宏观研究

猪价继续成为 CPI 拖累项

——2 月物价数据点评

宏观事件点评 | 2021 年 3 月 11 日

报告摘要：

2月CPI同比下降0.2%，核心CPI同比持平%，PPI同比上升1.7%。

- **重要信息一，今年下半年猪肉供应有望恢复至往年正常水平**

农业部指出：“猪肉市场供应最紧张的时期已经过去，后期供需关系将会越来越宽松。预计今年一季度，也就是3月份前后，将比上年同期增长四成左右。到二季度也就是6月份前后，生猪存栏可以恢复到2017年正常年景的水平。下半年，生猪出栏和猪肉供应将逐步恢复到正常年景水平。”从2月CPI数据来看，猪价无论是同比还是环比均下跌，我们认为猪肉供应有望持续提高，下半年猪价或回归往年正常水平。由此来看，我们认为全年CPI压力并不大，受猪肉拖累，2021年CPI中枢或在2%以下。

- **重要信息二，时隔11个月核心CPI止跌回升**

自2020年3月以来核心CPI就处于下降通道，由2020年3月的1.2%下跌至2021年1月的-0.3%，核心CPI的下跌反映出需求乏力的一面。相比之下，美国由于大规模纾困政策，叠加供给收缩，核心CPI并未大幅下降，与中国形成对比。但2021年2月核心CPI从上月的-0.3%回升至0%，扭转了持续11个月的下跌趋势。今年来看，随着疫情得到控制，且居民资产负债表逐渐修复，我们预计消费有望提升，带动核心CPI持续回升。

- **重要信息三，美国通胀预期持续上升**

通常来说，美国通胀预期可以由十年期美债名义利率减十年期美债实际利率来反映，去年下半年以来，美国通胀预期持续升温，现已突破2%，而美联储目标通胀一般情况是2%左右。鉴于之前美联储声明更看重长期平均通胀而非短期通胀，因此我们预计美国通胀阶段性上升不会导致美联储提前收紧货币。但通胀预期上升叠加疫苗带来的美债实际利率上行，使美债名义利率大幅飙升，从春节前的1.1%左右上升至1.5%左右，使A股抱团股有所回调。

- **未来展望：低基数原因或导致3月PPI大幅上升**

由于去年3-4月油价下跌，去年3-4月全球PPI均大幅下跌，基数较低。而现今油价已恢复至往年正常水平，受低基数原因影响，3-4月PPI或大幅上升，从2月的1.7%上升至3%以上。CPI来看，虽然当前PPI有所反弹，油价中枢也持续抬升，但CPI中的衣着、生活用品等分项环比并未大幅抬升，表面PPI上游上升并未传导至CPI下游，我们认为短期内受猪价拖累影响CPI大幅抬升的可能性较低。

