宏观研究

PPI 与 CPI 剪刀差或进一步扩大

——1 月物价数据点评

宏观事件点评 | 2021 年 2 月 11 日

报告摘要：

1月CPI同比下降0.3%，核心CPI同比下跌0.3%，PPI同比上升0.3%。

- **重要信息一， CPI基数较高导致CPI负增长**

去年1月份，由于春节+疫情影响，CPI基数较高，而今年由于春节较晚，因此CPI虽然环比正增长，但同比却出现负增长。另一方面，1月受疫情影响社会总需求也受到一定冲击，1月核心CPI同比下跌0.3%，而去年12月核心CPI同比上涨0.4%。但随着本土疫情得到控制（近几日本土疫情已经清零），未来需求有望加速恢复，预计2月CPI同比将由负转正。

- **重要信息二， 全球经济复苏带动PPI反弹**

受国内外需求持续改善影响，1月PPI同比上涨0.3%，环比上涨1.0%，继续延续回升势头。当前欧美疫情已迎来拐点，拜登新一轮财政刺激提振了美国需求，导致全球经济加速复苏。国际原油价格继续上涨，接近60美元/桶左右，大宗商品的反弹带动PPI持续上行。A股方面顺周期板块也受到提振，原油、煤炭、化工等板块均有不错表现。

- **重要信息三，基期轮换反映恩格尔系数下降，对物价影响较小**

2021年是新一轮CPI和PPI基期轮换时期，与上轮基期（2016年—2020年）相比，新基期的权数总体变动不大。其中，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点，生活用品及服务权数变动不大。其中食品烟酒和衣着权重下降最多，反映我国居民收入改善，恩格尔系数在下降。居住的权重上升最多，反映近几年租金上升较快的现象，特别是一二线城市租金上升较快。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，影响不大。

- **未来展望： PPI与CPI剪刀差或进一步扩大**

自2019年猪周期开启以来，CPI同比一直高于PPI，这一时期工业企业利润较窄，周期股表现较为疲软。但2021年1月PPI同比增速反超CPI同比增速，且未来随着油价回升和基数原因二者剪刀差有望进一步走阔，预示着工业企业行业利润向上游集中，石油、化工、煤炭、钢铁、有色等周期性行业利润或进一步修复。可以参考的历史是2017年，由于供给侧改革叠加全球经济协同复苏，PPI同比增速也明显高于CPI同比增速，周期股和金融股迎来牛市。今年的宏观经济与2017年有很大类似之处，包括经济走强、流动性边际收紧、工业需求回升、全球经济复苏等，我们继续看好顺周期板块和银行股。

