

疫情，会影响通胀节奏吗？

疫情背景下，通胀环境的变化、未来演绎主要逻辑为何？本文梳理，敬请关注。

■ 疫情之下，通胀环境如何？部分食品超季节性涨价，部分服务价格明显回升

3月以来，疫情对生产、运输的影响，导致部分地区蔬菜、鸡蛋等食品供需紧张、超季节性涨价。疫情加速蔓延下，部分省市限制车辆及司乘通行等，对物流产生明显影响，例如，3月以来全国整车货运流量指数同比下降超过12%。物流受阻、运输不畅下，部分食品供需紧张，价格出现超季节性上涨，例如，28省市重点监测蔬菜、36个城市鸡蛋的平均售价自3月以来的同比涨幅均超过14%。

“封城”等全域静态管理下，餐饮等服务业供给收缩、成本上升等，积蓄涨价压力。餐饮、批发零售、物流等服务业以中小企业和个体为主，对现金流依赖度较高，疫情冲击下经营或更加艰难。部分大中型连锁企业甚至都大幅削减门店数量，例如，海底捞疫后新开、现有门店仅为疫情前的6成左右。供给收缩、成本上升等推升涨价压力，部分已有体现、3月CPI邮递服务项环比超季节性回升。

■ 本轮疫情下的通胀与此前异同？猪周期所处位置不同，原油等商品价格相异

疫情影响下，部分食品、服务价格阶段性涨价也曾出现过。回溯历史，2020年疫情期间，部分地区肉类和蔬菜等供需紧张，价格也出现明显上涨；餐饮、物流等服务行业现金流加大、叠加成本上升等，一度明显涨价。例如，年初至春节后1个月左右，蔬菜价格同比上涨近14%，公路物流运价指数也出现阶段性抬升。

与此前不同的是，CPI食品项中最大的波动项、生猪，所处的周期不同，非食品中的原油等大宗商品价格走势相异。2020年疫情期间，猪周期处于上半场、猪价仍在爬坡攀顶，而当下猪价已持续回落近5个季度、能繁母猪产能处于加速去化阶段。同时，2020年疫情期间，原油等大宗商品价格一度大幅下跌、并在长达1年的时间维持低位，而当下原油等大宗商品价格于高位上行，并屡创新高。

■ 疫后通胀，或将如何演绎？短期或仍受疫情干扰，往后关注潜在通胀风险

以史为鉴，疫情反复等对物流干扰等，或推升鲜菜等食品价格、但更多为短期脉冲影响，粮食价格阶段性上涨也无需过虑。伴随物流、运输等恢复常态，鲜菜价格高位加速回归正常水平。除鲜菜外，粮食价格自2021年底以来也有明显上涨，3月CPI环比分项进一步回升、高于正常年份0.5个百分点，类似于2020年二季度。考虑到粮食生产远高于消费，“自给自足”下阶段性涨价不必过虑。

往后来看，潜在通胀风险集中释放等，或使得CPI抬升幅度和节奏前移。猪肉产能去化加快、需求季节性回升下，新一轮猪周期或将重启；供需紧平衡下，原油等大宗商品维持高位，或进一步加速成本端压力显性化，不排除“猪油共振”的可能；伴随复产复工推进、消费场景逐步修复等，部分涨价压力或加快释放。综合来看，中性情景下，CPI通胀率或于年中达到2%，三季度存在破3%的可能。

风险提示：原材料供给不及预期，猪价大幅反弹。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、疫情，会影响通胀节奏吗？	4
1.1、疫情之下，通胀环境如何？	4
1.2、本轮疫情下通胀与此前异同？	6
1.3、疫后通胀，或将如何演绎？	7
2、流动性跟踪	11
3、高频数据跟踪	11
风险提示：	15