- **风险提示**

原油减产超预期，海外疫情预期、疫苗接种超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

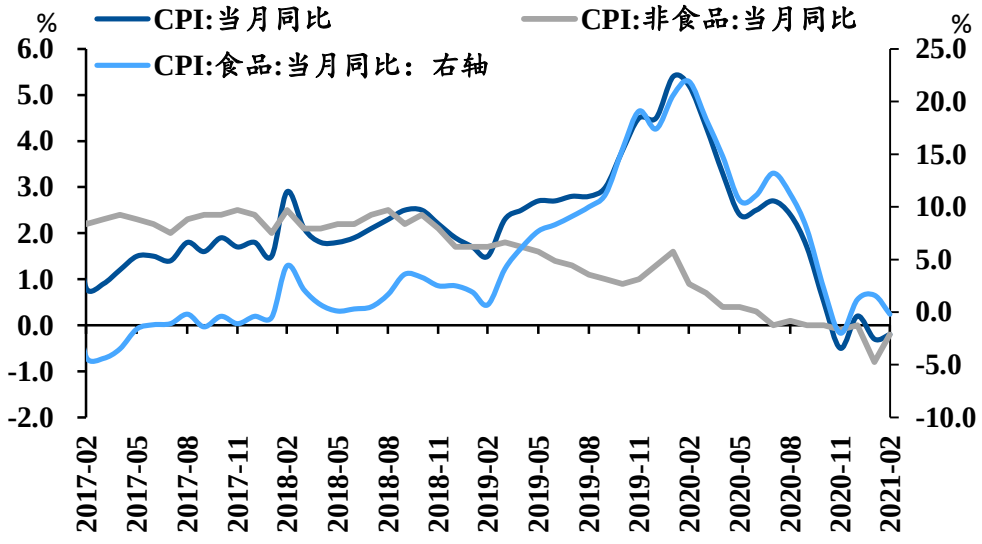
相关研究

1 数据表现：CPI 同比下降 0.2%，PPI 同比回升 1.7%

1.1 CPI 同比下降，环比回升

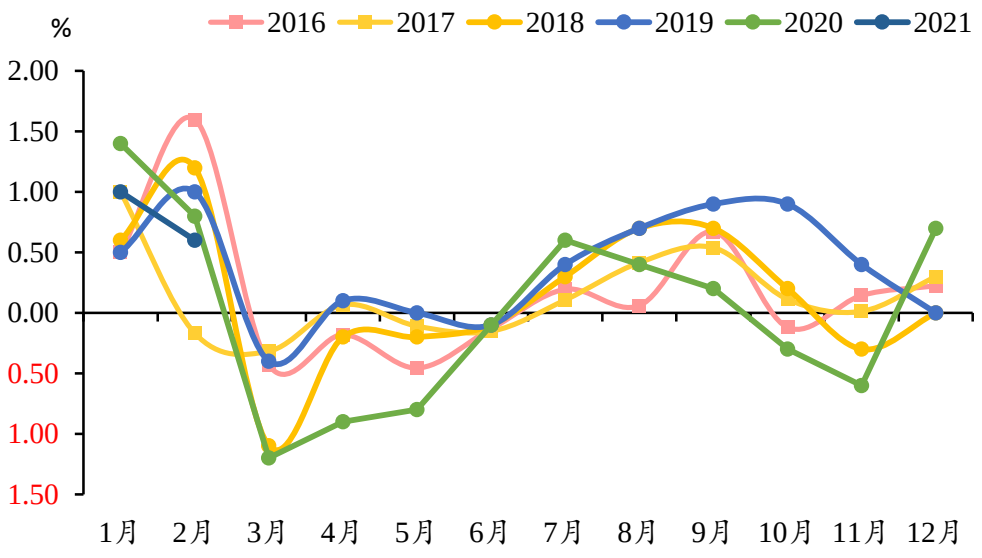
2 月 CPI 同比下降，环比回升。2021 年 2 月份，全国居民消费价格同比下降 0.2%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.1%；食品价格下降 0.2%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.3%，服务价格下降 0.1%。1-2 月平均，全国居民消费价格比去年同期下降 0.3%。2 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 0.7%，服务价格上涨 0.4%。