- **风险提示**

原油减产超预期，海外疫情预期、疫苗普及超预期等。

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

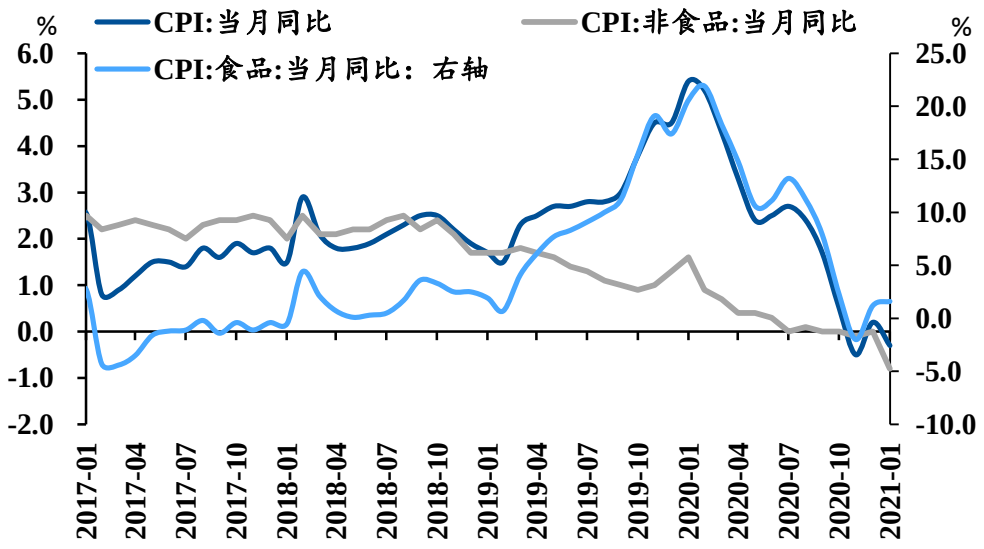
相关研究

1 数据表现：CPI 同比下降 0.3%，PPI 同比回升 0.3%

1.1. CPI 同比下降，环比回升

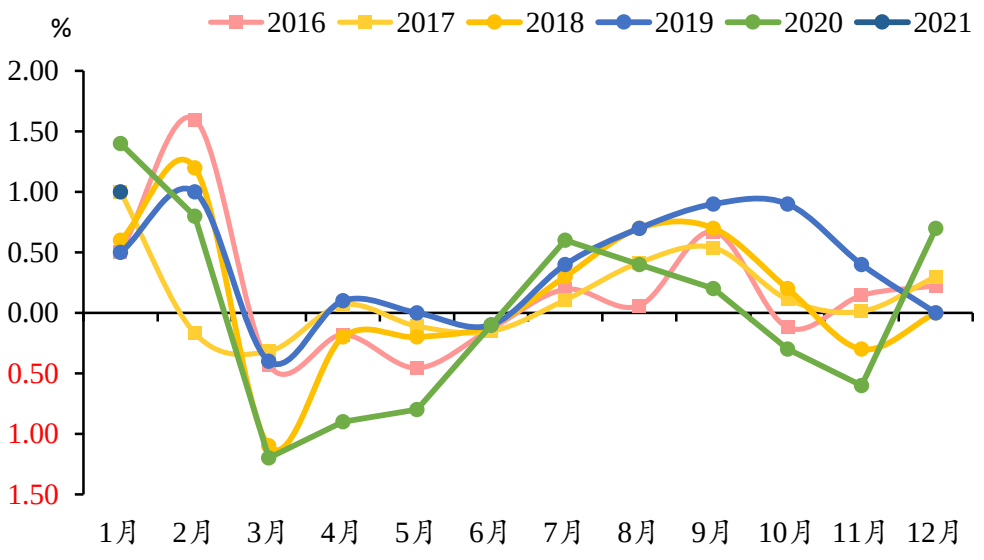
1 月 CPI 同比下降，环比回升。2021 年 1 月份，全国居民消费价格同比下降 0.3%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.1%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格下降 0.8%；消费品价格下降 0.1%，服务价格下降 0.7%。1 月份，全国居民消费价格环比上涨 1.0%。其中，城市上涨 1.0%，农村上涨 1.1%；食品价格上涨 4.1%，非食品价格上涨 0.3%；消费品价格上涨 1.5%，服务价格上涨 0.2%。

