CPI同比回落



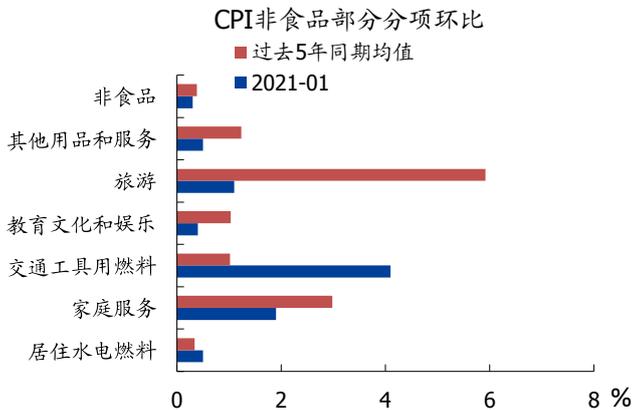
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 1月CPI食品环比涨价



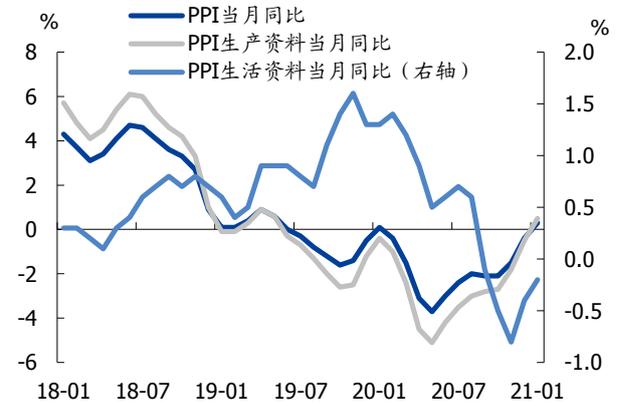
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 1月非食品环比低于季节表现



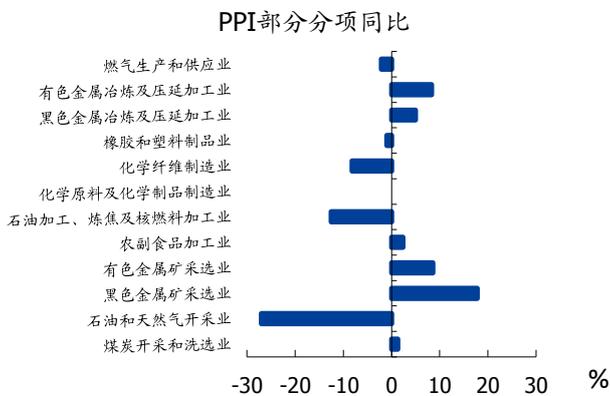
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 1月PPI同比大幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 1月PPI煤炭、黑色有色、石化链等分项同比涨幅扩大



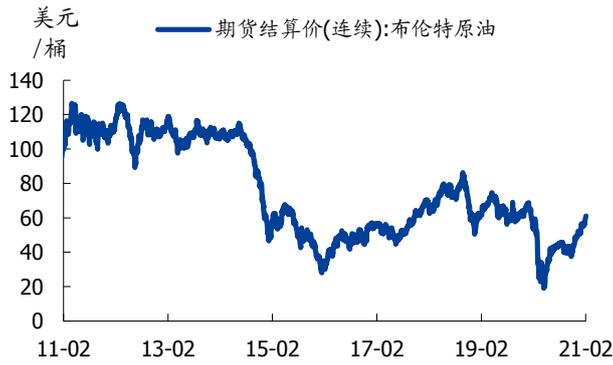
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 关注CPI基期轮换



