服务业边际好转，工业品价格大幅攀升

——2月通胀数据点评

日期：2021年3月10日

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

- **事件：** 2021年2月，CPI同比增速-0.2%，较上月上行0.1个百分点，环比增速0.6%，前值1%；PPI同比增速1.7%，较上月上行1.4个百分点，环比增速0.8%，前值1%。

点评：

- **CPI同比仍为负值，环比增速较1月略有放缓，食品项同比转负，非食品项边际转好。核心CPI触底反弹，服务项价格同环比均有所上行，消费品同比小幅回落。**冬季疫情并未大幅爆发，就地过年部分文娱消费需求上升，春节期间部分用工成本有所上升，出行类服务价格同比有所下降。
- **食品项价格环比有涨有跌，猪肉价格2月持续回落，仔猪价格保持平稳，受高基数影响同比增速明显下行。**春节期间，猪肉消费季节性增加，节后回落速度较快。中央储备冻肉的投放缓解了短期市场的供给，猪瘟疫情对生猪存栏数有一定影响，当前市场是减产、调控、市场经济的再平衡。鲜果价格同环比继续上行，鲜菜价格大幅上涨的趋势明显缓解。2月蔬菜季节性回落速度和节奏均快于往年。
- **非食品项较上月跌幅收窄，需求端略有好转，环比继续上行。**衣着类同环比增速继续回落，交通和通信上行幅度最为明显，就地过年带动文娱消费上行。电影及演出票价明显上行，春节期间就地过年政策，未返乡人口带动房租同比修复。
- **PPI同比延续上行，原材料端价格上行显著，加工工业同比本月略有提速，价格上涨仍未从上游传导至下游。**从PPIRM来看，购进价格涨幅略高于出厂价格。预期工业企业利润仍将继续修复，但修复幅度将边际放缓。
- **海外市场逐步复苏，美国房地产周期的上行，OPEC减产协议履行度较高，共同推动工业品价格上行。**黑色、有色等工业品价格继续拉升，受海外原油价格持续上涨影响，原油产业链价格延续上行。
- **CPI增速将逐步走出底部区间，PPI上升趋势不变。**预期3月CPI小幅上行，但仍处于低位，而进入二季度CPI预期将逐步上行。**工业品价格受经济复苏叠加再通胀和通胀预期影响，2月价格已经经历了大幅的上涨，3月以来价格面临实际需求增速和通胀预期的博弈。**欧美等国家的补存需求仍在上行，当前全球宽松的货币环境，通胀也有缓步升温并在全球传导的趋势，有色等国际金属品种价格仍有支撑。预计未来PPI一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。
- **风险因素：**市场流动性投放大幅增加，经济增速不及预期，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

万联证券

目录

事件.....3
1、食品项增速转负，非食品项小幅回暖.....3
2、PPI 同比上行趋势延续，原材料端价格上行显著.....6
3、总结.....7
4、风险提示.....8

图表目录

图表 1:CPI 同比增速历年走势(%).....3
图表 2:食品项增速走势波动较大(%).....3
图表 3:核心 CPI 增速走势(%).....4
图表 4:食品项环比增速走势(%).....4
图表 5:猪肉价格进入回落区间(元/公斤).....5
图表 6:猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤).....5
图表 7:蔬菜价格走势(元/公斤).....5
图表 8:水果价格走势(元/公斤).....5
图表 9:CPI 细分项同比走势(%).....6
图表 10:CPI 细分项同比走势(%).....6
图表 11:PPI 当月同比增速走势(%).....6
图表 12:加工工业-原材料工业价格走势(%).....6
图表 13:PPI 价格高波动分项走势(%).....7
图表 14:PPI-CPI 剪刀差走势（%）.....7
图表 15:工业生产者价格主要数据.....8