图 1：2 月 CPI 同比下降 0.2%



资料来源：Wind，民生证券研究院

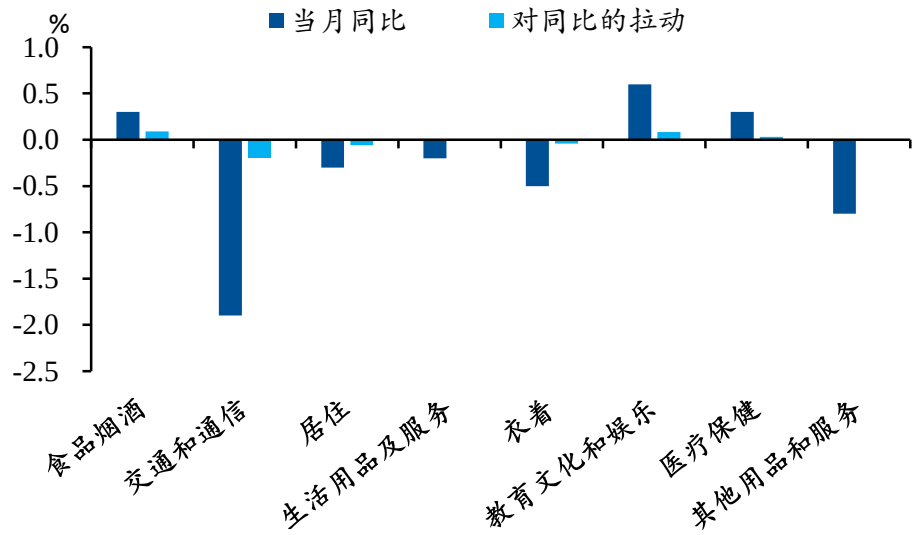
图 2：2 月 CPI 环比上涨 0.6%



资料来源：Wind，民生证券研究院

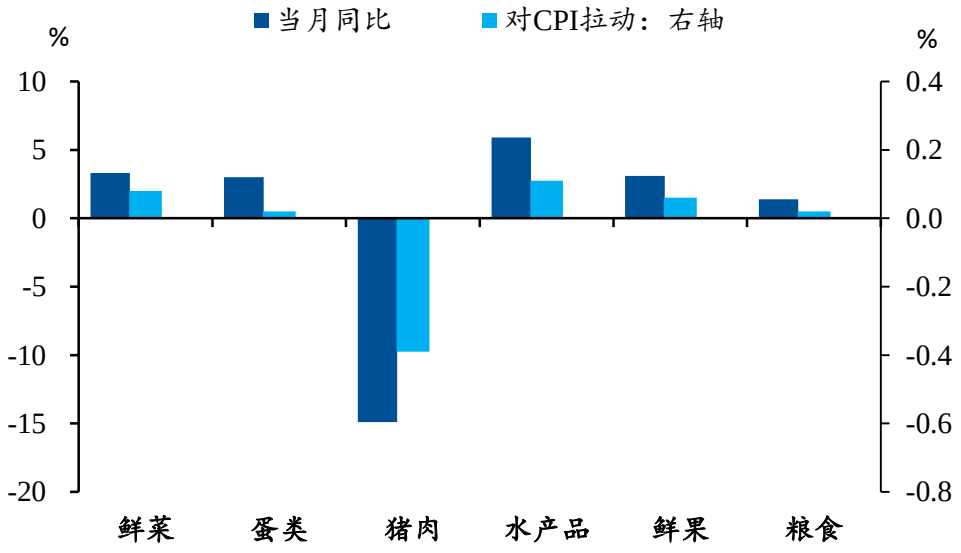
从大类同比看，交通通信是 CPI 主要拖累项：(1)2 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.3%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.09 个百分点。食品中，水产品价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；鲜菜价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；鲜果价格上涨 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；蛋类价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点，其中猪肉价格下降 14.9%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。（2）其他七大类价格两涨五降。其中，教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%；交通通信、其他用品及服务价格分别下降 1.9%和 0.8%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别下降 0.5%、0.3%和 0.2%。

