

2023年12月30日

提升通胀的经济学逻辑与可选路径

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 提升物价需着手于供需基本面

1、主动采取措施带动物价良性回升较为关键

受多方面因素影响，2023年国内通胀走势较为疲软。当前物价走势引导居民与企业部门未来预期，名义利率较低同时实际融资成本偏高，投资消费需求倾向于收缩，因此主动采取相关措施改善通胀预期、带动物价良性回升较为关键。

2、提升物价需着手于供需基本面

当前货币政策大规模扩张将增大人民币贬值压力。提振物价需从商品供需基本面角度入手，通过解决产能过剩、有效需求不足等问题扭转社会预期。

● PPI：供给侧调控不易，回升动力在于终端需求

1、从供给侧拉动PPI难度较大

其一，我国政策导向为降低工业运行成本，上游煤炭电力价格大幅上升将削弱我国制造业竞争力。其二，产能过剩行业多集中于中下游，受需求侧影响更大。且中下游行业由民企主导，行政措施调控难度较大。

2、带动PPI可持续性回升的动力或在于终端需求

从企业动机看，企业购买生产资料为扩大再生产行为，以未来终端需求为导向，否则将进一步加剧产能过剩现象，因此PPI可持续性回升的动力在于终端需求。

● CPI：疫后需求恢复弱于供给，或需政策主动发力

1、食品与燃料价格拉动难度较大

食品CPI受猪肉价格影响较大，当前生猪行业供给相对过剩，预计2024年全年猪肉价格大幅上行概率较小，且依靠关系基本民生的必需品价格大幅上行带动CPI可能并不可取。非食品CPI中交通工具用燃料与原油价格联动，由国际定价。

2、核心CPI疲弱的原因在于需求不足

核心CPI主要包含实物消费与服务消费，两者支出额接近。实物消费偏弱主要原因可能有：（1）期房交付速度放缓，地产后周期消费受拖累。（2）地产周期性因素叠加疫情疤痕效应，居民资产负债表与收入增速有待进一步修复。服务消费受地产后周期影响较弱，主要受消费场景与居民消费信心影响。

3、核心CPI内生回升动力不足，或需政策支持

从中小企业劳动力供需、居民收入、内生修复的价格表现来看，2023年核心CPI的内生修复动力不足，需求端恢复速度慢于供给端，带动核心CPI回升或需政策刺激居民终端消费。

● 可选路径：短中长期政策结合，推动物价良性回升

CPI与PPI拆分分析皆表明，当前带动物价回升的动力在于提振终端消费需求。

1、中短期稳定房地产市场，同时对居民部门进行补贴

财富效应端，应推进保交楼进程与保障房建设，稳定居民预期，同时推进资本市场改革，活跃资本市场。收入端，中短期内补贴居民部门最可行的方式或在于消费券、消费补贴。投向方面，从竞争性投入产出表出发，选取拉动系数作为评估标准，其经济学意义为每单位该行业最终使用对于产出总额的拉动，从而引申出部分行业的政策乘数效应可能更高。制造业中，计算机通信电子、家用器具、文化办公机械等行业对于总产值拉动作用相对较大，服务业中交通运输、科研与专业技术服务、商务服务等行业对总产值拉动作用相对较大。

2、长期推动现代服务业发展与制度改革，释放居民消费潜力

（1）先进制造业与现代服务业并举。单纯发展先进制造业可能造成产能过剩，而同步扩张现代服务业有利于收入分配向居民倾斜，供给和需求形成协同。第三产业劳动者报酬率远高于第二产业，推动服务消费发展得到服务消费扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业（服务消费）扩张的自洽内循环。

（2）推进中长期制度改革释放内需潜力。通过推进户籍制度改革与基本公共服务均等化、收入分配与税制改革释放居民消费潜力。

● 风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度不及预期。

相关研究报告

《工业利润改善的“表”与“里”——宏观经济点评》-2023.12.27

《降存款利率有助于提升银行净息差——宏观周报》-2023.12.24

《近期工业生产运输延续放缓——宏观周报》-2023.12.17

目 录

1、 提升物价需着手于供需基本面	4
1.1、 主动采取措施带动物价良性回升较为关键.....	4
1.2、 提升物价需着手于供需基本面，大水漫灌并不可取.....	4
2、 PPI：供给侧调控不易，回升动力在于终端需求.....	5
2.1、 从供给侧拉动 PPI 难度较大.....	5
2.2、 带动 PPI 可持续性回升的动力或在于终端需求.....	9
3、 CPI：疫后需求恢复弱于供给，或需政策主动发力	9
3.1、 食品与燃料价格拉动难度较大	9
3.2、 核心 CPI 疲弱的原因在于需求不足	10
3.3、 内生修复下核心 CPI 回升动力不足，或需政策支持.....	11
4、 可选路径：短中长期政策结合，推动物价良性回升.....	12
4.1、 政策发力重点或应在提振居民有效需求.....	12
4.2、 中短期稳定房地产市场，同时对居民部门进行补贴.....	12
4.3、 长期推动现代服务业发展与制度改革，释放居民消费潜力	14
5、 风险提示	15

