



2021年2月物价数据解读

PPI高企，CPI温和，货币政策何去何从

■ 核心摘要

考虑到春节因素后，2月中国CPI环比明显弱于季节性。尽管核心CPI同比由于低基数从-0.3%回升到0%，但它的环比0.2%同样明显弱于季节性的0.5%。国际大宗急速涨价带动2月PPI同比回升到1.7%，并引起了是否会向CPI传导的担忧。

我们测算，PPI同比在5月到达高点，大概率在5%以上，此后逐步回落到年末的2%左右；从3月开始CPI同比由于低基数将回升，此后窄幅震荡，四季度到达年内高点2.5%左右。2021年CPI全年同比约为1.5%，和2020年的2.5%相比明显下降。因此，PPI高企难向CPI传导。尽管如此，在终端需求不强的情况下，原材料涨价会增加中下游企业生产经营的压力，这是当前制定政策时需要关注的一个突出风险。就此而言，目前货币政策并不具备快速收紧的基础，大概率将维持“不急转弯”的基调。

1、2月CPI环比0.6%，考虑到春节影响后明显低于季节性。2月CPI同比从-0.3%小幅回升到-0.2%，春节错位影响并不显著。拆分来看，翘尾因素为-1.8%，新涨价因素为1.6%。2月食品烟酒项环比1.2%，而季节性均值和前值都是2.8%，与它们相比下降不少，猪肉和蔬菜是其中最主要拖累。2月价格环比上涨较大的食品分项有水产品和鲜果，涨幅分别为8.7%和6.1%。2月非食品价格环比上涨0.4%，和前三年春节所在月份的环比均值0.5%相比略低一点。其中，娱乐文教、其他用品及服务价格都明显弱于季节性，也是最主要拖累，前者主要受“就地过年”压制旅游需求的影响，而后者主要因黄金价格下跌。

2、2月PPI环比0.8%，连续第2个月小幅放缓，但仍处较高水平。2月PPI同比1.7%，拆分来看翘尾为-0.1%，新涨价因素为1.8%。由于最近几月涨价较快的大宗商品，如原油和铜，基本都是国际定价的，中国作为净进口国面临输入型通胀的压力。这体现在数据上就是，2020年12月开始PPI环比和PPIRM环比的差值就扩大到了0.4%，即原材料价格比工业产成品价格涨得更快。分项来看，2月生产资料PPI环比从1.2%小幅下降到1.1%，生活资料PPI环比从0.2%下降到0%。分行业看，2月PPI环比上涨明显的主要是石油化工产业和黑色产业链，这和1月相似。

3、我们测算发现PPI通胀难向CPI传导。预计PPI同比在5月到达高点，大概率在5%以上，此后逐步回落到年末的2%左右。CPI同比由于低基数从3月开始将回升，此后窄幅震荡，四季度到达高点2.5%左右。全年CPI同比约为1.5%，和2020年的2.5%相比明显下降。尽管如此，在终端需求不强的情况下，原材料涨价会增加中下游企业的生产经营压力，这是当前制定政策时需要关注的一个突出风险。就此而言，目前货币政策并不具备快速收紧的基础，大概率将维持“不急转弯”的基调。

