

“宏观基本面”之一

宏观专题研究报告(深度)

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）

chendafei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

低估的“通胀”风险

中国会否出现疫后“大通胀”，潜在风险点或在哪些领域，对投资有何指示意义？本文梳理，共参考。

中国会否出现疫后“大通胀”？供给收缩严重的领域，涨价压力需要留意

疫后海外掀起“大通胀”浪潮，主因需求端放水刺激，也受能源危机等供给冲击的“推波助澜”。疫后海外经济体 CPI 陡升，以美国为例，CPI 同比一度创 40 年新高、达 9.1%；节奏上，商品涨价先行、服务涨价“接力”，推动通胀“高烧不退”。究其原本，海外疫后通胀起于需求端的放水刺激，也面临能源、粮食危机等冲击。其中，多轮大规模财政刺激下，居民收入快速修复带动商品消费大幅反弹；以原油为代表的能源品涨价压力等，带动 CPI 能源项等大幅上行。国内通胀形成机理与海外大为不同，部分供给收缩严重的领域，涨价压力需要留意。以美国为例，能源相关和住房是 CPI 主要权重项、也是推升通胀主要贡献项；中国 CPI 中与能源直接相关的占比较小，猪肉、服务等，是近年来 CPI 波动的主要来源。疫情反复下，部分供给收缩严重的领域，容易在需求修复过程中涨价；高频数据显示，部分流通领域已经开始释放涨价信号，例如，快递单票价格、酒店均价多有上涨。

若国内通胀超预期，或发生在哪些链条上？食品端关注猪肉，非食品端留意服务

逻辑一：猪肉等供给或存在缺口、叠加疫后线下消费回升等，或放大涨价压力。去年 11 月以来，猪价快速下跌近 38%、至 2 月中旬的 15 元/千克，连续两个月跌破成本线。猪价下跌、饲料成本高位下，外购仔猪等生猪养殖利润自 12 月中旬以来持续为负、一度下探至亏损 440 元/头以上。此前，2021 年中至 2022 年中，已经历一轮长达 13 个月的亏损，时隔半年养殖利润的再度转负，或使得本轮生猪补栏节奏被明显“压窄”；同时，年底年初生猪屠宰的大规模放量，也加大了供给端冲击。疫后消费场景修复、带动消费量回升，或放大涨价压力。

逻辑二：服务业供给修复难一蹴而就、加大结构性涨价风险。疫情期间，服务业供给普遍出现明显收缩、尤以住宿餐饮为代表。其中，全国住宿业设施总数，自 2019 年的 60.8 万家锐减至 2021 年的 36.1 万家；部分大中型连锁企业也大幅削减门店，例如，2022 年中海底捞线下门店仅为疫前 6 成左右。服务业供给等缩减下，相关从业人员明显减少、外出务工劳动力人数远低于趋势水平；部分省市服务业劳动力短缺现象更明显，北京、上海等批发零售和住宿餐饮就业人数自 2019 年以来持续下降、降幅达 5%以上。此外，原先积累的成本压力向中下游传导等，也可能推升服务价格。

透过通胀，如何把握市场机遇与风险？股市关注中下游机会，债市或存超调风险

供给紧平衡下，需求加快释放或推动通胀超预期，全年 CPI 或呈“耐克型”、高点或破 3%。伴随防疫优化，场景约束逐渐“松绑”，居民线下活明显增多。往后来看，居民收入边际改善带动消费回升、线下商务活动修复等，或进一步对服务业修复形成支撑。需求修复下，阶段性供需缺口或放大涨价压力，中性情景下，考虑到生猪供给或阶段性承压、服务业供给修复难一蹴而就等，CPI 呈“耐克型”、中枢抬升至 2.3%，高点或在年底、3%左右，不排除破 4%的可能。

通胀升温下，股市关注中下游消费服务等链条机会，债市或存超调风险。经济回归“新稳态”过程中，资金风险偏好抬升、大环境利好，叠加中下游消费服务链条“量价齐升”等、关注相关投资机会，同时也需警惕部分成长板块的估值压制；债市方面，货币政策调控更加注重稳定市场预期下，通胀升温、阶段性超调等，或成为债市调整的又一推手。

