

春节移位效应难掩再通胀演进趋势

华泰研究

2021年2月10日 | 中国内地

动态点评

研究员

SAC No. S0570520100003

SFC No. BIU684

刘雯琪

liuwenqi@htsc.com

研究员

SAC No. S0570520100005

SFC No. AMH263

易垠

evayi@htsc.com

1月春节移位及疫情对价格有扰动，但难掩再通胀演进趋势。食品通胀继续上行，其中猪肉供给恢复较慢导致价格进一步上涨；PPI环比折年增速超过12%，同比转正。此外，非食品价格受春节移位和疫情反复等短期因素扰动暂时保持弱势。

1月CPI从12月的0.2%下降至-0.3%，低于Wind市场一致预期(-0.1%)。CPI回落主要是由于春节错位和疫情压制非食品同比增速，而食品价格强劲上涨。此外，1月起CPI基期更换为2020年，食品在整体CPI里的权重有所下降。CPI月环比增速从上月的0.7%上升至1.0%，折年增长12.7%。1月核心CPI环比微涨0.1%，但同比下降至-0.3%（图表1和图表4）。

1) 食品通胀压力明显强于季节性。尽管去年春节落在1月，食品价格基数高企，但1月CPI食品价格同比增速仍从12月的1.2%进一步上升至1.6%，月环比涨幅显著扩大至4.1%（12月为2.8%）。调整春节因素后，今年春节前食品价格上涨的压力已大于过去十年的水平。分项来看，猪肉价格环比涨幅略收窄至5.6%，且同比增速在高基数下小幅放缓。但另一方面，牛肉、羊肉、蛋类等其他蛋白质品的环比价格涨幅均有所扩大。此外，鲜菜价格因天气寒冷出现跳升，环比上涨19%。

2) 非食品通胀受疫情及春节错位影响较弱。1月非食品价格同比下降0.8%，环比上涨0.3%。消费品价格环比涨幅扩大至1.5%，服务价格涨幅较为温和（图表2）；但二者同比增速均为负。分项来看，交通通信类价格环比上涨0.9%，但同比下降4.6%，拖累整体非食品通胀。今年1月疫情防控措施趋严，春运客流较往年同期水平下降7成以上，出行类价格下降较为显著。此外，1月衣着价格环比下跌、居住、医疗保健等价格环比录得小幅上涨。

1月PPI同比转正至0.3%，与Wind市场一致预期相同。PPI环比上涨1.0个百分点，保持高水平。生产资料（原材料、加工和采掘）环比涨幅高企，而生活资料（衣着、耐用消费品、食品和一般日用品）涨幅略有扩大（图表3）。具体地，1月煤炭（6.4%）、石油开采（8.2%）、黑色（3.8%）、燃气（3.9%）等原材料行业延续上涨趋势，月环比涨幅较为显著。另一方面，再通胀开始逐步向中下游传导，化工化纤及食品加工等部分中游行业环比亦录得1%以上的涨幅。往前看，虽然个别前期价格大幅上涨的原材料价格有所企稳或回落（如煤炭，寒冷天气过后，其供需格局有所改善、价格从高位开始回落），但工业生产增速稳定、出口需求旺盛，意味着工业品价格的回升可能扩大至更多品类，且可持续性较强。

越过短期波动之后，我们预计中国经济再通胀将更加全面且持续，且货币政策温和退出尚未对再通胀构成制约。越过春节及疫情等短期因素往前看，再通胀可能会更加全面且持续——PPI有望继续回升，且今年“就地过年”可能有利于企业春节后更早复工；全球疫情边际缓解、疫苗接种加速意味着石油等国际商品价格或面临进一步上涨压力。此外，随着国内疫情好转，非食品CPI中出行和接触式服务的价格或逐步回升。值得提醒的是，食品通胀或继续上行，尤其是考虑到农产品经历5年去库存结束后的再通胀周期仍有后劲（请参见1月18日发布的报告《食品通胀是否会超预期？》）此外，虽然1月中下旬以来流动性环境边际趋紧，但综合考虑增长、通胀等各方面现状，预计货币政策仍将延续温和退出的节奏，并不足以阻断再通胀进程（请参见2月7日发布的报告《解读当前宏观背景下的短期流动性波动》）。