图表目录

图 1： 2023 年原油与国内猪肉价格整体回落.....	4
图 2： 2023 年国内通胀走势较为疲软	4
图 3： 2023 年初以来人民币汇率表现偏弱.....	5
图 4： PPI 波动主要由生产资料决定.....	5
图 5： 我国煤炭消费占比远高于世界平均水平.....	6
图 6： 我国 PPI 同比下行时间早于欧美日韩.....	6
图 7： 产能利用率来看，医药、非金属制品、化学制品、计算机、食品行业或产能过剩	7
图 8： 库销比来看，产能过剩主要在中下游行业.....	8
图 9： 2023 年以来 M1 与 PPI 领先滞后关系减弱	9
图 10： CPI 可分为食品与非食品	10
图 11： 食品 CPI 主要受猪肉价格影响	10
图 12： 交通工具用燃料 CPI 主要受国际原油价格影响	10
图 13： 核心 CPI 中实物消费与服务消费支出接近	11
图 14： 疫后劳动力供给修复幅度大于劳动力需求.....	11
图 15： 疫后居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前.....	11
图 16： 2023 年核心 CPI 环比多数时间弱于季节性	12
图 17： 2023 年服务 CPI 环比多数时间弱于季节性	12
图 18： 制造业中计算机、视听设备等行业对总产出拉动作用相对较大.....	13
图 19： 服务业行业中水上旅客运输、专业技术服务等行业对总产出拉动作用相对较大	13
图 20： 中国劳动报酬率有待提高	14
图 21： 中国第二产业劳动报酬率 40.7%， 第三产业 52.8%	14
图 22： 美国第二产业劳动报酬率 51.0%， 第三产业 56.6%	15
图 23： 日本第二产业劳动报酬率 52.6%， 第三产业 55.9%	15

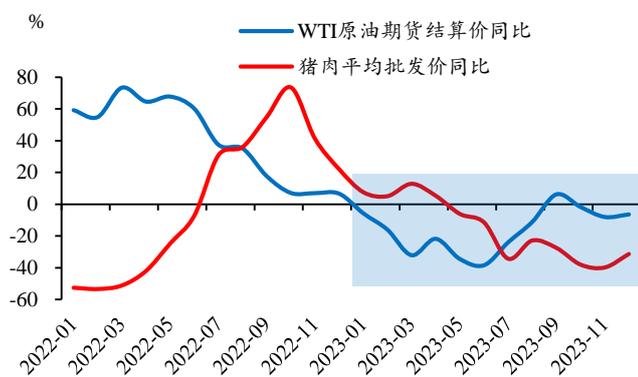
表 1： 从历史经验看，我国政策导向为防止能源价格过度上涨，控制工业生产成本 7

1、提升物价需着手于供需基本面

1.1、主动采取措施带动物价良性回升较为关键

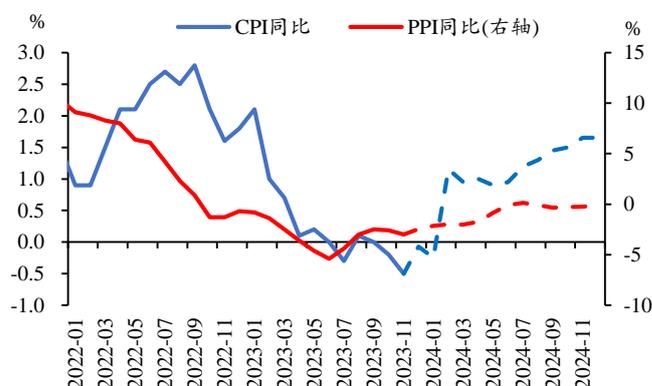
2023 年以来，受原油等大宗商品与国内猪肉价格回落、地产不景气与疫情疤痕效应带来的需求不足等因素影响，国内通胀走势较为疲软。2023 年 1-11 月，CPI、PPI 平均同比分别为 0.3%、-3.1%，Wind 一致预期中，2024 年 CPI、PPI 平均同比仅为 1.1%、-0.8%。当前物价走势引导居民与企业部门未来预期，在名义利率较低、对外资产吸引力偏弱的同时，实际融资成本偏高，投资消费需求倾向于收缩，因此，主动采取相关措施改善通胀预期、带动物价良性回升较为关键。

图1：2023 年原油与国内猪肉价格整体回落



资料来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年国内通胀走势较为疲软



资料来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线为 Wind 一致预期值

1.2、提升物价需着手于供需基本面，大水漫灌并不可取

2023 年 12 月中央经济工作会议指出要“保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，同时“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。2023 年初以来，人民币汇率表现偏弱，美元兑人民币汇率由年初的 6.95 上升至 7.1 左右。当前大规模货币扩张易带来名义利率进一步下调，增大人民币贬值压力，国内资产价格波动风险进一步加大，因此以货币政策扩张主导的通胀并不可取。价格由供需决定，因此提振物价或需从商品供需基本面角度入手，通过解决产能过剩、有效需求不足等问题扭转社会预期，促进经济良性循环。

图3：2023年初以来人民币汇率表现偏弱



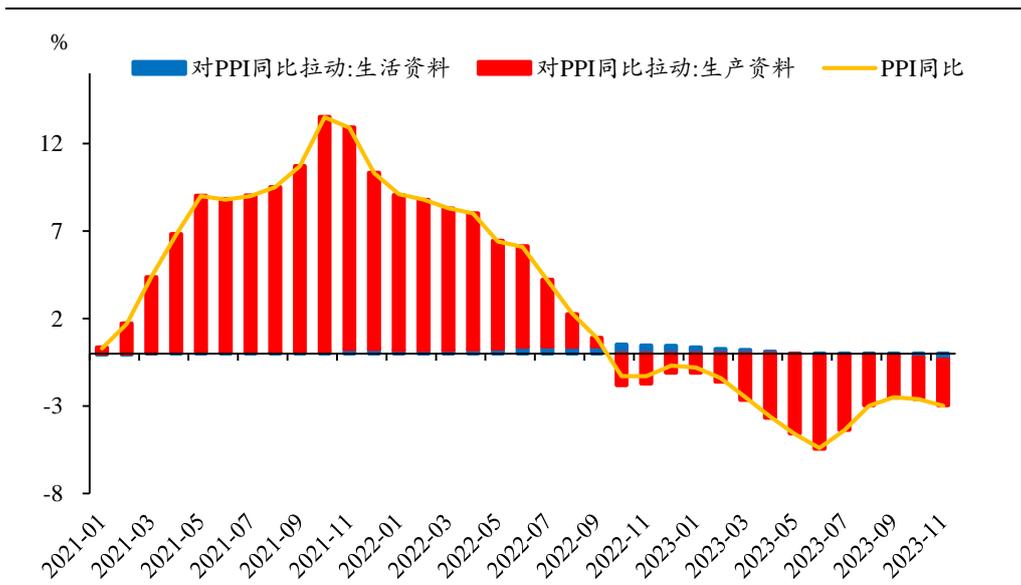
资料来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI：供给侧调控不易，回升动力在于终端需求

