日期：2021 年 03 月 10 日

CPI 维持低位 PPI 加速回升

——2021 年 2 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

CPI 维持低位，PPI 加速回升

基数效应下，CPI 持续负增。从环比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅回落 0.4 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅回落 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点。春节期间，部分食品价格季节性上涨，如水产品和鲜果。反倒是猪肉由于生猪出栏的持续恢复，价格上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。从同比来看，由于去年高基数，CPI 持续负增，下降 0.2%，降幅收窄 0.1 个百分点。核心通胀虽有回升，但仍偏低。工业品价格加速上涨。从环比看，PPI 上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。受国际原油价格持续上行影响，国内石油相关行业价格继续上涨。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属、有色金属等行业均呈现不同程度上涨。从同比看，PPI 上涨 1.7%，涨幅比上月扩大 1.4 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业。

市场波动性增加

伴随疫苗在各国均陆续推出，以及北半球天气逐渐转暖，虽然全球疫情仍未结束，但缓解态势开始出现，预期显著好转，市场信心开始增强。中国最早进入后疫情时代，在基数影响下，中国宏观经济数据全面处于高位运行状态。物价结构的转变及经济回暖预期下，通胀预期、尤其是周期品价格上涨预期比较强烈。宏观调控政策的平稳基调不变，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受周期商品价格回升影响，市场结构性调整或有出现，波动将有增加。

高 PPI、低 CPI 组合将延续

虽然CPI同比在基数效应下继续萎缩，但从环比来看，部分食品仍呈现季节性上涨，但猪肉价格由于供给的好转反而有所下降。工业品则受大宗商品价格高位波动态势影响，延续了趋势性上涨，市场前期的通胀忧虑得到数据一定程度印证。从2月后期和3月前期的物价变动看，消费季节性回落趋势并没有改变，故而通胀忧虑不会实现。趋势上看，物价整体中延续低迷，消费品价格继续呈现轻微通缩，工业品则延续缓慢回升态势；受海外流动性泛滥影响，当经济基本面预期扭转后，金融属性强的大宗商品价格持续走高，并开始逐渐影响现货市场。受此影响，国内价格结构也开始发生转变，PPI迅速回升，CPI则延续低位，继续“伪通缩”。2021年物价形态将由2020年的高CPI、低PPI转变为高PPI、低CPI组合。

事件：2 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，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%。

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%。

表 1：2 月 CPI、PPI 数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	-0.2	-0.3	5.2
PPI 同比	1.7	0.3	-0.4

数据分析：数据特征和变动原因

1. CPI 负增延续

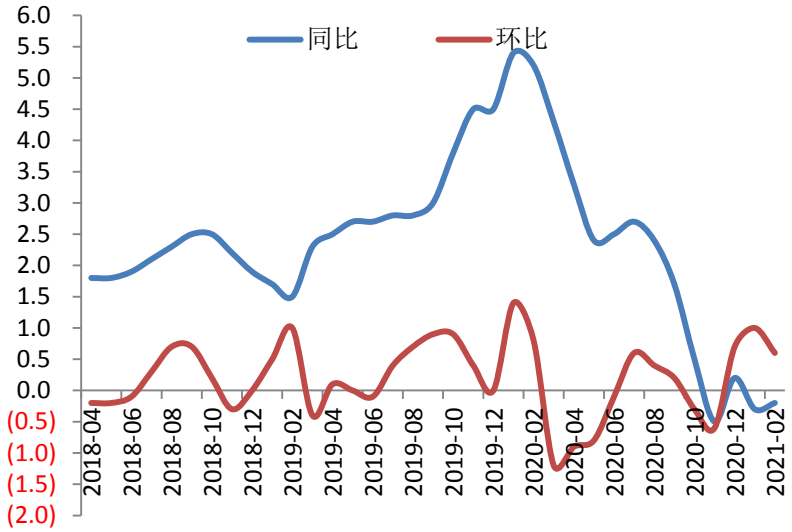
从环比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅回落 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点。春节期间，部分食品价格季节性上涨，如水产品和鲜果价格分别上涨 8.7%和 6.1%，涨幅分别扩大 5.4 和 3.8 个百分点。反倒是猪肉由于生猪出栏的持续恢复，价格上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点。由于就地过年政策，文娱消费需求上涨。电影及演出票价格上涨 13.0%。受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨 3.4%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。