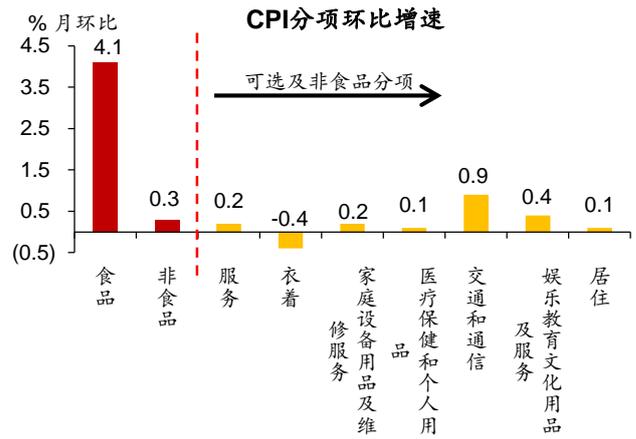
风险提示：货币政策超预期收紧，国内外疫情再度恶化。

图表1: CPI 1月与12月对比

CPI: 1月与12月对比				
	% 年同比		% 月环比	
	1月	12月	1月	12月
整体CPI	-0.3	0.2	1.0	0.0
核心	-0.3	0.4	0.1	0.0
食品	1.6	1.2	4.1	2.0
猪肉	-3.9	-1.3	5.6	6.0
非食品	-0.8	0.0	0.3	0.0

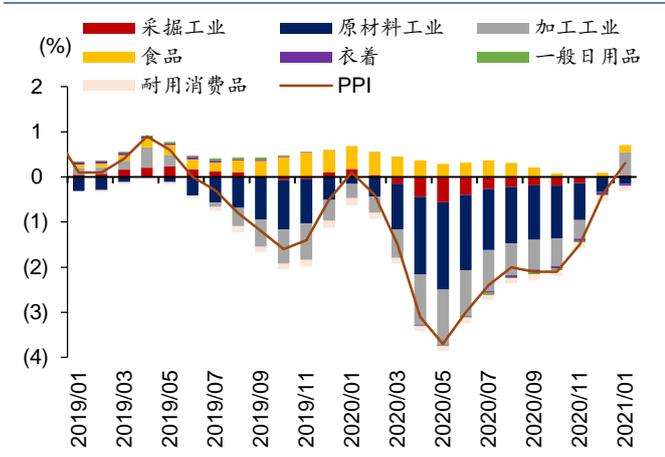
资料来源: CEIC, Wind, 华泰研究

图表2: CPI 月环比分项数据



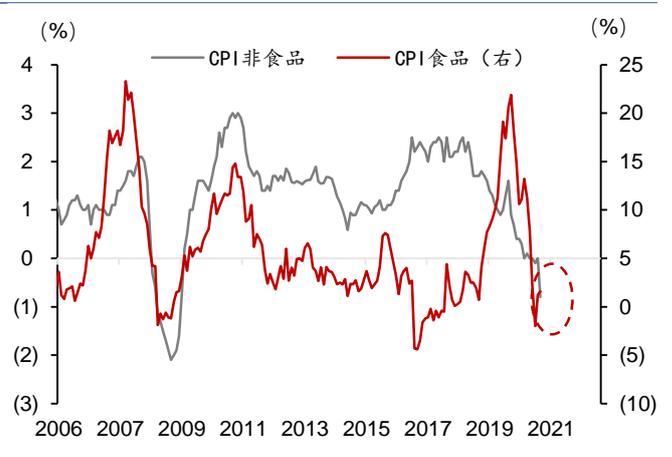
资料来源: CEIC, Wind, 华泰研究

图表3: PPI 同比转正



资料来源: CEIC, Wind, 华泰研究

图表4: CPI 食品通胀涨幅扩大



资料来源: CEIC, Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，刘雯琪、易垲，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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘雯琪、易岷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_18061

