

2023年1月物价点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

 分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

服务业吹响涨价号角

事件：

2月10日，统计局公布1月物价数据：CPI 同比上涨 2.1%，预期涨 2.3%，前值涨 1.8%；PPI 同比下降 0.8%，预期降 0.5%，前值降 0.7%。

供需紧平衡下的服务业涨价，或成为通胀的潜在风险点

CPI 低预期、主因猪价拖累等，结构性亮点突出、服务业延续涨价。1月，CPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点至 2.1%，环比由平转升至 0.8%；核心 CPI 同比达 1%、涨幅扩大 0.3 个百分点。考虑到春节效应，CPI 环比略低于往年，主因猪价持续下行等，但结构亮点突出、服务业相关分项明显涨价。具体表现为，出行和线下服务活动增多带动 CPI 服务环比涨幅扩大 0.7 个百分点至 0.8%、高于近两年同期均值的 0.25%，其中，旅游分项环比创近 5 年同期新高、9.3%。

服务项涨价贡献拉动在 CPI 已有两个月体现，关注疫后服务业供需紧平衡下、涨价压力的释放。伴随防疫优化、线下活动修复等，核心 CPI 已连续两个月回升、环比涨幅甚至进一步扩大。往后来看，服务业产能收缩下，供需紧平衡下的涨价压力值得关注。大疫三年，服务业产能一度明显收缩、全国住宿业设施总数自 19 年的 60.8 万家锐减至 2021 年的 25.2 万家，若疫后线下活动加速修复、或阶段性放大涨价压力。

往后来看，通胀环境存在潜在风险、高点或破 3%，驱动来自于产能收缩下的服务业涨价等。潜在风险点的链条主要有二：其一，服务业产能修复较难一蹴而就、加大结构性涨价风险；其二，猪价连续回落、养殖利润全面亏损下，年底年初淘汰母猪已有所增多，叠加疫后线下消费量回升等，或阶段性放大涨价压力。中性情景下，全年 CPI 中枢抬升至 2.3%，高点或在四季度、破 3%；悲观情景下，服务业等涨价超预期或推动 CPI 年底破 4%。

常规跟踪：CPI 同比上涨，食品、非食品均有支撑；PPI 超预期回落主因生活资料拖累

CPI 同比上涨，食品、非食品均有支撑。1月，CPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点，环比涨幅由平转升至 0.8%。分项中，食品环比涨幅扩大 2.3 个百分点至 2.8%、高于近年均值的 2.4%，主因鲜菜、鲜果等季节性涨价，猪价延续拖累、环比走弱至-10.8%；非食品环比由负转正至 0.3%、略高于近年均值的 0.2%，主因出行和文娱消费增多等带动服务价格上涨，例如，生活服务、其他商品服务环比分别转正至 0.3%和 0.4%。

PPI 超预期回落，主因生活资料拖累。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%。大类环比中，生产资料环比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.5%，采掘、原材料降幅分别收窄 0.4 和 0.1 个百分点，加工仍有拖累；生活资料环比降幅扩大 0.1 个百分点、主因耐用消费品拖累、

分行业来看，原油、煤炭等大宗商品价格回落带动相关链条环比延续走弱。石油开采、石油加工环比延续为负、分别为-5.5%和-3.2%，化学制品环比降幅扩大 0.1 个百分点至-1.3%；煤炭开采环比由正转负至-0.5%、较上月下降 1.3 个百分点；部分中下游制造业价格回落，农副加工、通信设备、橡胶制品降幅扩大均在 0.2 个百分点以上。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、供需紧平衡下的服务业涨价，或成为通胀的潜在风险点.....	3
2、常规跟踪：CPI 同比上涨，PPI 超预期回落主因生活资料拖累.....	4
风险提示.....	6

