

2023年02月12日

## 服务价格强势反弹——1月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**1月CPI同比上涨2.1%，预期2.3%，前值1.8%；PPI同比下跌0.8%，预期-0.5%，前值-0.7%。

### ● CPI同比延续上行，供给受限推升食品价格，服务消费强势反弹

CPI同比涨幅上升0.3个百分点至2.1%，环比涨幅上升0.8个百分点至0.8%。

**(1) 食品项：春节提振需求但供给受限，食品环比增速上行。**食品环比涨幅较上月扩大2.3个百分点至2.8%。蔬菜方面，低温影响蔬菜供应抬高蔬菜价格涨幅，1月CPI鲜菜环比涨幅扩大12.6个百分点至19.6%；猪肉方面，供给集中释放幅度高于需求上升幅度，价格继续下跌，1月CPI猪肉环比跌幅扩大2.1个百分点至-10.8%；往后看，菜价或逐步转为季节性下行，猪价或将延续下跌。

**(2) 非食品项：环比由负转正，出行反弹带动旅游价格。**1月非食品环比较前值上升0.5个百分点至0.3%。分项看，环比涨幅较前月明显改善的行业有旅游、家政服务（节假日家政服务需求增加而劳动力供给减少）等。季节性上看，明显低于季节性的分项是交通工具燃料，反映1月油价下调的影响。明显高于季节性的分项是旅游，反映疫情过峰叠加春节居民出行反弹较快。需要注意的是，家政服务虽环比改善但仍低于季节性，原因可能在于居民收入增速下滑限制了家政服务需求。此外，衣着加工服务、酒类、通信工具等价格环比亦明显弱于季节性，指向疫后居民就业、收入与消费信心等仍待恢复。

**(3) 核心CPI和服务CPI涨幅扩大，疫后服务消费强势修复。**1月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值上升0.3个百分点至1%，环比较前值上升0.3个百分点由负转正至0.4%，核心通胀如期上行。结合服务业PMI大幅回升14.6个百分点至54%重回荣枯线以上、CPI服务环比上升0.7个百分点至0.8%、中国企业经营状况指数（BCI）环比上升4.6个百分点至49.7%来看，疫情达峰后服务业供需均有较大改善，中小企业景气仍有待恢复。核心CPI和服务CPI价格大幅上行，特别是服务价格环比涨幅持平疫情前同期均值，指向疫后服务消费强势修复。

### ● PPI同比延续下行，大宗商品涨少跌多

PPI同比降幅扩大0.1个百分点至-0.8%，环比降幅收窄0.1个百分点至-0.4%。

**(1) 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体有所梗阻。**CPI-PPI同比剪刀差较前值扩大；PPI生活资料-生产资料同比增速差收窄；PPI-PPIRM同比负缺口收窄；同时，上游的采掘工业、加工工业同比涨幅回升，原材料工业同比涨幅明显下降，而下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅下降。以上复合指标指向的结论虽有差异，但总体看，若以同比为基准，价格传导有一定梗阻。根据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，中下游行业价格传导能力整体有所提升，但仍有相当一部分行业传导受阻。截至12月，价格传导较好的有金属制品、电子设备、仪器仪表、农副食品加工、酒、饮料和精制茶制造、纺织、皮革制品、橡胶和塑料制品、汽车制品。其余中下游行业则价格传导受阻。

**(2) 40个工业行业看，临近春节国内终端需求偏弱，大宗商品涨少跌多。**能源方面，美联储加息放缓与国内经济回暖预期驱动国际油价低位反弹，PPI石化产业链环比降幅收窄；煤炭价格环比下降，动力煤、焦煤价格均有所下行。金属方面，国内地产释放利好政策驱动螺纹钢价格上扬，环比涨幅扩大；而国内有色价格因节前终端需求偏弱，环比涨幅收窄；非金属矿价格因冬季下游施工开工减少而呈现季节性下降，环比降幅扩大。