2.1、从供给侧拉动 PPI 难度较大

上游生产资料类行业对于 PPI 拉动作用更强。PPI 按行业可划分为 39 个工业行业，其中上游油气、煤炭、金属、非金属等生产资料类行业较下游生活资料类行业价格波动性更大，对 PPI 的拉动效用更强。

图4：PPI 波动主要由生产资料决定



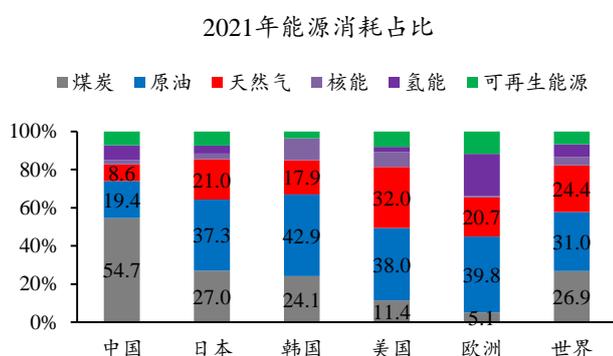
资料来源：Wind、开源证券研究所

供给侧调控行业价格存在阻力。上游行业中，原油、天然气等能源及铜、铝、铁矿石等大宗商品价格由国际定价。我国对于煤炭炼焦及电力工业部门价格调控能力相对较大，但整体看，从供给侧对价格进行调控存在一些问题：

其一，我国政策导向为降低工业运行成本，上游煤炭炼焦及电力价格大幅上升将抬升我国生产成本，削弱我国制造业竞争力。我国能源结构以煤炭为主体，2021年全球能源价格飙升，为降低能源价格对我国工业成本的影响，2021年10月发改委密集发文，采取多方面举措稳定煤炭价格，政策强力调控下，煤炭价格迅速回落，我国PPI同比增速也于2021年10月先于欧美日韩进入快速下行区间。由此看，我国政策导向为为防止能源价格过度上涨，控制工业生产成本，提高制造业竞争力。

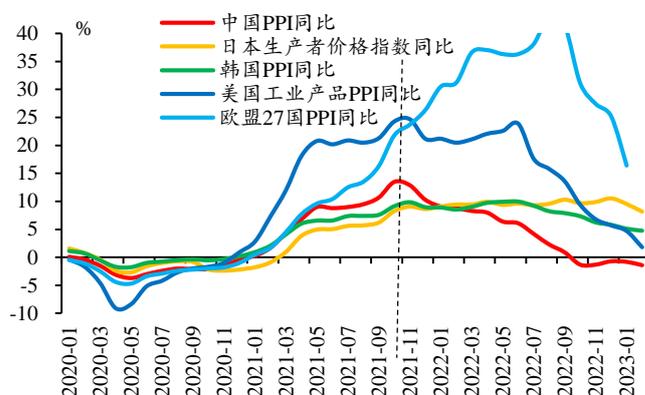
其二，产能过剩行业多集中于中下游，受需求侧影响更大。我们在《2023年或实现5.5%，2024年关键在于如何提通胀》指出：本轮产能过剩集中于中下游且高新制造较为突出，与上游行业相比，中下游行业产品价格受需求影响更大，且中下游行业由民企主导，行政措施调控难度较大。

