

核心 CPI 温和回升

华泰研究

2021 年 3 月 10 日 | 中国内地

动态点评

研究员 张继强
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145

研究员 芦哲
SAC No. S0570518120004 luzhe@htsc.com

联系人 张大为
SAC No. S0570119080165 zhangdawei@htsc.com

核心观点

2 月 CPI 同比-0.2%，回升 0.1 个百分点，PPI 同比 1.7%，回升 1.4 个百分点。CPI 回升但幅度偏弱，主要受到食品压制，核心 CPI 自去年 3 月以来首次拐头，年初疫情波折平息，服务业逐步恢复但节奏仍缓慢，奠定温和再通胀格局。PPI 上游生产资料价格继续保持上扬态势，下游生活资料仍乏力，价格分化说明目前通胀压力主要是供给冲击而非需求拉动。再通胀趋势有利于股市业绩驱动，顺周期品种相对受益，而基本面环境对债市仍偏逆风。

核心 CPI 回升，服务业渐进修复

2 月 CPI 同比-0.2%，回升 0.1 个百分点，CPI 环比 0.6%，核心 CPI 同比持平。当月 CPI 同比回升但幅度偏弱，主要受到食品压制，其中猪价同比走低 11 个百分点，系中央冻猪肉投放、节后需求走弱、部分地区猪瘟导致农户恐慌出栏等影响，后续猪价仍处下行周期但节奏或一波三折。非食品涨价回到常态化，但剔除油价仍偏弱。核心 CPI 自去年 3 月以来首次拐头，年初疫情波折平息，服务业逐步恢复但节奏仍缓慢，奠定温和再通胀格局。

PPI 加速上行，上下游依旧分化

2 月 PPI 同比 1.7%，回升 1.4 个百分点，环比 0.8%。上游生产资料价格环比 1.1%、继续保持上扬态势，油价涨幅较大，供给受美国寒潮、沙特自愿减产抑制，需求受欧美制造业景气大幅回升提振。建材由涨转跌，系季节性因素。下游生活资料仍较乏力，环比持平，显示终端消费还不强、企业仍有去库存诉求。价格分化说明目前通胀压力主要是供给冲击而非需求拉动。

CPI：先升后稳、高点可控

四因素分解看，（1）猪价上半年或存波动但下半年同比拖累预计显著；（2）油价在复苏环境中枢上移，但二季度预计是年内同比拉动最强时段；（3）核心商品价格已步入回暖期，由于原材料涨幅较大，上半年成本转嫁预计继续体现，下半年涨价受制约，预计同比向上压力也相对集中在年中；（4）服务价格是主要拖累，常态化防疫措施与恐慌心理长期存在影响到服务价格修复节奏，但预计全年呈回暖趋势，或导致 CPI 上半年高点不高、下半年又居高难下。综合看，我们预计 CPI 先升后稳，高点控制在 3% 目标红线内。

PPI：年中有望迎拐点

上半年疫情趋稳+美国财政刺激落地，大宗商品仍处在基本面顺风环境。油价而言，供给端 OPEC 不急于增产，需求端全球交运和工业渐进复苏，短期还难言大幅回调。因去年疫情带来强基数效应，预计 PPI 同比至年中较快回升。分歧在于下半年，我们预计资源国矿产供给有望随疫情缓解而加快修复、OPEC 也或视需求改善而增产，同时国内信用扩张放缓弱化内需，尤其地产投资下行压力可能显现，再叠加基数抬升因素，PPI 有望震荡走弱。

市场启示

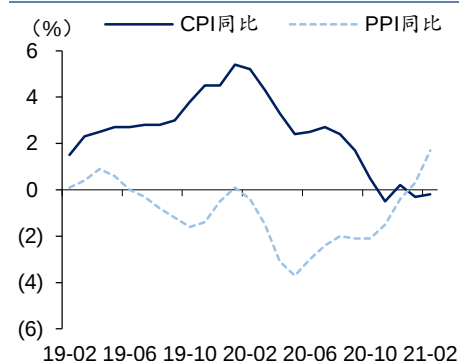
第一，核心 CPI 上行幅度并不大，终端消费还未恢复到理想状态，服务业仍是经济短板。第二，上半年再通胀趋势反映经济复苏，且基数干扰大，预计央行区分通胀压力是短期还是长期，源于供给还是需求，更关注核心 CPI。目前 PPI 输入性通胀，但预计全年冲高回落、不具有持续性。预计央行增加通胀关注度，但年内还不会加息；第三，PPI 上半年较快回升，伴随上游盈利改善，但成本压力也或反噬实体；第四，再通胀趋势有利于股市业绩驱动，顺周期品种相对受益，而基本面环境对债市仍偏逆风。

