万联证券 WANLIAN SECURITIES

再通胀压力增加，PPI 延续上行

——1 月通胀数据点评

日期：2021 年 2 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 1 月，CPI 同比增速-0.3%，较上月回落 0.5 个百分点，环比增速 1%，前值 0.7%;PPI 同比增速 0.3%，较上月上行 0.7 个百分点，环比增速 1%，前值 1.1%。

点评：

- **CPI 同比回落，环比继续上行，食品项受春节临近、局部低温天气和疫情等影响上行。核心 CPI 回落至负值区间，消费品、服务项价格均有所回落。**冬季疫情反复，线下消费和服务受到一定冲击，就地过年也对部分消费不利，接触式服务消费有所减少，出行类服务价格同比降幅较大，非食品项目价格偏弱。
- **食品项价格环比大多上行，猪肉价格受高基数影响，同比有所回落，羊肉价格同环比均明显上行，蔬菜价格同环比上行幅度最为显著。**春节食品项需求季节性上行，近期各地的猪瘟疫情导致存栏数存在不同程度的回落，中央储备冻肉的投放缓解了短期市场的供给。受天气影响，鲜菜、鲜果的运输和存储成本增加，本地过节可能导致礼品类果品需求减少，预期临近春节，水果季节性上行速度可能弱于往年。
- **非食品各分项同比大多小幅走弱，整体较上月略有回落，衣着、医疗保健、教育娱乐同比增速回落，交通和通信回落最为明显，需求端整体依然偏弱，环比小幅上行。**受疫情影响出行需求受到一定限制，本地过年也压制了部分旅游需求，而水电燃料消耗有所增加。
- **PPI 同比延续上行，原材料价格涨幅放缓，加工工业同比本月略有提速，企业利润修复趋势仍将延续。**PPI 周期品价格修复趋势延续，黑色、有色景气度依然维持高位，供暖需求拉升了煤炭、燃气产业的上行，原油产业链延续上行。而下游汽车制造业同比增速小幅回落。
- **CPI 增速一季度承压，PPI 上升趋势不变。**全球经济复苏叠加通胀预期影响，春节复工复产预期提前，再通胀压力仍将进一步上行，PPI 仍将继续增长，而 CPI 预期将在二季度进入上行区间。
- **本次基期轮换综合来看对总指数的影响相对较小。**CPI、PPI 篮子每隔 5 年调整一次，根据居民的收支及消费数据调整权重，本次权重调整，食品烟酒、衣着和教育文化娱乐权重下降，居住、交通通信、医疗保健类权重上升。
- **风险因素：**春节期间人口迁徙导致疫情扩散，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、食品项反弹 CPI 转正，非食品项修复依然较慢.....3
2、PPI 同比上行趋势延续.....6
3、总结.....7
4、风险提示.....9

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 增速下探至负值(%).....4
图表 4:食品项环比增速处于历年低点(%).....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:剪刀差继续收窄（%）.....7
图表 15:CPI 食品项主要分项权重（%）.....8
图表 16:工业生产者价格主要数据.....9

万联证券

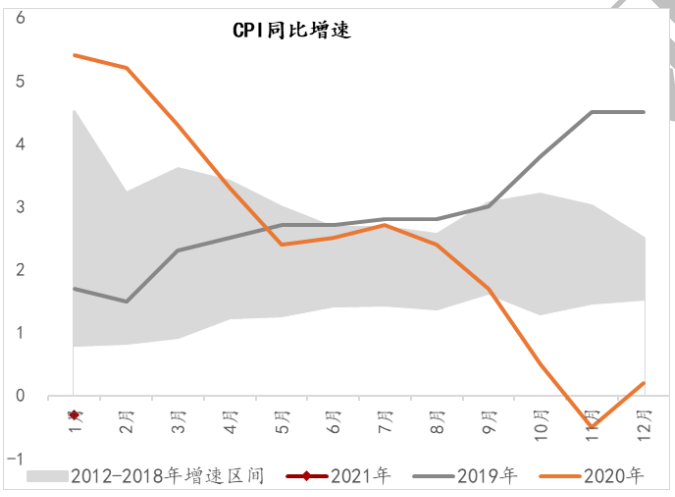
事件

2021年1月，CPI同比增速-0.3%，较上月回落0.5个百分点，环比增速1%，前值0.7%；PPI同比增速0.3%，较上月上行0.7个百分点，环比增速1%，前值1.1%。

