

2026年02月11日

输入性因素与中高端制造带动 PPI 环比高增

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

郭晓彬 (分析师)

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号: S0790525070004

事件: 1月CPI同比0.2%，预期0.4%，前值0.8%；PPI同比-1.4%，预期-1.5%，前值-1.9%。

● 贵金属与大宗消费品带动核心 CPI 环比超季节性

1月CPI同比较前值下降0.6个百分点至0.2%；环比持平于前值，为0.2%。

1、蔬果价格带动食品 CPI 环比增速回落

1月CPI食品项环比涨幅收窄，环比较前值下降0.3个百分点至0%。鲜菜环比降幅扩大，鲜果环比涨幅收窄，蛋类环比涨幅扩大，猪肉环比由负转正。

2、贵金属与大宗消费品共同带动核心 CPI 环比超季节性

(1) 核心CPI环比连续四个月超季节性。1月核心CPI环比较前值回升0.1个百分点至0.3%，继10月以来连续四个月在季节性以上，从具体分项来看，已公布的8个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性较为明显。此外，包含贵金属饰品的其他用品及服务项亦明显超季节性，因此或可推断：贵金属与大宗消费品共同带动核心CPI环比超季节性。(2) 服务CPI环比连续三个月弱于季节性。1月服务CPI环比低于季节性0.2个百分点，在10月短暂回升至季节性上方后连续三个月处于季节性下方，在已公布的8个分项中，除医疗服务项高于季节性外，其他7个分项均等于或弱于季节性。

● 有色与中高端制造带动 PPI 环比高增

1月PPI同比较前值上升0.5个百分点至-1.4%；环比较前值上升0.2个百分点至-0.4%。

从环比来看，1月PPI环比+0.4%，为2024年以来新高。其中输入性因素与中高端制造分别贡献0.33、0.07个百分点，煤炭、一般消费品制造则转为拖累项。输入性因素主要为有色金属涨价贡献，中高端制造中汽车制造、其他运输设备制造以及计算机通信电子制造价格环比均有改善。

● 后续通胀预测：2月CPI、PPI同比增速均回升

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计2月CPI环比在0%左右，同比或在0.5%左右，下调2026年全年平均同比至-0.2%左右。PPI方面，结合南华工业品指数等高频数据，我们预计2月PPI环比较前值有所回落，同比较前值有所回升，PPI后续回升幅度或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，初步预计2026年全年平均同比约为0.2%左右，表明若近期趋势持续，全年PPI同比存在转正可能性。节奏上，PPI同比大概率前低后高，在第二或第三季度有望实现单月PPI同比转正。

● **风险提示:** 政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《灵活高效运用降准降息等多种政策工具—央行 Q4 货政报告点评》
-2026.2.11

《AI 产业链产品出口或将延续强势—宏观经济专题》-2026.2.11

《一文看懂日本众议院选举与日债、日元波动及影响—宏观经济点评》
-2026.2.6

目 录

1、 贵金属与大宗消费品带动核心 CPI 环比超季节性	3
1.1、 蔬果价格带动食品 CPI 环比增速回落	3
1.2、 贵金属与大宗消费品共同带动核心 CPI 环比超季节性	3
2、 有色与中高端制造带动 PPI 环比高增	4
2.1、 多重复合指标显示，上游价格回升速度快于下游	4
2.2、 有色与中高端制造带动 PPI 环比回升	5
3、 后续通胀预测：2 月 CPI、PPI 同比增速均回升	5
3.1、 CPI 预测：2 月 CPI 同比增速有所回升	5
3.2、 PPI 预测：2 月 PPI 同比增速有所回升	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 2026 年 1 月 CPI 同比增速回落	3
图 2： 2026 年 1 月食品 CPI 环比增速回落	3
图 3： 已公布的 8 个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性较为明显	4
图 4： 2026 年 1 月，核心 CPI 环比高于季节性	4
图 5： 2026 年 1 月，服务 CPI 环比低于季节性	4
图 6： 输入性因素与中高端制造分别贡献 PPI 环比 0.33、0.07 个百分点	5
图 7： 预计 2 月 CPI、PPI 同比增速均回升	6
图 8： 预计 2 月 CPI-PPI 同比剪刀差收窄	6

