

## 2月通胀数据：再通胀延续，注意市场风格切换

### 核心观点

**2月PPI环比+0.8%，同比+1.7%，略高于市场预期，PPI连续四个月大幅修复。虽然海外供给能力正在积极修复，但需求复苏速率更快，供需缺口仍未弥合。不过，我们认为疫苗大规模应用对于供给的提振大于需求，未来PPI环比涨价的幅度可能趋弱，市场风格将逐渐从再通胀向信用收缩切换。另外，在通胀高点来临之前，中游行业表现将好于上游，安全边际更高，长期来看相对收益也更高。**

#### □ 商品涨势延续，PPI快速拉升

2月PPI环比+0.8%，同比+1.7%（前值+0.3%），略高于市场预期，PPI快速拉升，环比涨价力度边际下降。去年11月我们提出“再通胀”主线以来，PPI已经修复接近4个百分点（去年10月PPI为-2.1%）。高频数据显示，2月工业原料上涨明显，原油、黑金、有色、化工品等纷纷走强。虽然海外供给能力正在积极修复，但需求复苏速率更快，以美国为例，其耐用品订单指数回升力度连续数月高于耐用品生产指数，德国制造业的未交付订单数也一路上行，这说明目前供需缺口仍未弥合，全球补库共振逻辑下工业品需求仍有较强支撑。

#### □ PPI大幅上行会导致货币收紧吗？

我们认为，政府核心关注的物价目标是CPI，因此若PPI上行并没有传递到CPI的话，物价不会成为央行的主要关注点，目前货币政策的首要目标仍是金融稳定。往前看，我们认为疫苗大规模应用对于供给的提振大于需求，未来几个月PPI环比涨价的幅度可能趋弱，市场风格将逐渐从再通胀向信用收缩切换。另外，在通胀高点来临之前，中游行业表现将好于上游，安全边际更高，长期来看相对收益也更高。

#### □ 供给保持克制，原油价格上扬

供需两端利好，原油价格上涨势头延续，布伦特原油现货价格上探到70美元附近。一方面原油需求正在积极修复，另一方面石油国家对增产保持谨慎克制。由于疫情冲击，主要产油国的GDP和财政收入遭遇重创，伊拉克石油部在2020年末甚至寻求达成20亿美元的原油预售协议。相对于增产而言，石油国家更加希望油价能够恢复并保持在较高区间，实际上OPEC+减产协议签订以来，各国基本上都能按照约定实施减产，沙特甚至在2-4月主动减产，对油价上行形成了较强支撑。往前看，疫苗加速应用对原油的出行需求形成利好，叠加美国1.9万亿刺激计划落地在即，短期内原油价格可能还有上行空间。

#### □ 春节效应减弱，CPI筑底企稳

2月CPI环比+0.6%，同比-0.2%（前值-0.3%），略高于市场预期，CPI筑底企稳。历史上春节发生在2月的年份，2月CPI环比涨价力度要强于1月份，而今年“就地过年”熨平了季节性，2月份CPI环比低于前值。猪肉方面，春节前后猪肉供应较为充足，生猪出栏增加，中央储备冻猪肉投放较多，猪肉价格逐渐回落，CPI猪肉同比跌幅扩大到14.9%，拖累CPI约0.39个百分点；随着4、5月份进入肉类消费淡季，猪价仍有下行空间。鲜菜方面，节后需求有所下降，叠加天气回暖蔬菜供应逐渐跟上，菜篮子价格指数冲高回落。粮食方面，拉尼娜导致的美洲农作物减产预期仍在发酵，玉米、大豆价格持续上升，稻米、小麦价格保持稳定，验证我们在再通胀系列报告《拉尼娜会持续带动农产品价格上行吗？》中的判断。

#### □ “就地过年”影响不一，娱乐消费回暖支撑非食品项

“就地过年”拖累出行产业链价格，但本地线下消费超预期支撑CPI服务项价格。全国春运客运量仅为2019年同期的四分之一，出行产业链价格受到较大冲击，统计局口径机票价格下降28.2%。另一方面，春节不返乡推动消费向一二线城市集中，电影等娱乐消费超预期，春节档电影票房增长超过30%，平均票价相较2019年上浮10%以上，电影等娱乐消费的需求回暖对非食品项形成一定支撑。