万联证券

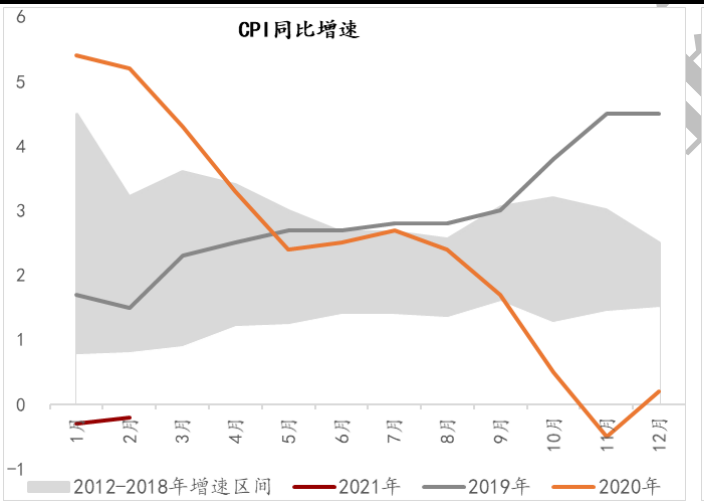
事件

2021年2月，CPI同比增速-0.2%，较上月上行0.1个百分点，环比增速0.6%，前值1%；PPI同比增速1.7%，较上月上行1.4个百分点，环比增速0.8%，前值1%。

1、食品项增速转负，非食品项小幅回暖

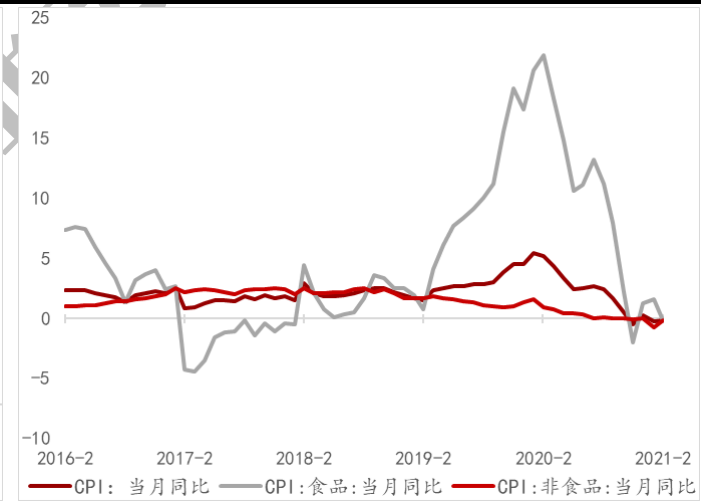
CPI同比仍为负值，环比增速较1月略有放缓，食品项同比转负，非食品项边际转好。2月CPI同比增速由-0.3%小幅收窄至-0.2%，依然处于近几年低位，环比增速由上月涨1%变为0.6%。CPI食品项同比增速由1月的1.6%回落为-0.2%，影响CPI下降约0.05个百分点；非食品项同比由-0.8%收窄至-0.2%，环比由上月的0.3%上行至0.4%，依然相对偏弱。2月翘尾因素影响约-1.8个百分点，新涨价因素影响约1.6个百分点。

图表1： CPI 同比增速历年走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

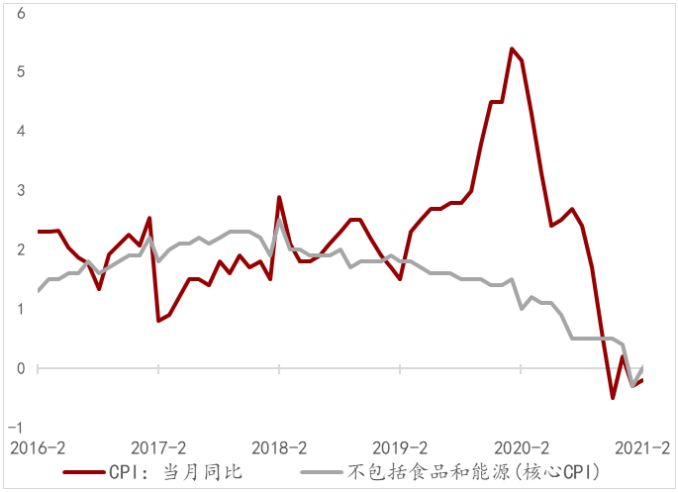
图表2： 食品项增速走势波动较大(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