图表目录

图表 1：疫情期间，部分省市高速公路收费站关闭	4
图表 2：3月以来，整车货运流量指数超季节性回落	4
图表 3：农业部重点监测蔬菜价格明显高于往年同期	4
图表 4：36个城市鸡蛋也明显超季节性涨价	4
图表 5：疫后，部分餐饮企业关闭门店较多	5
图表 6：2020年以来，服务业经营状况持续堪忧	5
图表 7：3月，食品项环比回落幅度低于季节性	5
图表 8：3月邮递服务项环比超季节性	5
图表 9：2020年疫情期间，蔬菜也明显涨价	6
图表 10：疫情期间，物流运价指数阶段性回升	6
图表 11：2022年以来，猪粮比持续低位	6
图表 12：生猪养殖利润已连续3个季度左右亏损	6
图表 13：上市猪企资产负债率已处历史高位	7
图表 14：伴随规模化养殖扩张，猪企资金压力加大	7
图表 15：相较此前，本轮疫情下大宗商品涨价明显	7
图表 16：原油、煤炭等大宗商品价格维持高位	7
图表 17：20年疫情期间，CPI鲜菜环比回升而后回落	8
图表 18：新疆疫情反复时，鲜菜价格一度回升后回落	8
图表 19：3月，CPI粮食环比超季节性回升	8
图表 20：三大主粮基本实现“自给自足”	8
图表 21：保通保畅、复工复产政策频出	9
图表 22：部分一般日用品已明显涨价	9
图表 23：能繁母猪等领先指标显示下半年猪价或上行	9
图表 24：下半年，食品类消费需求季节性回升	9
图表 25：美国石油钻井数处于历史低位	10
图表 26：油价上涨带动交通工具用燃料创新高	10
图表 27：部分省市工商业电价成本上浮	10

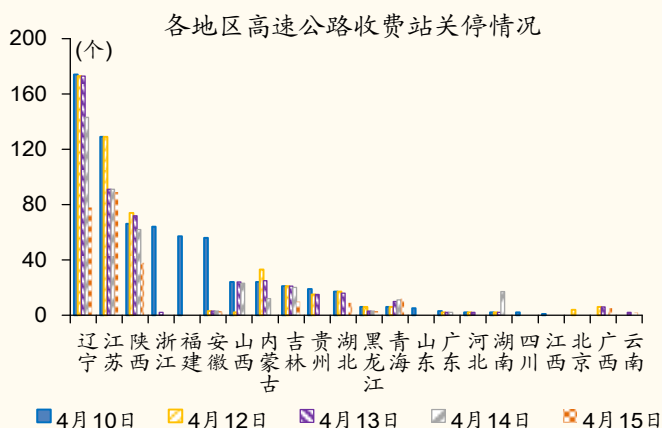
图表 28: 电价上涨可以直接、间接影响 CPI.....	10
图表 29: 警惕下半年“猪油共振”的风险.....	10
图表 30: 年中 CPI 或达 2.5%，三季度存在破 3% 可能.....	10
图表 31: 资金净投放为零.....	11
图表 32: 下周将有 500 亿元资金回笼.....	11
图表 33: 货币市场利率整体回落.....	11
图表 34: SHIBOR 利率多数回落.....	11
图表 35: 炼油开工率回落.....	12
图表 36: 唐山钢厂高炉开工率回落.....	12
图表 37: 螺纹钢开工率持平.....	12
图表 38: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率回升.....	12
图表 39: 钢价指数小幅回落.....	12
图表 40: 石油沥青开工率回落.....	12
图表 41: 水泥价格指数小幅回落.....	13
图表 42: 玻璃期货价格回升.....	13
图表 43: 30 大中城商品房成交面积持续回升.....	13
图表 44: 30 大中城商品房一线城市成交面积回升.....	13
图表 45: 30 大中城商品房二线城市成交面积回升.....	13
图表 46: 30 大中城商品房三线城市成交面积回升.....	13
图表 47: 整车货运流量指数持续回暖.....	14
图表 48: 快递企业中心吞吐量指数持续回升.....	14
图表 49: 中国出口集装箱运价指数回落.....	14
图表 50: 海运指数回升.....	14
图表 51: 农业部猪肉平均批发价小幅上涨.....	15
图表 52: 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回落.....	15
图表 53: 农业部 7 种重点水果价格上涨.....	15
图表 54: 36 个城市鸡蛋平均零售价上涨.....	15

1、疫情，会影响通胀节奏吗？

1.1、疫情之下，通胀环境如何？

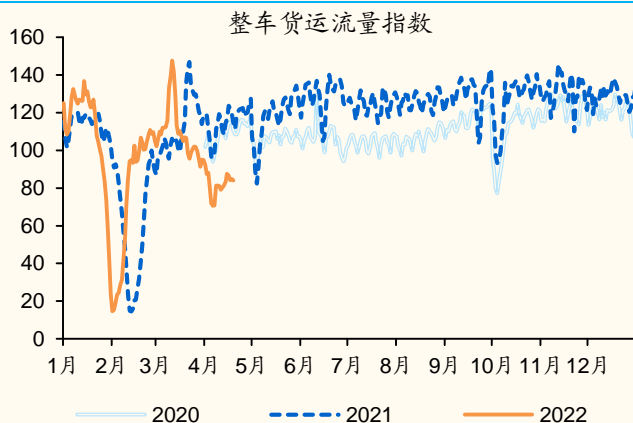
3月以来，疫情对生产、运输的影响，导致部分地区蔬菜、鸡蛋等食品供需紧张、价格上涨。疫情加速蔓延下，部分省市限制车辆及司乘通行对物流产生明显影响，例如，3月以来全国整车货运流量指数同比下降超过12%。疫情对生产、物流影响等，使得部分食品供需紧张，价格出现超季节性上涨，28省市重点监测蔬菜、36城鸡蛋平均售价3月以来的同比涨幅均超过14%。

图表 1：疫情期间，部分省市高速公路收费站关闭



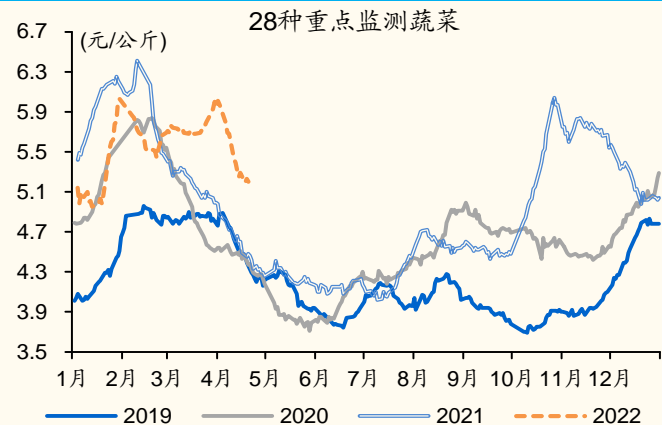
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：3月以来，整车货运流量指数超季节性回落



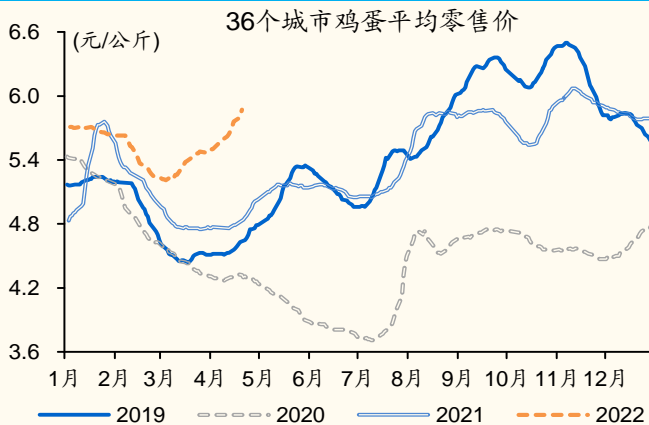
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：农业部重点监测蔬菜价格明显高于往年同期



