

1月通胀数据：PPI、CPI剪刀差反转

核心观点

1月PPI环比+1%，同比+0.3%，如期转正，PPI与CPI剪刀差实现反转。PPI上行超过CPI意味着上游工业企业的盈利表现有望超出下游消费品行业，顺周期板块上市公司利润将在2021年上半年迎来高速增长。1月CPI环比+1%，同比-0.3%，低于市场预期和我们预期，主要源于非食品项拖累较大。多地疫情复发和“就地过年”拖累出行产业链价格，餐饮、纺服等线下需求偏弱也拖累价格修复。另外，基期轮换实际上降低了CPI食品项的影响，猪周期下行对于CPI的负向拉动作用也会减弱。

□ 价格上涨延续，PPI实现反超

1月PPI环比+1%，同比+0.3%，符合市场预期和我们预期，PPI与CPI剪刀差实现反转。PPI上行超过CPI意味着上游工业企业的盈利表现有望超出下游消费品行业，顺周期板块上市公司利润将在2021年上半年迎来高速增长。1月工业品价格普涨，寒潮推动下煤价大幅上涨，全国重点电厂煤炭库存一度下降至10天以内；海外炼油厂开工率逐渐提升，叠加沙特主动提出减产，国际油价持续修复，布伦特原油已重新站上60美元；铁矿石供给依然偏紧，1月单价再创新高后小幅回落；玻璃、水泥、螺纹钢、线材等部分中游工业品价格略微回调，符合季节性特征。

□ 全球补库开启，供需缺口仍在

我们之前反复提示，只要海外供需缺口没有弥合，商品价格就有涨价动力，全球范围内大规模的疫情复发也难以阻碍价格向上修复。目前疫苗正在加速落地，海外供给能力正在积极修复，但全球补库共振下逻辑工业品需求仍有较强支撑，供需缺口仍然存在，价格拐点尚未到来，工业品价格有持续上涨动力。预计二季度末疫苗大规模应用之后，供需逐渐平衡，工业库存基本恢复至正常水平，PPI或出现拐点。

□ 基期轮换完成，食品影响减弱

根据统计制度要求，我国CPI每五年进行一次基期轮换，CPI篮子的目录和权重均会进行调整，2021年1月开始使用2020年作为新一轮的对比基期。根据统计局披露，本次调整8大类目录不变，增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车等新兴商品和服务。权重方面，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务分别下调1.2、1.7、0.5、0.4个百分点，居住、交通通信、医疗保健上调2.1、0.9、0.9个百分点。

基期轮换实际上降低了CPI食品项的影响。我国CPI、PPI采用链式帕氏指数，假设一篮子消费数量不变的情形下观察价格变动。由于过去5年食品价格累计涨幅远高于非食品，食品在CPI中的实际影响不断提升，以猪肉为例，2016年1月其权重约为2.3%，而2020年12月已上升至4.6%。基期轮转之后，2021年1月猪肉权重调整为2.3%，因此猪周期下行对于CPI的负向拉动作用也会减弱。

□ 猪肉鲜菜走强，食品环比上涨

1月CPI环比+1%，同比-0.3%（前值+0.2%），CPI再次转负，低于市场预期和我们预期，主要源于非食品项拖累较大。食品方面，猪肉、鲜菜支撑CPI食品项环比上升。传统消费旺季带动猪价延续12月以来的涨势，非洲猪瘟变异毒株引发供给担忧，预计1月能繁母猪存栏量小幅下降，猪瘟若持续发酵或影响猪周期的判断。非食品方面，多地疫情复发和“就地过年”拖累服务价格修复，核心CPI同比转负至-0.3%，非食品项同比-0.8%。1月河北、黑龙江、吉林等地疫情再起，全国疫情防控措施继续加码。“就地过年”倡导下居民返乡和外出旅游行为显著减少，春运以来全国日客运量仅为2019年同期的四分之一，出行产业链价格受到较大冲击。此外，受制于“社交距离”拉开，餐饮、纺服等春节期间消费较为集中的行业也将因为需求偏弱拖累价格修复。