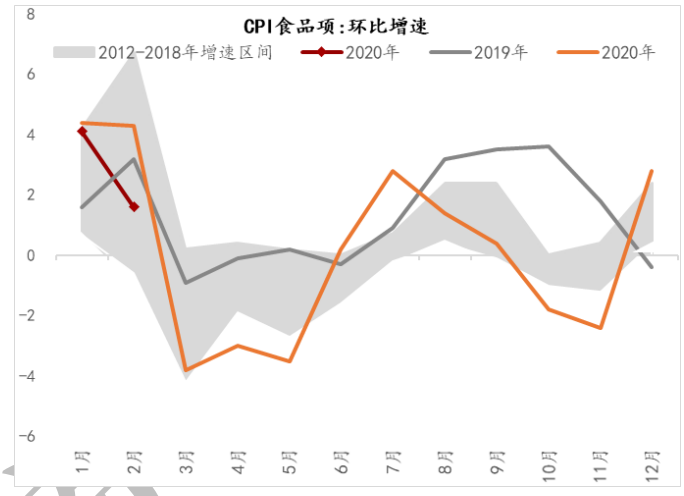
核心CPI触底反弹，但仍为负值，服务项价格同环比均有所上行，消费品同比小幅回落。剔除食品和原油项的核心CPI触底反弹，需求端略有好转。冬季疫情并未大幅爆发，就地过年部分文娱消费需求上升，且春节期间部分用工成本有所上升，出行类服务价格同比有所下降，非食品项目价格小幅回升。核心CPI同比增速小幅上行0.3个百分点至0%，环比上行0.2%。CPI服务项同比较1月小幅上行0.6个百分点至-0.1%，环比上行0.4%，前值0.2%；消费品同比则回落0.2个百分点至-0.3%，环比上行0.7%，环比增速较上月下行-0.8个百分点，但仍为正值。

图表3： 核心 CPI 增速走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 食品项环比增速走势(%)



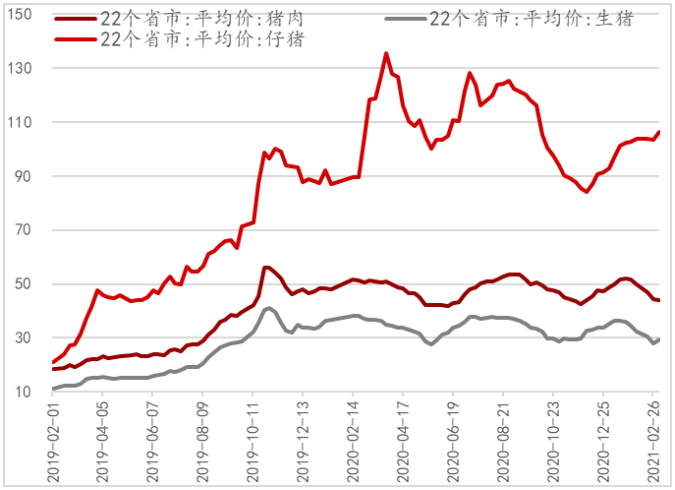
资料来源：Wind，万联证券研究所

食品项价格环比有涨有跌，猪肉价格同比有所回落，羊肉价格同比继续上行，鲜果价格同环比继续上行，鲜菜价格大幅上涨的趋势明显缓解。从CPI具体分项来看，2月，猪肉价格同比继续回落11个百分点至-14.9%，下降速度继续扩大，影响CPI下行约-0.39个百分点，环比增速由上月的5.6%小幅回落至-3.1%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的4.1%、6.7%变动为3.5%、7.5%，蛋类同比增速上行1.8个百分点至3%，环比下行-3.8%。鲜菜价格同比下跌-7.6个百分点至3.3%，环比上行1.8%；鲜果价格同比上涨1.8个百分点至3.1%，环比上行6.1%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由1月的1.6%、6%、0.2%、0.7%、2%变动为1.4%、6.2%、5.9%、0.8%、1.1%。食品项细分来看：