**● 后续通胀预测：预计节后CPI、PPI同比小幅回落，关注服务消费、高端制造**节后预计CPI环比涨幅回落，带动CPI同比小幅回落至2%以下；截至2月初的生产资料价格环比由负转正，但鉴于基数上行，预计PPI同比降幅扩大。总体看，国内PPI的胜负手在于国内经济修复弹性与美联储加息节奏、海外衰退的博弈；而CPI回升幅度取决于居民信心恢复程度与猪价下行速度的平衡，预计全年CPI温和通胀，PPI同比在-1%左右。从通胀看投资机会，关注疫后修复、服务CPI回升驱动的服务消费；以及PPI同比回落，中下游盈利修复利好的高端制造业。总体看，虽然CPI温和修复，但核心CPI将趋回升，因此对利率形成上升压力。

**● 风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

### 相关研究报告

《当下宽信用关键点在居民端——宏观经济点评》-2023.2.12

《真实春运不差，节后消费不弱——疫后复苏跟踪2月第1期——宏观经济点评》-2023.2.6

《各省市召开稳经济扩需求会议——宏观周报》-2023.2.5

## 目 录

1、 CPI 同比延续上行，供给受限推升食品价格，服务消费强势反弹.....	3
1.1 食品项：春节提振需求但供给受限，食品环比增速上行.....	3
1.2 非食品项：环比由负转正，出行反弹带动旅游价格.....	4
1.3 核心 CPI 和服务 CPI 涨幅扩大，疫后服务消费强势修复.....	4
2、 PPI 同比延续下行，大宗商品涨少跌多.....	5
2.1 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体有所梗阻.....	5
2.2 临近春节国内终端需求偏弱，大宗商品涨少跌多.....	5
3、 后续通胀预测：节后 CPI、PPI 同比回落.....	7
3.1、 CPI 预测：预计 CPI 同比小幅回落至 2% 以下.....	7
3.2、 PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大.....	7
4、 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1： 1 月 CPI 同比延续回升趋势.....	3
图 2： 鲜菜价格大幅上涨带动食品 CPI 环比上行.....	3
图 3： 1 月 CPI 旅游项有较大幅度反弹.....	4
图 4： 衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性.....	4
图 5： 1 月核心 CPI 继续反弹.....	5
图 6： 服务业 PMI 快速反弹.....	5
图 7： PPI 同比仍在低位区间.....	6
图 8： PPI 重点工业品分项多数低位震荡.....	6
图 9： 截至 2022 年 12 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数.....	7
图 10： 预计 2 月 CPI 回落至 2% 以下、PPI 降幅扩大.....	8
图 11： 预计 CPI-PPI 剪刀差下行.....	8

1月CPI同比上涨2.1%，预期2.3%，前值1.8%；PPI同比下跌0.8%，预期-0.5%，前值-0.7%。

## 1、CPI 同比延续上行，供给受限推升食品价格，服务消费强势反弹

1月CPI同比涨幅上升0.3个百分点至2.1%，环比涨幅上升0.8个百分点至0.8%。CPI数据显示疫情达峰后消费恢复良好，春节提振需求叠加供给受限，食品CPI环比增速上行，其中低温影响蔬菜供应抬高蔬菜价格涨幅，二次育肥继续释放驱动猪价延续下行；疫情达峰后旅游等出行消费价格迎来较大幅度反弹，而家庭服务、衣着加工服务、酒类、通信工具等价格环比仍明显弱于季节性，指向疫后居民就业、收入与消费信心等仍待恢复。核心CPI和服务CPI涨幅扩大，服务业供需双双改善，疫后服务消费强势修复。