风险提示：猪瘟反复、油价上涨超预期。

华泰证券 2021 春季线上策略会



通胀走势



资料来源：Wind，华泰研究

2021 年 2 月通胀概览

2 月 CPI 同比-0.2%，市场预期-0.5%，前值-0.3%；环比 0.6%。

2 月 PPI 同比 1.7%，市场预期 1.5%，前值 0.3%；环比 0.8%。

(本文市场预期均指 Wind 一致预期)

核心 CPI 回升，服务业渐进修复

2 月 CPI 同比-0.2%，回升 0.1 个百分点，其中翘尾因素为-1.8%；CPI 环比 0.6%，环比回升但弱于季节性（可比年份同期均值为 1.2%，可比年份指 2013,15,16,18,19 等近五个春节在二月的年份，下同）。核心 CPI 同比持平，回升 0.3 个百分点。CPI 同比回升但幅度偏弱，主要受到食品压制，核心 CPI 自去年 3 月以来首次拐头，疫情波折平息，服务业逐步恢复但节奏仍偏缓慢，奠定温和再通胀格局。

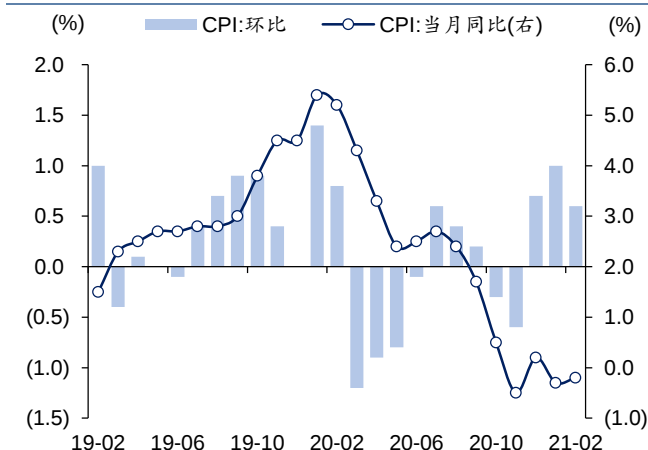
分项来看：

2 月 CPI 食品同比-0.2%，回落 1.8 个百分点，环比 1.6%（可比年份同期均值为 4%）。(1) 猪价环比-3.1%，同比走低 11 个百分点。受春节前后密集投放中央冻猪肉，以及节后需求走弱、部分地区猪瘟导致农户恐慌出栏等影响。后续看，农业部预计 6 月左右生猪存栏恢复至 2017 年水平，供给恢复势头良好决定了猪价仍处下行周期，但非瘟仍零星出现，猪价下行节奏或一波三折。(2) 菜价环比 1.8%，涨幅弱于季节性，同比走低 7.6 个百分点。主因节前寒潮与疫情推高菜价，而节后全国气温偏暖利好蔬菜供给，菜价回调较快。