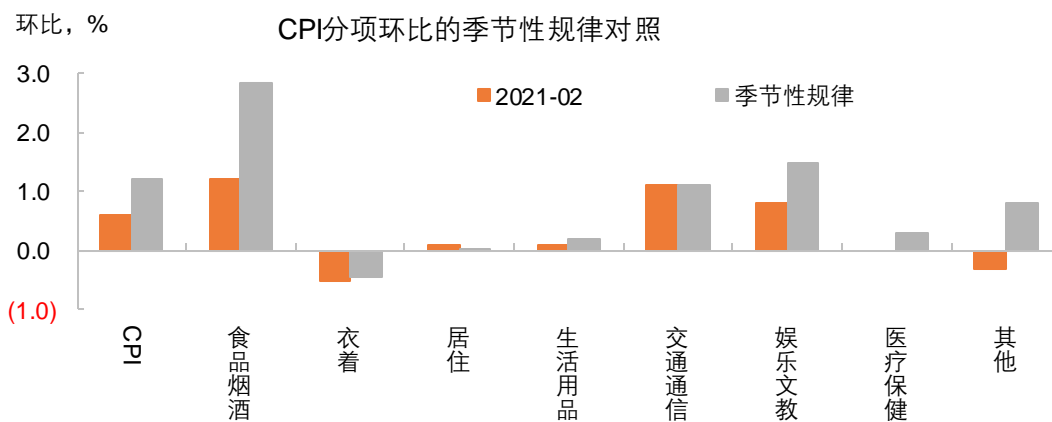
一、CPI 环比大幅弱于季节性

2月中国 CPI 环比 0.6%，考虑到春节影响后，大幅低于 2018 年（2 月）、2019 年（2 月）和 2020 年（1 月）的环比均值 1.2%。2 月 CPI 同比从-0.3%小幅回升到-0.2%，春节错位的影响并不显著。拆分来看，翘尾为-1.8%，新涨价因素为 1.6%。

由于每年春节所在月份不一样，在对比历史数据时，本篇报告里所说的环比季节性，指的是 2018 年 2 月、2019 年 2 月和 2020 年 1 月对应项的环比均值。

先来看 CPI 的环比。八个一级分项中，2 月居住项的环比略高于季节性，交通和通信项环比与季节性持平，其它六项的环比都要弱于季节性。

图表1 2月食品烟酒、娱乐文教和其他用品服务的环比都明显弱于季节性



资料来源:wind,平安证券研究所

2月食品烟酒项环比 1.2%，而季节性均值和前值都是 2.8%，和它们相比下降了不少，猪肉和蔬菜是最主要的拖累：其中，猪肉项环比从 1 月的 5.6%大幅下降到-3.1%。我们认为，原因有三：一是，生猪补栏后，供给压力大为缓和；二是，就地过年减少聚餐需求；三是，“就地过年”倡议提出后，出于对疫情不确定性的担忧，出现了一些囤积性的猪肉需求，使得涨价时点提前到了 1 月，而在 2 月开始降价，数据也显示 22 省市猪肉均价的高点就在 1 月下旬；鲜菜项的环比只有 1.8%，比前三年春节所在月份的环比均值 16.4%低了很多。结合 1 月环比高达 19.0%来看，我们认为 2 月蔬菜价格低迷，与之前部分易储存的蔬菜被提前购买，以及天气转暖后供给增加有关。

2月价格环比上涨较大的食品分项有水产品和鲜果，涨幅分别为 8.7%和 6.1%。国家统计局对此解读称，主要是受春节消费需求上升和运输成本增加的影响。我们认为，除这些因素之外，还与疫情防控下加强对进口冷链水产品的管控，使得水产品年春节这一消费旺季的缺口大于往常有关。

2月非食品价格环比上涨 0.4%，和前三年春节所在月份的环比均值 0.5%相比略低一点。其中，娱乐文教和其他用品及服务都明显弱于季节性，是最主要的拖累。下面我们对这两个分项，逐一分析。

一是教育文化和娱乐分项 2 月环比上涨 0.8%，尽管是 CPI 七个非食品项中涨幅最大的，但和季节性的 1.5%相比仍然低了不少。跟大家对今年电影票价较贵的感受一样，国家统计局领导在解读物价数据时也提到，今年的电影及演出票价格上涨了 13%。那么导致教育文化和娱乐这一项整体价格低迷的原因是什么呢？通过对其它子项的拆分来看，我们认为主要是旅游拖累。“就地过年”导致跨地区旅游锐减，今年 2 月旅游项环比上涨 5.0%，和季节性的 8.5%相比，降低达 3.5 个百分点。而旅游又是教育文化和娱乐中的重要子项，因此拖累了教育文化和娱乐整体的环比。