1、食品项反弹CPI转正，非食品项修复依然较慢

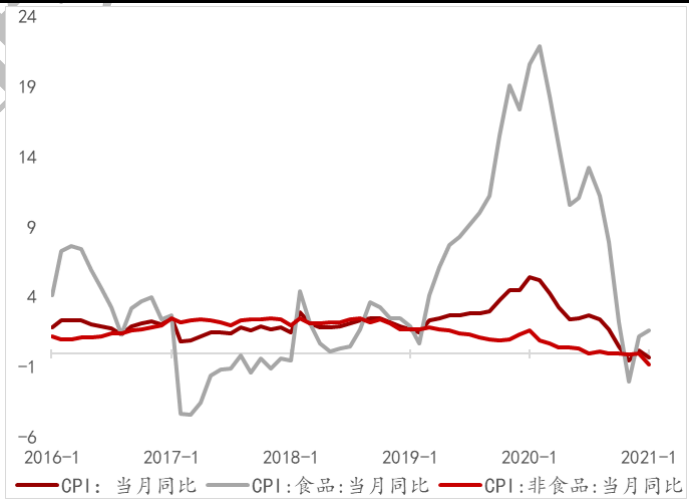
CPI同比回落，环比继续上行，食品项受春节临近、局部低温天气和疫情等影响上行。1月CPI同比增速由0.2%小幅回落至-0.3%，依然处于近几年低位，环比增速由上月涨0.7%继续上行至1%。CPI食品项同比增速由12月的1.2%上行至1.6%，影响CPI上涨约0.30个百分点；非食品项同比由0%小幅下行至-0.8%，环比由上月的0.1%上行至0.3%，依然相对偏弱。1月翘尾因素影响约1.3个百分点，新涨价因素影响约1个百分点。

图表1： CPI 同比增速历年走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

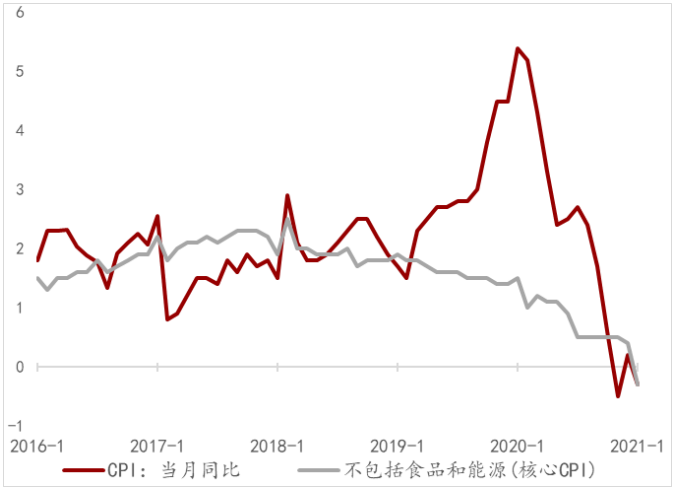
图表2： 食品项增速走势波动较大(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