图5：我国煤炭消费占比远高于世界平均水平



资料来源：BP、开源证券研究所

图6：我国PPI同比下行时间早于欧美日韩



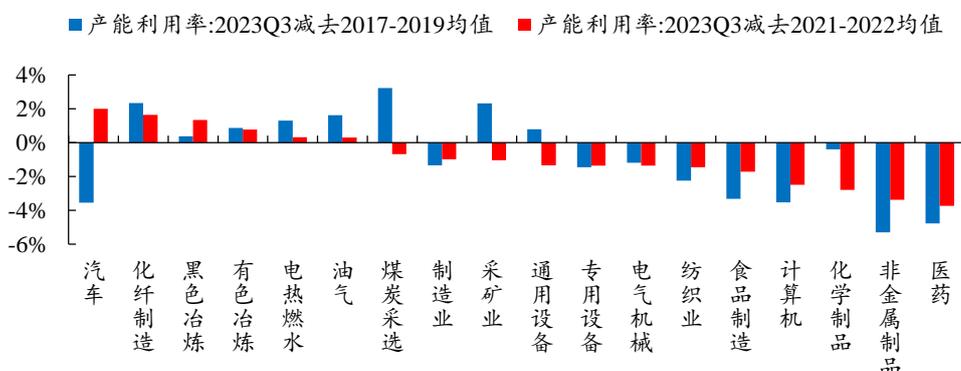
资料来源：Wind、开源证券研究所

表1: 从历史经验看, 我国政策导向为防止能源价格过度上涨, 控制工业生产成本

时间	会议/通告	主要内容
2021/10/19	能源保供工作机制煤炭专题座谈会	1、进一步释放煤炭产能、稳定增加煤炭产量, 力争煤炭日产量达到 1200 万吨以上; 2、央企发挥保供稳价带头作用, 带头降低市场交易煤价; 3、进一步落实发电供热企业煤炭中长期合同全覆盖; 4、加强能源运输保障, 优先保障发电供暖用煤运输需求, 加大低库存电厂和电煤中长期合同保供力度; 5、加强期现货市场联动监管, 着力排查异常交易和恶意炒作行为。
2021/10/22	制止煤炭企业牟取暴利专题会议	1、召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业开会, 研究制止煤炭企业牟取暴利、保障煤炭价格长期稳定在合理区间的政策措施; 2、派出多个调查组, 赴煤炭主产省对煤炭生产、流通企业的成本和利润情况进行实地调查, 为研究确定煤炭价格合理区间提供参考依据。
2021/10/23	煤电企业众志成城多措并举, 共同打好煤炭保供组合拳	四大煤炭集团已作出稳价保供承诺。国家能源集团煤炭经营公司外购煤年度长协采购和销售价格均远低于市场行情, 并承诺保持在政府指导价以下, 稳定市场预期, 全力抑制价格过快上涨。
2021/10/25	灵活运用政策工具, 多地采取措施开启煤炭降价工作	1、山西焦煤焦炭国际交易中心暂停“煤炭竞价交易”服务; 2、晋能控股集团从 10 月 25 日起市场煤销售价格在现有基础上一律下调 100 元/吨; 3、内蒙古自治区能源局规定从 21 日 18 时起, 市场煤价以 10 月 19 日坑口价为基准, 以每吨不低于 100 元作为降价起点, 开启煤炭降价工作; 4、榆林市多次约谈煤炭企业, 出台煤炭交易建议售价机制, 并强制要求所有煤炭企业在榆林能源化工交易中心平台进行煤炭上线交易。
2021/11/25	进一步完善煤炭市场价格形成机制座谈会	1、煤炭产业集中度高, 供给和需求主要取决于国内市场, 在坚持煤炭价格由市场形成的基础上, 综合运用经济手段、法律手段等, 对煤炭价格进行区间调控, 及时纠正市场失灵; 2、完善煤电价格市场化形成机制, 鼓励煤炭企业与燃煤发电企业在合理区间内开展中长期交易, 鼓励燃煤发电企业与电力用户在中长期交易合同中明确煤炭、电力价格挂钩联动机制。

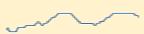
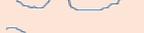
资料来源: 国家发改委、开源证券研究所

图7: 产能利用率来看, 医药、非金属制品、化学制品、计算机、食品行业或产能过剩



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8：库销比来看，产能过剩主要在中下游行业

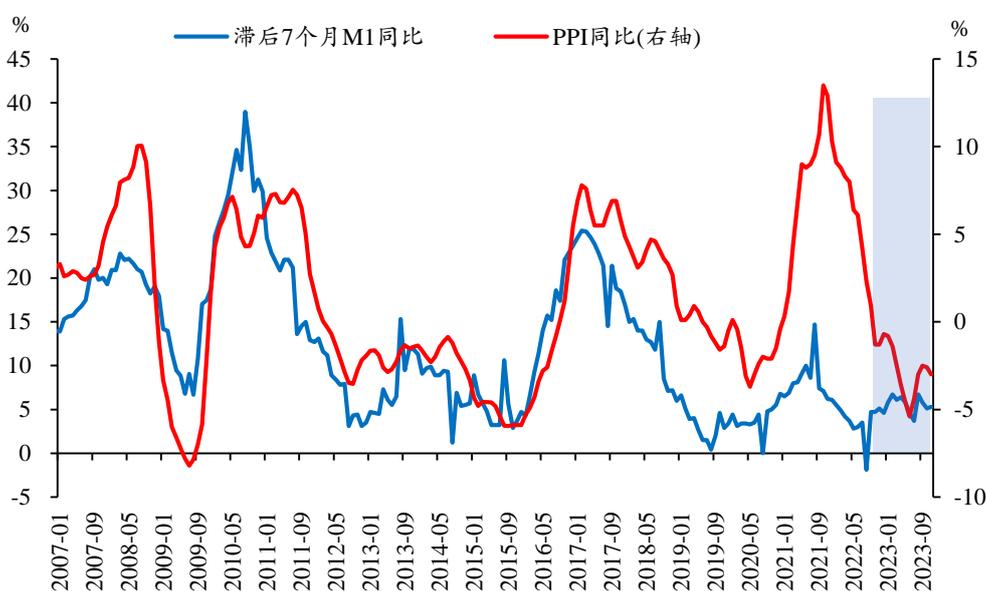
中国工业企业	库销比			
	2023-10	较前值	分位数(%)	历史趋势
采矿业	0.00		0.52	
煤炭开采和洗选业	0.00		0.22	
石油和天然气开采业	0.00		0.08	
黑色金属矿采选业	-0.02		0.63	
有色金属矿采选业	0.00		0.54	
非金属矿采选业	0.02		0.71	
开采专业及辅助性活动	0.00		0.79	
其他采矿业			0.30	
制造业	0.00		1.00	
农副食品加工业	0.01		0.66	
食品制造业	0.01		0.64	
酒、饮料和精制茶制造业	0.00		0.73	
烟草制品业	0.00		0.44	
纺织业	0.01		0.78	
纺织服装、服饰业	0.01		0.86	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.02		0.70	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.00		0.66	
家具制造业	0.00		0.73	
造纸及纸制品业	0.00		0.61	
印刷业和记录媒介的复制	0.00		0.63	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.00		1.00	
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.00		0.66	
化学原料及化学制品制造业	0.00		0.63	
医药制造业	0.02		0.81	
化学纤维制造业	-0.01		0.82	
橡胶和塑料制品业	0.00		1.00	
非金属矿物制品业	0.01		0.64	
黑色金属冶炼及压延加工业	0.00		0.44	
有色金属冶炼及压延加工业	0.00		0.27	
金属制品业	0.00		0.64	
通用设备制造业	0.01		0.71	
专用设备制造业	0.02		0.75	
汽车制造	0.00		0.54	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.00		0.67	
电气机械及器材制造业	0.00		0.50	
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.00		0.77	
仪器仪表制造业	0.01		0.82	
其他制造业	-0.01		0.75	
废弃资源综合利用业	-0.01		0.90	
金属制品、机械和设备修理业	0.00		0.71	
电力、燃气及水的生产和供应业	0.00		0.86	
电力、热力的生产和供应业	0.00		0.14	
燃气生产和供应业	0.00		0.49	
水的生产和供应业	0.00		0.85	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、带动 PPI 可持续性回升的动力或在于终端需求

从历史经验看，PPI 同比往往以货币扩张为前提，M1 同比往往领先于 PPI 同比 6-8 个月，但 2023 年以来，两者领先滞后关系逐渐减弱，部分原因或在于以地产为核心的传统信贷放大功能衰减，企业投资预期盈利降低，货币资金存款难以向实物工作量转化。从企业动机看，PPI 所含工业企业产品多以中间品、资本品等生产资料为主，企业购买生产资料为扩大再生产行为，提升供给能力，扩产行为以未来终端需求为导向，否则将进一步加剧产能过剩现象，因此带动 PPI 可持续性回升的动力或在于终端需求。

图9：2023 年以来 M1 与 PPI 领先滞后关系减弱

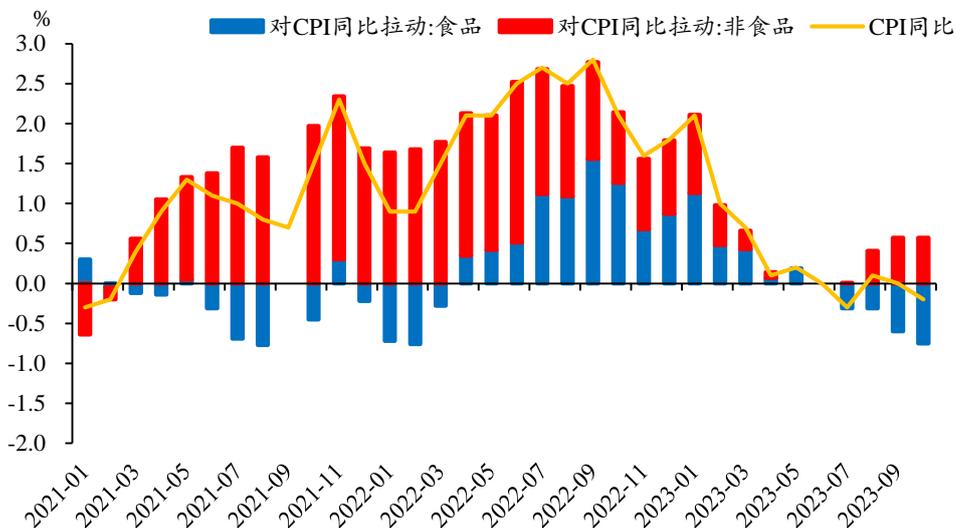


资料来源：Wind、开源证券研究所

3、CPI：疫后需求恢复弱于供给，或需政策主动发力

3.1、食品与燃料价格拉动难度较大

CPI 可分为食品与非食品部分，其中食品权重在 19% 左右，非食品权重在 81% 左右。食品 CPI 受猪肉价格影响较大，而当前生猪行业供给相对过剩而需求相对稳定，预计 2024 年上半年仍将处于能繁去化周期中，全年猪肉价格大幅上行概率较小，且猪肉等食品为生活必需品，关系民生，依靠食品价格大幅上行带动 CPI 可能并不可取。非食品 CPI 中，波动较大的能源项交通工具用燃料与原油价格联动，由国际定价，拉动难度同样较大。

图10：CPI 可分为食品与非食品


资料来源：Wind、开源证券研究所

图11：食品 CPI 主要受猪肉价格影响


资料来源：Wind、开源证券研究所

图12：交通工具用燃料 CPI 主要受国际原油价格影响


资料来源：Wind、开源证券研究所

3.2、核心 CPI 疲弱的原因在于需求不足

剔除能源的非食品 CPI 即核心 CPI，核心 CPI 中，实物消费支出与服务消费支出占比接近。根据 2022 年居民现金消费支出占比，包含交通工具用燃料的实物消费支出占居民总支出的 39.2%，不包含交通项的实物消费支出占居民总支出的 27%，服务消费支出占居民总支出的 32.5%。

实物消费可划分为必需品消费与可选消费。其中必需品关系民生，需求相对稳定，供给调整后的价格变化较难控制。而可选消费中的交通工具、通信工具、家用器具等耐用品在疫后消费需求不足，主要原因可能有：（1）房企资金紧张，期房交付速度放缓，家电、家具等地产后周期消费受拖累，消费意愿不足。（2）地产周期

性因素叠加疫情疤痕效应，居民资产负债表与收入增速有待进一步修复，消费能力与信心有待提振。

服务消费相较于实物消费透支效用带来的周期性更弱，且受地产后周期影响较弱，主要受消费场景与居民消费信心影响。

图13：核心CPI中实物消费与服务消费支出接近

板块	2022年板块消费支出占比(%)	指标名称	2021年居民支出占比(%)	2022年居民支出占比(%)
食品	23.4	食品	22.8	23.4
能源	5.0	水电燃料及其他	4.7	5.0
实物	27.0	交通(含交通工具用燃料)	12.2	12.2
		通信	4.0	3.9
		烟酒	3.6	4.0
		饮料	0.8	1.0
		衣着	7.3	6.9
		家具及室内装饰品	1.2	1.2
		家用器具	1.8	1.9
		家用纺织品	0.6	0.6
		家庭日用杂品	1.6	1.6
		个人护理用品	1.7	1.6
		医疗器具及药品	2.8	2.8
其他用品	1.4	1.5		
服务	32.5	饮食服务	7.7	7.5
		住房维修及管理	4.0	4.2
		家庭服务	0.4	0.4
		教育、文化和娱乐	13.4	12.5
		医疗服务	5.4	5.4
		租赁房租	1.1	1.1
		其他服务	1.4	1.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、内生修复下核心CPI回升动力不足，或需政策支持