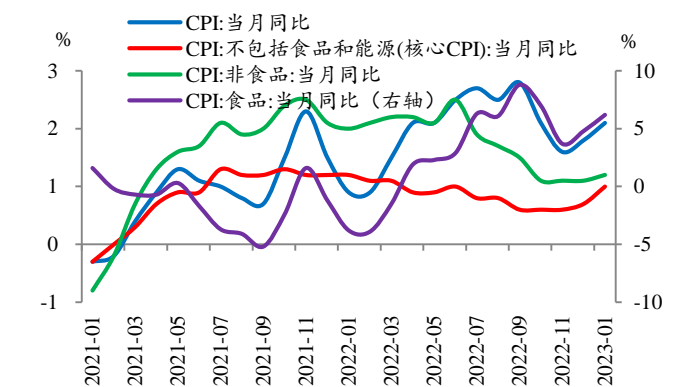
### 1.1 食品项：春节提振需求但供给受限，食品环比增速上行

1月食品项环比涨幅较上月扩大2.3个百分点至2.8%，鲜菜、鲜果、水产品涨幅居前，猪肉跌幅较上月扩大。

**蔬菜方面**，受冬季大风降温等天气影响，蔬菜产量下降，运输成本上涨，叠加春节效应需求旺盛，蔬菜价格季节性上涨，1月CPI鲜菜环比涨幅扩大12.6个百分点至19.6%，环比涨幅远高于季节性，是CPI食品项环比上涨的主要拉动项。往后看，蔬菜主产区随天气转暖供应或有所增加，节后需求回落，价格或逐步转为季节性下行。高频指标看，截至2月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨5.3%，较上月涨幅明显收窄。

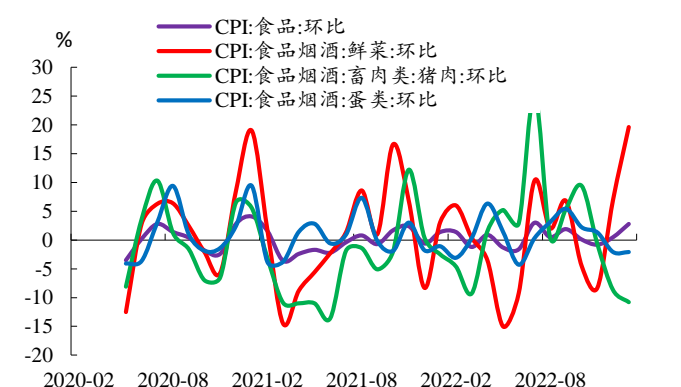
**猪肉方面**，需求端全国疫情过峰叠加春节餐饮消费回暖，猪肉需求有所增加，但供给端二次育肥集中出栏延续，需求增幅不及供给，1月CPI猪肉环比跌幅扩大2.1个百分点至-10.8%。往后看，长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月开始见底回升，至12月已连续上升8个月，长期供给或将迎来趋势性拐点；短期看，一方面，节前积压的猪源并未完全消化，供给将继续维持高位，另一方面，节后需求将有所下滑，猪肉消费或进入季节性低谷。国家发改委指出，1月30日~2月3日，全国猪粮比价为4.96:1，进入过度下跌一级预警区间，将启动冻猪肉储备收储工作，或将减缓猪价下行速度。总体看，预计猪价将延续下行趋势。

图1：1月CPI同比延续回升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：鲜菜价格大幅上涨带动食品CPI环比上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