从同比来看，由于去年高基数，CPI 下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格由上月上涨 1.6%转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点。食品中，受去年同期基数较高影响，猪肉价格下降 14.9%，降幅比上月扩大 11.0 个百分点；鸡肉和鸭肉价格分别下降 8.7%和 2.6%，降幅均有收窄；羊肉、水产品和鸡蛋价格分别上涨 7.5%、5.9%和 4.3%，涨幅均有扩大。非食品价格下降

0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点。非食品中，交通通信价格下降 1.9%，其中飞机票价格下降 28.2%，汽油和柴油价格分别下降 5.2%和 5.8%；教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%。

据测算，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。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比由上月下降 0.3%转为持平。

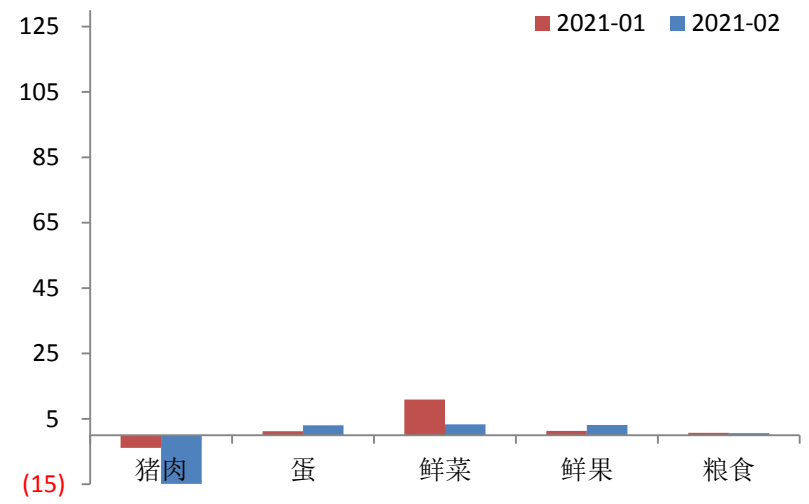
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

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。

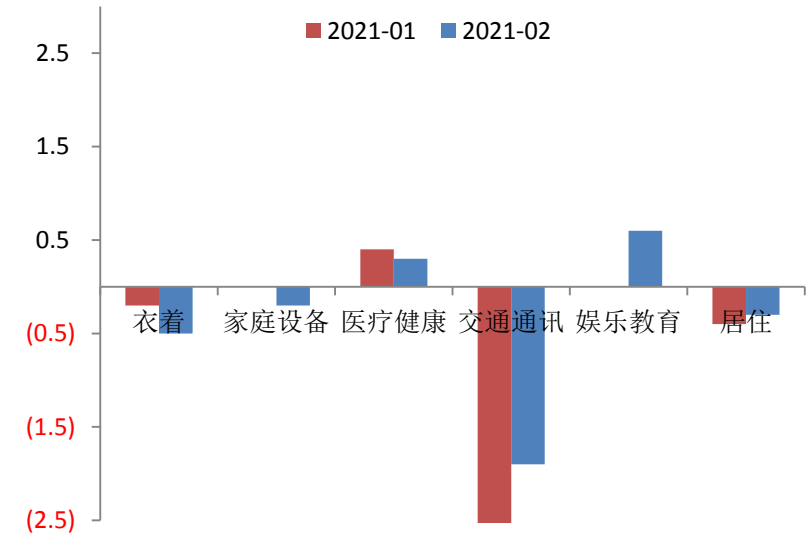
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

2 月，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：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