风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

内容目录

一、中国是否会出现疫后“大通胀”？	4
(一) 海外疫后“大通胀”主因需求刺激、供给冲击共振	4
(二) 国内通胀机理与海外不同，供给收缩严重领域涨价压力需留意	6
二、若国内通胀超预期，或发生在哪些链条上？	8
(一) 逻辑一：猪肉等食品供给或存在阶段性短缺的可能	8
(二) 逻辑二：服务业供给修复难一蹴而就，加大涨价风险	10
三、透过通胀，如何把握市场机遇与风险？	12
(一) 供给紧平衡下，需求加快释放或推动通胀阶段性超预期	12
(二) 股市关注中下游消费服务链条机会、债市或存超调风险	14

图表目录

图表 1: 疫后海外“大通胀”，美国等 CPI 创新高	4
图表 2: 本轮美国通胀上行速度堪比 1970 年代	4
图表 3: 美国 CPI 中，商品涨价先于服务	4
图表 4: 美国部分服务项 CPI 延续上行	4
图表 5: 疫后，美国放水刺激需求	5
图表 6: 疫后海外大规模财政刺激法案出台提振经济	5
图表 7: 大规模放水刺激下，居民消费反弹回升	5
图表 8: 能源危机下，能源等 CPI 同比创近年新高	5
图表 9: 美国 CPI 主要分为核心 CPI 及能源食品项	6
图表 10: 能源和住宅是美国 CPI 波动主要来源	6
图表 11: 中国 CPI 构成中，食品烟酒占比最高	6
图表 12: 食品项是中国 CPI 的主要波动来源	6
图表 13: 疫情反复下，企业经营状况堪忧、尤其服务业	7
图表 14: 持续亏损或使得部分企业退出市场	7
图表 15: 疫后失业率持续高位	7
图表 16: 部分行业就业人员数量尚未回到疫情前	7
图表 17: 快递单票收入较疫前明显上涨	8
图表 18: 近月，部分省市酒店均价延续回升	8
图表 19: 去年底以来，猪肉价格持续下行、跌破成本线	8
图表 20: 2 月初，猪粮比进入过度下跌一级预警区间	8
图表 21: 年底年初，生猪屠宰超季节性放量	9
图表 22: 年底年初，生猪出栏体重也处于高位	9
图表 23: 养殖利润再度进入亏损区间	9
图表 24: 行业数据显示，能繁母猪年底存栏环比下降	9
图表 25: 餐饮收入尚未修复至疫前、也低于整体水平	10
图表 26: 餐饮恢复强度有所回升	10
图表 27: 猪肉线下消费占比近 2 成	10
图表 28: 外出餐饮消费浪费现象较为明显	10

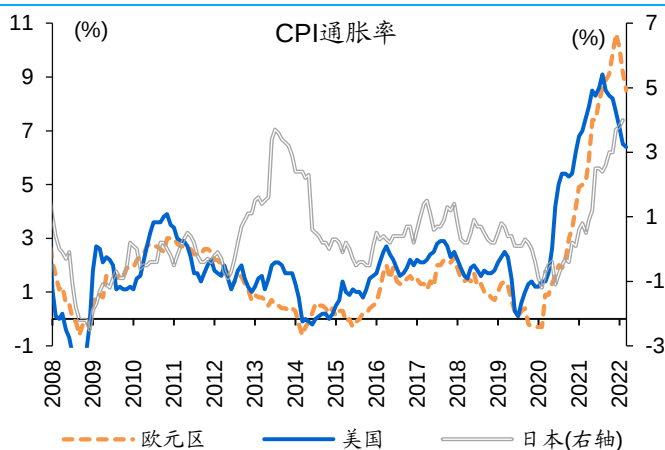
图表 29: 疫后酒店等服务设施锐减	11
图表 30: 疫后海底捞餐厅数量明显减少	11
图表 31: 疫后农民工务工人员低于趋势线.....	11
图表 32: 近年来, 逆城市化现象愈加凸显.....	11
图表 33: 部分省市服务行业劳动力明显短缺	12
图表 34: 部分大城市 2023 年春节后返工不如疫前.....	12
图表 35: 部分省市上调电价上浮比例.....	12
图表 36: 餐饮成本中, 原材料和人工费用明显抬升.....	12
图表 37: 场景约束下, 服务消费尚未修复至疫前	13
图表 38: 2023 开年, 全国迁徙规模指数明显回升.....	13
图表 39: 商务活动修复或成为下一步消费修复重要支撑.....	13
图表 40: 社会集团消费有较大的修复空间.....	13
图表 41: 企业消费主要包括商务服务、零售餐饮等.....	14
图表 42: 中性情景下, 全年 CPI 呈“耐克型”、高点或破 3%	14
图表 43: 当前, 股票相对债券性价比处历史极值水平	15
图表 44: 价格传导向中下游延续.....	15
图表 45: 自全年以来, 政策对通胀的关注度一直很高	15
图表 46: 通胀阶段性超预期或掣肘货币政策操作	15
图表 47: 流动性逐步回归常态	16
图表 48: 债市或存在超调的风险.....	16