事件：1月CPI同比0.2%，预期0.4%，前值0.8%；PPI同比-1.4%，预期-1.5%，前值-1.9%。

1、贵金属与大宗消费品带动核心CPI环比超季节性

1月CPI同比较前值下降0.6个百分点至0.2%；环比持平于前值，为0.2%。

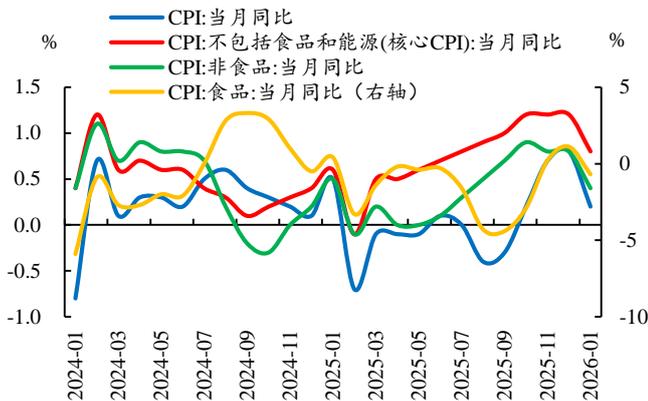
1.1、蔬果价格带动食品CPI环比增速回落

1月CPI食品项环比涨幅收窄，环比较前值下降0.3个百分点至0%。鲜菜环比降幅扩大，鲜果环比涨幅收窄，蛋类环比涨幅扩大，猪肉环比由负转正。

蔬菜方面，今冬气温偏高，蔬菜供给有所提高，1月鲜菜CPI环比较前值下降5.6个百分点至-4.8%。往后看，随着供给回升，蔬菜价格或将延续回落。

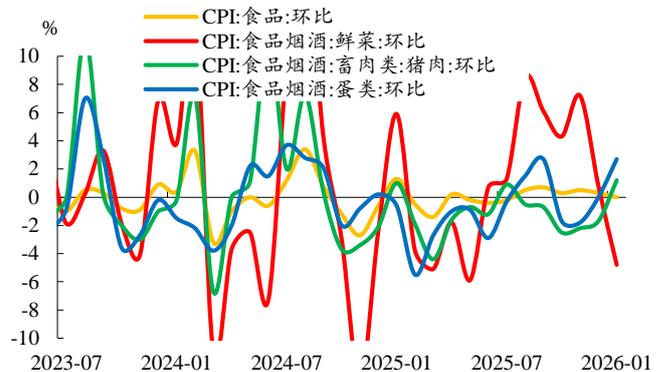
猪肉方面，供给趋紧，1月猪肉CPI环比较前值回升2.9个百分点至1.2%。往后看，预计供给逐步趋紧，需求边际向好，或将带动猪肉价格回升。

图1：2026年1月CPI同比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026年1月食品CPI环比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、贵金属与大宗消费品共同带动核心CPI环比超季节性

1月CPI非食品环比较前值回升0.1个百分点至0.2%。分项看，旅游、家庭服务环比回升相对明显；通信工具、家用器具环比回落幅度较大。

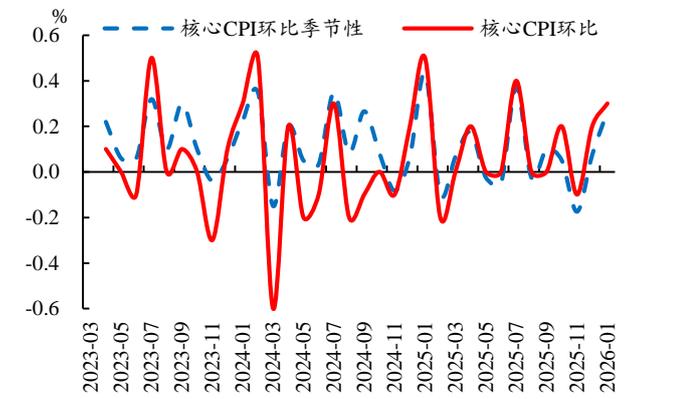
核心CPI环比连续四个月超季节性。1月核心CPI环比较前值回升0.1个百分点至0.3%，继10月以来连续四个月在季节性以上，从具体分项来看，已公布的8个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性较为明显。此外，包含贵金属饰品的其他用品及服务项亦明显超季节性，因此或可推断：贵金属与大宗消费品共同带动核心CPI环比超季节性。

服务CPI环比连续三个月弱于季节性。1月服务CPI环比低于季节性0.2个百分点，在10月短暂回升至季节性上方后连续三个月处于季节性下方，在已公布的8个分项中，除医疗服务项高于季节性外，其他7个分项均等于或弱于季节性。