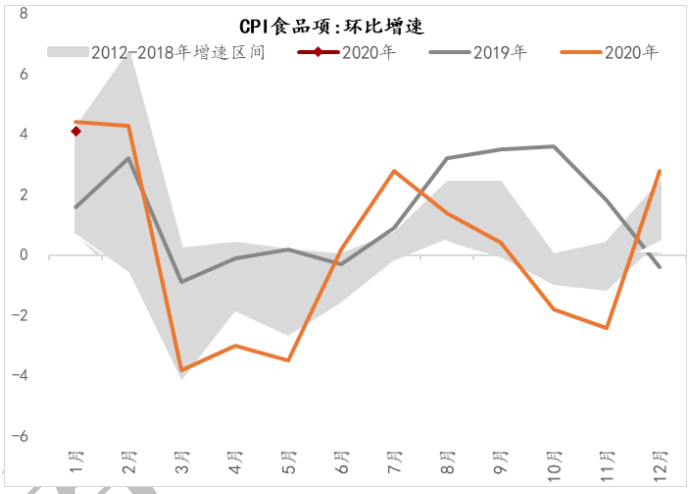
核心CPI回落至负值区间，消费品、服务项价格均有所回落。剔除食品和原油项的核心CPI继续回落，需求端依然较弱。冬季疫情反复，线下消费和服务受到一定冲击，就地过年也对部分消费不利，接触式服务消费有所减少，出行类服务价格同比降幅较大，非食品项目价格偏弱。核心CPI同比增速小幅回落0.7个百分点至-0.3%，环比上行0.1%。CPI服务项同比较12月回落0.7个百分点至-0.7%，环比上行0.2%；消费品同比则回落0.7个百分点至-0.1%，环比上行1.5%，环比增速较上月下行0.3个百分点，但仍为正值。

图表3： 核心CPI增速下探至负值(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 食品项环比增速处于历年低点(%)



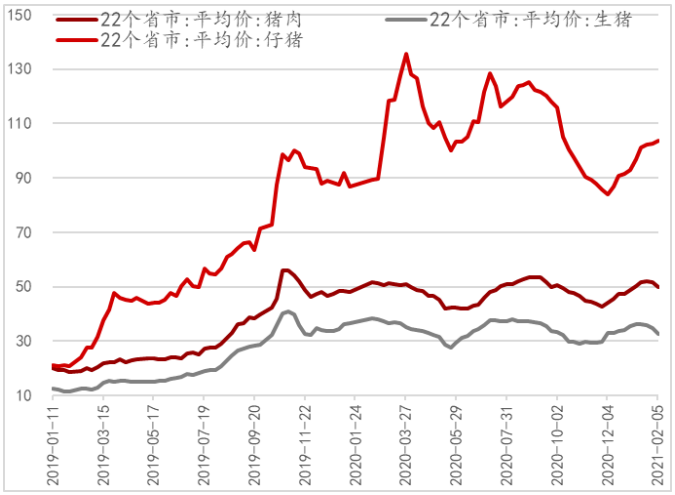
资料来源：Wind，万联证券研究所

食品项价格环比大多上行，猪肉价格受高基数影响，同比有所回落，羊肉价格同环比均明显上行，蔬菜价格同环比上行幅度最为显著。食品项细分来看，猪肉价格季节性环比上行，从需求端来看，随着春节的到来，猪肉消费季节性增加；供给端来看，1月中央储备冻肉累计投放11万吨，春节期间将每周向市场组织投放2-3万吨的中央储备猪肉。中央储备冻肉的投放缓解了短期市场的供给。近期各地的猪瘟疫情导致存栏数存在不同程度的回落，但仔猪价格仍处高位，补栏意愿依然较强，生猪产能恢复的趋势不变。而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也反弹上行。牛羊肉价格持续上涨，从全国范围来看，受生态环保压力加大，部分主产省区禁牧面积扩大等因素影响，肉羊养殖成本上行，小散户退出加快，出栏数开始减少。叠加春节季节性需求增加而价格上行。蔬菜水果价格进入季节性上行区间，受拉尼娜寒冬效应影响，鲜菜、鲜果的运输和存储成本增加，价格明显上行。本地过节可能导致礼品类果品需求减少，预期临近春节，水果季节性上行速度可能弱于往年。

预期2月猪肉价格由于过年备货需求将进一步上行，但去年同期价格处于高位，猪肉价格同比增速受到一定抑制。随着春节效应的消退，猪肉价格将缓步进入下行通道，由于受到豆粕、玉米等饲料价格持续上行，养殖成本增加的影响，猪肉价格大幅回落的可能性较低。