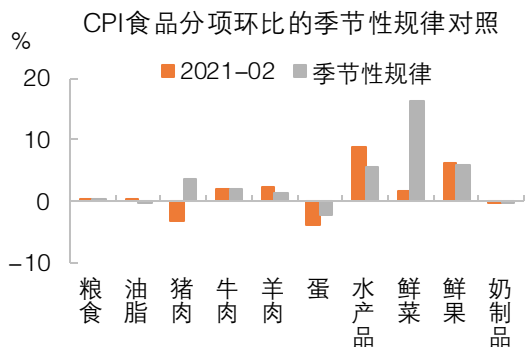
二是其他用品及服务 2 月环比为-0.3%，而前三年的季节性均值是 0.8%。这一项平时受关注度不高，因为“其他”这个词显得它所包含的商品和服务没有那么主流。不过，考虑到和季节性相比低了 1.1 个百分点，这里也重点分析下。实际上其他用品和服务和我们的生活息息相关，它主要包括金银首饰、手表和化妆品等商品，以及美容美发、酒店住宿等。

请务必阅读正文后免责条款

2 / 7

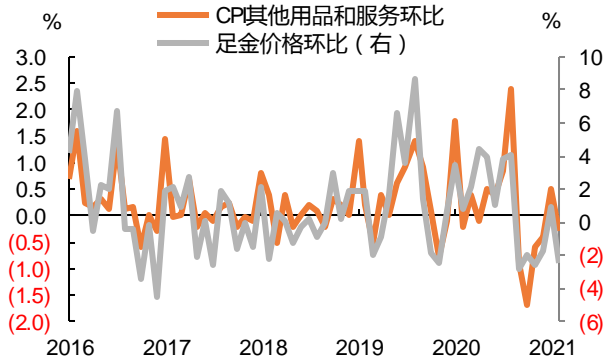
今年 2 月它的环比大幅弱于季节性，原因一是 2 月黄金价格下跌，历史数据显示，CPI 其他用品和服务项的环比和足金价格的环比变动方向具有较强的同步性；原因二是“就地过年”减少了人员流动，对酒店住宿的需求自然会减少。

图表2 2月鲜菜、猪肉和蛋类价格环比均低于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 金价下跌拖累2月CPI其他用品和服务项环比



资料来源:wind, 平安证券研究所

今年国际油价大涨引起了很高关注，油价上涨带动 2 月交通和通信项环比从 0.9% 进一步提高到 1.1%。不过对比历史数据看，它与季节性的环比均值 1.1% 持平。这里要补充一点，根据现行的国内成品油定价机制，当国际油价低于 40 美元/桶时，国内成品油价格不做调整。去年 3 月到 5 月，布伦特原油活跃合约的结算价分别为 33.9 美元/桶、27.0 美元/桶和 32.6 美元/桶，但国内实际上是按 40 美元/桶来定价成品油的。因此，国际油价上涨对国内物价的影响，可能没有很多观点认为的那么大。

再来看下核心 CPI。2 月核心 CPI 环比为 0.2%，同样弱于季节性的 0.5%。由于春节错位下的低基数，2 月核心 CPI 同比从 -0.3% 回升到 0。剔除掉食品和能源的影响后，消费品和服务的价格仍然羸弱，反映了消费尚未完全恢复、经济仍供过于求的局面。结合 2 月中小企业 PMI（解决主要就业问题）和大型企业 PMI 分化来看，宏观政策应继续维持“不急转弯”的基调，保市场主体、稳就业和促销费。

二、 高涨 PPI 中石化和钢铁产业链领衔

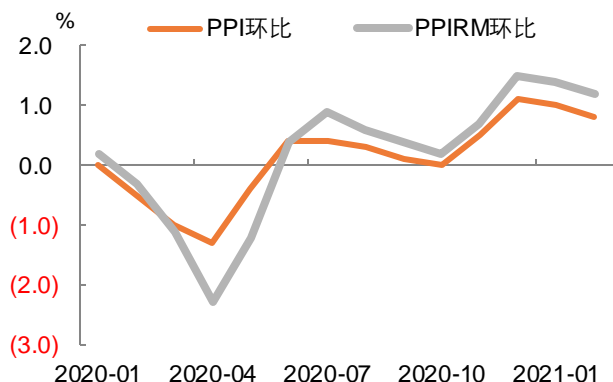
由于大宗商品价格急速攀升，最近几个月市场对 PPI 的关注度比 CPI 更高。2 月 PPI 环比 0.8%，连续第 2 个月小幅回落，但仍处较高水平。2 月 PPI 同比 1.7%，拆分来看翘尾因素为 -0.1%，新涨价因素为 1.8%。而用 2020 年 3 月到 12 月的 PPI 环比所计算的翘尾为 0.1%，这种差异主要来自于基期调整。