**风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效；非洲猪瘟超预期扩散。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

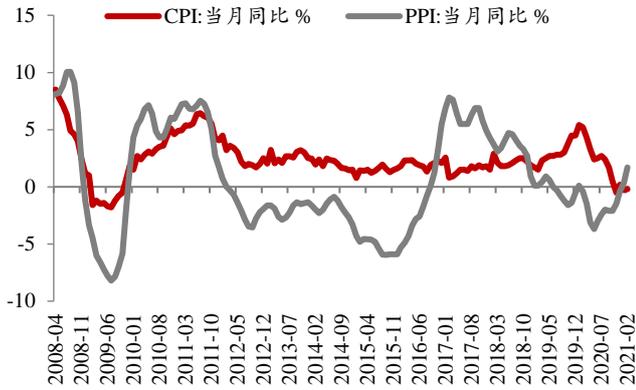
执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

### 相关报告

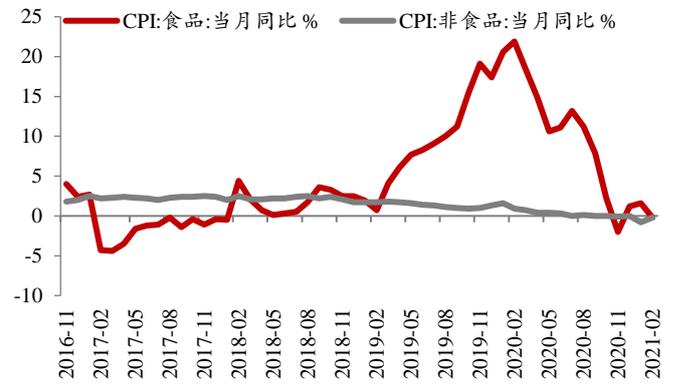
- 1 《开年数据预计验证再通胀》2021.02.28
- 2 《1月通胀数据：PPI、CPI剪刀差反转》2021.02.10
- 3 《1月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.02.01
- 4 《12月数据预测：经济持续强劲复苏》2021.01.01
- 5 《11月通胀数据：PPI与CPI剪刀差反转在即》2020.12.09

图表1: PPI 快速拉升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表2: CPI 食品项表现较弱



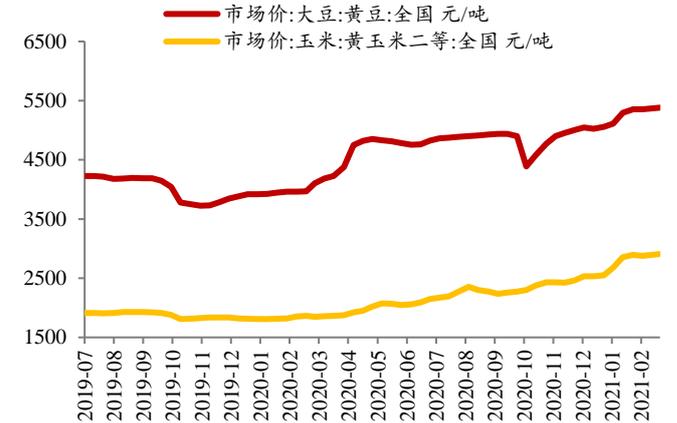
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表3: 春节前, 猪肉价格开始回落