图 3：交通通信是拉动 CPI 同比下降的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

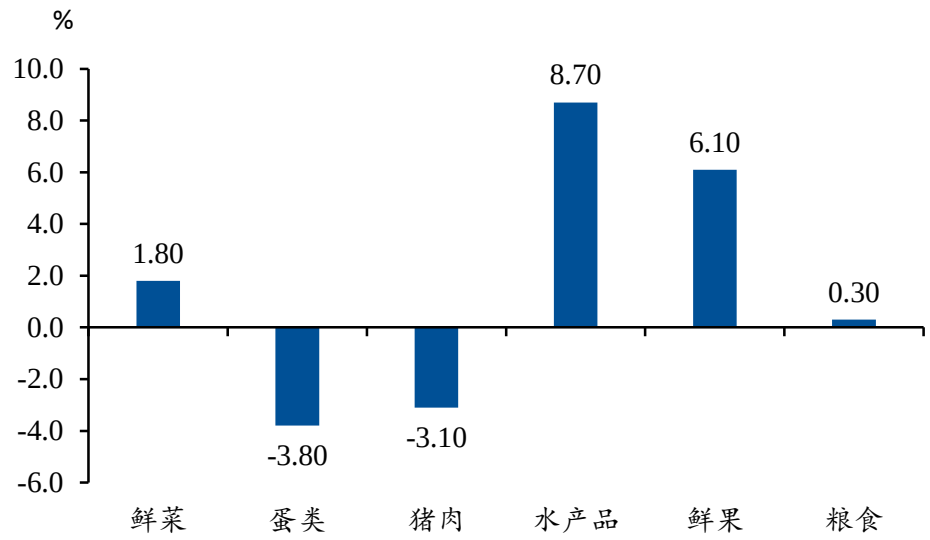
图 4：猪肉成为 CPI 主要拖累项



资料来源：Wind，民生证券研究院

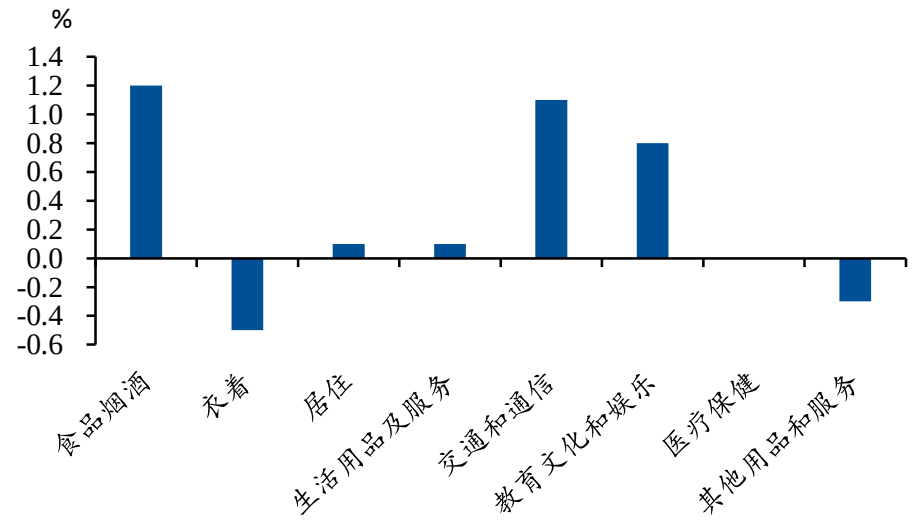
从大类环比看，鲜菜和蛋类上涨明显：（1）食品：2 月份，食品烟酒类价格环比上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.36 个百分点。食品中，水产品价格上涨 8.7%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点；鲜果价格上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点；鲜菜价格上涨 1.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格下降 3.8%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 1.0%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点，其中猪肉价格下降 3.1%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。（2）非食品：其他七大类价格环比四涨一平两降。其中，交通通信、教育文化娱乐价格分别上涨 1.1%和 0.8%，居住、生活用品及服务价格均上涨 0.1%；医疗保健价格持平；衣着、其他用品及服务价格分别下降 0.5%和 0.3%。

图 5：食品类环比分项情况



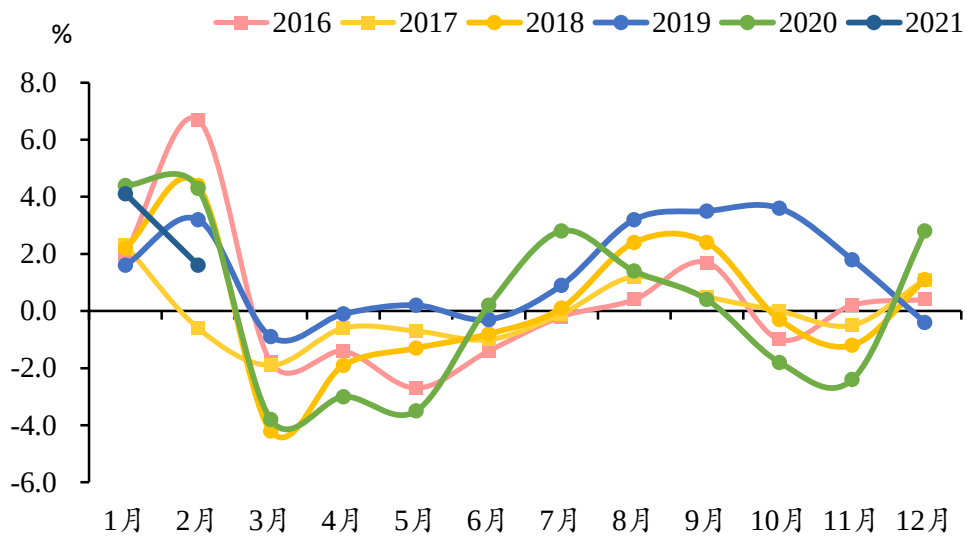
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6： CPI 环比分项