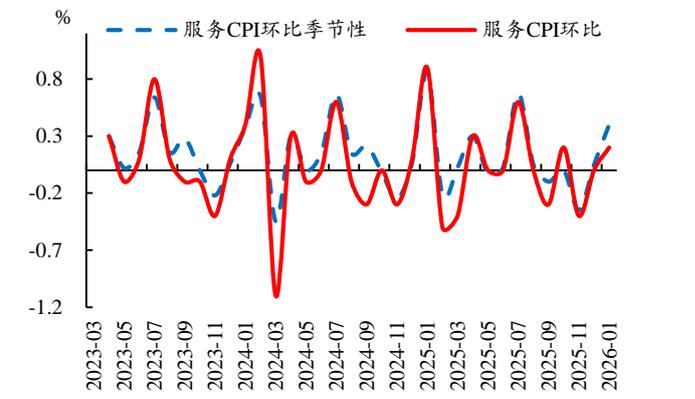
图3：已公布的8个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性较为明显

当月环比-季节性环比 (%)	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心CPI	-0.10	-0.07	0.03	0.03	0.05	0.03	0.03	-0.10	0.15	0.08	0.13	0.03	75%	83%	上
卷烟	-0.03	-0.04	-0.08	-0.05	-0.18	-0.13	-0.13	-0.08	-0.05	-0.13	-0.08	-0.13	0%	0%	平
酒类	-0.50	0.20	-0.05	-0.33	-0.25	-0.35	-0.15	0.15	-0.55	-0.15	-0.53	-0.37	17%	17%	平
衣着	0.15	0.11	-0.05	0.30	0.08	0.08	0.08	-0.10	-0.20	0.25	-0.08	0.13	67%	50%	下
家用器具	0.08	2.62	0.03	-0.70	0.70	1.70	1.50	0.68	-0.93	-0.60	0.98	0.43	75%	67%	下
交通工具	-0.11	0.24	0.10	0.05	0.05	0.23	0.10	-0.10	0.00	-0.05	0.35	0.37	75%	67%	下
通信工具	-0.03	0.10	-0.80	-0.15	-0.13	0.28	0.65	0.33	0.20	-0.18	1.33	1.10	58%	83%	上
中药	-0.39	-0.32	-0.40	-0.33	-0.43	-0.90	-0.60	-0.45	-0.25	-0.35	-0.18	-0.33	0%	0%	平
西药	-0.28	-0.48	-0.13	-0.45	-0.18	-0.03	-0.13	-0.03	-0.13	-0.05	0.03	-0.10	8%	17%	上
服务CPI	-0.29	-0.43	0.00	0.03	-0.03	-0.08	-0.05	-0.20	0.20	-0.05	-0.05	-0.20	25%	17%	下
租赁房租	-0.41	-0.21	0.00	-0.08	-0.05	-0.10	-0.15	0.05	0.00	-0.03	-0.03	0.00	33%	50%	上
家庭服务	-3.29	-0.01	-0.08	0.00	-0.15	-0.10	-0.18	-0.10	0.00	-0.15	-0.35	-1.13	17%	17%	平
交通工具使用和维修	-0.03	0.23	-0.03	-0.05	-0.03	-0.10	-0.03	-0.08	-0.18	-0.08	-0.18	-0.43	8%	0%	下
通信服务	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.08	0.03	0.03	0.00	-0.03	0.00	0.03	83%	83%	平
快递服务	-1.15	-0.05	0.13	0.03	0.00	0.10	0.08	0.00	0.03	0.00	0.00	-0.07	75%	83%	上
教育服务	-0.17	0.02	-0.03	0.00	-0.03	-0.13	-0.05	-0.05	-0.08	-0.10	0.00	-0.10	25%	17%	下
旅游	1.18	-4.51	-0.28	0.93	-0.13	0.33	-0.88	-1.63	2.05	-0.98	-0.03	-1.80	33%	17%	下
医疗服务	-0.23	-0.17	0.18	0.25	0.20	0.20	0.43	0.10	0.33	0.28	0.08	0.13	83%	100%	上
居住	-0.27	-0.16	-0.03	0.03	-0.08	0.00	-0.08	-0.05	-0.20	-0.10	-0.13	-0.03	17%	0%	下
生活用品及服务	-0.11	1.46	-0.20	-0.60	0.50	0.43	0.13	0.30	-0.35	-0.08	0.03	0.40	58%	67%	上
教育文化娱乐	0.26	-0.59	-0.10	0.13	0.05	0.08	-0.13	-0.63	0.18	-0.10	0.08	-0.40	50%	33%	下
医疗保健	-0.21	-0.23	0.08	0.05	-0.03	0.10	0.23	0.15	0.23	0.08	0.05	0.10	75%	100%	上
其他用品及服务	0.86	-0.01	1.45	0.48	0.33	0.18	0.03	1.03	3.45	1.70	2.78	1.70	92%	100%	上