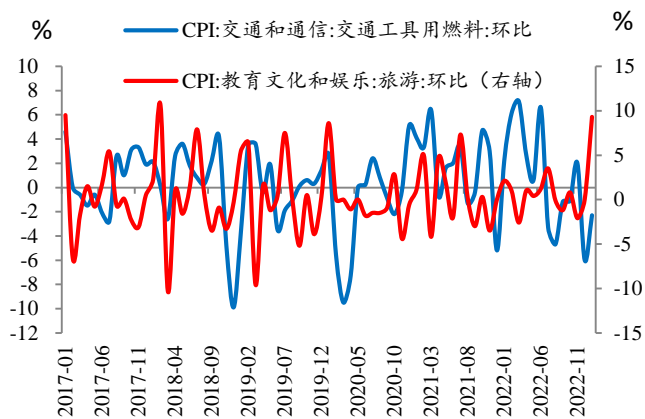
## 1.2 非食品项：环比由负转正，出行反弹带动旅游价格

1月CPI非食品项环比由负转正，相较上月上涨0.5个百分点至0.3%。分项看，环比上涨主要源于旅游与家庭服务价格反弹。

(1) 与上月相比，环比涨幅较前月改善的行业有旅游(疫情过峰叠加节日效应)、交通工具用燃料(环比降幅收窄3.7个百分点至-2.3%)、家庭服务(节假日期间家政服务需求增加而劳动力供给减少)等。涨幅较前月下降的行业有通信工具(疫情过峰需求转弱)、酒类(环比较上月下降1个百分点至-0.9%)、衣着(环比较上月下降0.6个百分点至-0.5%)等。

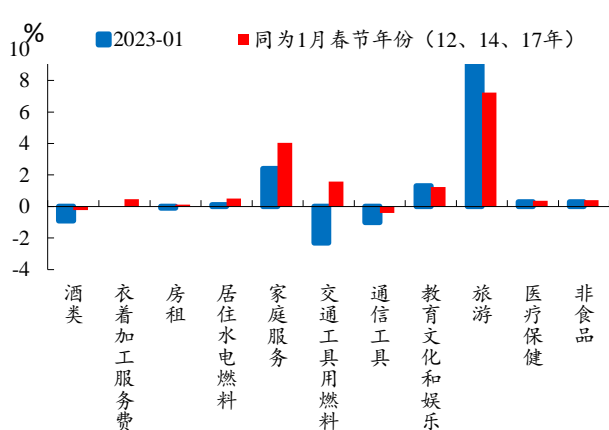
(2) 与环比的季节性规律(指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值)相比，明显低于季节性的分项是交通工具用燃料，反映1月油价下调的影响。明显高于季节性的分项是旅游，反映疫情过峰后居民出行反弹速度较快。需要注意的是，家庭服务虽环比较上月改善，但仍大幅低于季节性，指向家政服务还未恢复至疫情前，原因可能在于居民收入增速下滑限制了家政服务需求；此外，衣着加工服务、酒类、通信工具等价格环比亦明显弱于季节性，指向疫后居民就业、收入与消费信心等仍待恢复。

图3：1月CPI旅游项有较大幅度反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

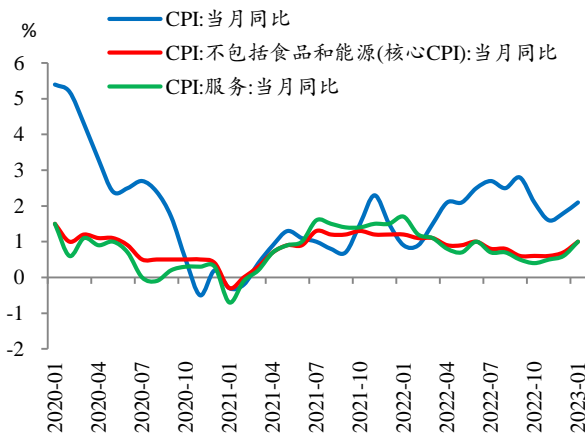
图4：衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性



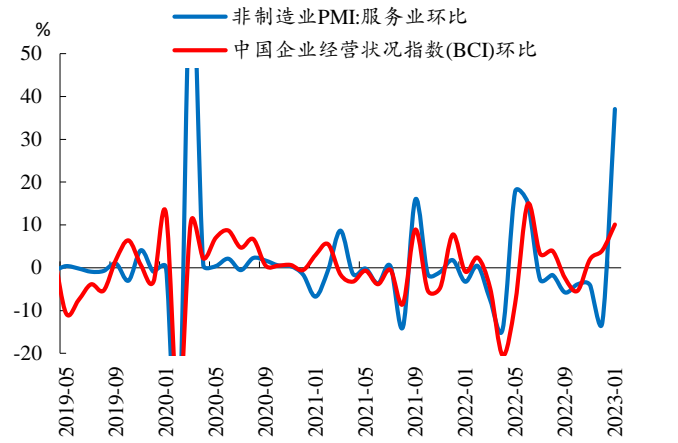
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 核心CPI和服务CPI涨幅扩大，疫后服务消费强势修复