图 1：1 月 CPI 同比下降 0.3%



资料来源：Wind，民生证券研究院

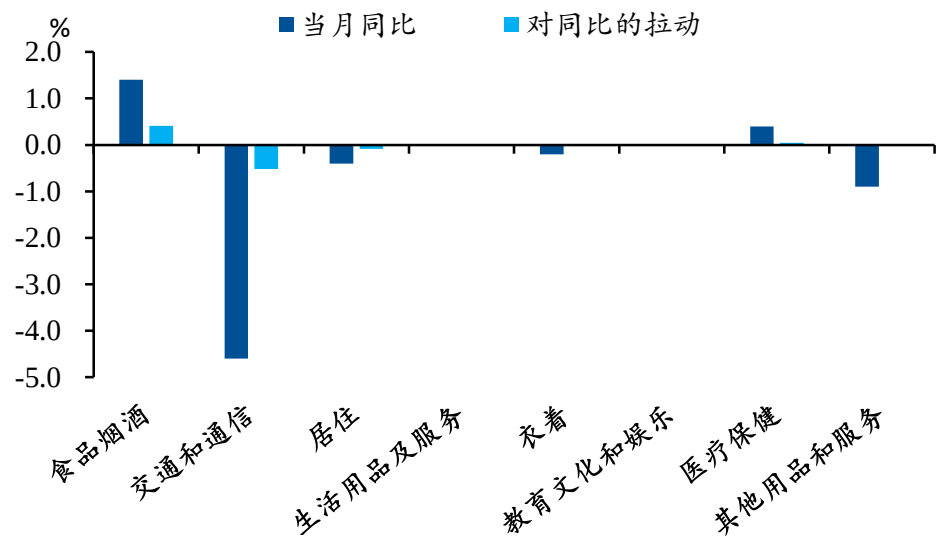
图 2：1 月 CPI 环比上涨 1.0%



资料来源：Wind，民生证券研究院

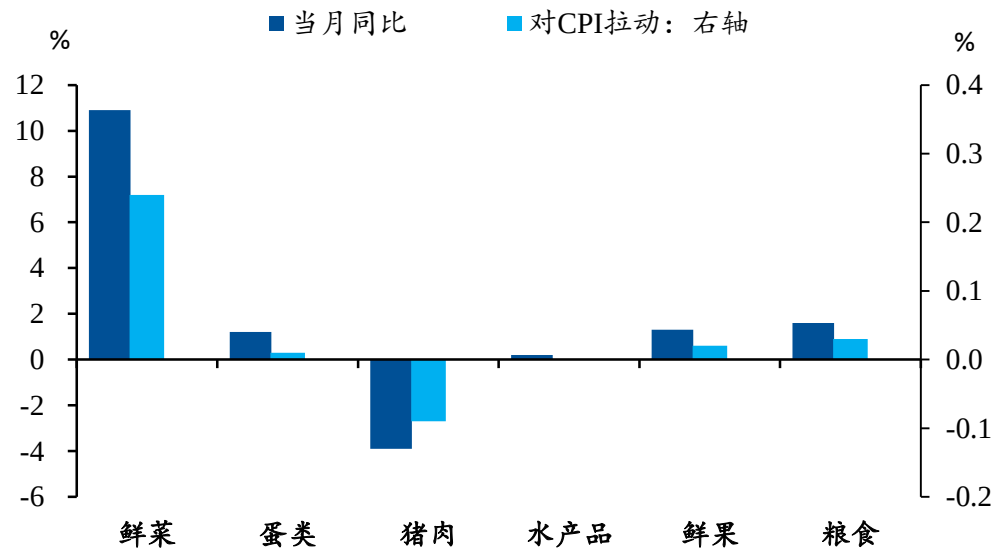
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）1 月份，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.41 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 10.9%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点；粮食价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格上涨 1.3%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；蛋类价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格下降 0.4%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点，其中猪肉价格下降 3.9%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。（2）其他七大类价格一涨两平四降。其中，医疗保健价格上涨 0.4%；生活用品及服务、教育文化娱乐价格均持平；交通通信、其他用品及服务价格分别下降 4.6%和 0.9%，居住、衣着价格分别下降 0.4%和 0.2%。