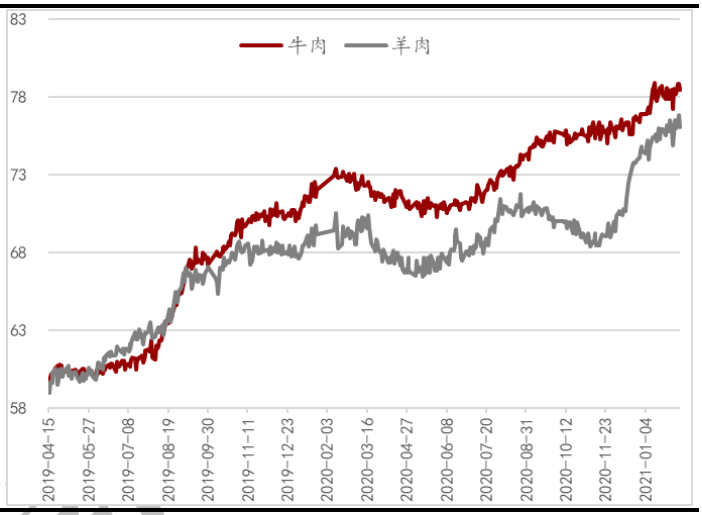
从CPI具体分项来看，1月，猪肉价格同比下跌-2.6个百分点至-3.9%，影响CPI下行约-0.09个百分点，环比增速由上月的6.5%小幅回落至5.6%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的4.6%、4.6%变动为4.1%、6.7%，蛋类同比增速继续大幅上行12个百分点至1.2%，环比上行9.4%。鲜菜价格同比上涨4.4个百分点至10.9%。环比上行19%；鲜果价格同比下跌-5.2个百分点至1.3%，环比上行2.3%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由12月的1.4%、4.3%、1.7%、0.8%、1.5%变动为1.6%、6%、0.2%、0.7%、2%。

图表5： 猪肉价格进入回落区间(元/公斤)



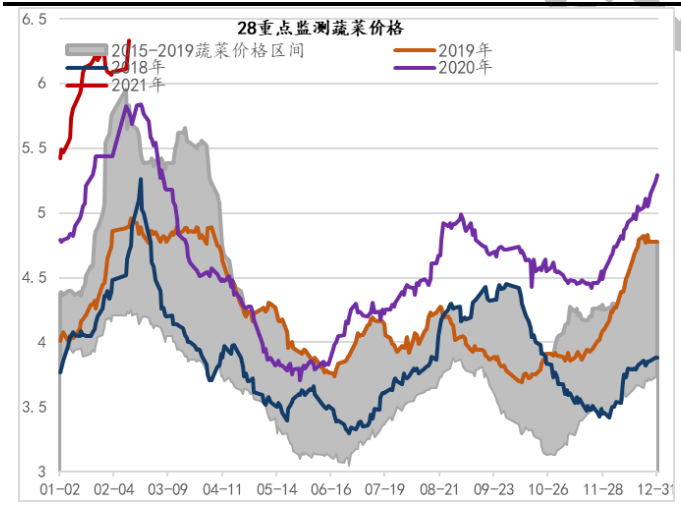
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤)



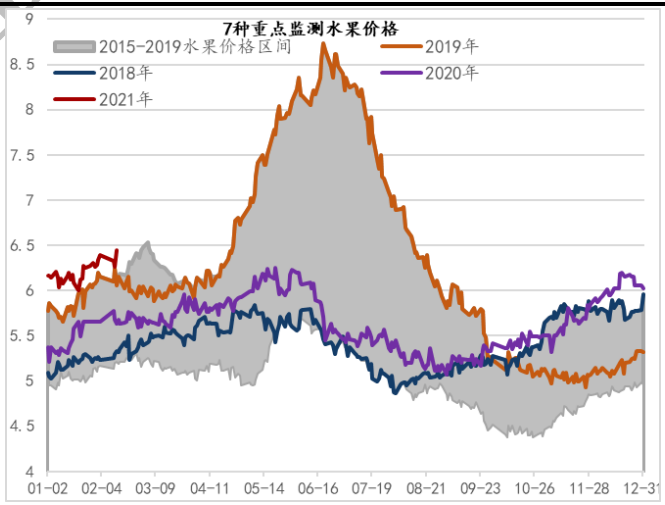
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7： 蔬菜价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