1月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值上升0.3个百分点至1%，环比较前值上升0.3个百分点由负转正至0.4%，核心通胀如期上行。结合服务业PMI大幅回升14.6个百分点至54%重回荣枯线以上、CPI服务环比上升0.7个百分点至0.8%、中国企业经营状况指数(BCI)环比上升4.6个百分点至49.7%来看，疫情过峰后服务业供需两端均有较大程度改善，而中小企业景气度仍有待恢复。核心CPI和服务CPI价格大幅上行，特别是服务价格环比涨幅持平疫情前同期均值(即基本持平疫情前同为1月春节的2012、2014、2017年同期均值)，指向疫后服务消费强势修复。

**图5：1月核心CPI继续反弹**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：服务业PMI快速反弹**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、PPI 同比延续下行，大宗商品涨少跌多

1月PPI同比降幅扩大0.1个百分点至-0.8%，环比降幅收窄0.1个百分点至-0.4%。

### 2.1 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体有所梗阻

(1) CPI-PPI 同比剪刀差 3个月来首度扩大，1月较前值扩大0.4个百分点至2.9%，指向上游价格回落，下游需求反弹。PPI 生活资料-生产资料同比增速差 收窄0.3个百分点至2.9%；PPI-PPIRM 同比负缺口 收窄0.1个百分点至-0.9%，指向PPI传导更趋畅通；同时，上游的采掘工业、加工工业同比涨幅较前值回升，原材料工业同比涨幅有明显下降，下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅较前值均下降。以上复合指标指向的结论虽有差异，但总体看，若以同比为衡量基准，价格传导仍有一定梗阻。

(2) 根据我们测算的价格传导指数（CTIC 指数）来看，中下游行业价格传导能力整体有所提升，但仍有相当一部分行业传导受阻。截至12月，价格传导较好的有金属制品、电子设备、仪器仪表、农副食品加工、酒、饮料和精制茶制造、纺织、皮革制品、橡胶和塑料制品、汽车制品。其余中下游行业则价格传导受阻。

### 2.2 临近春节国内终端需求偏弱，大宗商品涨少跌多

(1) 能源方面，美联储加息放缓与国内经济回暖预期驱动国际油价低位反弹，PPI 石化产业链环比降幅收窄；煤炭价格环比下降，动力煤、焦煤价格均有所下行。

国内经济回暖预期较强，美联储加息速度放缓，美元有所走弱，1月油价低位有所回升，布伦特原油期货价格1月环比回升3.1%，WTI原油期货环比回升2.2%，对应PPI石油和天然气开采业、石油加工、化学制品、化学纤维等行业价格总体降幅有所收窄。

煤炭价格环比下降。动力煤方面，受保供稳价、春节市场活跃度下降等因素影响环比下降17.4%，后续天气转暖民用需求降低，但节后企业开工增加工业需求，价格或将企稳回升；焦煤期货受煤炭提降落地、下游利润偏低打压需求、补库结束等方面影响，价格环比下跌4%。总体看，PPI煤炭开采和洗选业环比回落1.3个百分点至-0.5%。