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2025年1-3月季节性采用2014、2017、2023年环比平均值，2025年4-12月季节性采用2019、2021、2023-2024年环比平均值；2026年1-3月季节性采用2019、2021、2024年环比平均值，2026年4-12月季节性采用2019、2021、2023-2025年环比平均值；下同。

图4：2026年1月，核心CPI环比高于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026年1月，服务CPI环比低于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、有色与中高端制造带动PPI环比高增

1月PPI同比较前值上升0.5个百分点至-1.4%；环比比较前值上升0.2个百分点至0.4%。

2.1、多重复合指标显示，上游价格回升速度快于下游

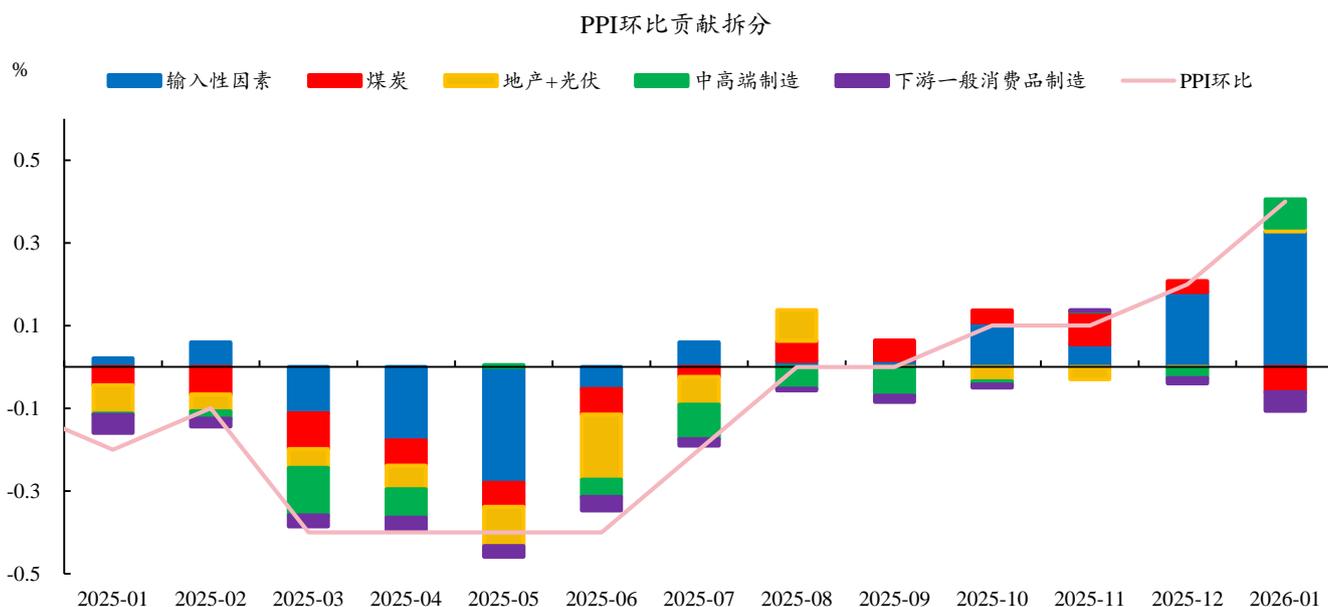
1月CPI-PPI同比剪刀差收窄，较前值下降1.1个百分点至1.6%，PPI生活资料-生产资料同比增速差由正转负，较前值下降1.2个百分点至-0.4%。上游原材料工业、加工价格同比较前值回升，采掘工业回落；下游食品、衣着、一般日用品同比较前