一、中国是否会出现疫后“大通胀”？

(一) 海外疫后“大通胀”主因需求刺激、供给冲击共振

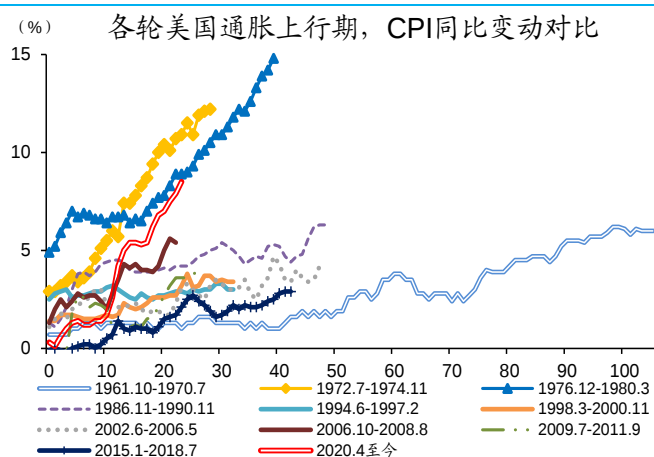
疫后海外掀起“大通胀”浪潮，美国等国 CPI 通胀率刷新近 40 年新高。2020 年以来，海外经济体 CPI 通胀陡升、屡创新高，通胀上行幅度、速度都明显高于以往。以美国为例，CPI 同比读数一度达 9.1%，并在 8.5% 以上的历史高位停留超过半年之久；欧元区 CPI 同比甚至一度飙升至 10.6%、创历史新高。除发达经济体外，部分新兴市场国家，如俄罗斯 CPI 通胀率“V”型反转、大幅反弹至近年高点。