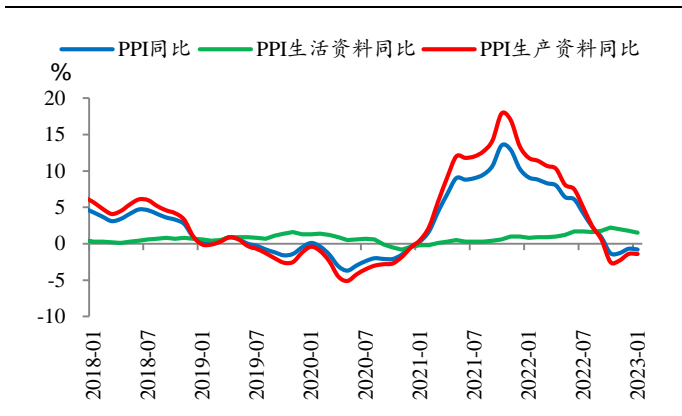
(2) 金属方面，国内地产释放利好政策驱动螺纹钢价格上扬，环比涨幅扩大；而国内有色价格因节前终端需求偏弱而上行速度放缓，环比涨幅收窄；非金属矿价格因冬季施工开工减少而呈现季节性下降，环比降幅扩大。整体看，受制于需求端偏弱影响，价格上行放缓。

黑色方面，央行、银保监会等再度发布地产宽松政策，预期转强，叠加1月初部分钢厂停产供给减少等因素，螺纹钢价格上行。1月螺纹钢月均期货价环比上升4.6%，PPI黑色金属矿采选业环比涨幅扩大2.3个百分点至3.4%，黑色金属冶炼及压延加工业环比涨幅扩大1.1个百分点至1.5%。

有色方面，年前国内进入淡季，电解铝供应释放而下游开工率下降，终端需求偏弱，有色价格整体上升速度放缓。铝月均期货价环比下降2.4%，国内PPI有色金属矿采选业环比涨幅收窄0.4个百分点至0.7%，有色金属冶炼及压延加工业环比涨幅收窄1.1个百分点至0%。

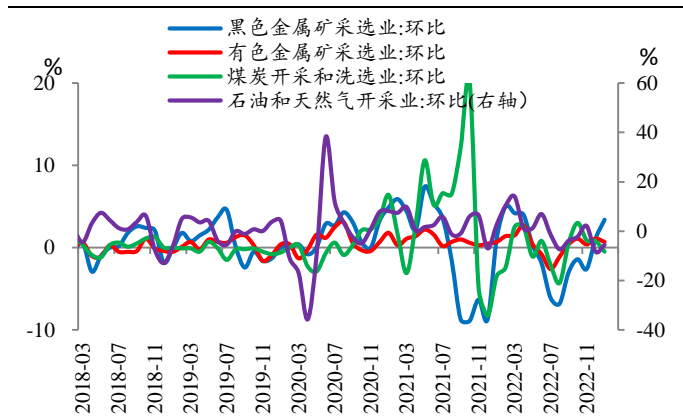
非金属矿方面，下游施工、开工受季节性因素影响减少，水泥需求继续走弱，1月水泥价格回落，带动PPI非金属矿物制品业环比降幅扩大0.3个百分点至-0.5%。

图7: PPI 同比仍在低位区间



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: PPI 重点工业品分项多数低位震荡



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图9：截至 2022 年 12 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数**