图 3：食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

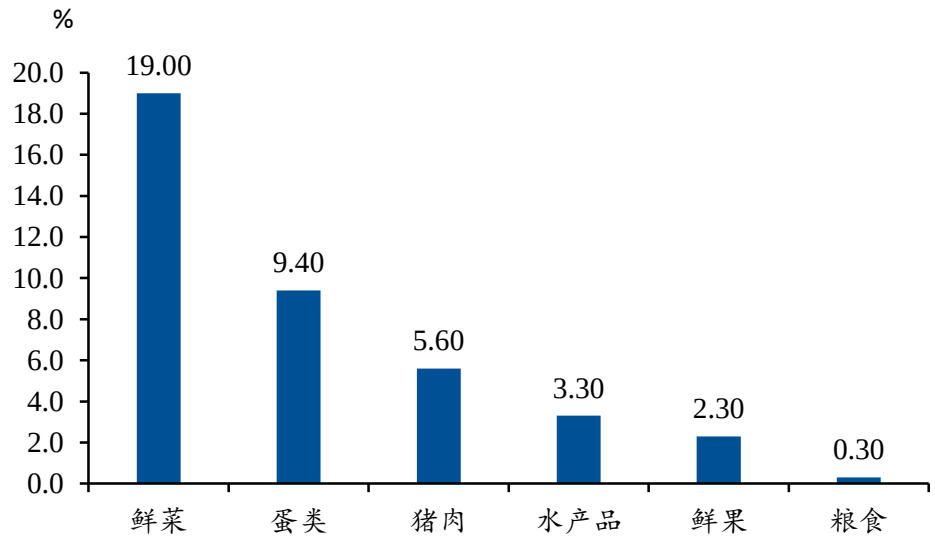
图 4：鲜菜和粮食成为 CPI 主要拉动项



资料来源：Wind，民生证券研究院

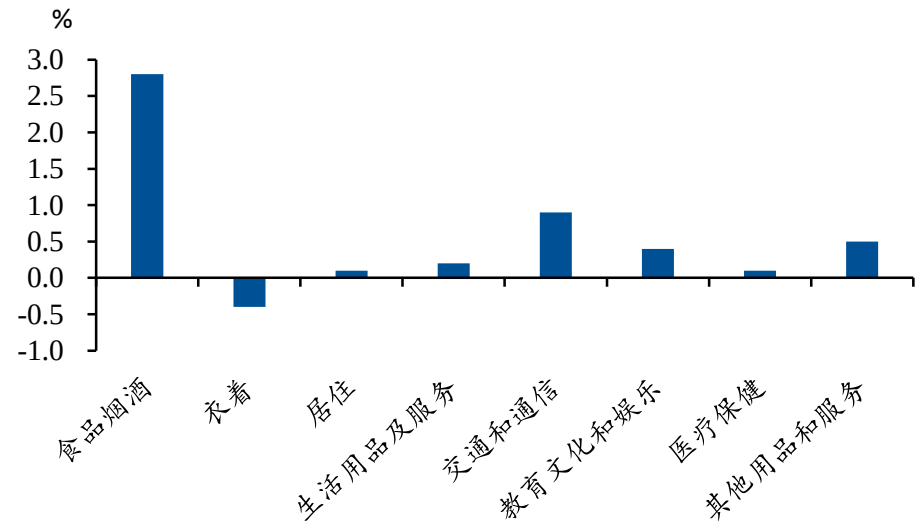
从大类环比看，鲜菜和蛋类上涨明显：（1）食品：1 月份，食品烟酒类价格环比上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.80 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 19.0%，影响 CPI 上涨约 0.40 个百分点；蛋类价格上涨 9.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；畜肉类价格上涨 3.7%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点，其中猪肉价格上涨 5.6%，影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点；水产品价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；鲜果价格上涨 2.3%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；粮食价格上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。（2）非食品：其他七大类价格环比六涨一降。其中，交通通信、其他用品及服务、教育文化娱乐价格分别上涨 0.9%、0.5%和 0.4%，生活用品及服务、居住、医疗保健价格分别上涨 0.2%、0.1%和 0.1%；衣着价格下降 0.4%。

图 5：食品类环比分项情况



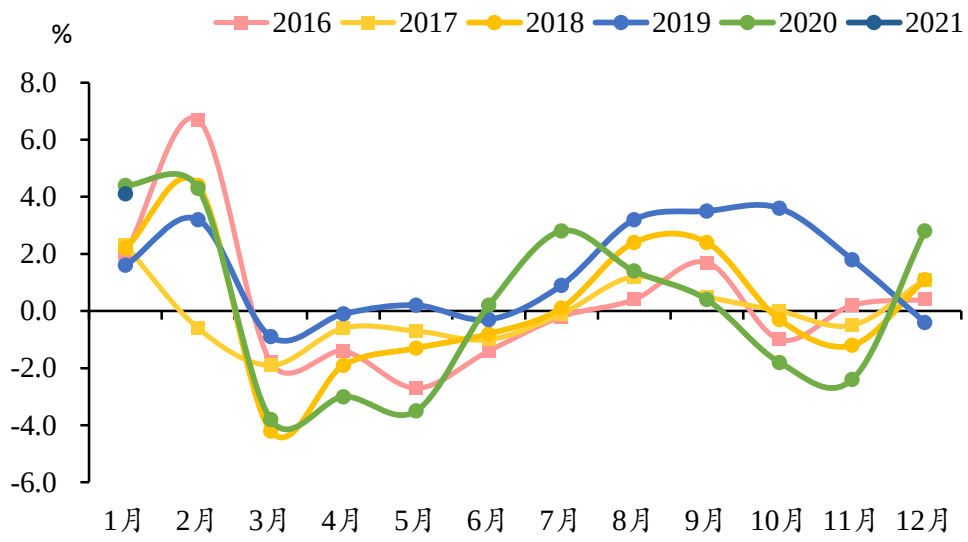
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6： CPI 环比分项