从中小企业劳动力供需指数来看，疫后劳动力供给修复幅度大于劳动力需求修复幅度；从居民收入端来看，疫后居民可支配收入增速仍未恢复至疫情前；从内生修复的价格表现来看，2023年核心CPI及其分项服务CPI多数时候均显著低于往年季节性（2016-2019年、2021年环比平均值）。以上指标均指向2023年核心CPI的内生修复动力不足，需求端恢复速度慢于供给端，带动核心CPI回升或需政策刺激居民终端消费。

图14：疫后劳动力供给修复幅度大于劳动力需求

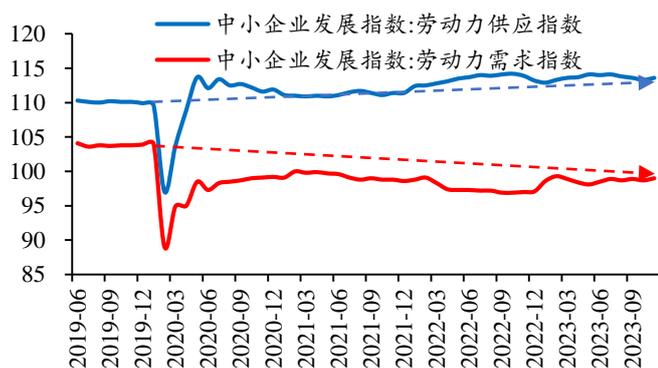


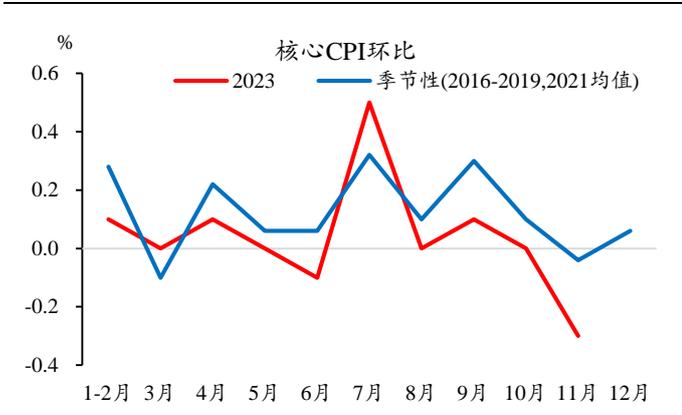
图15：疫后居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前



资料来源：Wind、开源证券研究所

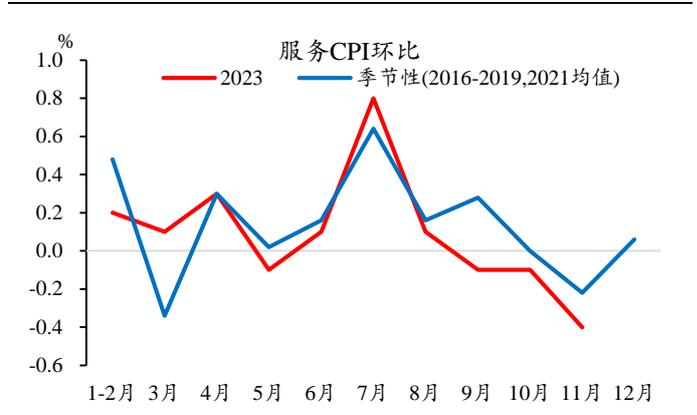
资料来源：Wind、开源证券研究所；注：2022 年为两年复合增速

图16：2023 年核心 CPI 环比多数时间弱于季节性



资料来源：Wind、开源证券研究所

图17：2023 年服务 CPI 环比多数时间弱于季节性



资料来源：Wind、开源证券研究所

4、 可选路径：短中长期政策结合，推动物价良性回升

4.1、 政策发力重点或应在提振居民有效需求

以上 CPI 与 PPI 拆分分析皆表明，当前带动物价良性回升的动力或在于提振终端需求。从外需看，欧美仍处于高利率环境，预计 2024 年出口难有亮眼表现，同比或为个位数正增长。从内需看，政府部门中地方财政压力较大，中央财政加杠杆空间相对较足，但刺激需求对象以中间品与资本品投资为主；企业部门需求以未来盈利为导向，终端需求不足或难形成有效投资；居民消费需求多为终端需求，但受地产低迷房价下降、疫情疤痕效应影响，资产负债表受损，收入增速降低，消费能力与消费意愿不足。由此看，政策发力重点或应在提振居民有效需求端。