各行业 CTIC 值较自身历史分位数 (2003 年以来)	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	迷你图
<b>上游</b>													
煤炭开采和洗选产品	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	76.70%	84.40%	77.80%	65.00%	26.50%	
石油和天然气开采产品	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	92.40%	95.70%	98.30%	99.50%	0.40%	
黑色金属矿采选产品	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	88.40%	87.10%	81.60%	80.50%	91.70%	
有色金属矿采选产品	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	42.00%	44.20%	87.30%	94.40%	90.40%	
非金属矿采选产品	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	67.00%	87.80%	96.60%	97.90%	95.00%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	48.50%	43.60%	32.20%	35.00%	73.80%	
化学原料及化学制品制造业	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	7.20%	5.70%	98.50%	93.00%	97.20%	
化学纤维制造业	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	8.60%	28.50%	47.80%	70.80%	73.90%	
非金属矿物制品业	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	35.40%	3.30%	97.40%	97.50%	97.90%	
黑色金属冶炼及压延加工业	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	91.30%	92.80%	92.90%	94.40%	95.80%	
有色金属冶炼及压延加工业	48.30%	49.20%	40.60%	24.60%	16.60%	14.90%	10.20%	4.30%	95.70%	91.50%	91.60%	93.10%	
废弃资源和废旧材料回收加工业	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	48.00%	47.30%	0.40%	95.30%	90.60%	81.30%	77.30%	78.80%	
电力、热力生产和供应	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	86.40%	93.60%	96.20%	97.90%	97.00%	95.80%	
燃气生产和供应	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	80.50%	82.20%	82.30%	89.50%	90.80%	82.10%	
水的生产和供应	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	34.70%	38.80%	39.40%	41.40%	47.50%	69.20%	
<b>中游</b>													
金属制品	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	3.30%	16.00%	23.90%	29.20%	52.50%	71.30%	
通用设备制造业	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	96.00%	11.60%	16.10%	20.60%	20.40%	22.50%	
专用设备制造业	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	82.50%	88.10%	96.00%	13.90%	18.40%	31.20%	23.40%	27.00%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	94.80%	96.10%	97.40%	98.70%	7.90%	13.30%	12.00%	5.80%	
电气机械及器材制造业	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	79.00%	80.40%	86.80%	97.80%	1.20%	5.00%	4.10%	2.90%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	23.50%	25.10%	20.30%	5.00%	0.40%	92.80%	78.30%	74.20%	
仪器仪表	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	82.90%	88.00%	90.20%	94.00%	99.50%	1.20%	0.40%	99.50%	
其他制造业	41.20%	43.90%	49.00%	46.80%	50.40%	57.30%	61.70%	88.70%	99.00%	4.60%	9.20%	7.30%	
金属制品、机械和设备修理服务	33.60%	30.80%	32.20%	29.60%	66.60%	77.90%	91.40%	95.30%	2.30%	12.20%	9.80%	5.20%	
<b>下游</b>													
农副食品加工业	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	45.40%	53.70%	57.30%	60.80%	62.80%	67.60%	69.40%	68.40%	
食品制造业	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	56.00%	50.70%	45.50%	43.40%	38.50%	36.60%	33.30%	26.00%	
酒、饮料和精制茶制造业	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	24.20%	23.80%	17.60%	39.10%	44.20%	63.30%	75.00%	78.00%	
烟草制品	66.10%	66.60%	67.10%	67.60%	65.10%	61.10%	64.70%	71.00%	71.40%	77.40%	4.10%	12.30%	
纺织业	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	71.30%	68.00%	70.70%	72.50%	47.40%	36.80%	73.30%	86.70%	
纺织服装服饰	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	36.30%	70.10%	76.40%	89.80%	94.20%	98.50%	4.10%	4.10%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	31.80%	47.70%	50.00%	68.10%	74.20%	77.40%	88.80%	89.00%	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	66.60%	64.10%	63.20%	78.20%	85.70%	2.80%	41.60%	36.90%	
家具	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	72.70%	82.00%	83.80%	86.90%	95.70%	4.20%	11.10%	13.60%	
造纸和纸制品	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	7.50%	8.90%	14.70%	20.20%	5.70%	16.90%	34.70%	39.70%	
印刷和记录媒介复制业	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	66.60%	79.10%	79.40%	86.90%	94.20%	2.80%	11.10%	17.80%	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	87.80%	92.50%	92.60%	95.60%	98.50%	21.10%	22.20%	15.00%	
医药制造业	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	45.40%	49.20%	50.00%	49.20%	55.70%	12.60%	58.30%	54.70%	
橡胶和塑料制品业	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	28.70%	25.30%	20.50%	11.50%	10.00%	92.90%	94.40%	94.50%	
汽车制造业	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%	63.60%	58.20%	70.50%	33.30%	61.40%	50.70%	63.80%	65.70%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、后续通胀预测：节后 CPI、PPI 同比回落