图表 1：疫后海外“大通胀”，美国等 CPI 创新高



来源：Wind、国金证券研究所

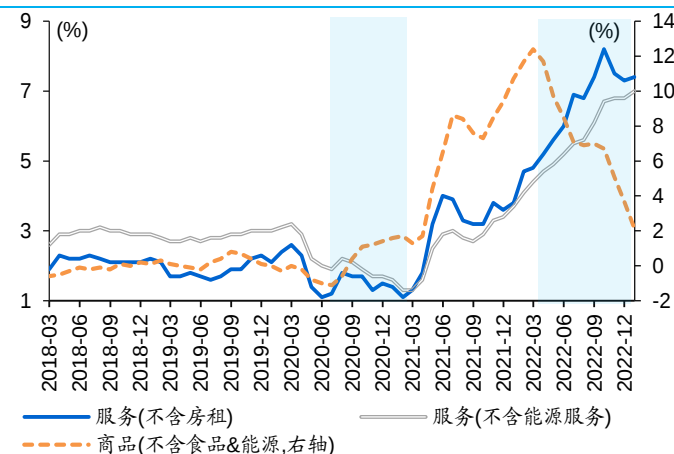
图表 2：本轮美国通胀上行速度堪比 1970 年代



来源：Wind、国金证券研究所

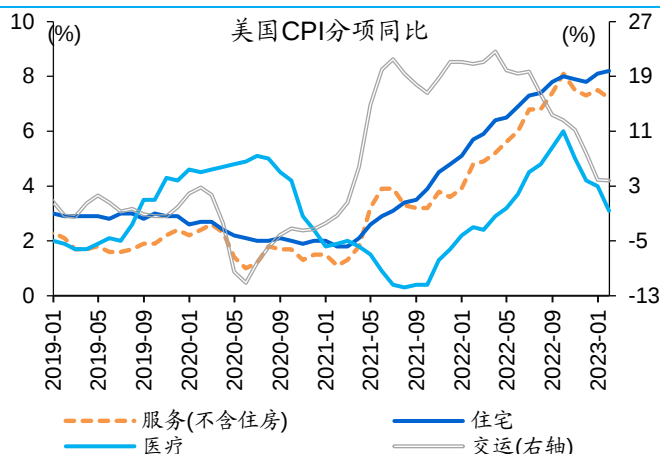
商品涨价先行、服务涨价“接力”，推动通胀“高烧不退”。以美国为例，疫后商品消费率先修复，带动 CPI 商品(不含食品和能源)自 2020 年中触底回升、由-1.1%一度上升至 12.4%。约 8 个月后、2021 年初，服务价格开始明显修复、CPI 服务分项同比增速重回上行通道，自 1.1% 左右的低位不断攀升、创新高。2022 年以来，商品涨价虽已见顶，但在住房、运输等服务涨价的支撑下，CPI 通胀率依然保持较高粘性。

图表 3：美国 CPI 中，商品涨价先于服务



来源：Wind、国金证券研究所

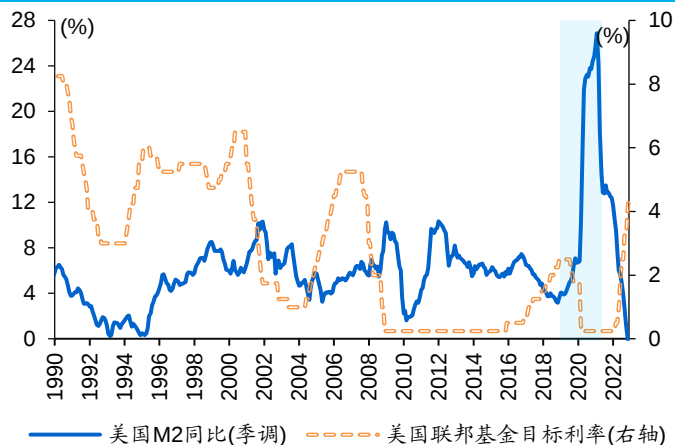
图表 4：美国部分服务项 CPI 延续上行



来源：Wind、国金证券研究所

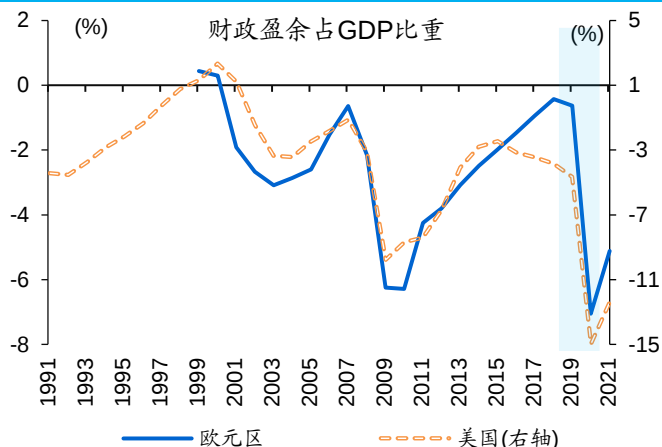
海外通胀主因需求刺激，能源危机等供给冲击也在“推波助澜”。以美国为例，多轮财政刺激法案，大幅降息、量宽扩表等提供大量流动性支持，带动美国M2同比增速一度上破26%、创历史新高；对企业和居民部门实施大规模援助下，居民消费迅速反弹回升。除需求刺激外，疫后还面临着以原油为代表的能源品涨价压力，及气候异常导致的粮价飙升，带动CPI相关分项大幅上行，例如，CPI能源同比一度创近40年新高至41.6%（详情参见《50年大轮回？通胀的变与不变》）。

图表 5：疫后，美国放水刺激需求



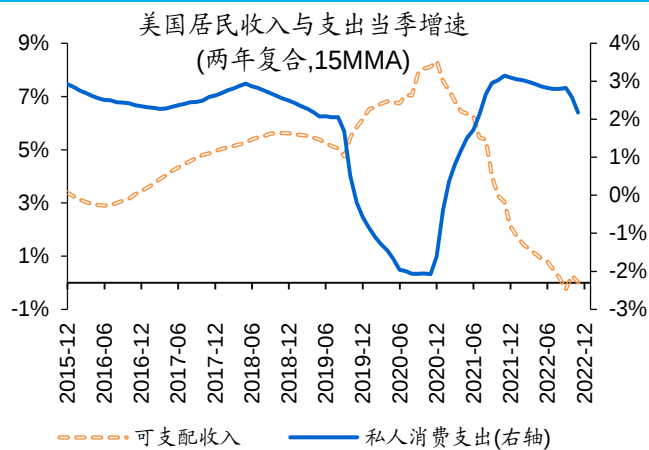
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：疫后海外大规模财政刺激法案出台提振经济