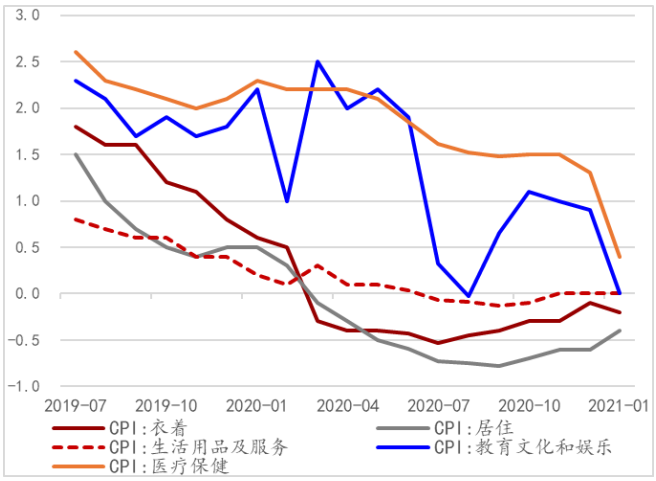
图表8： 水果价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

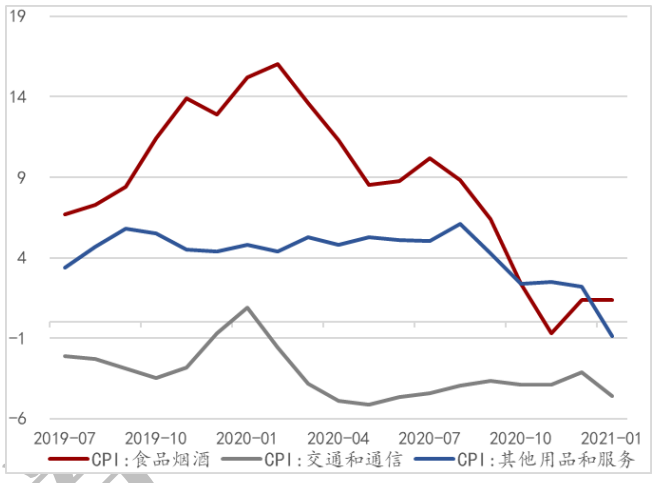
非食品各分项同比大多小幅走弱，整体较上月略有回落，衣着、医疗保健、教育娱乐同比增速回落，交通和通信回落最为明显，需求端整体依然偏弱，环比小幅上行。从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速小幅下行0.9个pct至0%，教育服务小幅回落0.3个pct至1.6%，而旅游业增速大幅回落7.6个pct至-8.6%，受疫情影响出行需求受到一定限制，本地过年也压制了部分旅游需求。衣着、医疗保健等必须消费基本低位小幅回落；居住项中水电燃料同、环比继续上行，寒冬导致南方耗电供暖需求增加，部分地区用电高峰期供电承压，春节错位叠加本地过年，未返乡人员的水电消耗也同比上行。1月交通、通信工具同比下行幅度由-3.1%扩大至-4.6%，环比持平于上月的0.9%;受国际原油价格波动影响,汽油、柴油和液化石油气价格均同比上行，通信工具同比也继续上行；交通工具使用和维修、通信服务、邮递服务均小幅回落。非食品项环比来看整体小幅上涨0.3个百分点，需求端依然偏弱，但稳中略升。