1） **猪肉价格2月持续回落，仔猪价格保持平稳，受高基数影响同比增速明显下行。**从需求端来看，春节期间，猪肉消费季节性增加，节后回落速度较快。供给端来看，中央储备冻肉的投放缓解了短期市场的供给，截至3月10日，中央储备冻猪肉年内第九次投放，累计投放量达到21万吨；猪瘟疫情对生猪存栏数有一定影响，北方存栏恢复速度较快，但复养的存栏密度都在下降，西南区域近期疫情有所扩散。从2020年12月猪瘟疫情开始来算，上半年价格仍有一定支撑，3月出栏计划或面临一定压力，但同比增速受高基数影响仍将继续下行。中长期来看，生猪产能恢复的趋势不变，国家对新猪产能恢复的决心依然较强。当前市场是减产、调控、市场经济的再平衡。猪肉的替代品牛肉的同比增速上行速度继续放缓，羊肉同比继续提速。羊肉价格持续上涨，除去春节季节性需求因素影响，部分主产省区禁牧面积扩大，肉羊养殖成本上行，小散户退出加快，出栏数开始减少。

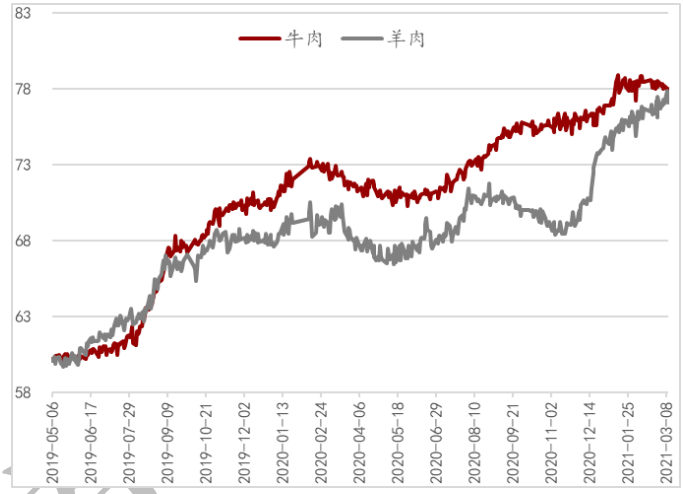
2） 受春节期间需求上行和运输成本增加等因素影响，鲜果、水产环比增速上行。随天气转暖，蔬菜价格在1月大幅拉升后，2月季节性回落，回落速度和节奏均快于往年。

图表5： 猪肉价格进入回落区间(元/公斤)



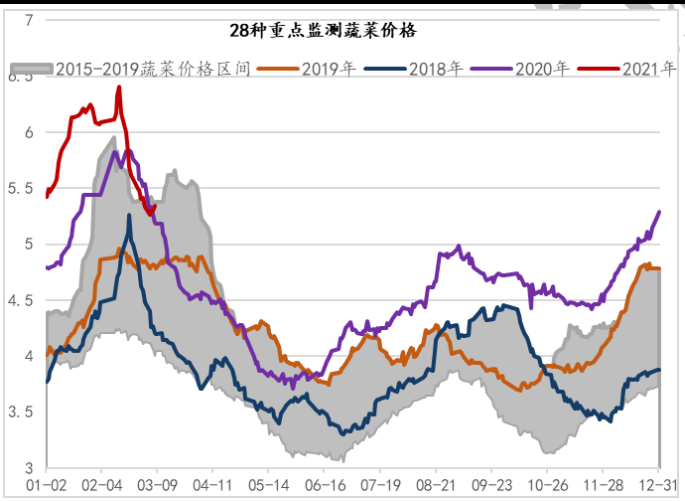
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤)



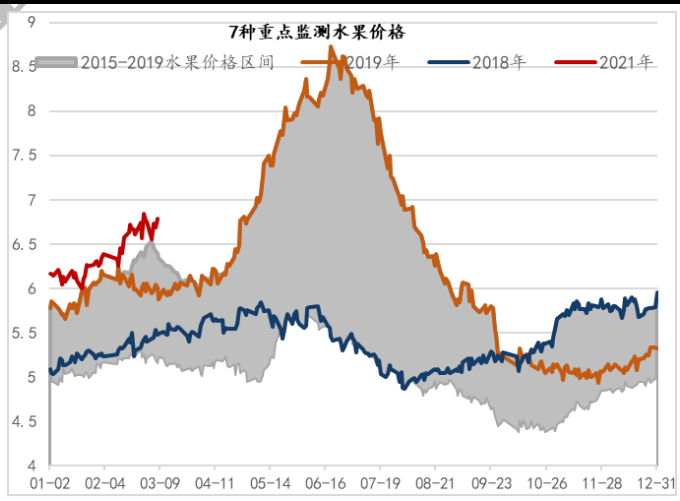
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7： 蔬菜价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

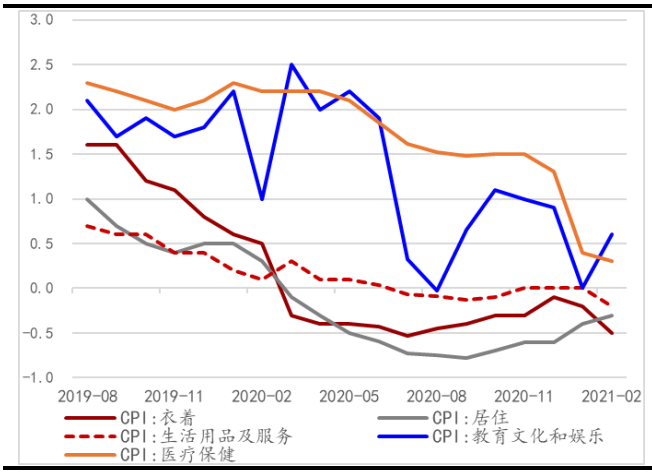
图表8： 水果价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

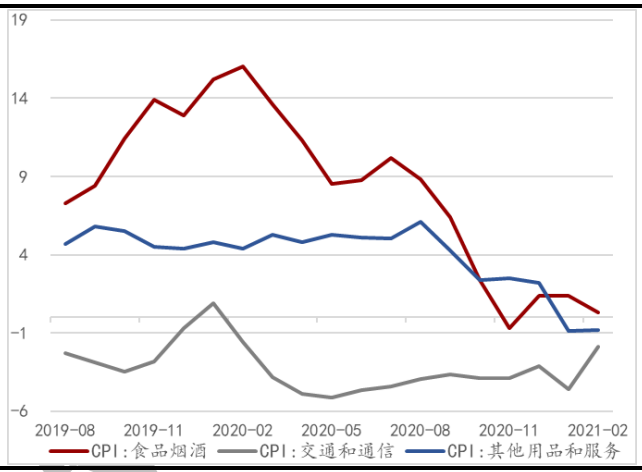
非食品项整体较上月跌幅收窄，需求端整体略有好转，环比继续上行，衣着类同环比增速继续回落，交通和通信上行幅度最为明显，就地过年带动文娱消费上行。从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速小幅下行0.6个pct至0.6%，本地过年带动文娱消费上行，电影及演出票价明显上行，而旅游业同比上行4.3个pct至-4.3%，环比增速5%，低基数影响之外，疫情受到控制，2月出行需求较1月有所缓和。衣着、医疗保健等必须消费低位小幅回落。居住项中，租赁房房租延续修复，环比转正为0.2%，同比增速收窄至-0.3%，春节期间就地过年政策，未返乡人口带动房租同比修复。2月交通、通信工具同比下行幅度由-4.6%收窄为-1.9%，环比由上月的0.9%变为1.1%；受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格均环比上行，通信工具同比也继续上行；交通工具使用和维修、邮递服务同环比均反弹上行。非食品项环比来看整体小幅上涨0.4个百分点，需求端稳中略升。

图表9：CPI 细分项同比走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：CPI 细分项同比走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

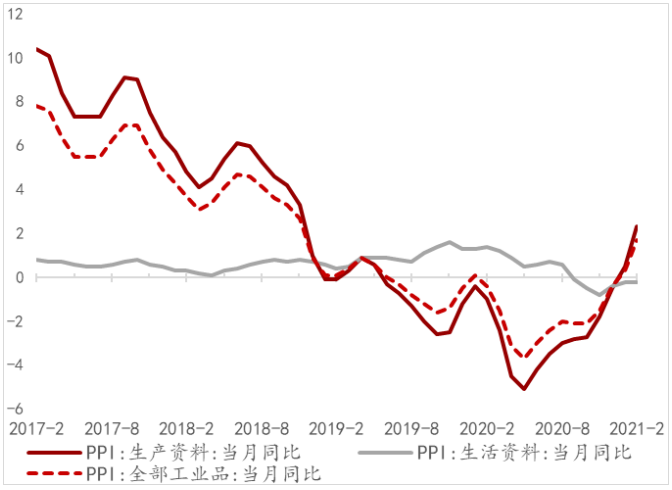
2、PPI同比上行趋势延续，原材料端价格上行显著

PPI同比延续上行，原材料价格大幅拉升，加工工业同比本月略有提速，价格上涨仍未从上游传导至下游。PPI生活资料同比增速与上月持平，各分项增速与上月未发生明显变化。生产资料同比增速上行加速，细分行业均继续上涨。采掘工业上涨幅度最为明显；加工工业和原材料工业的差值再度回落，原材料工业本月价格同环比均大幅上行，价格仍未从上游传导至下游加工业，工业企业利润仍将继续修复，但修复幅度将边际放缓。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格上行1.5百分点至2.4%，购进价格涨幅略高于出厂价格。PPIRM分项中，黑色、有色、燃料动力、化工原料、纺织原料类购进价格同比延续修复趋势，建材本月边际小幅修复，下游汽车、房地产等需求依然旺盛。

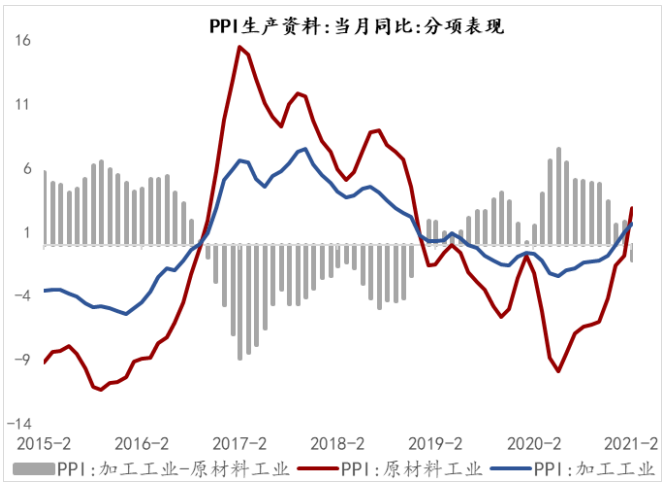
具体数据来看，PPI同比1.7%，较上月上行1.4个百分点，环比增速1.1%，前值1.2%。PPI生产资料同比上行1.8个百分点至2.3%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由1月的1%、-0.8%、1%上行至6.8%、2.9%和1.7%，各项同比均在上行。PPI生活资料同比-0.2%，与上月持平，环比增速0%，前值0.2%；其中，食品类同比1.6%，与上月持平。

图表11：PPI 当月同比增速走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：加工工业-原材料工业价格走势(%)