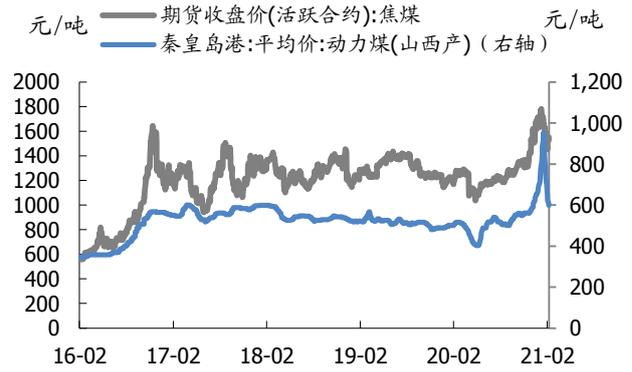
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 1月以来油价持续上行



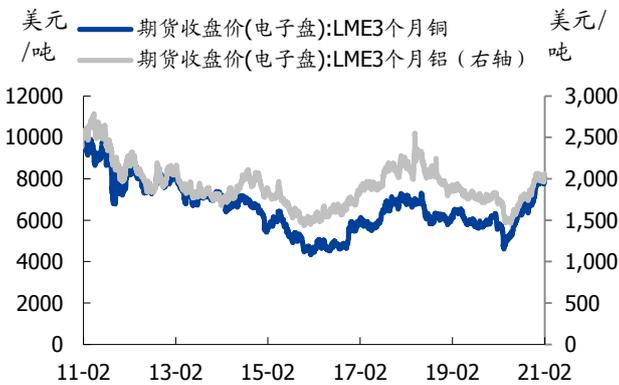
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 1月以来煤价先涨后跌



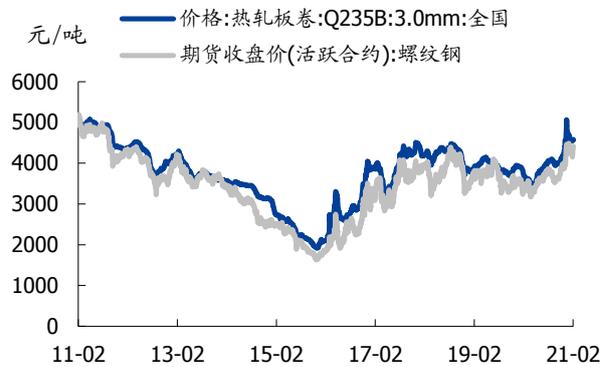
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 1月以来铜、铝价格持续上行



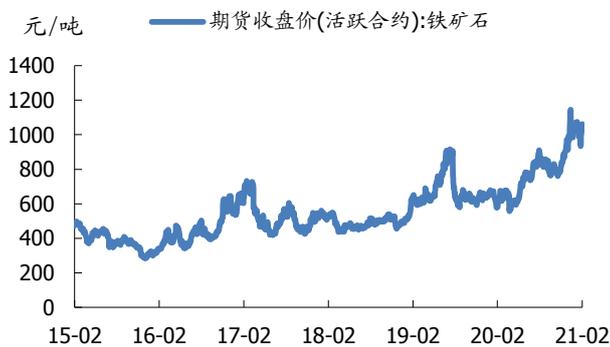
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 1月以来螺纹钢价格先涨后跌



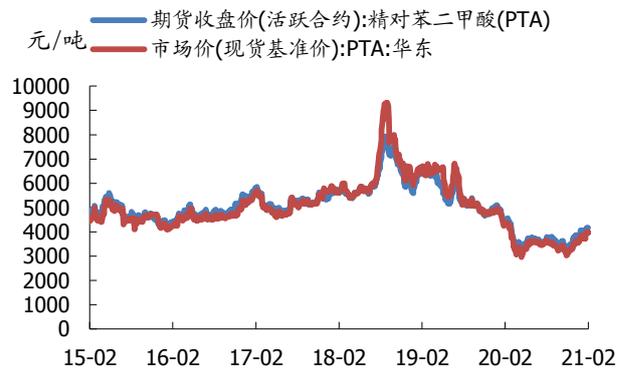
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 1月以来铁矿石价格先涨后跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 1月以来PTA价格大幅上涨



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中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\\_18058](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18058)