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

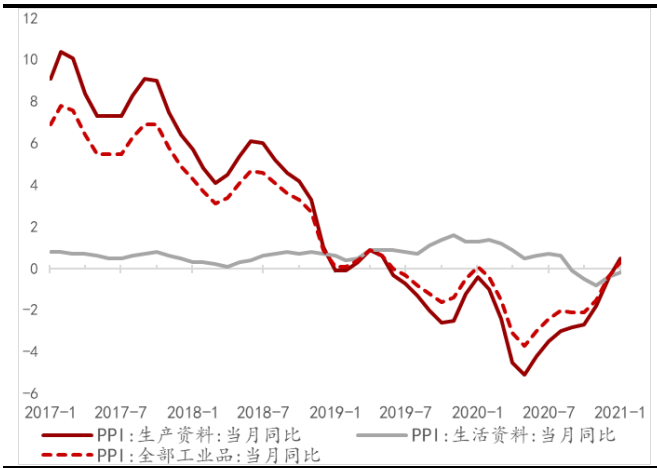
2、PPI同比上行趋势延续

PPI同比延续上行，原材料价格涨幅放缓，加工工业同比本月略有提速，企业利润修复趋势仍将延续。PPI生活资料同比上行，除了食品类的上涨的拉动，衣着类和一般日用品均有所上行。生产资料同比增速转正，细分行业均继续上涨。加工工业和原材料工业的差值小幅反弹，加工企业的价格修复速度本月略有提速，工业企业利润预期仍将继续修复。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格上行0.9百分点至0.9%，购进价格涨幅高于出厂价格。PPIRM分项中，黑色、燃料动力、化工原料、纺织原料类购进价格同环比仍在逐步修复，有色同比继续上行，环比略有放缓，纺织、汽车等行业需求仍在继续上行，建材本月边际走弱。

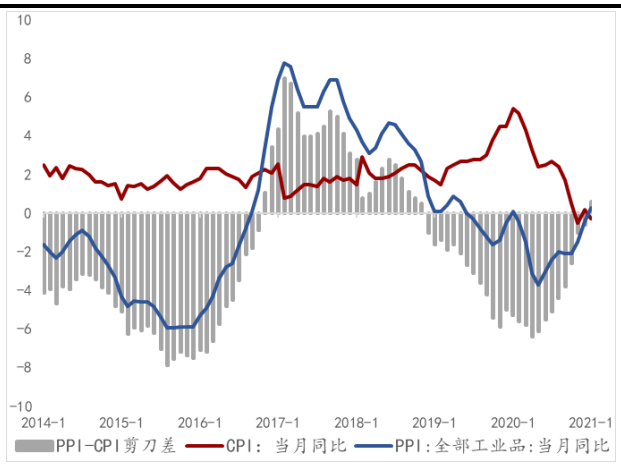
具体数据来看，PPI同比0.3%，较上月上行0.7个百分点，环比增速1.2%，前值1.4%。PPI生产资料同比上行1个百分点至0.5%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由12月的-0.4%、-1.6%、0%上行至1%、-0.8%和1%，各项同比均在上行。PPI生活资料同比上行0.2个百分点至-0.2%，环比增速0.2%，前值0.1%；其中，食品类同比由0.9%上行至1.6%。

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(%)

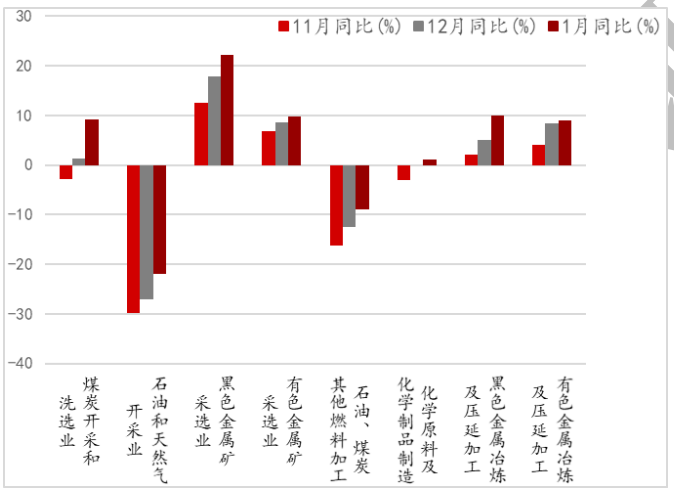


资料来源：Wind，万联证券研究所

PPI周期品价格修复趋势延续，黑色、有色景气度依然维持高位，供暖需求拉升了煤炭、燃气产业的上行，原油产业链延续上行。黑色、有色金属矿采选和冶炼及压延工业延续上行，黑色金属矿采选已经处于相对高位；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，有色相关的国际商品仍将继续上行。煤炭开采业环比继续上行，主要受环保采暖上游限产、澳煤炭进口暂停和北方供暖需求拉动，燃气的生产和供应业环比继续上行，南方受寒冬影响，燃气供暖需求上升。化学原料及制品业也延续修复的趋势。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1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0.2个百分点至-0.6%。