#### 3.1、CPI 预测：预计 CPI 同比小幅回落至 2% 以下

高频数据看，截至 2 月 9 日食品价格较上月总体有所下滑，蔬菜水果价格涨幅收窄且已进入下行趋势中，猪肉价格则继续回落，未来食品 CPI 或将有所下降；国内疫情过峰后消费场景限制解除，消费动能或将恢复，非食品暂按略高于季节性（疫情前同为 1 月春节的 2012、2014、2017 年）假设，初步预测春节后 CPI 环比涨幅回落，带动 CPI 同比小幅回落至 2% 以下。再往后，蔬菜价格将回落至正常区间，猪价即将进入下行长周期，下游接触性需求继续恢复，核心通胀经过 1 月较大幅度抬升后续或仍有平缓抬升，非食品消费表现可能与季节性相似，后续 CPI 同比预计先降后升，全年温和通胀。

#### 3.2、PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大

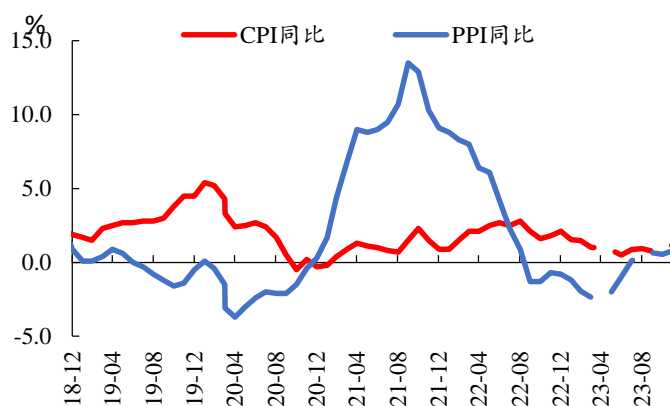
高频数据看，2 月上旬大宗商品价格涨跌互现，截至 2 月 9 日的南华工业品指数环比基本持平，截至 2 月 3 日的生产资料价格指数环比回升 0.2%，以此推断 2 月 PPI 环比可能由负转正，但鉴于基数上行，预计 PPI 同比降幅扩大。往后看，受高基数影响，上半年 PPI 同比可能整体处于通缩区间。不过，国内疫情达峰后经济修复，地产端政策有望继续发力，需求持续回升，因此 PPI 通缩幅度预计不大，全年同比预计在 -1% 左右。

总体看，一方面，猪价或将进入趋势性下行周期拖累 CPI，美国非农就业数据强劲反映美国经济韧性，令市场重新审视美联储放缓加息节奏，为 PPI 下行带来压

力。另一方面，疫情达峰后国内消费修复确定性较强，将对核心CPI和服务CPI形成支撑，并从投资端对PPI形成一定支撑。因此国内PPI的胜负手或在于国内经济修复弹性与美联储加息节奏、海外衰退的博弈；而CPI回升幅度取决于居民信心恢复程度与猪价下行速度。

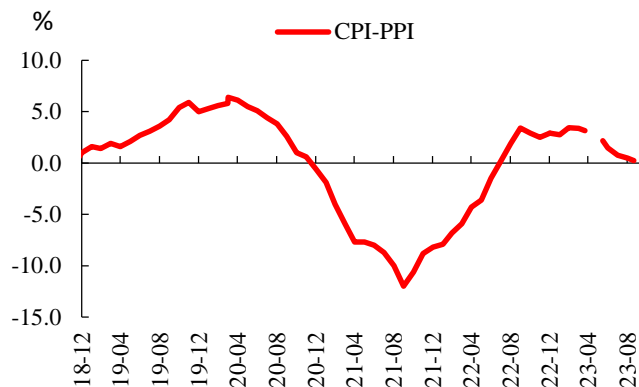
从通胀看投资机会，关注疫后修复、服务CPI回升驱动的服务消费；以及PPI同比回落，中下游盈利修复利好的高端制造业。总体看，虽然CPI温和修复，但核心CPI将趋回升，因此对利率形成上升压力。

图10：预计2月CPI回落至2%以下、PPI降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

图11：预计CPI-PPI剪刀差下行



数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

## 4、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn