

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。

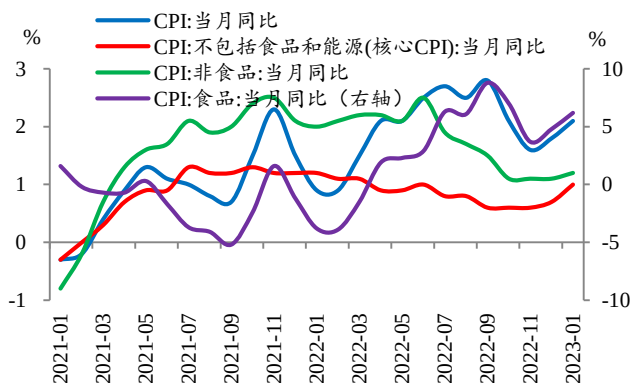
1.1 食品项：春节提振需求但供给受限，食品环比增速上行

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。

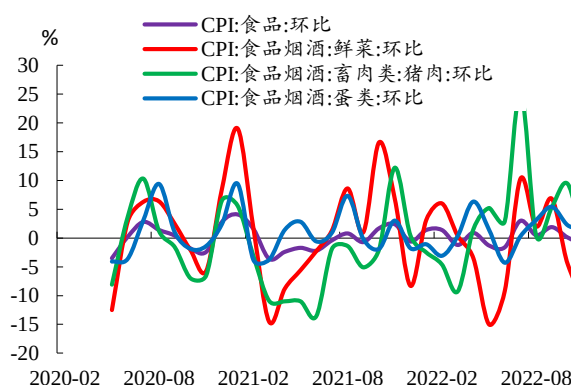
猪肉方面，需求端全国疫情过峰叠加春节餐饮消费回暖，猪肉需求有所增加，但供给端二次育肥集中出栏延续，需求增幅不及供给，1月CPI猪肉环比跌幅扩大2.1个百分点至-10.8%。往后看，长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月开始见底回升，至12月已连续上升8个月，长期供给或将迎来趋势性拐点；短期看，一方面，节前积压的猪源并未完全消化，供给将继续维持高位，另一方面，节后需求将有所下滑，猪肉消费或进入季节性低谷。国家发改委指出，1月30日~2月3日，全国猪粮比价为4.96:1，进入过度下跌一级预警区间，将启动冻猪肉储备收储工作，或将减缓猪价下行速度。总体看，预计猪价将延续下行趋势。

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

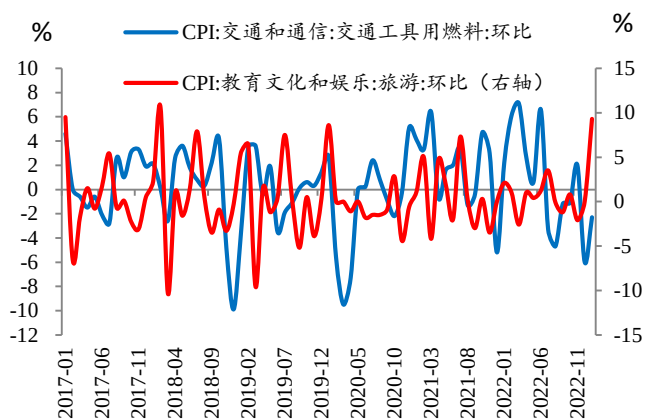
1.2 非食品项：环比由负转正，出行反弹带动旅游价格

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。

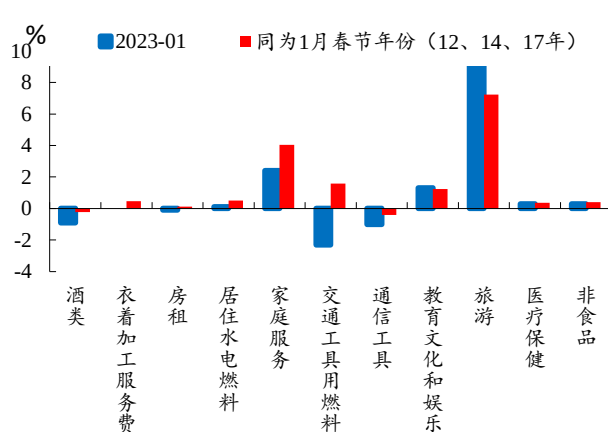
(2) 与环比的季节性规律(指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值)相比，明显低于季节性的分项是交通工具用燃料，反映1月油价下调的影响。明显高于季节性的分项是旅游，反映疫情过峰后居民出行反弹速度较快。需要注意的是，家庭服务虽环比较上月改善，但仍大幅低于季节性，指向家政服务还未恢复至疫情前，原因可能在于居民收入增速下滑限制了家政服务需求；此外，衣着加工服务、酒类、通信工具等价格环比亦明显弱于季节性，指向疫后居民就业、收入与消费信心等仍待恢复。

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

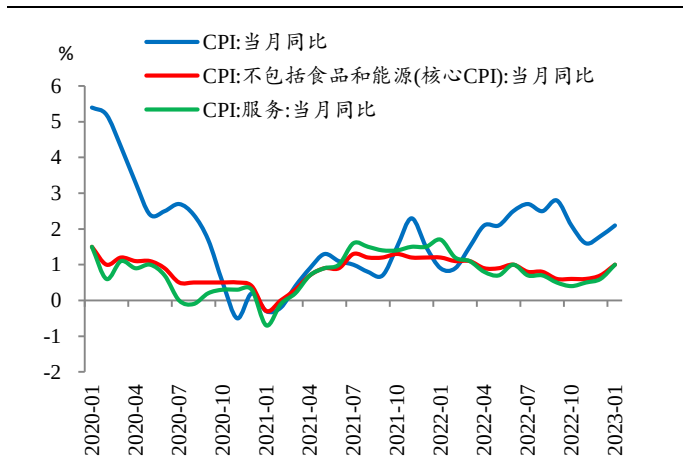
图4：衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性



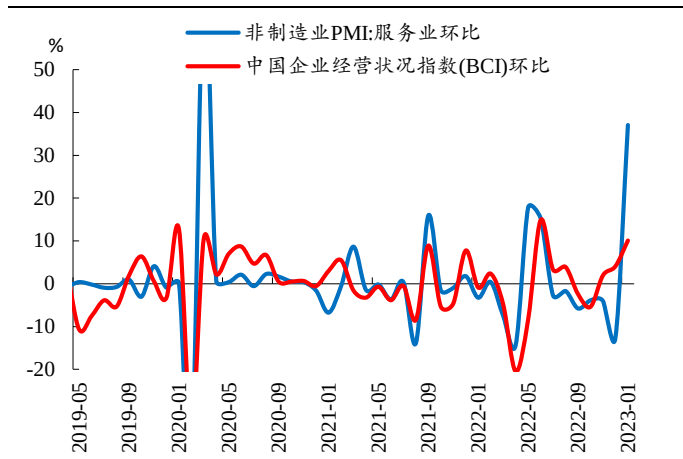
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%。

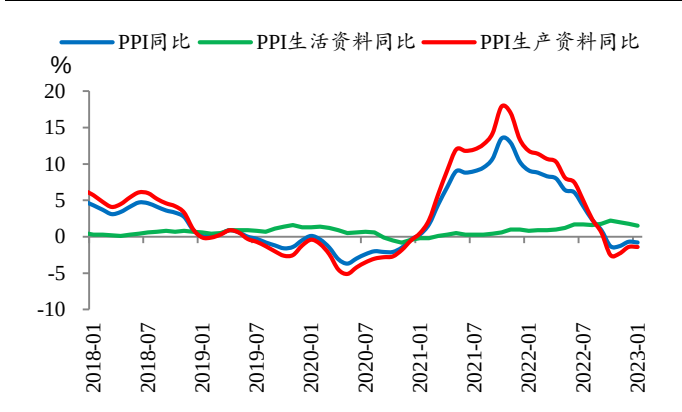
(2) 金属方面，国内地产释放利好政策驱动螺纹钢价格上扬，环比涨幅扩大；而国内有色价格因节前终端需求偏弱而上行速度放缓，环比涨幅收窄；非金属矿价格因冬季施工开工减少而呈现季节性下降，环比降幅扩大。整体看，受制于需求端偏弱影响，价格上行放缓。

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%。

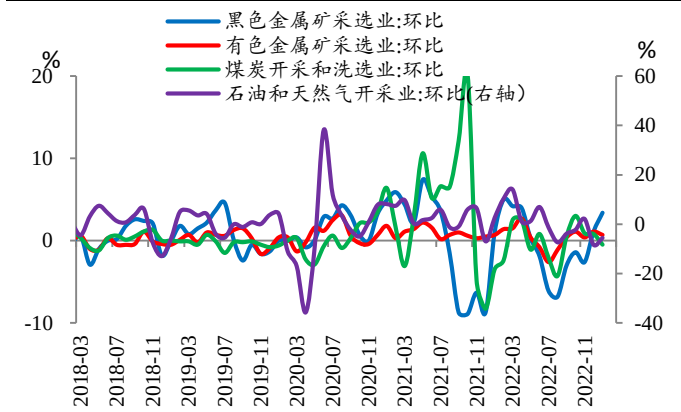
非金属矿方面，下游施工、开工受季节性因素影响减少，水泥需求继续走弱，1 月水泥价格回落，带动 PPI 非金属矿物制品业环比降幅扩大 0.3 个百分点至 -0.5%。

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

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_52213