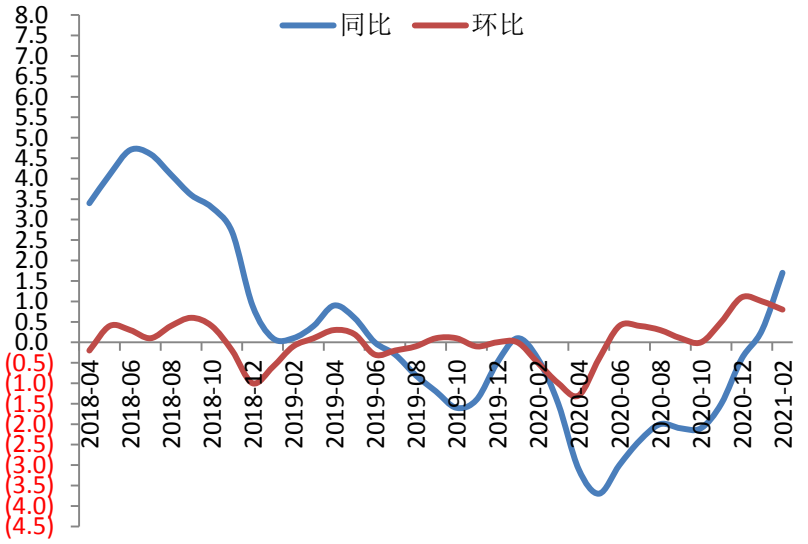
2. PPI 加速上涨

从环比看，PPI 上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格由上月上涨 0.2%转为持平。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 25 个，下降的 10 个，持平的 5 个，变化情况与上月一致。受国际

原油价格持续上行影响，国内石油相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业价格上涨 7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 4.9%，化学纤维制造业价格上涨 3.6%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.45 个百分点。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨 5.9%、2.3%和 1.5%，合计影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。受天气转暖和春节假期因素影响，供暖及工业用电需求有所减弱，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.6%，涨幅回落 4.8 个百分点；燃气生产和供应业价格由涨转降，下降 0.7%。

从同比看，PPI 上涨 1.7%，涨幅比上月扩大 1.4 个百分点。其中，生产资料价格上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 14.1%，扩大 4.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 12.1%，扩大 3.2 个百分点；煤炭开采和洗选业，上涨 10.9%，扩大 1.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，上涨 4.0%，扩大 2.8 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 6.4%，收窄 15.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 0.5%，收窄 8.5 个百分点。

图 4：PPI 同比、环比（%）

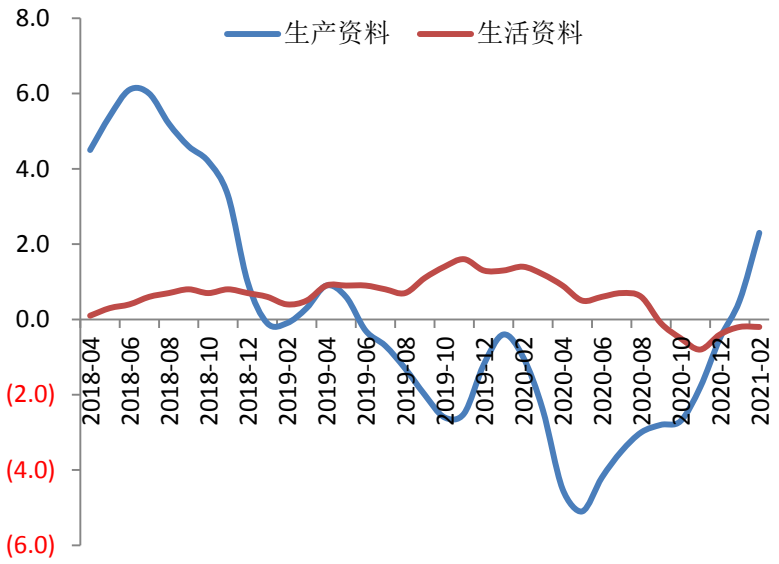


数据来源：wind，上海证券研究所

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%。

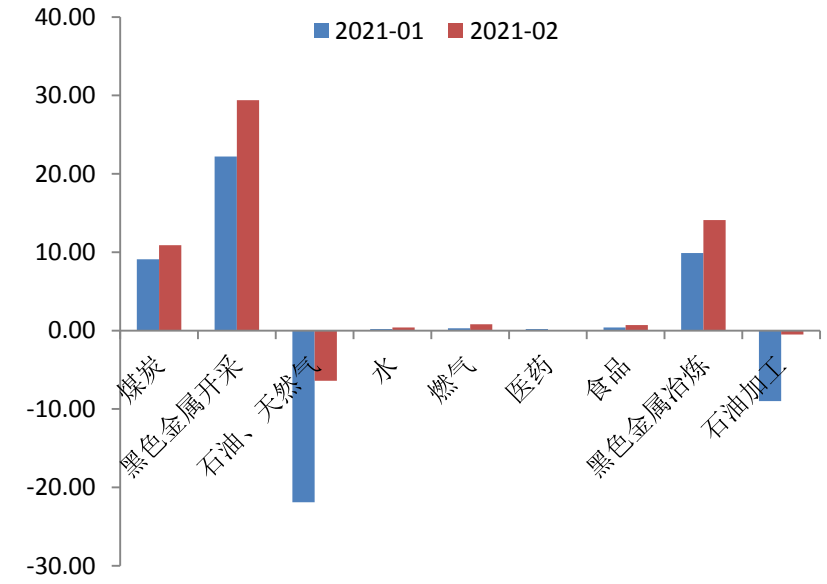
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 10.9%，涨幅扩大 1.8 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 29.4%，涨幅扩大 7.2 个百分点；石油和天然气开采业下降 6.4%，降幅收窄 15.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 0.5%，降幅收窄 8.5 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 14.1%，涨幅扩大 4.2 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

CPI 维持低位，PPI 加速回升

基数效应下，CPI 持续负增。从环比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅回落 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点。春节期间，部分食品价格季节性上涨，如水产品和鲜果价格分别上涨 8.7%和 6.1%，涨幅分别扩大 5.4 和 3.8 个百分点。反倒是猪肉由于生猪出栏的持续恢复，价格上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点。从同比来看，由于去年高基数，CPI 下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格由上月上涨 1.6%转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点。食品中，受去年同期基数较高影响，猪肉价格下降 14.9%，降幅比上月扩大 11.0 个百分点；鸡肉和鸭肉价格分别下降 8.7%和 2.6%，降幅均有收窄；羊肉、水产品和鸡蛋价格分别上涨 7.5%、5.9%和 4.3%，涨幅均有扩大。非食品价格下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点。非食品中，交通通信价格下降 1.9%，其中飞机票价格下降 28.2%，汽油和柴油价格分别下降 5.2%和 5.8%；教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%。据测算，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。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比由上月下降 0.3%转为持平。

工业品价格加速上涨。从环比看，PPI 上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。受国际原油价格持续上行影响，国内石油相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业价格上涨 7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 4.9%，化学纤维制造业价格上涨 3.6%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.45 个百分点。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨 5.9%、2.3%和 1.5%，合计影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。受天气转暖和春节假期因素影响，供暖及工业用电需求有所减弱，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.6%，涨幅回落 4.8 个百分点；燃气生产和供应业价格由涨转降，下降 0.7%。从同比看，PPI 上涨 1.7%，涨幅比上月扩大 1.4 个百分点。其中，生产资料价格上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 14.1%，扩大 4.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 12.1%，扩大 3.2 个百分点；煤炭开采和洗选业，上涨 10.9%，扩大 1.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，上涨 4.0%，扩大 2.8 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 6.4%，收窄 15.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 0.5%，收窄 8.5 个百分点。

市场波动性增加

伴随疫苗在各国均陆续推出，以及北半球天气逐渐转暖，虽然全球疫情仍未结束，但缓解态势开始出现，预期显著好转，市场信心开始增强。中国最早进入后疫情时代，在基数影响下，中国宏观经济数据全面处于高位运行状态。物价结构的转变及经济回暖预期下，通胀预期、尤其是周期品价格上涨预期比较强烈。宏观调控政策的平稳基调不变，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受周期商品价格回升影响，市场结构性调整或有出现，波动将有增加。

趋势预测分析：

高 PPI、低 CPI 组合将延续

虽然 CPI 同比在基数效应下继续萎缩，但从环比来看，部分食品仍呈现季节性上涨，但猪肉价格由于供给的好转反而有所下降。工业品则受大宗商品价格高位波动态势影响，延续了趋势性上涨，市场前期的通胀忧虑得到数据一定程度印证。从 2 月后期和 3 月前期的物价变动看，消费季节性回落趋势并没有改变，故而通胀忧虑不会

实现。趋势上看，物价整体中延续低迷，消费品价格继续呈现轻微通缩，工业品则延续缓慢回升态势；受海外流动性泛滥影响，当经济基本面预期扭转后，金融属性强的大宗商品价格持续走高，并开始逐渐影响现货市场。受此影响，国内价格结构也开始发生转变，PPI 迅速回升，CPI 则延续低位，继续“伪通缩”。2021 年物价形态将由 2020 年的高 CPI、低 PPI 转变为高 PPI、低 CPI 组合。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。