2 月 CPI 非食品同比-0.2%，回升 0.6 个百分点，环比 0.4%（可比年份同期均值为 0.4%）。

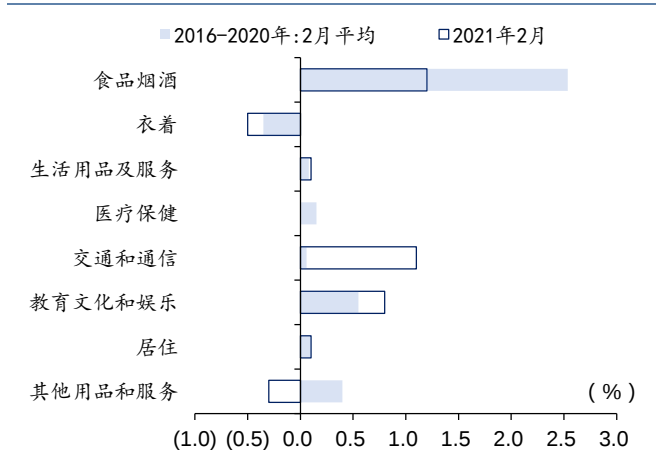
其中，交通通信环比涨幅较大，系油价上涨带动；教育文娱环比涨幅强于季节性，今年春节院线恢复，电影票提价幅度较大；衣着价格降幅略大，系气温偏暖与冬装退市打折；居住、生活用品服务环比持平季节性，反映服务业趋于稳定恢复。同比数据受春节错月与疫情影响，对比春节在 2 月的年份环比，目前非食品涨价回到常态化，但剔除油价仍偏弱。

图表1：CPI 同比



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：CPI 环比分项

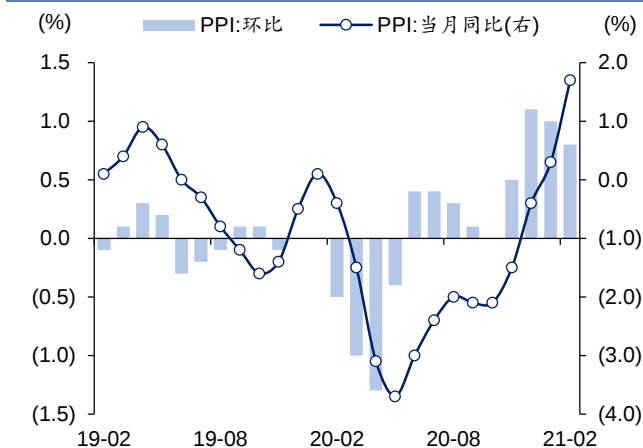


资料来源：Wind，华泰研究

PPI 加速上行，上下游依旧分化

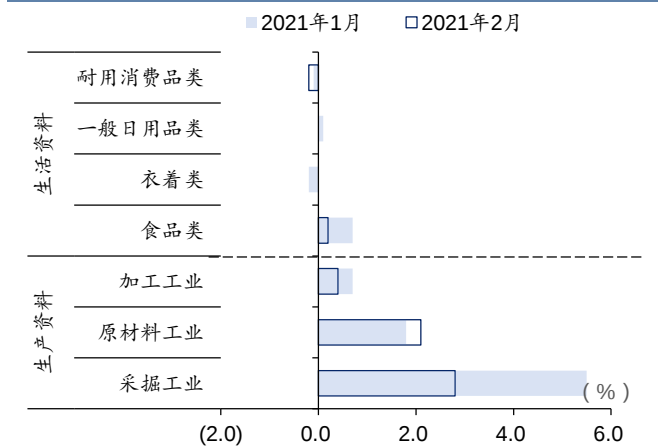
2 月 PPI 同比 1.7%，回升 1.4 个百分点，其中翘尾因素约为-0.1%；PPI 环比 0.8%。上游生产资料价格继续保持上扬态势，而下游生活资料仍较乏力，价格分化说明目前通胀压力主要是供给冲击而非需求拉动。分项来看：2 月 PPI 生产资料环比 1.1%，同比 2.3%。其中，能源（3.3%）、黑色（2.2%）、化工（1.3%）、有色（1.2%）涨幅领先，建材（-0.2%）由涨转跌。当月油价涨幅较大，供给受美国寒潮、沙特自愿扩大减产抑制，需求受欧美制造业景气大幅回升提振。建材价格由国内市场主导，系春节建筑业停工影响。2 月 PPI 生活资料环比持平，同比-0.2%。除了食品环比涨价有春节因素外，其他商品环比持平或降价，显示终端消费还不强、企业仍有去库存诉求。