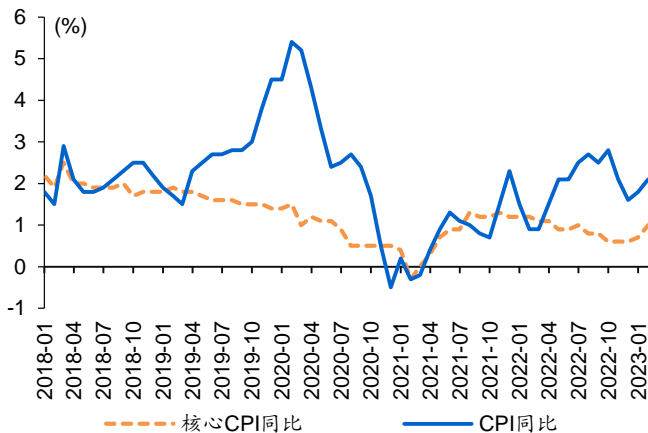
图表目录

图表 1： 1 月，核心 CPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点.....	3
图表 2： CPI 服务分项环比远高于近两年均值.....	3
图表 3： 疫后酒店等服务设施锐减.....	3
图表 4： 场景约束对线下活动约束明显减弱.....	3
图表 5： 近月，部分省市酒店均价延续回升.....	4
图表 6： 中性情景下，全年 CPI 呈“V”型、高点或破 3%.....	4
图表 7： 1 月 CPI 同比抬升至 2.1%.....	4
图表 8： 1 月食品环比 2.8%、高于往年同期水平.....	4
图表 9： 食品中，鲜菜、鲜果环比大幅上涨.....	5
图表 10： 非食品中，文文娱和其他商品服务明显涨价.....	5
图表 11： 1 月，PPI 同比-0.8%.....	5
图表 12： 大类环比中，生产、生活资料多有拖累.....	5

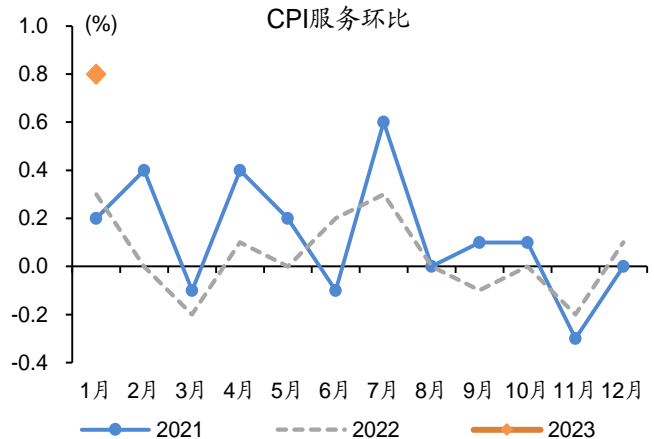
1、供需紧平衡下的服务业涨价，或成为通胀的潜在风险点

CPI 低预期、主因猪价拖累等，结构性亮点突出、服务业延续涨价。1 月，CPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点至 2.1%，环比由平转升至 0.8%；核心 CPI 同比达 1%、涨幅扩大 0.3 个百分点。考虑到春节效应，CPI 环比略低于往年，主因猪价持续下行等，但结构亮点突出、服务业相关分项明显涨价。具体表现为，出行和线下服务活动增多带动 CPI 服务环比涨幅扩大 0.7 个百分点至 0.8%、高于近两年同期均值的 0.25%，其中，旅游分项环比创近 5 年同期新高、9.3%。