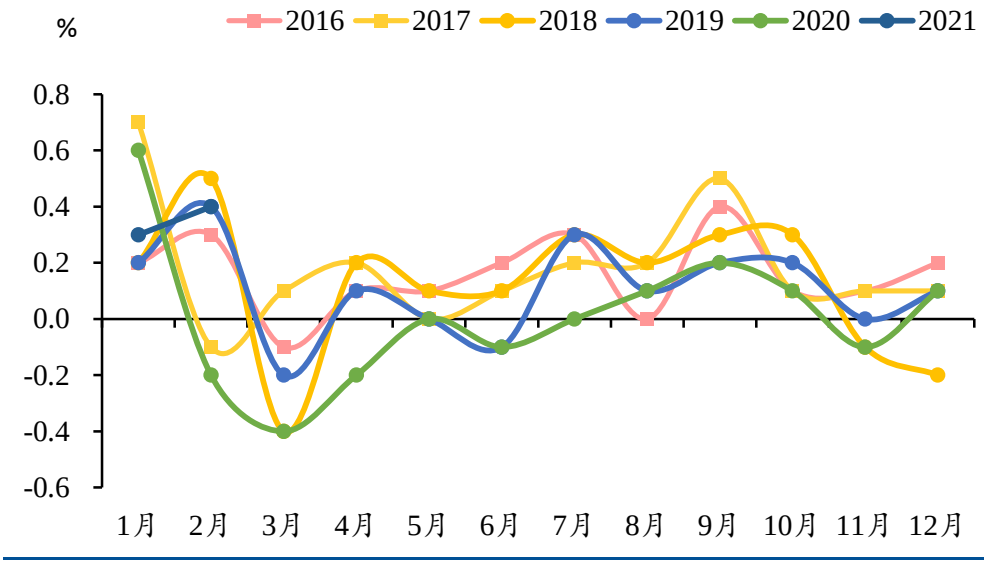
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：2 月 CPI 食品环比处于历史中间水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2 月 CPI 非食品环比处于历史较高水平