一个值得关注的现象是，最近几个月涨价较快的大宗商品，如原油和铜，基本都是国际定价的。因此，中国作为净进口国会面临输入型通胀的压力。这体现在数据上就是，2020 年 12 月开始，反映企业原材料成本变动的工业生产者购进价格环比（即 PPIRM 环比），与反映产成品价格的工业生产者出厂价格环比（即 PPI 环比）的差值就扩大到了 0.4%，即原材料价格比产成品价格涨得更快。

分项来看，2 月生产资料 PPI 环比从 1.2% 小幅下降到 1.1%，生活资料 PPI 环比也从 0.2% 下降到 0%。生产资料中，采掘工业环比降幅较大，从 5.5% 下滑到 2.8%；加工工业环比 0.4%，连续 2 个月回落。生活资料中，衣着类环比从 -0.2% 回升到 0，可能和春节因素相关，除它以外的几项，即食品类、一般消费品和耐用消费品的环比都在下跌。

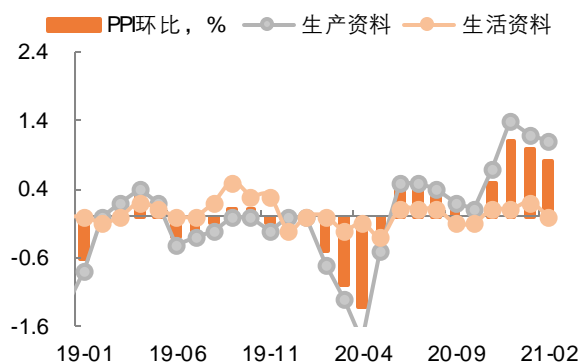
加工工业和生活资料的 PPI 环比都在下滑，意味着在终端需求不强的情况下，上游原材料涨价向下游消费传导的压力仍然可控。

图表4 大宗涨价推动2月 PPIRM 环比高于 PPI 环比



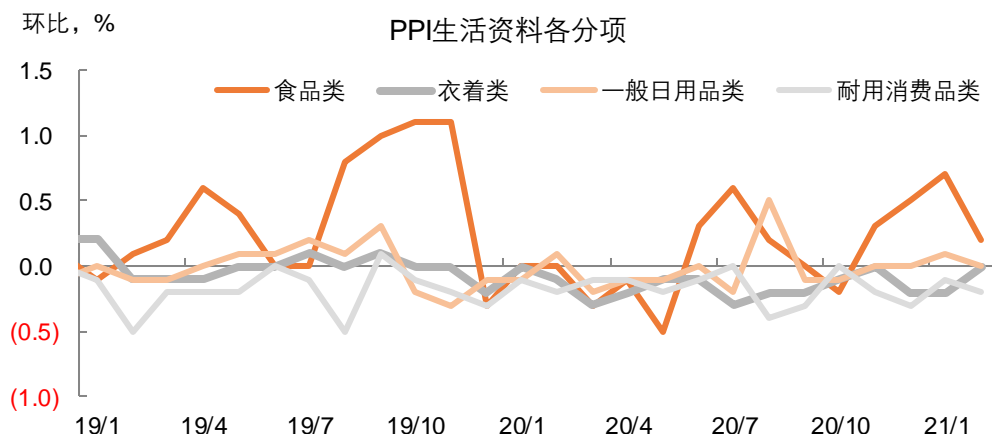
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 2月 PPI 及其两大分项的环比均出现放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