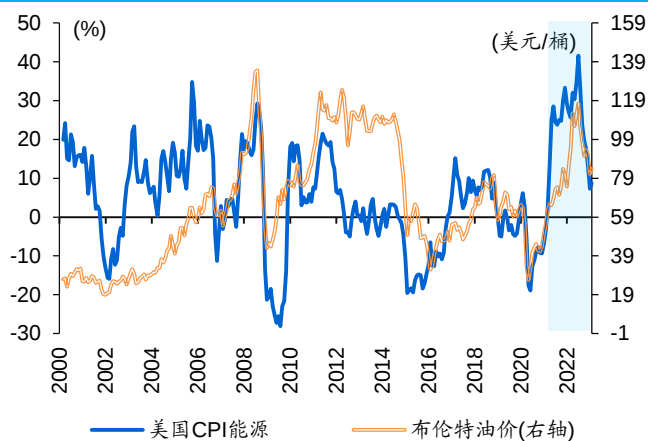
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：大规模放水刺激下，居民消费反弹回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：能源危机下，能源等CPI同比创近年新高



来源：Wind、国金证券研究所

(二) 国内通胀机理与海外不同，供给收缩严重领域涨价压力需留意

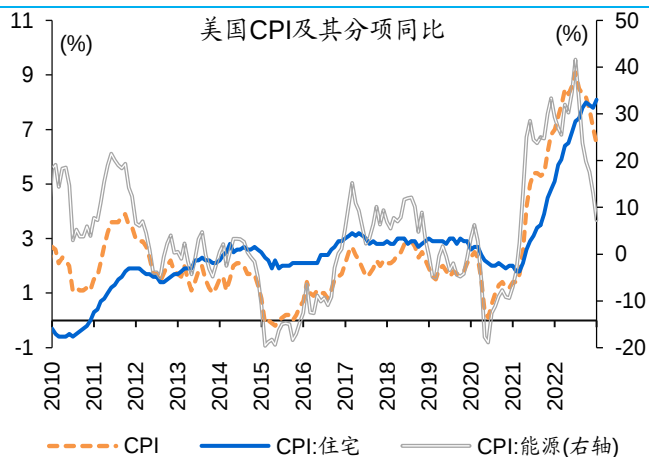
与海外通胀形成机理不同的是，近年国内物价走势更多受供给端影响。以美国为例，能源相关和住房是CPI主要权重项、也是推动美国疫后CPI大幅攀升的主要贡献项。与美国不同的是，中国CPI中与能源直接相关的项目占比相对较小，食品烟酒最高、尤其是细分项中的猪肉，是CPI波动的主要来源。回溯近20年来物价走势，传统周期下，CPI上行阶段均有较好的需求支撑；近年来更多受供给端影响，非洲猪瘟、供给侧改革等即为典型（详情参见《通胀，潜在的风险点？》）。

图表 9：美国 CPI 主要分为核心 CPI 及能源食品项

美国CPI分项构成及权重	
核心CPI	79%
能源食品	21%
美国CPI核心分项构成及权重	
住宅	42%
交通运输	16%
食品饮料	15%
医疗保健	9%
教育通信	7%
娱乐	6%
其他商品与服务	3%

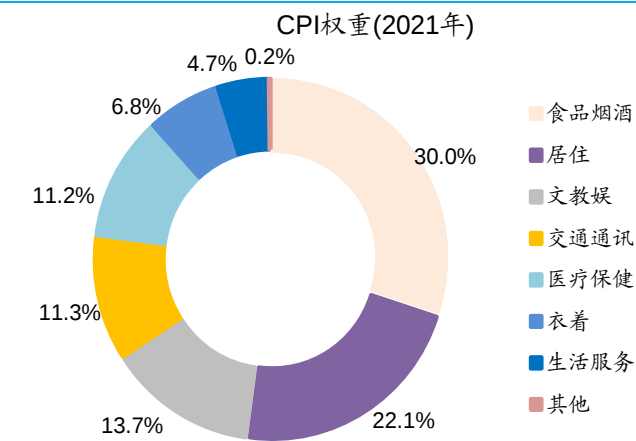
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：能源和住宅是美国 CPI 波动主要来源