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《1月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.02.01

2《12月通胀数据：PPI环比创两年内新高》2021.01.11

3《12月数据预测：经济持续强劲复苏》2021.01.01

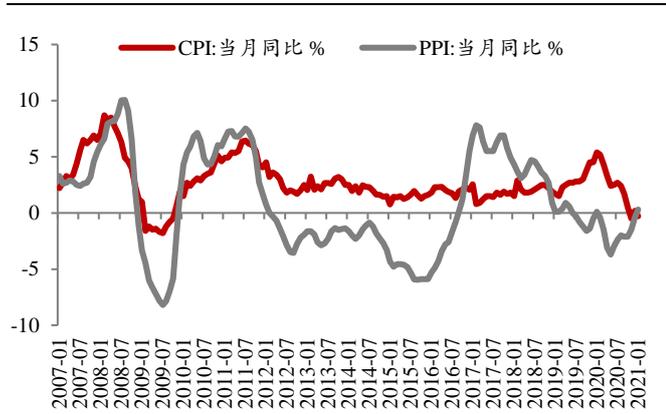
4《11月通胀数据：PPI与CPI剪刀差反转在即》2020.12.09

图表1：2021年CPI篮子权重测算

类别	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
2016	29.7%	8.5%	20.0%	4.7%	10.5%	14.1%	10.3%	2.2%
变化幅度	-1.2%	-1.7%	2.1%	0.0%	0.9%	-0.5%	0.9%	-0.4%
2021	28.5%	6.8%	22.1%	4.7%	11.4%	13.6%	11.2%	1.8%

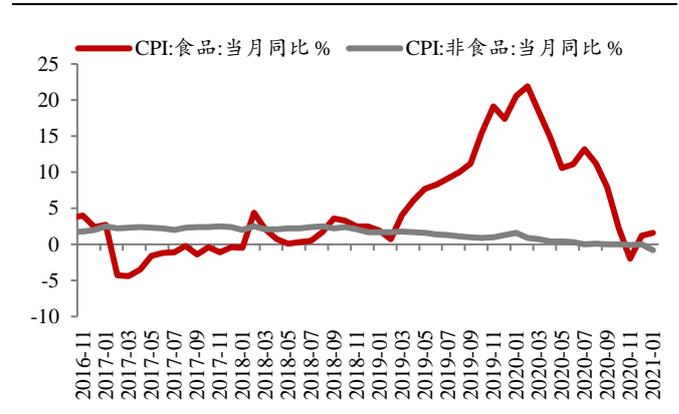
资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所测算

图表2：CPI、PPI剪刀差反转



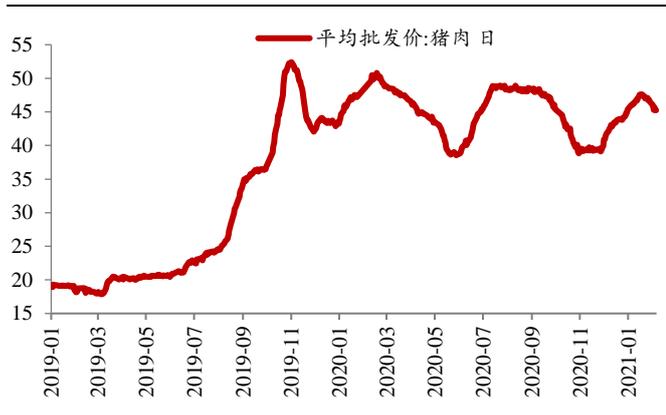
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表3：CPI非食品项表现较弱