值回落，耐用消费品回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游整体价格回升速度快于下游。

2.2、有色与中高端制造带动 PPI 环比回升

从环比来看，1 月 PPI 环比+0.4%，为 2024 年以来新高。其中输入性因素与中高端制造分别贡献 0.33、0.07 个百分点，煤炭、一般消费品制造则转为拖累项。输入性因素主要为有色金属涨价贡献，中高端制造中汽车制造、其他运输设备制造以及计算机通信电子制造价格环比均有改善。

图6：输入性因素与中高端制造分别贡献 PPI 环比 0.33、0.07 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：总体通胀数据公布当日，部分细分数据尚未公布，制造业中，专用设备、电气机械及器材、仪器仪表、金属制品、机械和设备修理、家具、文教、工美、体育和娱乐用品未纳入贡献统计中

3、后续通胀预测：2 月 CPI、PPI 同比增速均回升

3.1、CPI 预测：2 月 CPI 同比增速有所回升

高频数据看，截至 2 月 10 日的农产品批发价格 200 指数环比上升 0.3%，我们预计 2 月食品 CPI 环比有所回升；非食品按等于偏弱于季节性（近十年同期环比第七位）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计 2 月 CPI 环比在 0% 左右，同比在 0.5% 左右，下调 2026 年全年平均同比至 -0.2% 左右。

3.2、PPI 预测：2 月 PPI 同比增速有所回升

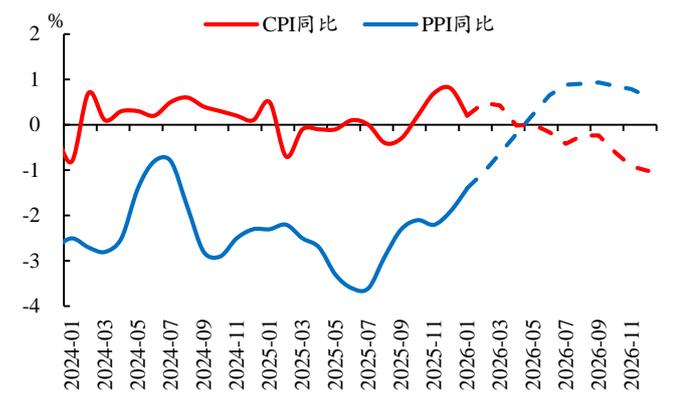
高频数据看，截至 2 月 10 日的南华工业品指数平均值环比回落 0.2%，我们预计 2 月 PPI 环比较前值有所回落，同比较前值有所回升，往后看，基数回落对 PPI 同比的正向贡献明显收缩，PPI 后续走向或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，为此，我们进行下列讨论：

自 2025 年 7 月反内卷政策实施以来，叠加全球有色金属价格上升，PPI 环比得以逐渐改善。

当前悲观预期下，未来工业品价格环比回升动能趋弱，3月起PPI环比以-0.05%运行(2025年7月至2026年1月PPI环比分别为-0.2%、0%、0%、0.1%、0.1%、0.2%、0.4%)，则2026年全年PPI同比或在-0.1%左右；乐观预期下，反内卷政策效果显现存在时滞，3月起PPI环比以0.1%运行，则2026年全年PPI同比或在0.6%左右。

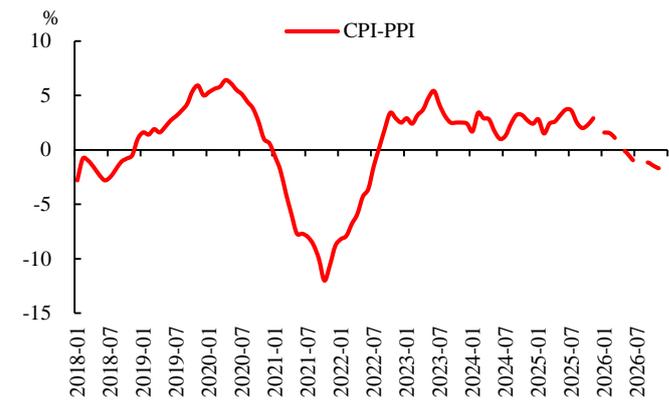
悲观预期与乐观预期的全年PPI同比平均值约为0.2%左右，表明若近期趋势部分持续，全年PPI同比存在转正可能性。节奏上，PPI同比大概率前低后高，在第二或第三季度有望实现单月PPI同比转正。

图7：预计2月CPI、PPI同比增速均回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

图8：预计2月CPI-PPI同比剪刀差收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

4、风险提示

政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

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1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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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3层
邮编：200120
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

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

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