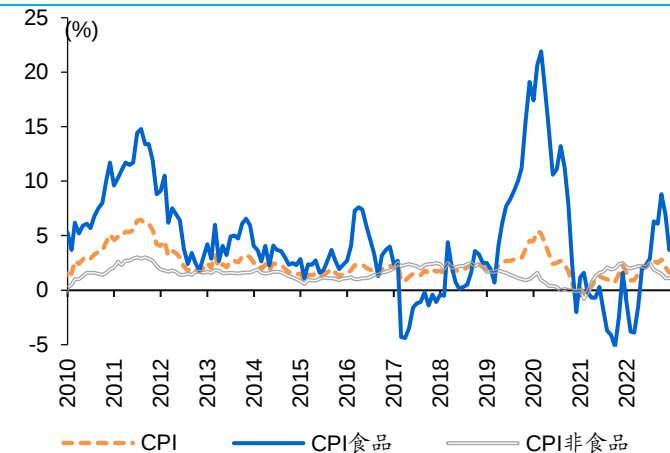
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：中国 CPI 构成中，食品烟酒占比最高



来源：Wind、国金证券研究所

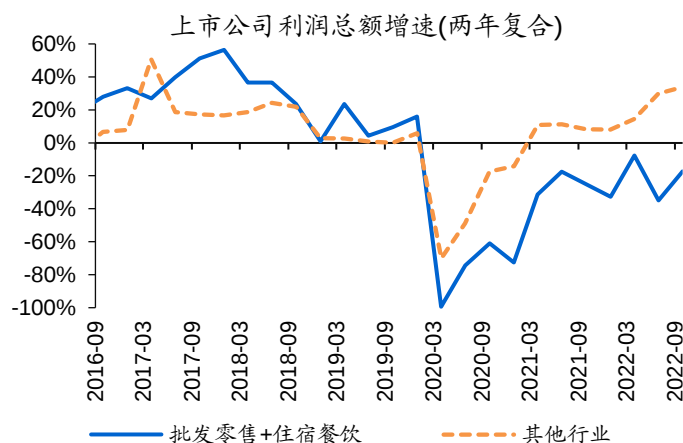
图表 12：食品项是中国 CPI 的主要波动来源



来源：Wind、国金证券研究所

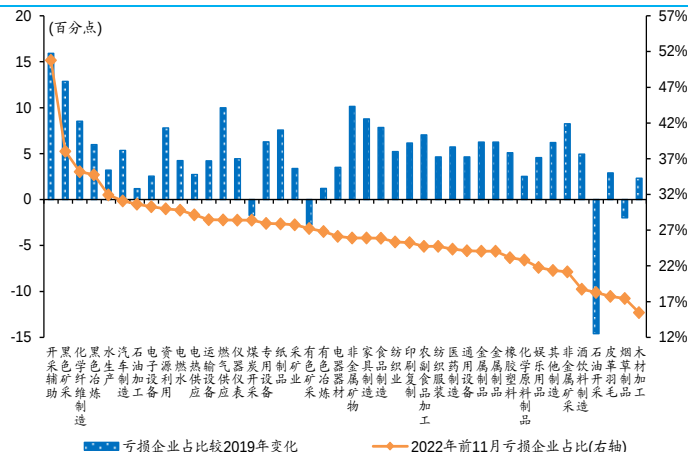
物价易受供给端扰动下,供给收缩严重领域的涨价风险需关注。相较于海外大规模需求刺激,国内政策力度相对克制,但通胀也可能存在较大压力。原材料成本涨价、叠加疫情反复等,使得企业经营状况持续低迷、9成以上行业的亏损企业占比超过疫前,部分行业亏损企业占比抬升甚至超过12个百分点。持续的亏损下,部分企业不堪重负、甚至退出市场,相关行业劳动力也明显减少,例如,2021年城镇非私营单位中批发零售、交运仓储的就业人员较2019年分别下降4%和2%。