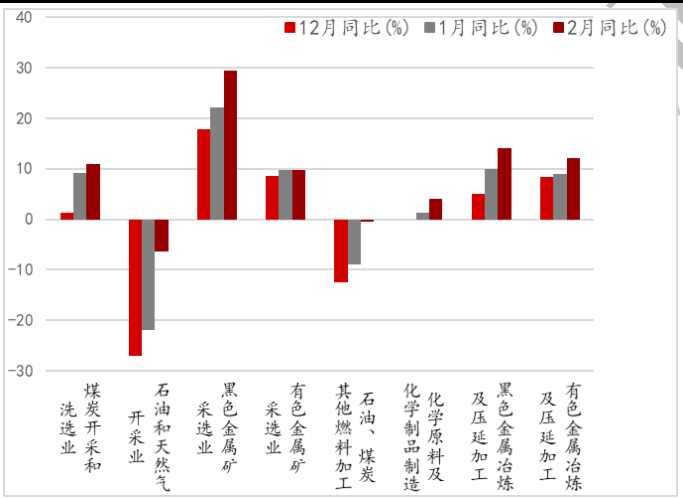


资料来源：Wind，万联证券研究所

PPI周期品价格持续上行，黑色、有色等工业品价格继续拉升，受海外原油价格持续上涨影响，原油产业链价格延续上行。黑色金属矿采选和冶炼及压延工业延续上行，有色金属矿采选增速与上月持平，有色、黑色金属冶炼及压延继续高位大幅拉升；我国的房地产、基建、汽车对黑色需求仍强，黑色产业链景气度有望在一季度维持；随海外市场逐步复苏，美国房地产周期的上行，有色相关的国际商品仍将继续上行。化学原料及制品业也延续修复的趋势。燃气的生产和供应业同比继续上行，本地过年部分家庭供暖、燃气需求增加。化纤、纺织业有所好转，但服装业增速环比小幅回落持平。原油价格2月继续上行，石油开采、石油加工产业链整体延续回升。下游汽车制造业同比增速小幅回落0.3个百分点至-0.9%。

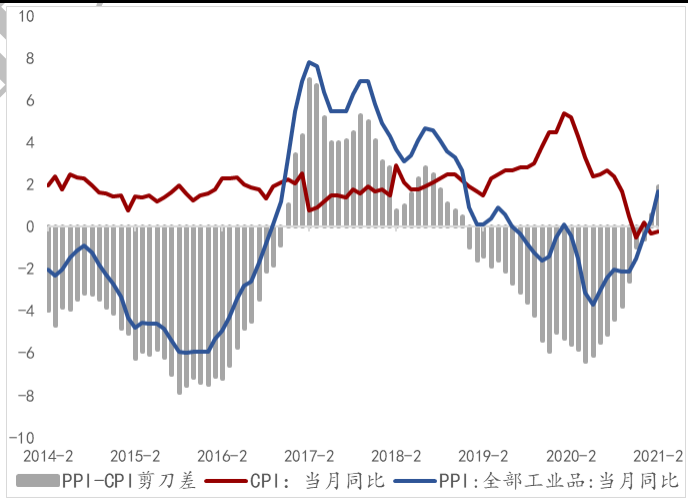
PPI-CPI剪刀差继续上行，CPI本月低位磨底，PPI受工业品价格上涨影响大幅拉升，剪刀差正向走阔。整体来看，随着猪肉价格高基数效应的转弱，CPI将由低位逐步上行，PPI上行的趋势没有逆转，但上行幅度或小幅放缓，预期PPI-CPI剪刀差仍将维持正向，但剪刀差走阔速度放缓。

图表13：PPI 价格高波动分项走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：PPI-CPI 剪刀差走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3、总结

CPI增速将逐步走出底部区间，PPI上升趋势不变。考虑到2020年3月猪肉价格基数效应将逐步消退，虽然近期受猪瘟影响，出栏数边际走弱，猪价小幅上行，但同比增速依然承压。预期3月CPI小幅上行，但仍处于低位，而进入二季度CPI预期将逐步上行。从中长期来看，猪肉价格仍将进入下行通道。随着规模化养殖进程加速，散户逐渐被淘汰，规模养殖场也将不断扩大产能，猪肉的供给将更加宏观可控，应对猪瘟等的隔离设施将更加完善，而猪周期也将放缓延长。核心CPI增速预期将缓步上行，随居民收入的逐步修复，海外经济逐步复苏，将一定程度释放国内的供需关系。