来源：Wind、国金证券研究所

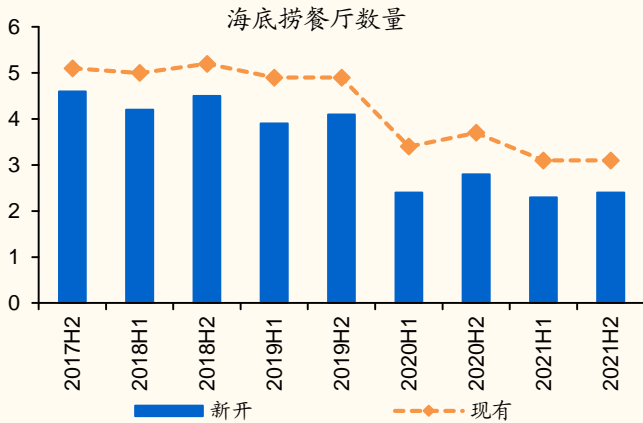
图表 4：36个城市鸡蛋也明显超季节性涨价



来源：Wind、国金证券研究所

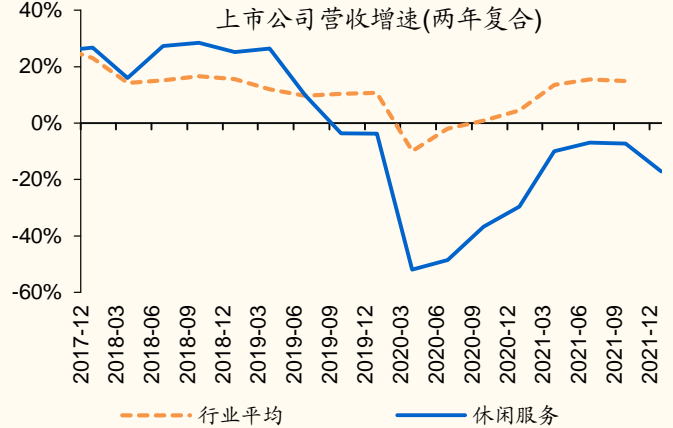
“封城”等全域静态管理下，餐饮等服务业供给收缩、成本上升等，积蓄涨价压力。餐饮、批发零售、物流等服务业以中小企业和个体为主，对现金流依赖度较高，疫情冲击下经营或更加艰难。部分大中型连锁企业甚至都大幅削减门店数量，例如，海底捞疫后新开、现有门店仅为疫情前的6成左右。同时，原材料成本的不断抬升，房租、工人工资等固定支出，服务业经营状况持续堪忧，使得企业通过涨价等方式弥补收支缺口的动力较强。

图表 5: 疫后, 部分餐饮企业关闭门店较多



来源: Wind、国金证券研究所

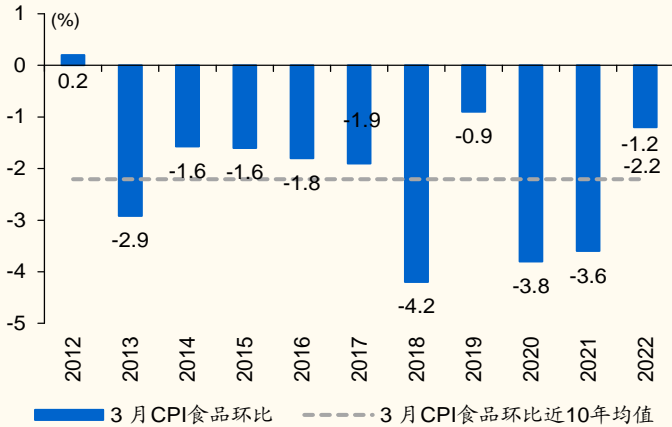
图表 6: 2020 年以来, 服务业经营状况持续堪忧



来源: Wind、国金证券研究所

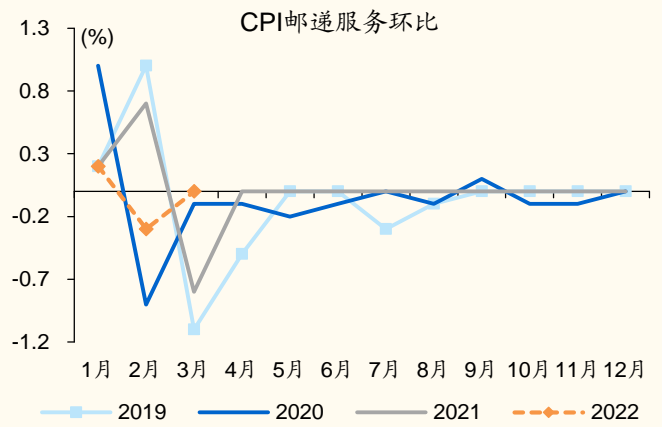
部分涨价因素在 CPI 中已有体现, 3 月 CPI 食品项、邮递服务项超季节性回升。猪肉价格压制下, 3 月 CPI 食品项环比-1.2%、仍高于往年同期的-2.2%, 主因受疫情影响下的蔬菜、鸡蛋等涨价。除食品外, CPI 邮递服务 3 月环比也明显高于往年同期(详情参见《CPI 通胀潜在风险或加速显性化》)。

图表 7: 3 月, 食品项环比回落幅度低于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 3 月邮递服务项环比超季节性

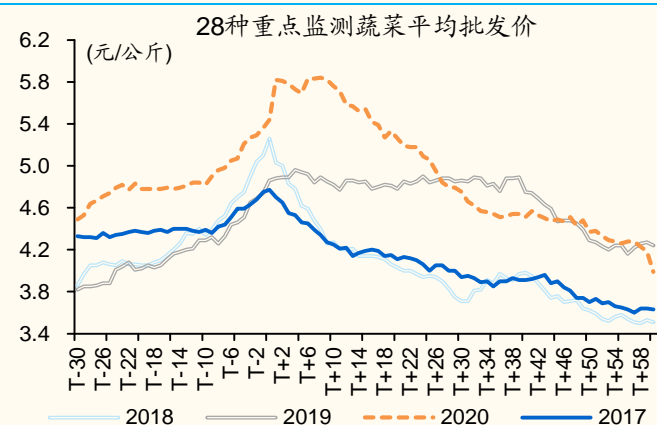


来源: Wind、国金证券研究所

1.2、本轮疫情下通胀与此前异同？

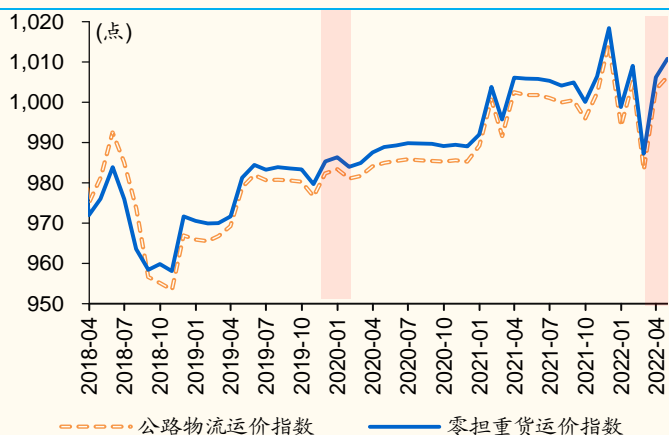
疫情影响下，部分食品、服务价格阶段性涨价也曾出现过。回溯历史，2020年疫情期间，部分地区肉类和蔬菜等供需紧张，价格也出现明显上涨；餐饮、物流等服务行业现金流加大、叠加人力成本上升等，一度明显涨价。例如，2020年年初至春节后1个月左右，蔬菜平均价格同比上涨近14%，公路物流运价指数也出现阶段性小幅抬升。

图表 9：2020 年疫情期间，蔬菜也明显涨价



来源：Wind、国金证券研究所

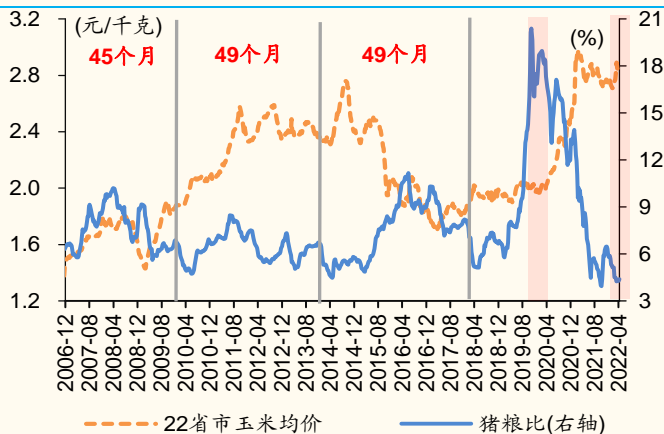
图表 10：疫情期间，物流运价指数阶段性回升



来源：Wind、国金证券研究所

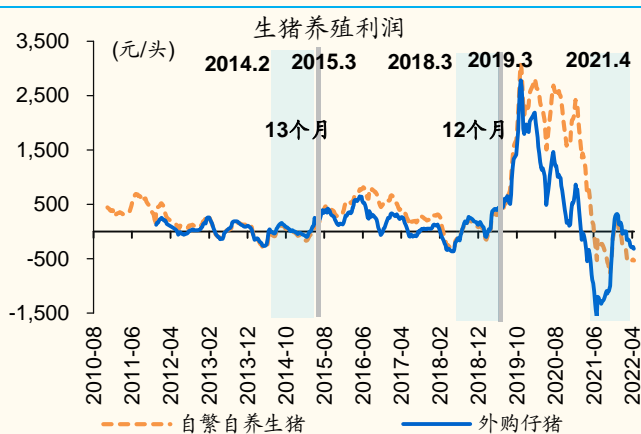
与此前不同的是，CPI 食品项中最大的波动项、生猪，所处的周期不同。2020年疫情期间，猪周期处于上半场、猪价仍在爬坡攀顶，而当下猪价已持续回落近5个季度。伴随猪价持续大幅回落、养殖成本抬升，生猪养殖利润已长时间深度亏损；同时，行业资本开支却大幅扩张，加大猪企的资金压力，或导致能繁母猪产能加速去化（详情参见《通胀，潜在的风险点？》）。

图表 11：2022 年以来，猪粮比持续低位



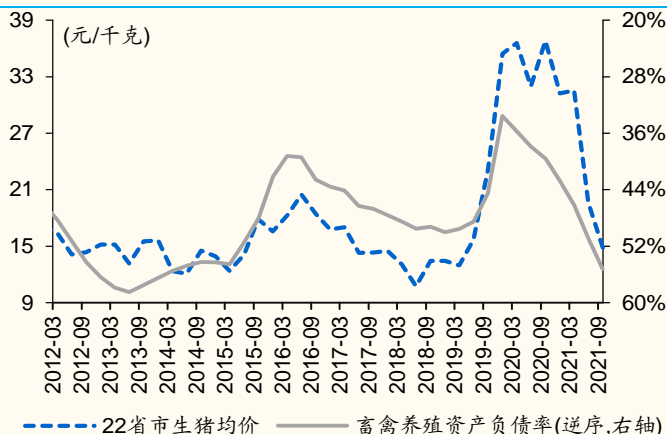
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：生猪养殖利润已连续 3 个季度左右亏损



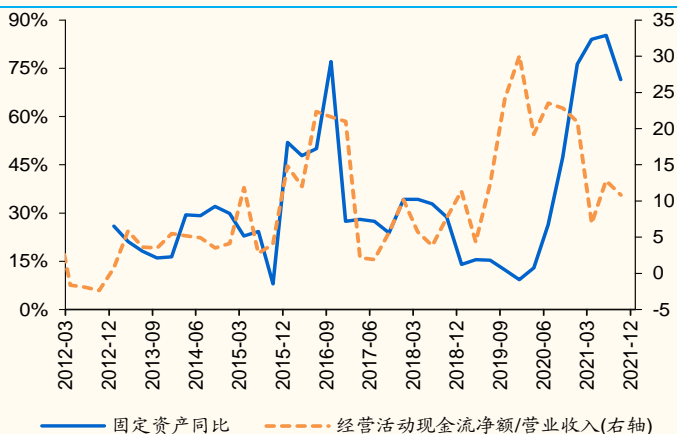
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13: 上市猪企资产负债率已处历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

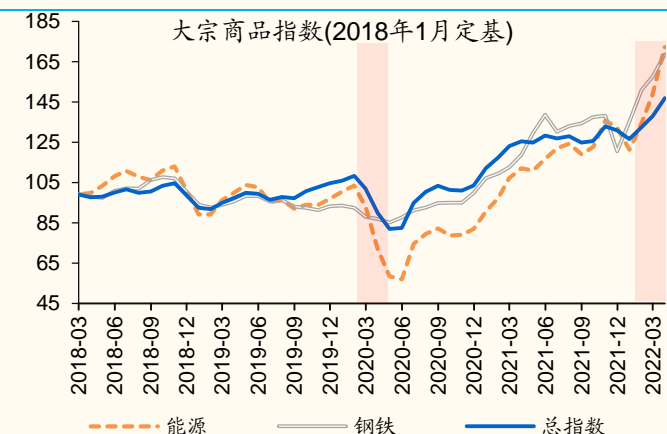
图表 14: 伴随规模化养殖扩张, 猪企资金压力加大



来源: Wind、国金证券研究所

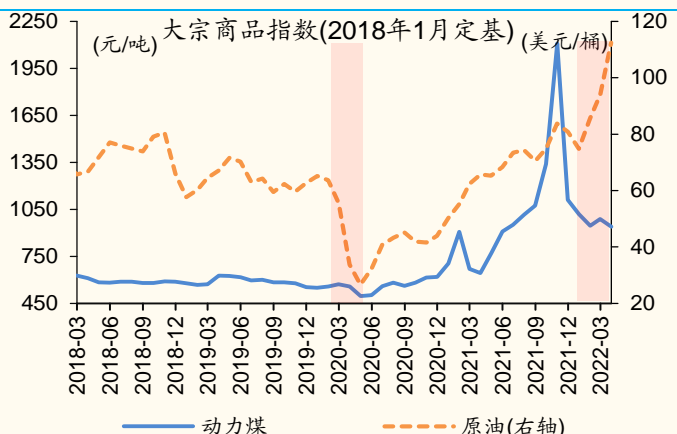
非食品中, 原油等商品价格现已处高位, 此前价格在长达 1 年的时间内未修复至疫前。2020 年疫情期间, 部分大宗商品价格一度大幅下跌, 布伦特原油月均价格从年初的 65 美元/桶回落至 4 月的不足 27 美元/桶, 并在长达 11 月时间内维持疫前价格以下。与此前不同的是, 本轮原油等大宗商品价格于高位上行, 由 2021 年年初的 75 美元/桶创新高至 112 美元/桶以上。

图表 15: 相较此前, 本轮疫情下大宗商品涨价明显



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 原油、煤炭等大宗商品价格维持高位

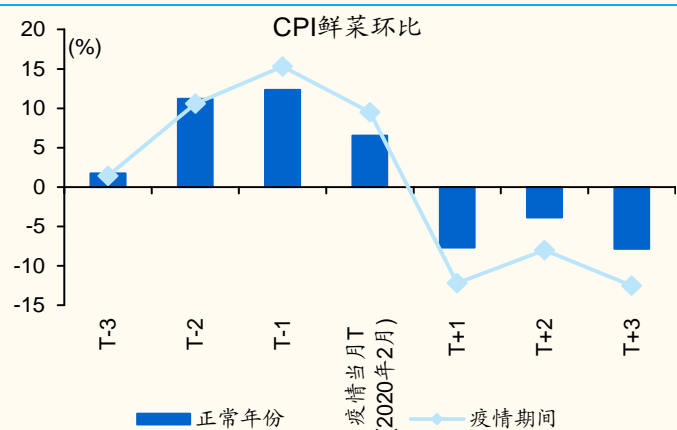


来源: Wind、国金证券研究所

1.3、疫后通胀, 或将如何演绎?

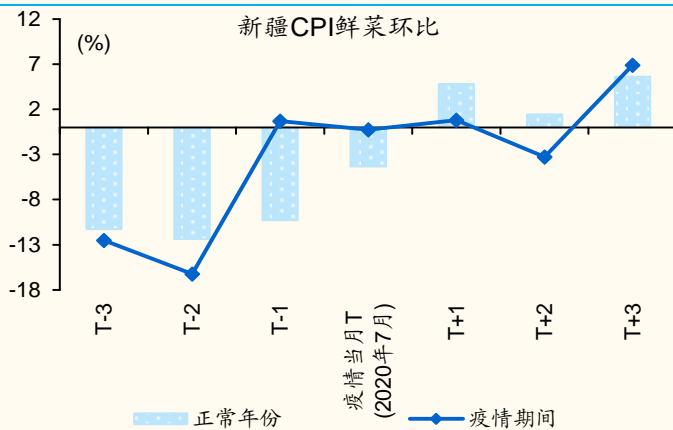
以史为鉴, 疫情反复等对物流干扰等, 或推升鲜菜等食品价格, 但更多为短期脉冲影响, 粮食价格阶段性上涨也无需过虑。2020 年前两月, 疫情阶段性干扰下, CPI 鲜菜环比明显高于往年正常年份、近 3 个百分点; 伴随物流、运输等恢复常态, 鲜菜价格高位加速回归正常水平。除鲜菜外, 粮食价格自 2021 年底以来也有明显上涨, 3 月 CPI 环比分项进一步回升、高于正常年份 0.5 个百分点, 类似于 2020 年二季度。考虑到我国粮食生产远高于消费量, 三大主粮“自给自足”率较高, 阶段性涨价不必过于担心, 部分进口依赖度较高的粮食作物涨价, 还需进一步跟踪。

图表 17: 20 年疫情期间, CPI 鲜菜环比回升而后回落



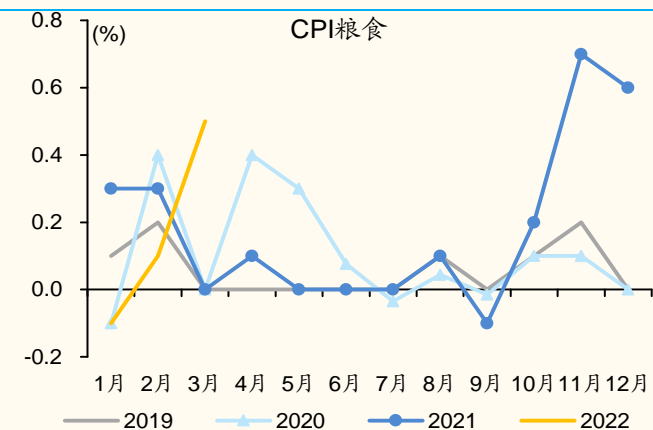
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 新疆疫情反复时, 鲜菜价格一度回升后回落



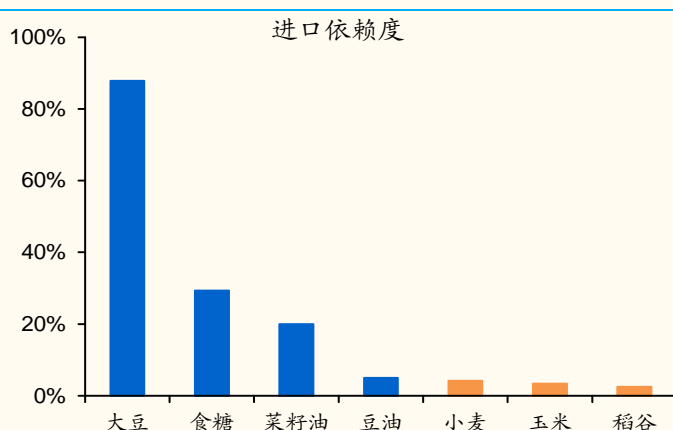
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 3 月, CPI 粮食环比超季节性回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 三大主粮基本实现“自给自足”



来源: Wind、国金证券研究所

伴随复产复工推进、消费场景逐步修复等, 部分涨价压力或加快释放。4月中旬, 国务院强调, 疫情严重地区的相邻省份给予物流中转支持, 吉林、上海等受疫情影响较大的省市近期也都出台复工复产政策指引。伴随疫情控制成效渐显, 线下消费活动逐步恢复等, 部分涨价压力或加快释放, 高频数据显示, 电热水器等部分耐用品, 牙膏、洗衣粉等一般日用品已明显提价 (详情参见《疫情“积极”信号增多》)。

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_40748