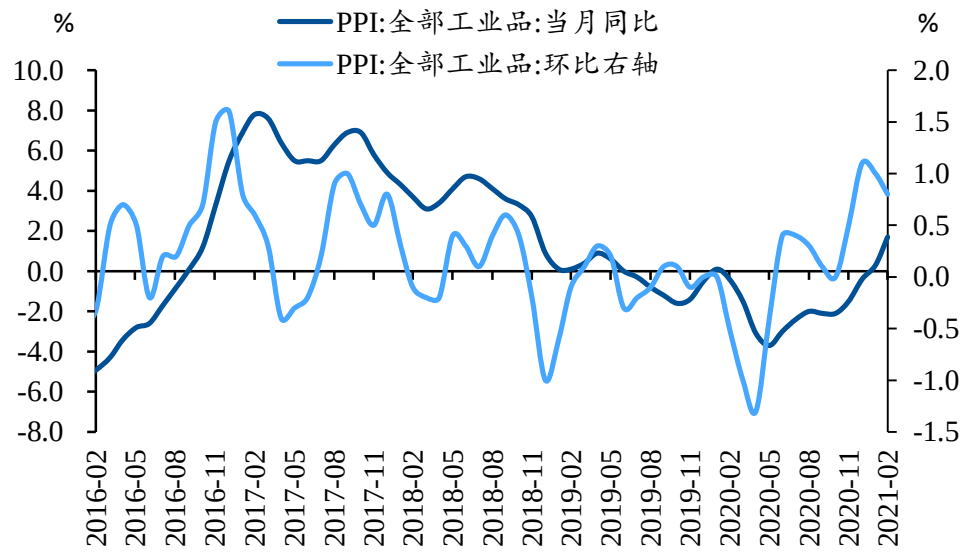


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 PPI 继续上升

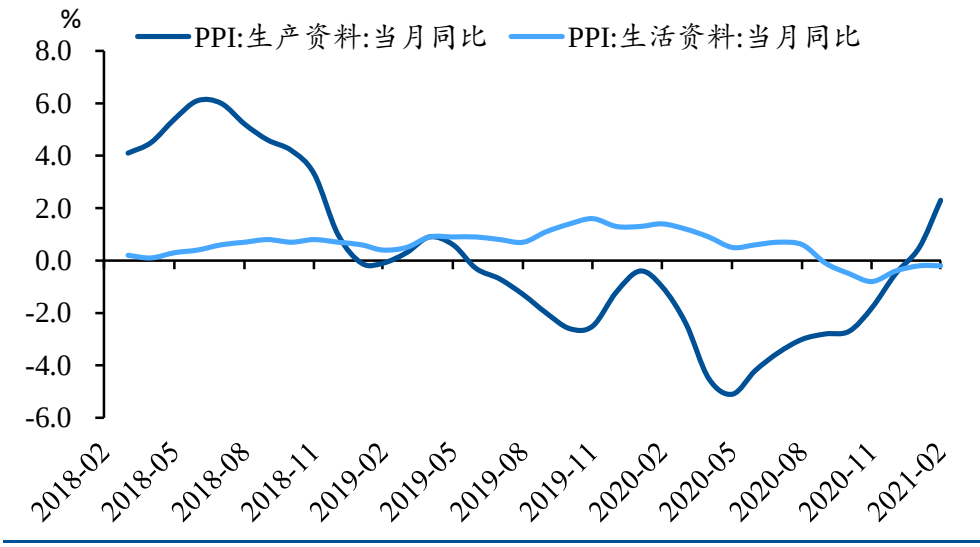
PPI 同比和环比均回升。2021 年 2 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 1.7%，环比上涨 0.8%；工业生产者购进价格同比上涨 2.4%，环比上涨 1.2%。1—2 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 1.0%，工业生产者购进价格上涨 1.6%。

图 9：2 月 PPI 环比增速大幅回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：2 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 1.8 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 1.71 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 6.8%，原材料工业价格上涨 2.9%，加工工业价格上涨 1.7%。生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.05 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，衣着

价格下降 1.3%，一般日用品价格下降 0.1%，耐用消费品价格下降 1.8%。工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格上涨 11.6%，有色金属材料及电线类价格上涨 10.3%，化工原料类价格上涨 0.3%；燃料动力类价格下降 1.0%。

从环比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.80 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 2.8%，原材料工业价格上涨 2.1%，加工工业价格上涨 0.4%。生活资料价格由涨转平。其中，食品价格上涨 0.2%，衣着和一般日用品价格均持平，耐用消费品价格下降 0.2%。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 3.3%，黑色金属材料类价格上涨 2.2%，化工原料类价格上涨 1.3%，有色金属材料及电线类价格上涨 1.2%。