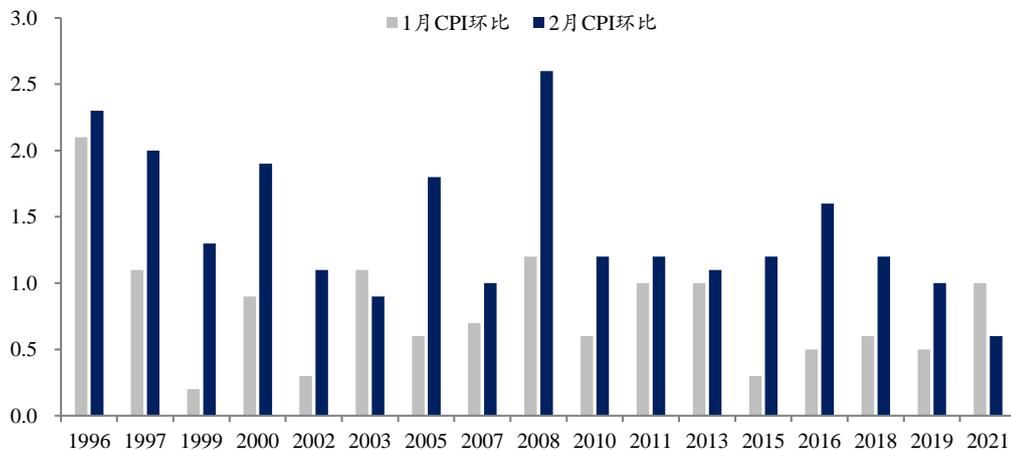
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表4: 大豆、玉米价格上涨



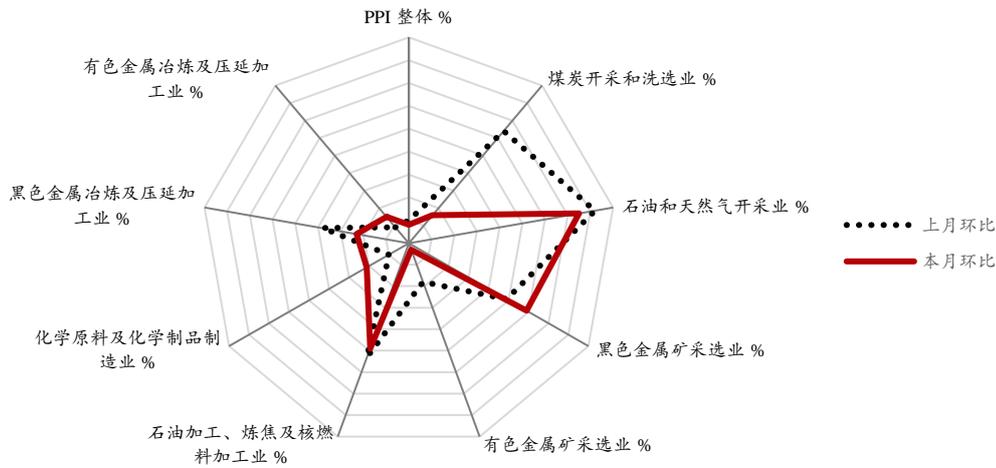
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表5: 历史上春节发生在 2 月的年份, 2 月份 CPI 环比涨幅一般大于 1 月



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表6：化学原料及制品、煤炭采选、黑色金属产业链表现较好



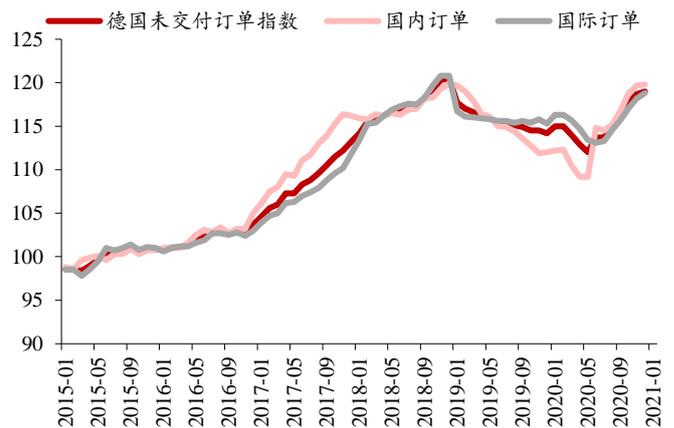
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表7：美国耐用品订单修复比实际生产要快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

德国未交付订单指数一路上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表8：PPI 年中高点或破 5



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表9：布伦特原油现货单上探到 70 美元附近



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权刊载、转发本报告的，本公司将保留追究其法律责任的权利。

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\\_17614](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17614)