4.2、 中短期稳定房地产市场，同时对居民部门进行补贴

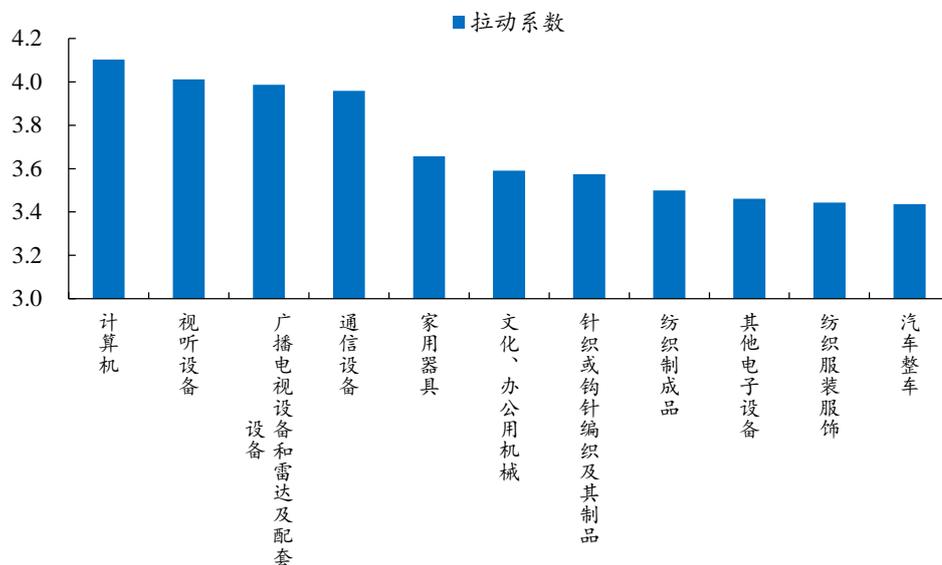
居民消费取决于居民财富与收入。财富效应端，应推进保交楼进程，同时推动保障房建设，稳定居民预期，同时推进资本市场改革，活跃资本市场。收入端，我们在《2023 年或实现 5.5%，2024 年关键在于如何提通胀》中指出，中短期内补贴居民部门的方式可以有财政支出提高工资、中央消费券和消费补贴、中央财政补贴居民等方式。考虑到福利刚性、居民储蓄倾向等因素，实际操作的可行性仍需进一步观察。

从政策建议的角度，我们研究认为部分行业消费补贴的乘数效应更大，具体如下：在消费券、消费补贴的重点行业投向方面，我们从 2020 年竞争性投入产出表出发，选取拉动系数（某行业对其他行业的完全消耗系数之和）作为评估标准，其经济学意义为每单位该行业产出对于其他相关行业产出总额的拉动¹。从制造业来看，计算机通信电子、家用器具、文化办公机械、纺织品、汽车整车等行业对于总产出

¹ A 行业总产出*A 行业拉动系数=A 行业拉动各相关行业总产出

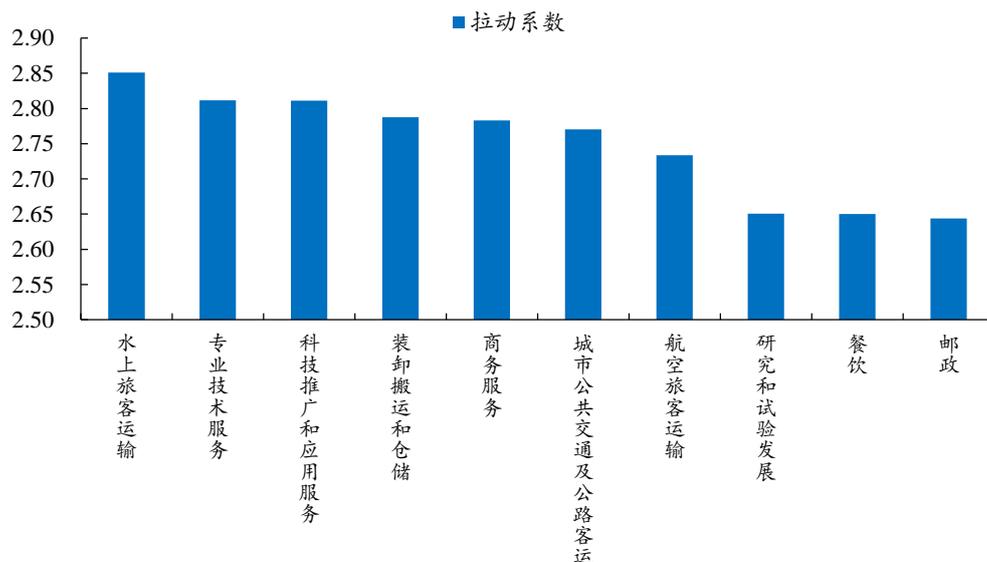
拉动作用相对较大，从服务业来看，交通运输、科研与专业技术服务、商务服务、餐饮等行业对总产出拉动作用相对较大。

图18：制造业中计算机、视听设备等行业对总产出拉动作用相对较大



资料来源：Wind、开源证券研究所

图19：服务业行业中水上旅客运输、专业技术服务等行业对总产出拉动作用相对较大



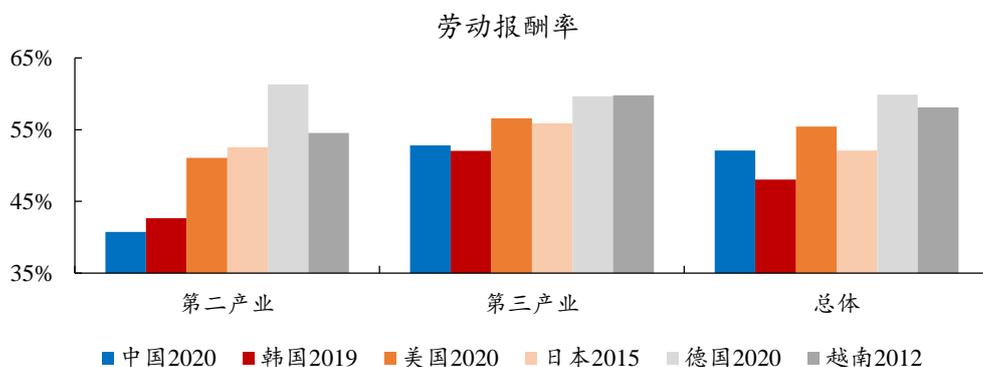
资料来源：Wind、开源证券研究所

4.3、长期推动现代服务业发展与制度改革，释放居民消费潜力

先进制造业与现代服务业并举。先进制造业具有较高技术壁垒，产品附加值价高，但其对从业者技术能力相对较高，且收入分配更倾向于资本。我们在《2023年或实现5.5%，2024年关键在于如何提通胀》中指出：单纯发展先进制造业可能造成产能过剩，而同步扩张现代服务业有利于收入分配向居民倾斜，供给和需求形成协同。2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%；美国、日本等经验同样如此，推论得到服务消费扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业（服务消费）扩张的自洽内循环。