图表1：1 月，核心 CPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点



图表2：CPI 服务分项环比远高于近两年均值

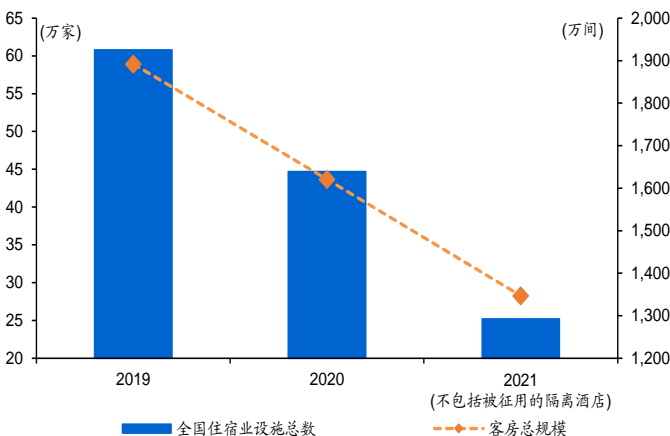


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

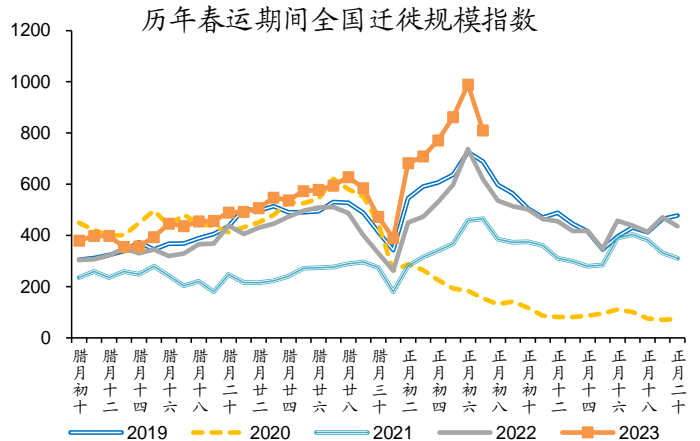
服务项涨价贡献拉动在 CPI 已有两个月体现，关注产能收缩下涨价压力的释放。伴随防疫优化、线下活动修复等，核心 CPI 已连续两个月回升、环比涨幅甚至进一步扩大。往后来看，服务业产能收缩下，供需紧平衡下的涨价压力值得关注。大疫三年，服务业产能一度明显收缩、全国住宿业设施总数自 19 年的 60.8 万家锐减至 2021 年的 25.2 万家，若疫后线下活动加速修复、或阶段性放大涨价压力。

图表3：疫后酒店等服务设施锐减



来源：《中国酒店业发展报告》、国金证券研究所

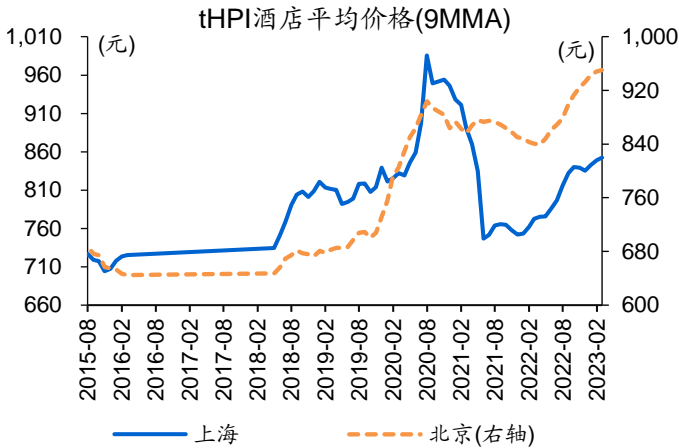
图表4：场景约束对线下活动约束明显减弱



来源：百度地图、国金证券研究所

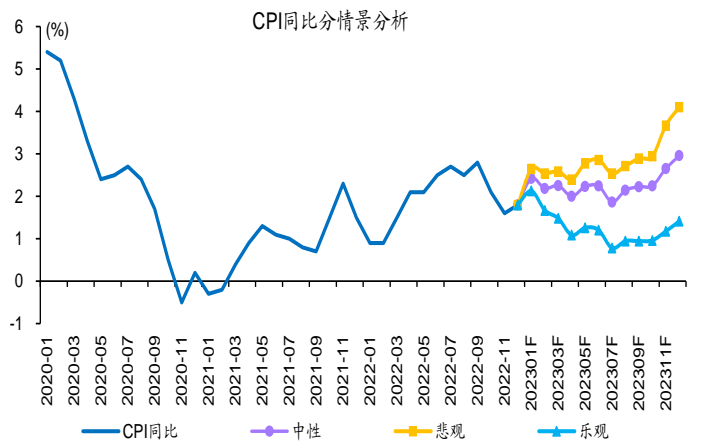
往后来看，通胀环境存在潜在风险、高点或破 3%，驱动来自于产能收缩下的服务业涨价等。潜在风险点的链条主要有二：其一，服务业产能修复较难一蹴而就、加大结构性涨价风险；其二，猪价连续回落、养殖利润全面亏损下，年底年初淘汰母猪已有所增多，叠加疫后线下消费量回升等，或阶段性放大涨价压力。中性情景下，全年 CPI 中枢抬升至 2.3%，高点或在四季度、破 3%；悲观情景下，服务业等涨价超预期或推动 CPI 年底破 4%。

图表5: 近月, 部分省市酒店均价延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 中性情景下, 全年CPI呈“V”型、高点或破3%