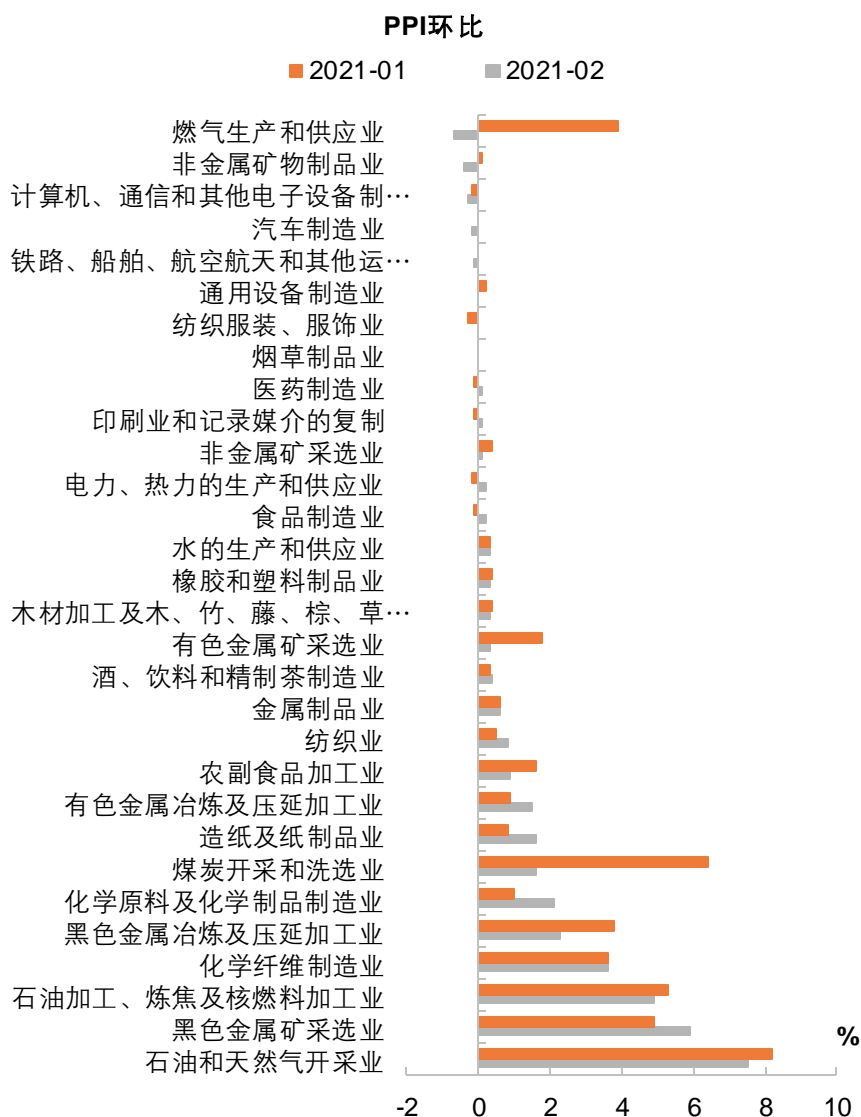
图表6 2月生活资料各分项的 PPI 环比多数回落



资料来源:wind,平安证券研究所

分行业看，2月 PPI 环比上涨明显的主要是石油化工产业和黑色产业链，这和1月相似。石化方面，石油和天然气 PPI 环比 7.5%，带动下流的石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比上涨 4.9%，化学纤维制造业环比上涨 3.6%；黑色方面，黑色金属矿采选业环比上涨 5.9%，下游的黑色金属冶炼和压延加工业环比上涨 2.3%；和生活关系较为密切的汽车制造业（-0.7%）、纺织服装（0%）和食品制造业（0.2%）的环比都较弱，侧面反映终端需求不强。

图表7 2月石化产业链和钢铁产业链 PPI 环比涨幅较大



资料来源:wind,平安证券研究所

我们对 PPI 和 CPI 做个预测发现，PPI 通胀向 CPI 传导的压力很小。国际油价 3 月继续上涨，加之前面分析过的 PPIRM 环比持续高于 PPI 环比，原材料涨价可能向工业产成品价格有一定传导。考虑到低基数，PPI 同比在 5 月可能到达高点，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17600