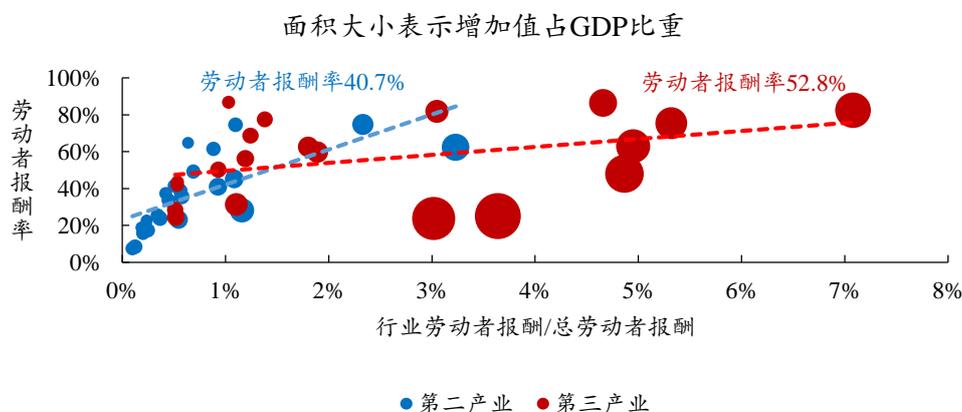
推进中长期制度改革释放内需潜力。制度层面看，应通过推进户籍制度改革与基本公共服务均等化释放农民工家庭消费潜力，对冲人口负增长的负向影响。同时通过收入分配与税制改革提高劳动报酬率与居民收入水平，以此提升居民消费能力及意愿。

图20：中国劳动报酬率有待提高

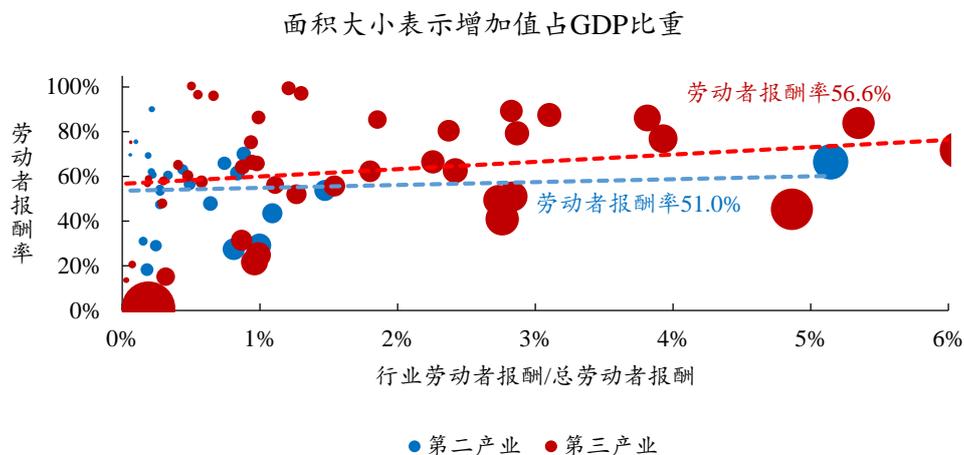


数据来源：各国统计局、开源证券研究所

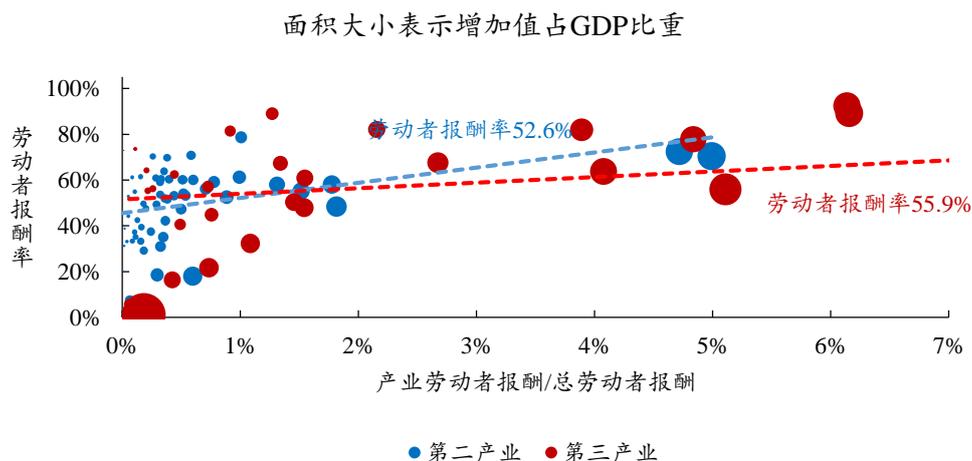
图21：中国第二产业劳动报酬率40.7%，第三产业52.8%



数据来源：中国统计局、开源证券研究所

图22：美国第二产业劳动报酬率 51.0%，第三产业 56.6%


数据来源：BEA、开源证券研究所

图23：日本第二产业劳动报酬率 52.6%，第三产业 55.9%


数据来源：日本总务省、开源证券研究所

5、风险提示

大宗商品价格波动超预期，政策力度不及预期。

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