图表3: PPI 同比



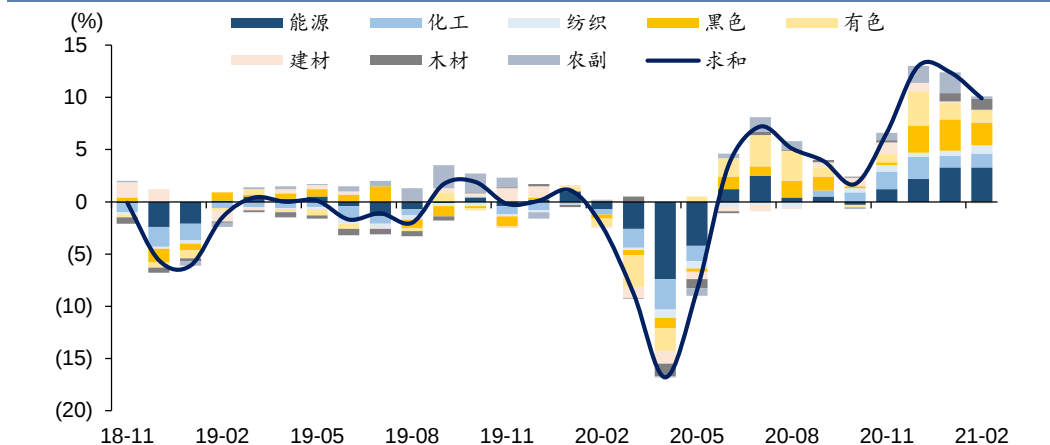
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: PPI 环比分项



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 上游产品价格 (PPIRM 环比)



资料来源: Wind, 华泰研究

CPI: 先升后稳、高点可控

目前 CPI 内部结构分化大，我们从四因素分解剖析：（1）猪价将随着供给恢复，成为压制 CPI 重要分项，上半年猪价或存波动但下半年同比拖累预计显著；（2）油价在复苏环境中枢上移，但从供求格局和基数考虑，二季度预计是年内同比拉动最强的时段；（3）核心商品价格已在去年下半年步入回暖期，由于去年底以来原材料涨幅较大，随着消费继续好转，上半年生产成本转嫁预计继续体现。不过下半年涨价受到两方面制约，一是外围产能修复缓解国内产能压力、二是社融表征的信用拐点预示下半年内需降温，预计同比向上的压力也相对集中在年中；（4）服务价格是目前拖累 CPI 主要因素，常态化防疫措施与恐疫心理长期存在影响到服务价格修复节奏，但预计全年呈回暖趋势，或导致 CPI 上半年高点不高、下半年又居高难下。综合看，我们预计 CPI 先升后稳，高点控制在 3% 目标红线内。

PPI: 年中有望迎拐点

上半年疫苗接种率提高助力疫情稳定，美国 1.9 万亿美元财政刺激落地在即，海外库存周期回升与制造业产能回补，外需复苏动力足，大宗商品仍处在基本面顺风环境。油价而言，供给端 OPEC 不急于增产、北美油气产能恢复滞后，需求端全球交运和工业渐进复苏，短期还难言大幅回调。因去年疫情带来强基数效应，PPI 同比至年中较快回升基本在预期之内。

分歧在于下半年，我们预计资源国矿产供给有望随疫情缓解而加快修复、OPEC 也或视需求改善而增产，同时国内信用扩张放缓弱化内需，尤其地产投资下行压力可能显现，再叠加基数抬升因素，PPI 有望震荡走弱。

市场启示：

第一，通胀率高于市场预期，但核心 CPI 上行幅度并不大，终端消费还未恢复到理想状态，服务业仍是经济短板。第二，上半年再通胀趋势反映经济复苏，且基数干扰大，我们认为央行会强调区分疫情导致的短期通胀压力和长期趋势变化，区分通胀压力来自供给还是需求端，判断是否引发强烈的通胀预期等，更关注核心 CPI。目前主要是 PPI 输入性通胀压力，但预计全年冲高回落、不具有持续性。预计央行增加通胀关注度，但年内还不会触发加息等操作；第三，PPI 上半年较快回升，伴随上游企业盈利改善，但原材料涨价过快也或反噬实体；第四，再通胀趋势有利于股市业绩驱动，顺周期品种相对受益，而基本面环境对债市仍偏逆风。

风险提示：

- 1、**猪瘟反复**：近期非洲猪瘟在国内零星发现，猪价仍有反复风险。
- 2、**油价上涨超预期**：OPEC 增产节奏可能不及预期，疫情稳定后全球交通业恢复可能快于预期，导致油价上涨超预期。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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_17610