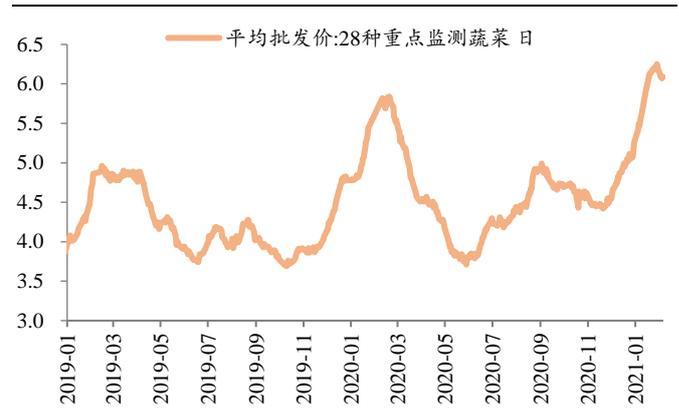
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表4：猪肉价格走强



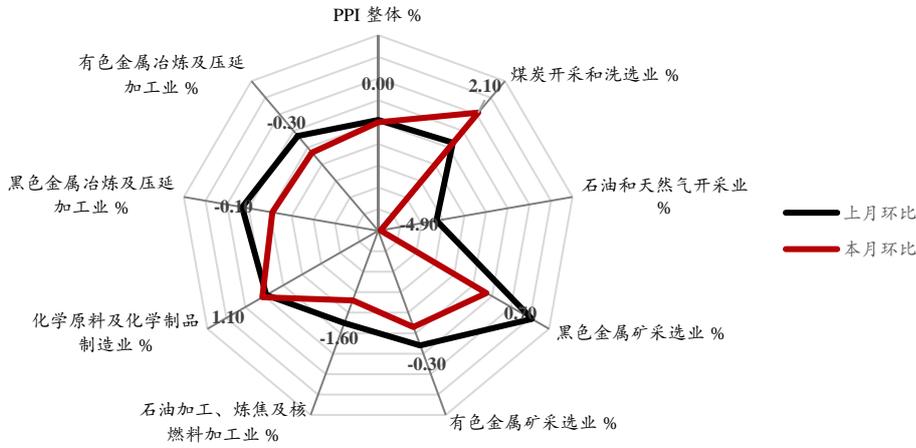
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表5：蔬菜价格超季节上涨



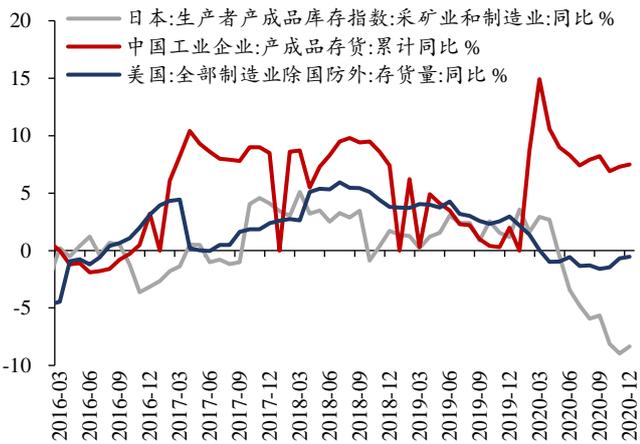
资料来源：Wind，浙商证券研究所

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（未更新）



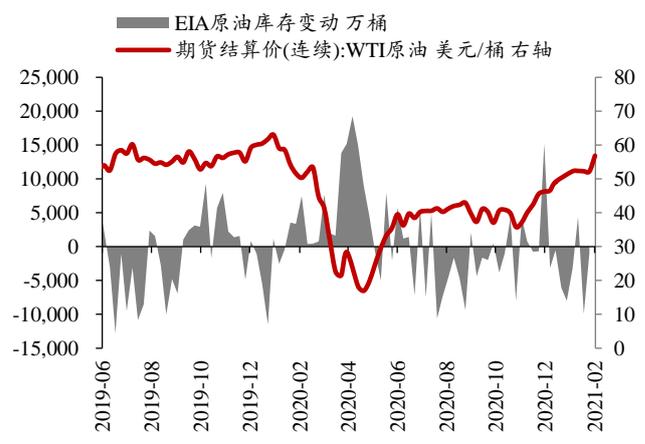
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图表7：中、美、日库存触底回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图表8：原油价格向上突破



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

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_18100



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn