CPI 通胀风险不高，PPI 二季度“破 5%”概率增加

——2021 年 2 月 CPI 和 PPI 数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

李沫

事件：2021 年 2 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.6 %，同比下跌 0.2%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨 0.8%，同比上涨 1.7%，较上月提高 1.4 个百分点。

核心观点：

非食品价格同比降幅在低基数效应、油价上涨和部分文娱消费需求回升的共同推动下收窄 0.6 个百分点，是 CPI 同比降幅收窄主因。但食品价格同比增速在猪肉供给端改善和去年高基数的共同作用下由涨转跌，其对 CPI 同比的影响由拉动变为拖累。预计受国内服务业重启加快和去年非食品基数偏低影响，CPI 上行动能将由食品端向非食品端切换，但受猪肉下行周期启动和居民消费需求恢复偏慢影响，CPI 大幅上行动能不强，预计 3 月份 CPI 同比增长 0.2%左右，全年约增长 1.5%。

受全球经济恢复预期持续增强影响，国际大宗商品价格继续上涨，叠加国内经济内生动能持续修复，共同导致 2 月份 PPI 同比涨幅扩大 1.4 个百分点，但上游涨价效应向下游的传导作用依然偏弱。往后看，年初以来国际大宗商品价格的超预期上涨，将带动国内 PPI 中枢整体上行，预计 3 月份 PPI 同比增长 3.6%；二季度 PPI 翘尾因素均值达到 2.6%，新涨价因素有望在全球疫情趋好、经济复苏预期趋强等因素的影响下，超过 2 月份 1.8%的水平，使同比涨幅“破 5%”的概率增大。

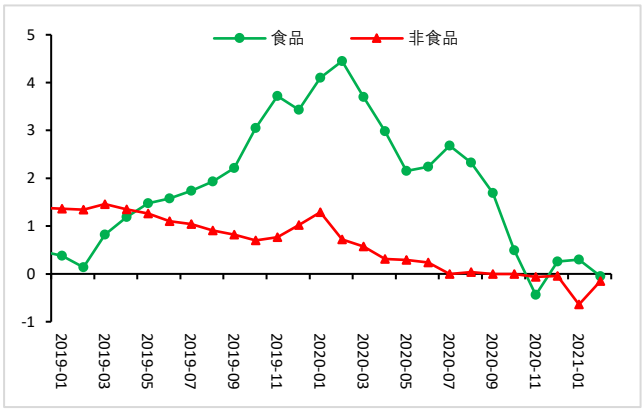
一、CPI 上行动能正向非食品端切换

局部疫情扰动消退，猪周期致食品价格由正转负。2 月食品价格环比涨幅回落 2.5 个百分点至 1.6%，同比价格由上涨 1.6%转为下跌 0.2%，对 CPI 同比的拉动作用较上月回落 0.35 个百分点（见图 1）。其中受猪肉供给端持续改善影响，猪肉价格环比下跌 3.1%，叠加去年同期基数较高，猪肉同比跌幅扩大 11.0 个百分点至 14.9%，其对 CPI 同比的下拉作用扩大 0.3 个百分点；受春节期间需求增加，加之低温天气下运输成本上升，水产品和鲜果等食品环比上涨较多；但局部疫情对食品供给端的扰动逐渐消退，蔬菜、蛋类等前期上涨较多的，其环比价格涨幅回落甚至转为下跌。

非食品是 CPI 同比降幅收窄主因。2 月非食品价格同比降幅收窄 0.6 个百分点至 0.2%，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点，较上月提高 0.49 个百分点（见图 1）。非食品价格同比降幅收窄的原因有三：一是去年国内疫情爆发导致非食品价格基数较低；二是受国际油价上涨影响，交通和通信项同比降幅收窄较多，其对非食品的拖累减弱；三是“就

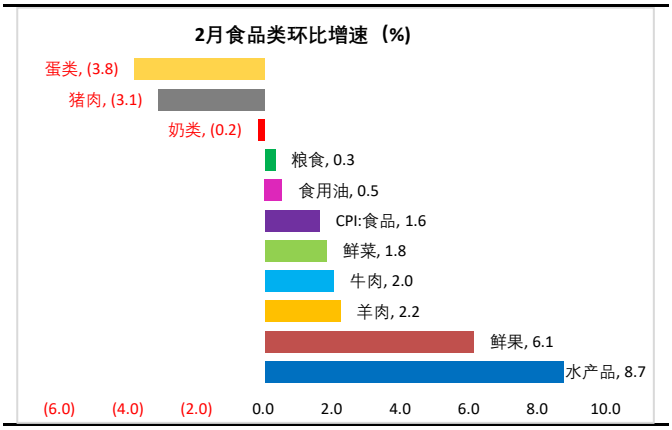
地过年”政策下文娱消费需求增加，教育文化和娱乐项价格有所上涨。

图 1：食品和非食品对 CPI 同比的拉动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

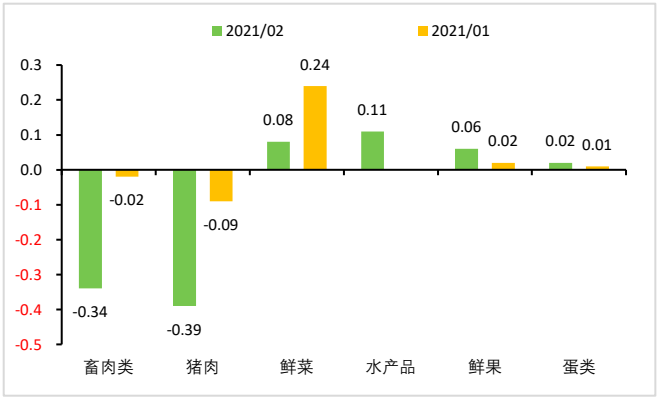
图 2：2 月食品类价格环比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

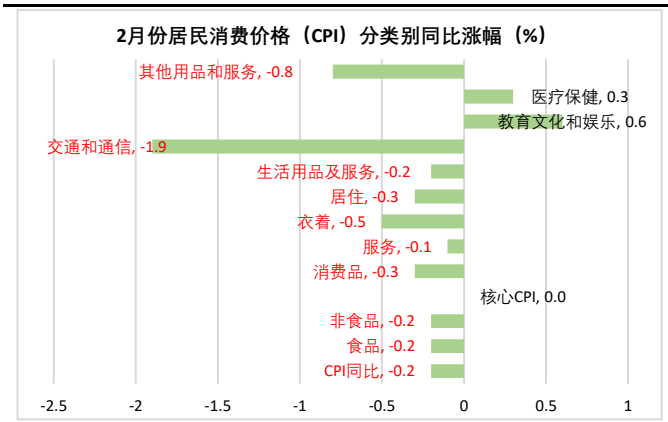
服务业重启或助力核心 CPI 缓慢回升。2 月剔除食品和原油的核心 CPI 同比增长 0.0%，较上月提高 0.3 个百分点，反映出二个信号：一是局部疫情对服务业的冲击正在消退，如 2 月 CPI 服务价格同比收窄 0.6 个百分点，往后看服务业有望加快重启，核心 CPI 缓慢回升可期；二是核心 CPI 持续低位运行，显示出疫后居民消费需求依然偏弱，如居住类和衣着类价格增速持续为负。

图 3：主要食品分项对 CPI 同比的拉动作用（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：2 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 5：2021 年全年翘尾因素回落

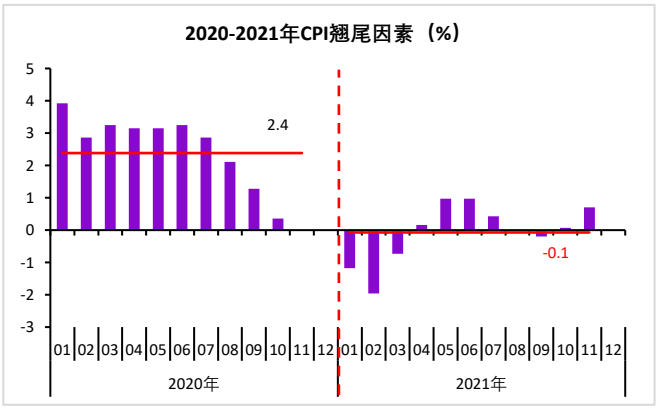
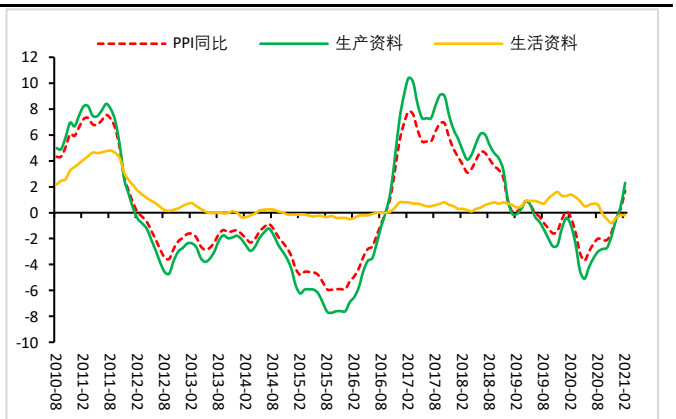


图 6：生产资料和生活资料价格变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

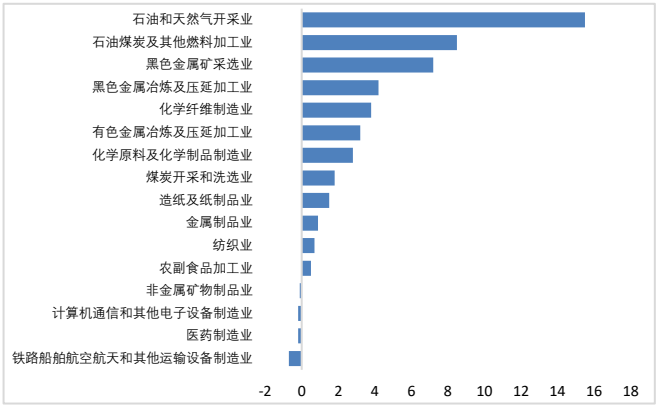
预计 3 月 CPI 同比增长 0.2%左右，全年约增长 1.5%。一是预计 3 月食品价格环比将转负。如根据农业部数据，截止到 3 月 9 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格分别环比变动-10.5%、3.8%、-10.6%，蔬菜和猪肉价格均下降较多；二是 2020 年一季度猪肉平均批发价高达 48 元/公斤，高基数效应对 CPI 的下拉作用不容忽视；三是受全球需求确定性复苏，国内局部疫情影响消退和去年非食品价格逐月下降等因素影响，非食品对 CPI 的拉动作用将有所提高；四是 3 月份 CPI 翘尾因素较 2 月提高 1.2 个百分点（见图 5）。

二、预计 3 月 PPI 增长 3.6%左右

受国内需求持续修复和国际大宗商品价格不断上涨影响，2 月工业生产者出厂价格同比涨幅扩大 1.4 个百分点至 1.7%。其中，生产资料和生活资料分别同比上涨 2.3%和下跌 0.2%，较上月提高 1.8 个百分点和持平于上月，生产资料涨幅明显高于生活资料，是 PPI 涨幅扩大主因（见图 6）。

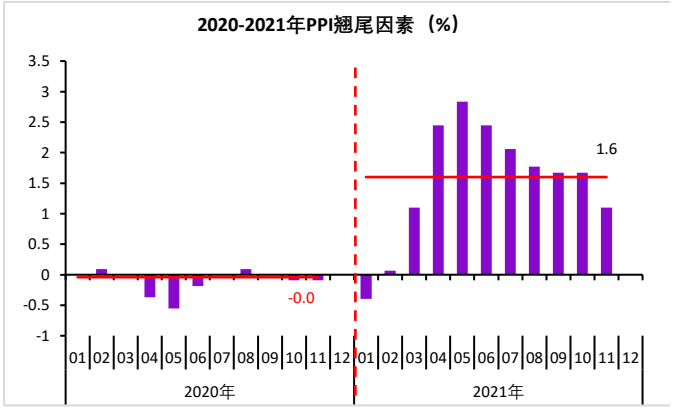
从行业看，上游涨价向下游的传导作用仍偏弱。受国际油价大幅上行影响，石油相关行业出厂价格涨幅靠前；全球经济修复预期持续增强，叠加国内工业需求继续释放，国内上游行业出厂价格提高较多，如“三黑一色”行业出厂价格上涨较多；但受国内消费端恢复偏慢影响，中下游工业企业出厂价格上涨幅度均不及上游行业（见图 7），上游涨价的传导效应较弱。

图 7：2 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：2021 年 PPI 翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

预计 3 月 PPI 增长 3.6%左右。一是 2021 年 PPI 翘尾因素将较 2020 年提高 1.6 个百分点（见图 8）；二是疫苗投入使用叠加前期政策效果显现，全球大宗商品价格短期上行压力较大，但全球经济负产出缺口仍在，大宗商品上行动力将边际趋弱，国内输入型通胀压力可控；三是 2020 年使用偏慢的财政资金，短期将支撑基建投资维持高增长，但在隐性债务风险增加和房住不炒定位下，2021 年国内基建和房地产投资需求都将边际回落，未来 PPI 呈前高后稳的概率偏大。

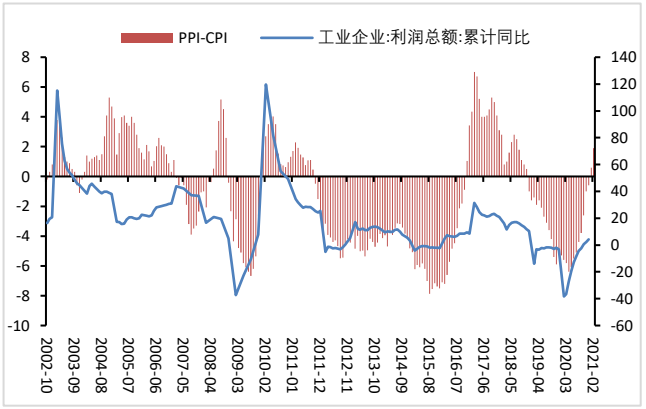
预计二季度 PPI 增速破“5”概率提高。一是翘尾因素处于全年高位，如 4-6 月份

分别为 2.5%、2.8%和 2.5%；二是二季度全球疫情有望取得进一步进展，全球经济复苏预期将继续强化，大宗商品价格上涨将带动国内 PPI 上行，新涨价因素在 2 月份 1.8%的基础上有望继续提高，导致单月增速存在破“5”的可能。

三、PPI 和 CPI 剪刀差走阔，预示经济增长内生动能有望继续恢复

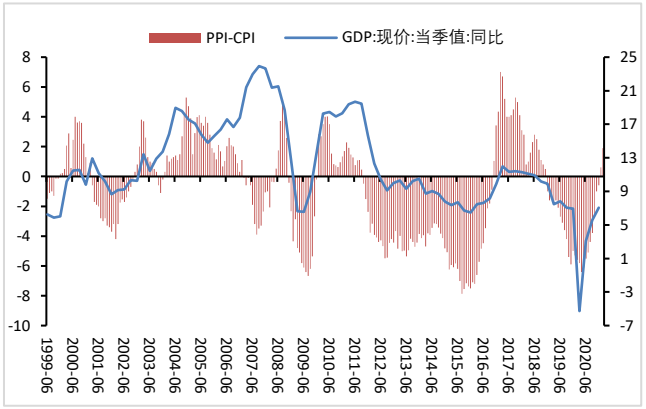
PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 9-10）。2 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差由 0.6%扩大至 1.9%，连续 2 个月为正，预示着我国工业企业利润将边际修复，经济修复动能有望持续增强。

图 9：PPI 与 CPI 差值持续收窄，企业盈利有望改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：PPI 与 CPI 差值收窄，名义 GDP 增速有望回升



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。