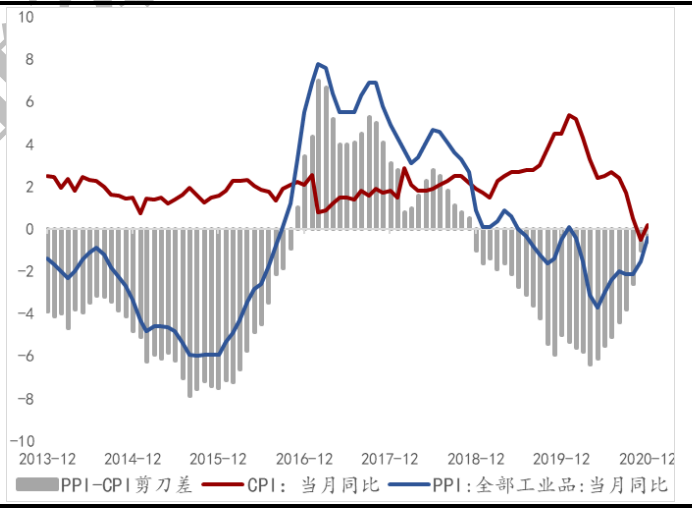
PPI-CPI剪刀差转正，CPI本月小幅回落，PPI本月修复趋势延续，剪刀差收窄加速。整体来看，CPI依然低位承压，PPI上行的趋势没有逆转，预期CPI-PPI剪刀差仍将继续收窄。

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：剪刀差继续收窄（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3、总结

CPI增速一季度承压，PPI上升趋势不变。考虑到2020年一季度猪肉价格基数较高，虽然近期猪肉价格持续上行，但同比增速依然承压，预期一季度CPI都将维持在低位区间，随2021年2月猪肉价格达到高点，CPI预期同比仍将处于负值区间，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。

全球属性的有色品种价格受经济复苏叠加通胀预期影响，仍将进一步上行，但上行幅度将逐步放缓。随疫苗阶段性研发取得阶段性进展，海外市场生产、消费的预期将进一步改善，有色等国际金属品种需求仍将上行。市场对未来原油需求预期将有所改善，但地缘政治风险又带来了较大的不确定性。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

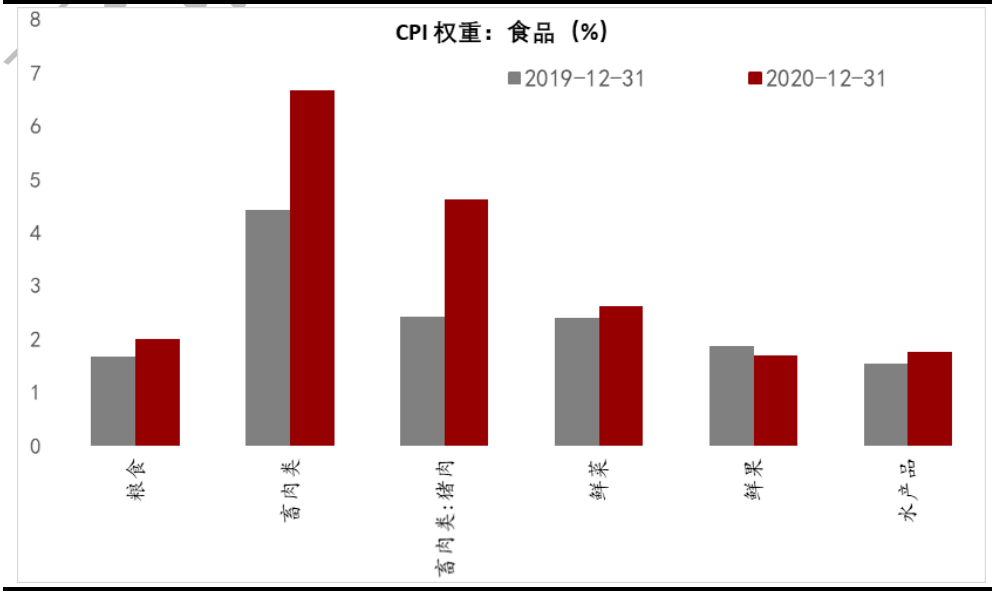
回归常态，下半年或震荡走弱。

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。全球流动性的宽松导致国际大宗商品价格上升，我国作为大宗商品的进口依赖国，也一定程度上推升了我国的通胀水平，其对PPI的影响大于对CPI的影响。