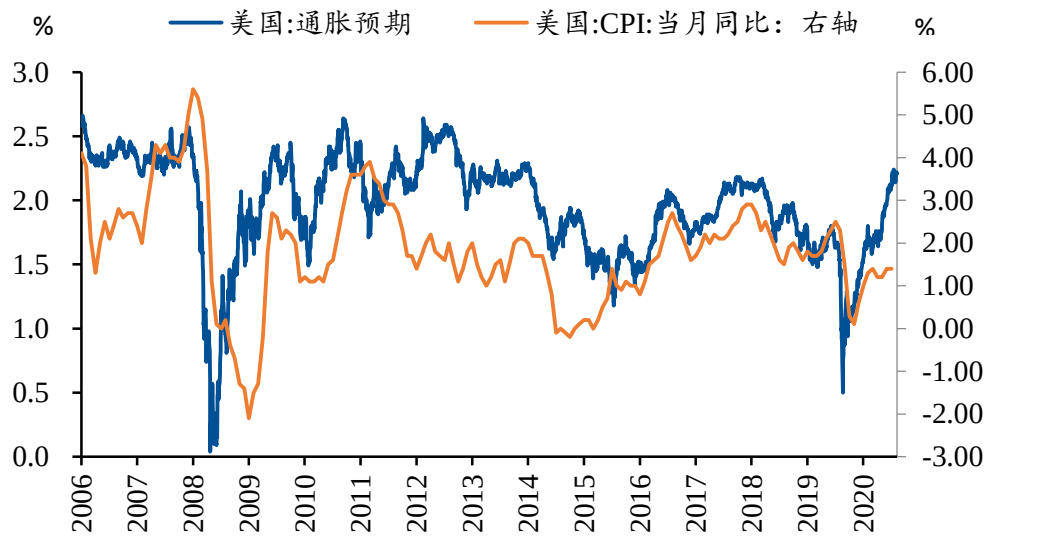
2 重要信息：猪肉成为 CPI 拖累项

重要信息一， 今年下半年猪肉供应有望恢复至往年正常水平。农业部指出：“猪肉市场供应最紧张的时期已经过去，后期供需关系将会越来越宽松。预计今年一季度，也就是 3 月份前后，将比上年同期增长四成左右。到二季度也就是 6 月份前后，生猪存栏可以恢复到 2017 年正常年景的水平。下半年，生猪出栏和猪肉供应将逐步恢复到正常年景水平。”从 2 月 CPI 数据来看，猪价无论是同比还是环比均下跌，我们认为猪肉供应有望持续提高，下半年猪价或回归往年正常水平。由此来看，我们认为全年 CPI 压力并不大，受猪肉拖累，2021 年 CPI 中枢或在 2%以下。

重要信息二，时隔 11 个月核心 CPI 止跌回升。自 2020 年 3 月以来核心 CPI 就处于下降通道，由 2020 年 3 月的 1.2%下跌至 2021 年 1 月的-0.3%，核心 CPI 的下跌反映出需求乏力的一面。相比之下，美国由于大规模纾困政策，叠加供给收缩，核心 CPI 并未大幅下降，与中国形成对比。但 2021 年 2 月核心 CPI 从上月的-0.3%回升至 0%，扭转了持续 11 个月的下跌趋势。今年来看，随着疫情得到控制，且居民资产负债表逐渐修复，我们预计消费有望提升，带动核心 CPI 持续回升。

重要信息三，美国通胀预期持续上升。通常来说，美国通胀预期可以由十年期美债名义利率减十年期美债实际利率来反映，去年下半年以来，美国通胀预期持续升温，现已突破 2%，而美联储目标通胀一般情况是 2%左右。鉴于之前美联储声明更看重长期平均通胀而非短期通胀，因此我们预计美国通胀阶段性上升不会导致美联储提前收紧货币。但通胀预期上升叠加疫苗带来的美债实际利率上行，使美债名义利率大幅飙升，从春节前的 1.1%左右上升至 1.5%左右，使 A 股抱团股有所回调。

图 11：美国通胀预期领先于 CPI 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 未来展望： 低基数原因或导致 3 月 PPI 大幅上升

低基数原因或导致 3 月 PPI 大幅上升。由于去年 3-4 月油价下跌，去年 3-4 月全球 PPI 均大幅下跌，基数较低。而现今油价已恢复至往年正常水平，受低基数原因影响，3-4 月 PPI 或大幅上升，从 2 月的 1.7%上升至 3%以上。CPI 来看，虽然当前 PPI 有所反弹，油价中枢也持续抬升，但 CPI 中的衣着、生活用品等分项环比并未大幅抬升，表面 PPI 上游上升并未传导至 CPI 下游，我们认为短期内受猪价拖累影响 CPI 大幅抬升的可能性较低。

风险提示

原油减产超预期，海外疫情预期、疫苗接种超预期等。

插图目录

图 1：2 月 CPI 同比下降 0.2%.....2
图 2：2 月 CPI 环比上涨 0.6%.....2
图 3：交通通信是拉动 CPI 同比下降的根本原因.....3
图 4：猪肉成为 CPI 主要拖累项.....3
图 5：食品类环比分项情况.....4
图 6： CPI 环比分项.....4
图 7：2 月 CPI 食品环比处于历史中间水平.....5
图 8：2 月 CPI 非食品环比处于历史较高水平.....5
图 9：2 月 PPI 环比增速大幅回升.....6
图 10：2 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：美国通胀预期领先于 CPI 走势.....8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。