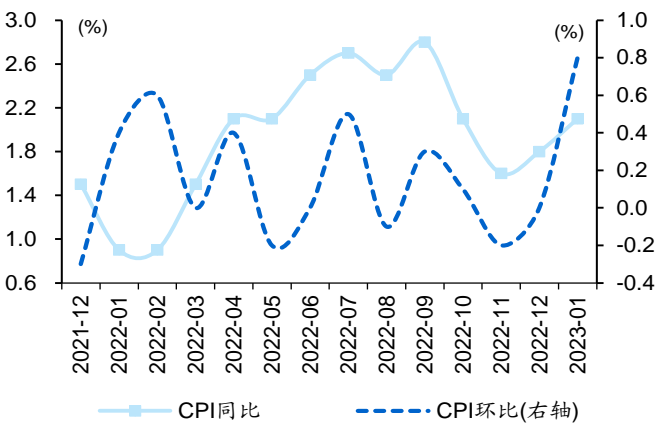


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪: CPI 同比上涨, PPI 超预期回落主因生活资料拖累

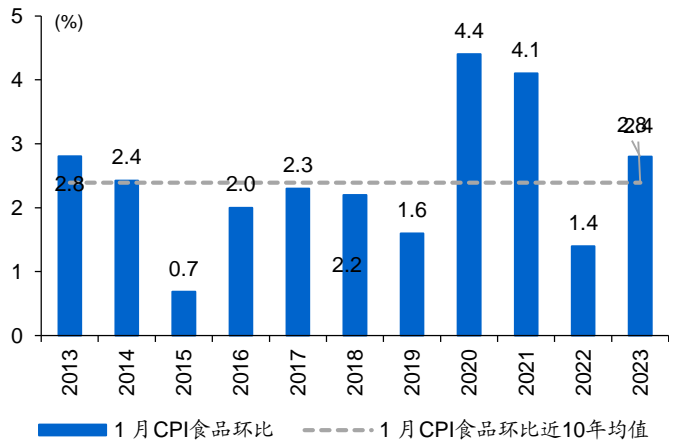
CPI 同比上涨, 食品、非食品均有支撑。1月, CPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点至 2.1%, 环比涨幅由平转升至 0.8%。分项中, 食品环比涨幅扩大 2.3 个百分点至 2.8%、高于近年均值的 2.4%, 主因鲜菜、鲜果等季节性涨价, 猪价延续拖累、环比走弱至-10.8%; 非食品环比由负转正至 0.3%、略高于近年均值的 0.2%, 主因出行和文娱消费增多等带动服务价格上涨, 例如, 生活服务、其他商品服务环比分别转正至 0.3%和 0.4%。

图表7: 1月CPI同比抬升至2.1%



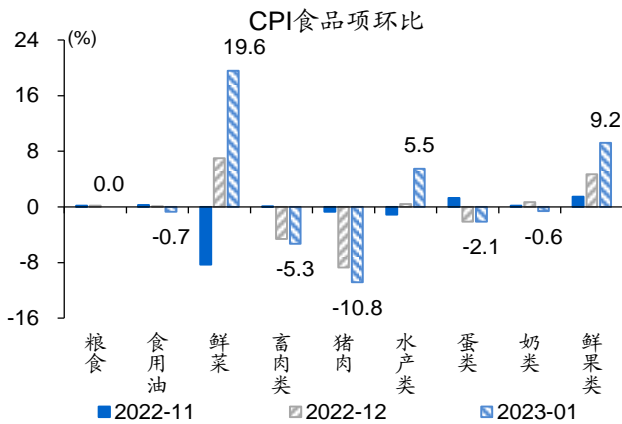
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 1月食品环比2.8%、高于往年同期水平