CPI、PPI篮子每隔5年调整一次，根据居民的收支及消费数据调整权重，本次权重调整，食品烟酒、衣着和教育文化娱乐权重下降，居住、交通通信、医疗保健类权重上升。2月为基期轮换后首次公布的通胀数据。本次调整后调查分类目录大类保持8个大类，基本分类从262个增加至268个，在对部分消费项目删减、合并的基础上，增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车、可穿戴智能设备、网约车费用等新兴商品和服务。并对各分类权数进行了重新测算，更加合理准确地反映居民消费结构。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。

本次基期轮换综合来看对总指数的影响相对较小。经测算，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。由于疫情的影响，2020年食品项目的权重上升，由2019年的29.6%上调至31.4%，其中畜肉类上行显著。统计局结合疫情和猪瘟的影响对猪肉权重做出了修正，猪价波动对CPI的影响预期将有所减弱。

图表15：CPI 食品项主要分项权重（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：工业生产者价格主要数据

2021年1月工业生产者价格主要数据						
指标名称	当月环比(%)	12月环比(%)	当月同比(%)	12月同比(%)	11月同比(%)	累计同比(%)
主要行业出厂价格						
煤炭开采和洗选业	6.4	3.50	9.1	1.30	-2.90	9.10
石油和天然气开采业	8.2	7.90	-21.9	-27.00	-29.80	-21.90
黑色金属矿采选业	4.9	3.30	22.2	17.80	12.50	22.20
有色金属矿采选业	1.8	0.70	9.7	8.60	6.90	9.70
非金属矿采选业	0.4	0.30	1.1	1.90	1.60	1.10
农副食品加工业	1.6	1.00	4.4	2.40	0.80	4.40
食品制造业	-0.1	0.00	0.4	0.50	0.60	0.40
酒、饮料和精制茶制造业	0.3	0.20	1.6	0.80	0.70	1.60
烟草制品业	0	0.00	0.6	0.80	0.80	0.60
纺织业	0.5	0.20	-2.6	-3.80	-4.70	-2.60
纺织服装、服饰业	-0.3	0.00	-1.3	-1.50	-1.60	-1.30
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.4	0.20	-0.2	-0.80	-1.10	-0.20
造纸及纸制品业	0.8	0.20	-0.5	-1.50	-1.30	-0.50
印刷业和记录媒介的复制	-0.1	0.00	-1.1	-2.10	-2.10	-1.10
石油、煤炭及其他燃料加工业	5.3	5.30	-9	-12.50	-16.30	-9.00
化学原料及化学制品制造业	1	2.30	1.2	0.00	-3.00	1.20
医药制造业	-0.1	0.10	0.2	0.50	0.50	0.20
化学纤维制造业	3.6	1.50	-4	-8.20	-10.40	-4.00
橡胶和塑料制品业	0.4	0.80	-1	-1.00	-1.90	-1.00
非金属矿物制品业	0.1	0.40	-2.4	-2.70	-2.50	-2.40
黑色金属冶炼及压延加工业	3.8	3.30	9.9	5.00	2.00	9.90
有色金属冶炼及压延加工业	0.9	3.90	8.9	8.30	4.10	8.90
金属制品业	0.6	0.60	1.1	0.50	-0.10	1.10
通用设备制造业	0.2	0.00	-0.1	-0.70	-0.70	-0.10
汽车制造业	0	-0.20	-0.6	-0.40	-0.40	-0.60
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0	0.00	0.6	-0.10	-0.10	0.60
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.2	-0.10	-1.8	-2.00	-1.90	-1.80
电力、热力的生产和供应业	-0.2	0.70	-1.8	-1.40	-1.80	-1.80
燃气生产和供应业	3.9	4.10	0.3	-2.10	-3.90	0.30
水的生产和供应业	0.3	0.00	0.2	-0.10	-0.20	0.20

资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

春节期间人口迁徙导致疫情扩散，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