工业品价格受经济复苏叠加再通胀和通胀预期影响，2月价格已经经历了大幅的上涨，3月以来价格增速承压。随疫苗注射覆盖率的提升，海外市场生产将逐步提速，供需缺口将逐步收窄，欧美等发达国家的补库存需求仍在上行，有色等国际金属品种价格仍有支撑。市场对未来原油需求预期将有所改善，且石油国家经济修复和财政增收的需求较强，OPEC石油国减产协议基本达成，短期原油价格仍有一定的上行空间。房地产、建材施工上半年预期延续旺盛，下半年上行压力增加，增速或维稳，房地产下游

的家电需求也逐步好转，黑色、有色等周期品价格仍将继续上行。预计未来PPI一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。

当前全球宽松的货币环境，通胀也有缓步升温并在全球传导的趋势。全球流动性的宽松，以及2月通胀预期的上行，导致国际大宗商品价格大幅拉升，但3月价格面临实际需求增速和通胀预期的博弈，价格有所回落。当前海外的输入性通胀对我国CPI尚不构成影响，其对PPI的影响大于CPI，PPI对CPI的传导有限，CPI并不会大幅上行。

图表15：工业生产者价格主要数据

2021年2月工业生产者价格主要数据						
指标名称	当月环比(%)	1月环比(%)	当月同比(%)	1月同比(%)	12月同比(%	累计同比(%)
主要行业出厂价格						
煤炭开采和洗选业	1.6	6.40	10.9	9.10	1.30	10.00
石油和天然气开采业	7.5	8.20	-6.4	-21.90	-27.00	-14.60
黑色金属矿采选业	5.9	4.90	29.4	22.20	17.80	25.80
有色金属矿采选业	0.3	1.80	9.7	9.70	8.60	9.70
非金属矿采选业	0.1	0.40	1	1.10	1.90	1.00
农副食品加工业	0.9	1.60	4.9	4.40	2.40	4.60
食品制造业	0.2	-0.10	0.7	0.40	0.50	0.50
酒、饮料和精制茶制造业	0.4	0.30	1.7	1.60	0.80	1.70
烟草制品业	0	0.00	0.5	0.60	0.80	0.60
纺织业	0.8	0.50	-1.9	-2.60	-3.80	-2.20
纺织服装、服饰业	0	-0.30	-1.2	-1.30	-1.50	-1.20
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.3	0.40	0.1	-0.20	-0.80	0.00
造纸及纸制品业	1.6	0.80	1	-0.50	-1.50	0.30
印刷业和记录媒介的复制	0.1	-0.10	-1	-1.10	-2.10	-1.10
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.9	5.30	-0.5	-9.00	-12.50	-4.80
化学原料及化学制品制造业	2.1	1.00	4	1.20	0.00	2.60
医药制造业	0.1	-0.10	0	0.20	0.50	0.10
化学纤维制造业	3.6	3.60	-0.2	-4.00	-8.20	-2.10
橡胶和塑料制品业	0.3	0.40	-0.5	-1.00	-1.00	-0.70
非金属矿物制品业	-0.4	0.10	-2.5	-2.40	-2.70	-2.50
黑色金属冶炼及压延加工业	2.3	3.80	14.1	9.90	5.00	12.00
有色金属冶炼及压延加工业	1.5	0.90	12.1	8.90	8.30	10.50
金属制品业	0.6	0.60	2	1.10	0.50	1.60
通用设备制造业	0	0.20	-0.2	-0.10	-0.70	-0.10
汽车制造业	-0.2	0.00	-0.9	-0.60	-0.40	-0.70
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	-0.1	0.00	-0.1	0.60	-0.10	0.20
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.3	-0.20	-2	-1.80	-2.00	-1.90
电力、热力的生产和供应业	0.2	-0.20	-1.4	-1.80	-1.40	-1.60
燃气生产和供应业	-0.7	3.90	0.8	0.30	-2.10	0.50
水的生产和供应业	0.3	0.30	0.4	0.20	-0.10	0.30

资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

市场流动性投放大幅增加，经济增速不及预期，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场