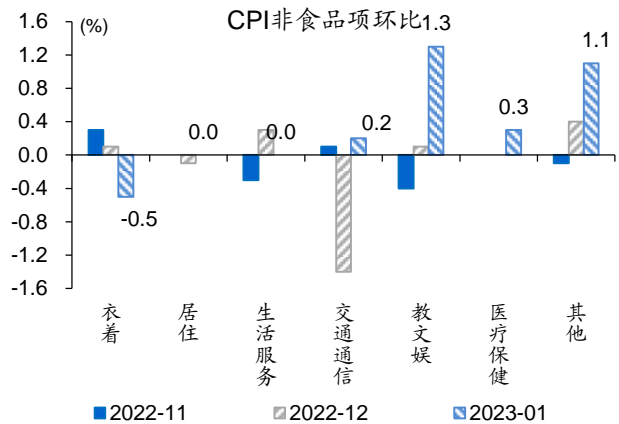


来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 食品中, 鲜菜、鲜果环比大幅上涨



图表10: 非食品中, 文教娱和其他商品服务明显涨价

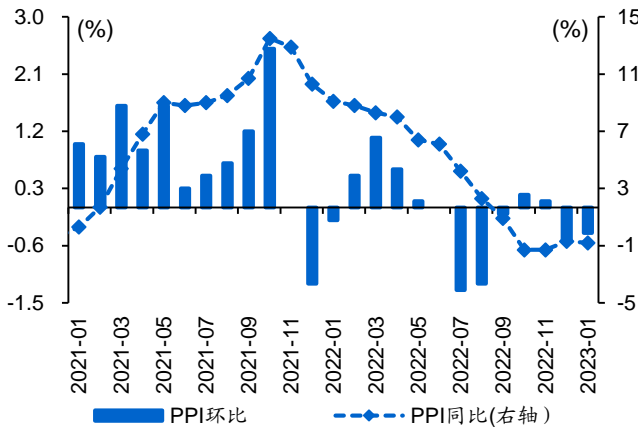


来源: Wind、国金证券研究所

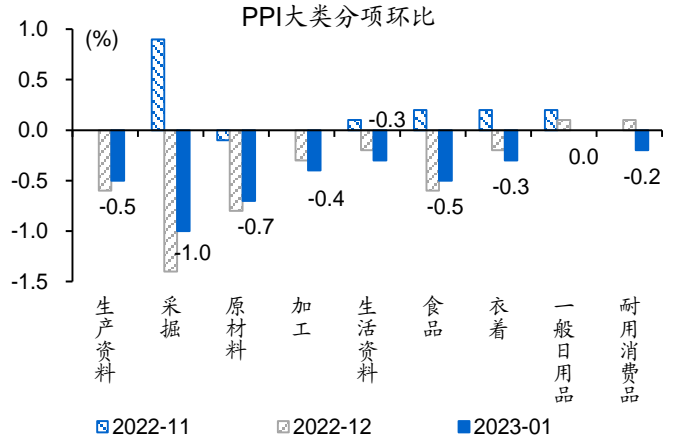
来源: Wind、国金证券研究所

PPI超预期回落, 主因生活资料拖累。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%。大类环比中, 生产资料环比降幅收窄0.1个百分点至-0.5%, 采掘、原材料降幅分别收窄0.4和0.1个百分点, 加工仍有拖累; 生活资料环比降幅扩大0.1个百分点、主因耐用消费品拖累。

图表11: 1月, PPI同比-0.8%



图表12: 大类环比中, 生产、生活资料多有拖累

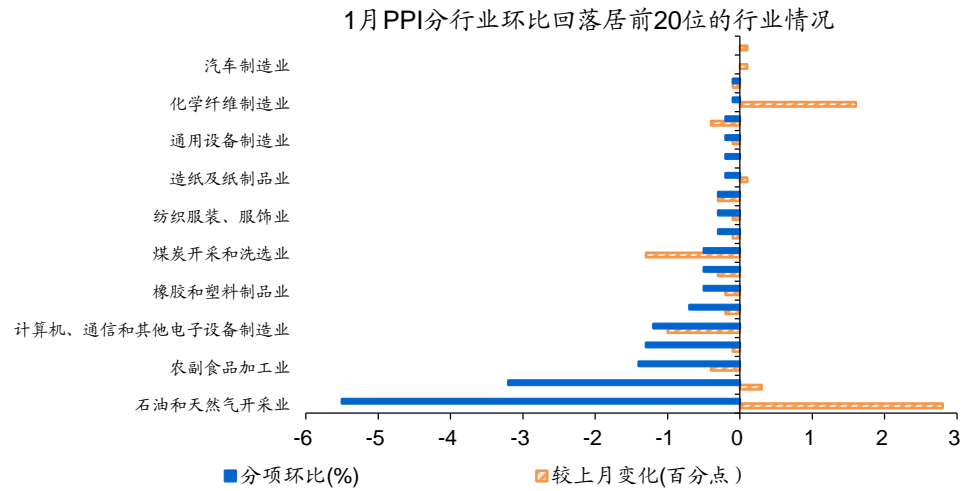


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 原油、煤炭等大宗商品价格回落带动相关链条环比延续走弱。石油开采、石油加工环比延续为负、分别为-5.5%和-3.2%, 化学制品环比降幅扩大0.1个百分点至-1.3%; 煤炭开采环比由正转负至-0.5%、较上月下降1.3个百分点; 部分中下游制造业价格回落, 农副加工、通信设备、橡胶制品降幅扩大均在0.2个百分点以上。

图表 1: 分行业来看, 原油、煤炭等大宗商品价格回落带动相关链条环比走弱



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402