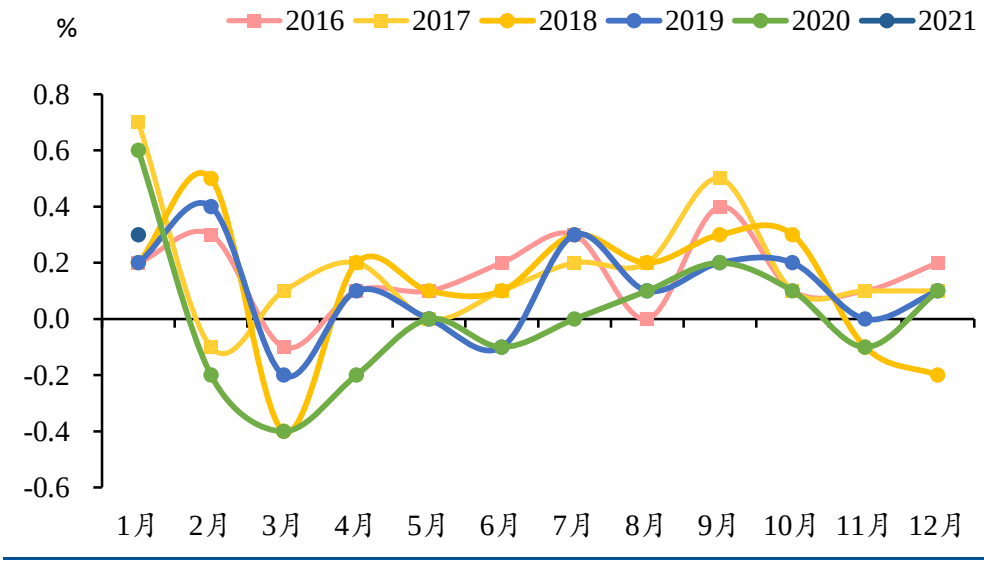
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：1 月 CPI 食品环比处于历史较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：1 月 CPI 非食品环比处于历史中位水平

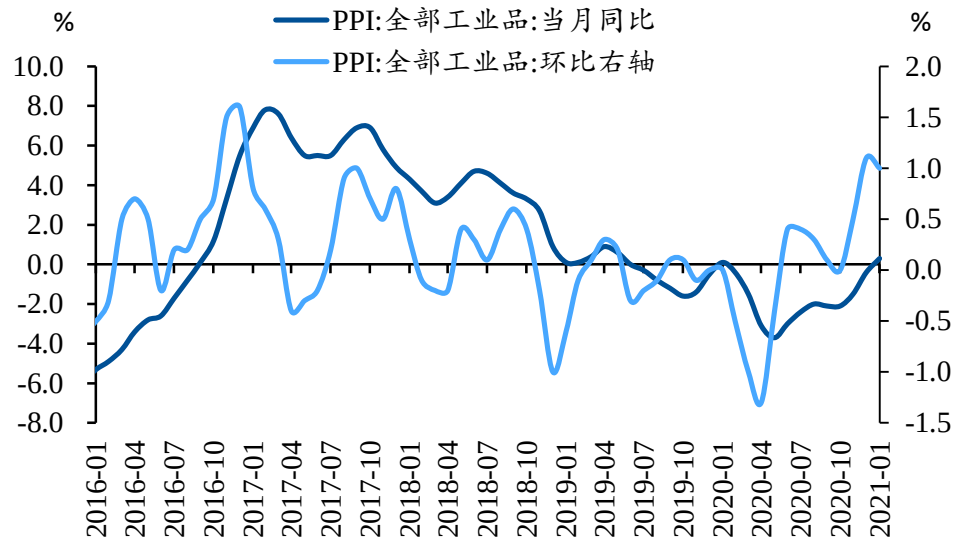


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2. PPI 由负转正

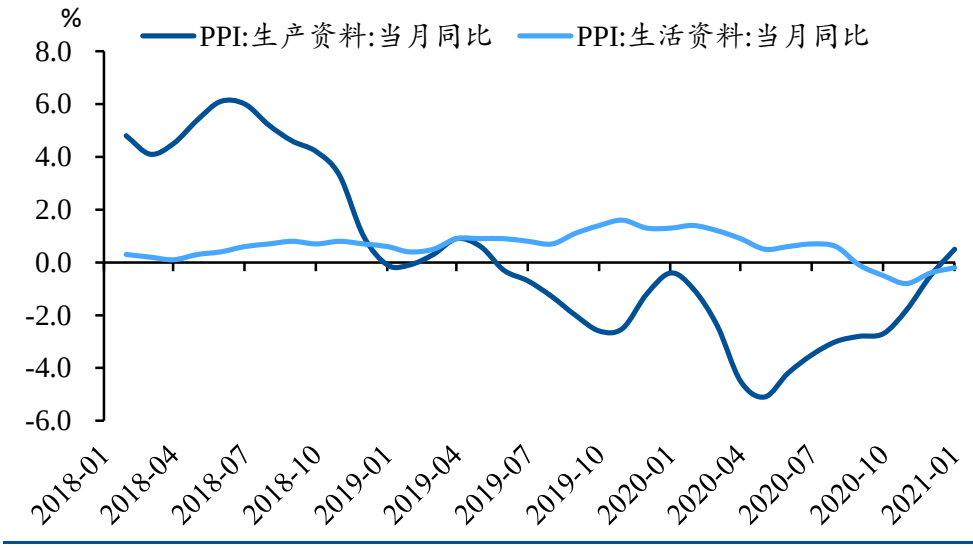
PPI 同比和环比均回升。2021 年 1 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.3%，环比上涨 1.0%；工业生产者购进价格同比上涨 0.9%，环比上涨 1.4%。

图 9：1 月 PPI 环比增速大幅回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：1 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，生产资料价格由降转涨，上涨 0.5%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.35 个百分点。其中，采掘工业和加工工业价格均上涨 1.0%，原材料工业价格下降 0.8%。生活资料价格下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.06 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，衣着价格下降 1.3%，一般日用品价格持平，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 8.7%，有色金属材料及电线类价格上涨 8.3%；燃料动力类价格下降 4.8%，化工原料类价格下降 1.3%。

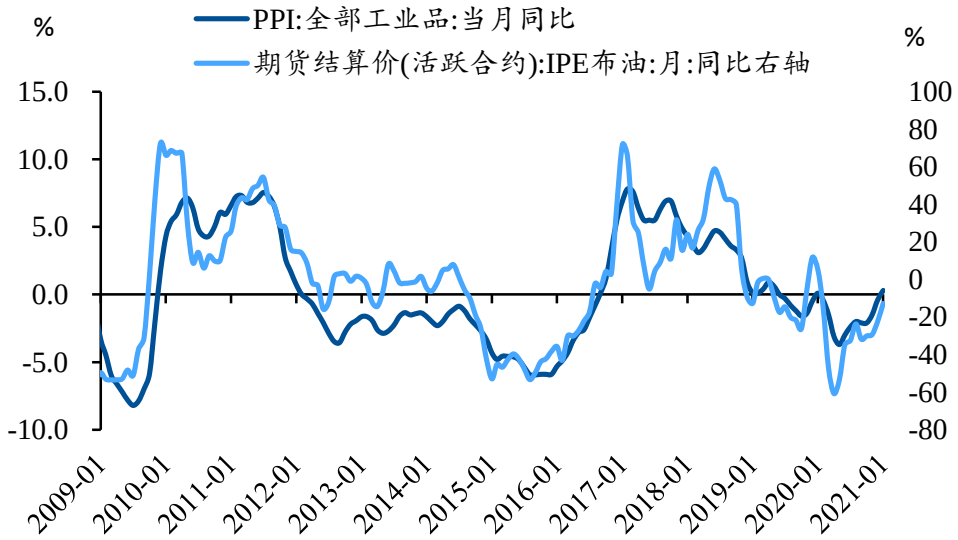
从环比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.93 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 5.5%，原材料工业价格上涨 1.8%，加工工业价格上涨 0.7%。生活资料价格上涨 0.2%，涨幅扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.05 个百分点。其中，食品价格上涨 0.7%，衣着价格下降 0.2%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 0.1%。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 3.3%，黑色金属材料类价格上涨 3.0%，有色金属材料及电线类价格上涨 1.6%，化工原料类价格上涨 1.1%。

2 重要信息：春节错位导致 CPI 跌入负数

重要信息一， CPI 基数较高导致 CPI 负增长。去年 1 月份，由于春节+疫情影响，CPI 基数较高，而今年由于春节较晚，因此 CPI 虽然环比正增长，但同比却出现负增长。另一方面，1 月受疫情影响社会总需求也受到一定冲击，1 月核心 CPI 同比下跌 0.3%，而去年 12 月核心 CPI 同比上涨 0.4%。但随着本土疫情得到控制（近几日本土疫情已经清零），未来需求有望加速恢复，预计 2 月 CPI 同比将由负转正。

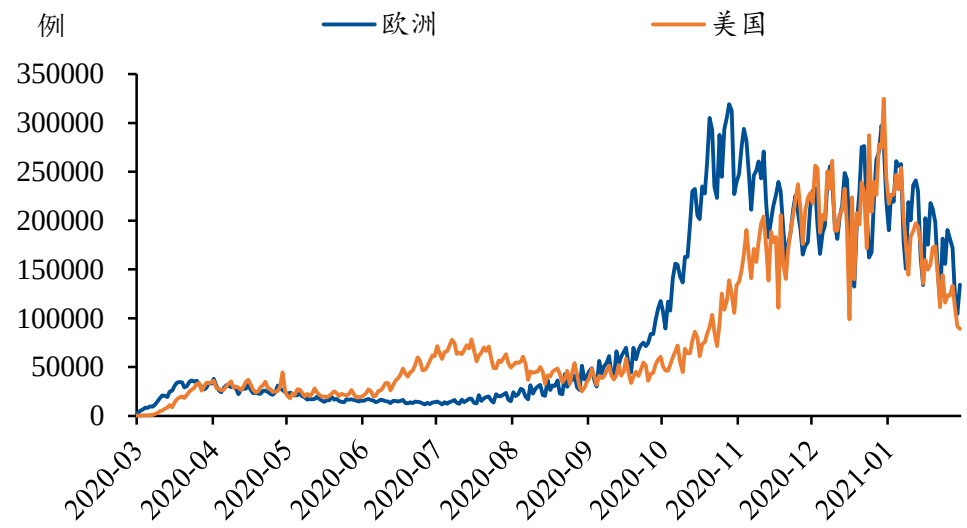
重要信息二， 全球经济复苏带动 PPI 反弹。受国内外需求持续改善影响，1 月 PPI 同比上涨 0.3%，环比上涨 1.0%，继续延续回升势头。当前欧美疫情已迎来拐点，拜登新一轮财政刺激提振了美国需求，导致全球经济加速复苏。国际原油价格继续上涨，接近 60 美元/桶左右，大宗商品的反弹带动 PPI 持续上行。A 股方面顺周期板块也受到提振，原油、煤炭、化工等板块均有不错表现。

图 11：油价回升带动 PPI 反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：欧美疫情迎来拐点



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息三，基期轮换反映恩格尔系数下降，对物价影响较小。2021 年是新一轮 CPI 和 PPI 基期轮换时期，与上轮基期（2016 年—2020 年）相比，新基期的权数总体变动不大。其中，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点，生活用品及服务权数变动不大。其中食品烟酒和衣着权重下降最多，反映我国居民收入改善，恩格尔系数在下降。居住的权重上升最多，反映近几年租金上升较快的现象，特别是一二线城市租金上升较快。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，影响不大。

3 未来展望： PPI 与 CPI 剪刀差或进一步扩大

上游行业利润或进一步增加。自 2019 年猪周期开启以来，CPI 同比一直高于 PPI，这一时期工业企业利润较窄，周期股表现较为疲软。但 2021 年 1 月 PPI 同比增速反超 CPI 同比增速，且未来随着油价回升和基数原因二者剪刀差有望进一步走阔，预示着工业企业行业利润向上游集中，石油、化工、煤炭、钢铁、有色等周期性行业利润或进一步修复。可以参考的历史是 2017 年，由于供给侧改革叠加全球经济协同复苏，PPI 同比增速也明显高于 CPI 同比增速，周期股和金融股迎来牛市。今年的宏观经济与 2017 年有很大类似之处，包括经济走强、流动性边际收紧、工业需求回升、全球经济复苏等，我们继续看好顺周期板块和银行股。

风险提示

原油减产超预期，海外疫情预期、疫苗普及超预期等。

插图目录

图 1：1 月 CPI 同比下降 0.3%.....2
图 2：1 月 CPI 环比上涨 1.0%.....2
图 3：食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因.....3
图 4：鲜菜和粮食成为 CPI 主要拉动项.....3
图 5：食品类环比分项情况.....4
图 6： CPI 环比分项.....4
图 7：1 月 CPI 食品环比处于历史较高水平.....5
图 8：1 月 CPI 非食品环比处于历史中位水平.....5
图 9：1 月 PPI 环比增速大幅回升.....6
图 10：1 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：油价回升带动 PPI 反弹.....8
图 12：欧美疫情迎来拐点.....9

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。