图表 13: 疫情反复下,企业经营状况堪忧,尤其服务业



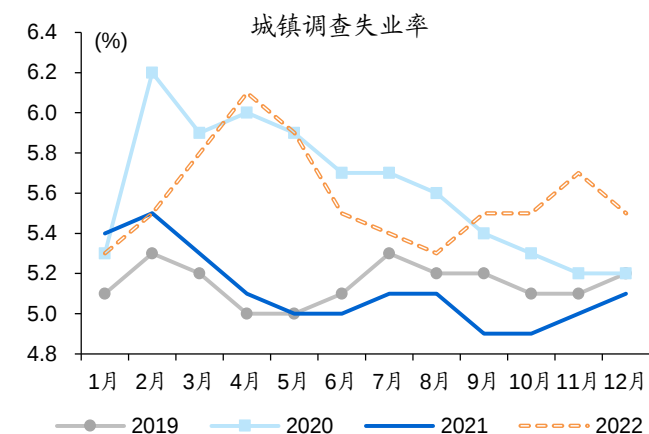
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 持续亏损或使得部分企业退出市场



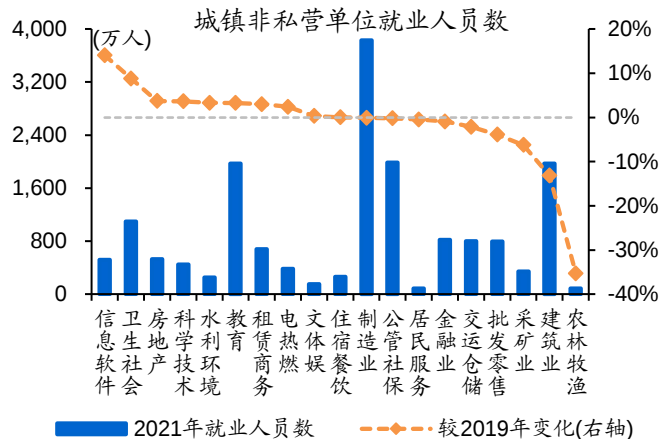
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 疫后失业率持续高位



来源: Wind、国金证券研究所

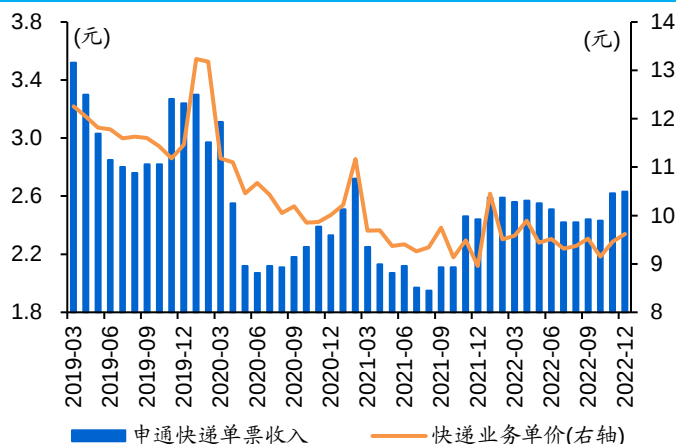
图表 16: 部分行业就业人员数量尚未回到疫情前



来源: 中国统计年鉴、国金证券研究所

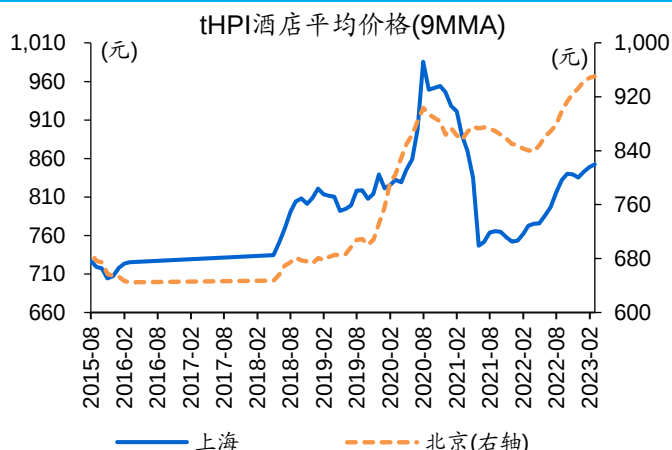
部分供给端受冲击的领域,已开始释放涨价信号。疫情反复等影响下,部分中小企业推出、相关从业人员减少,叠加部分交通物流受限等,使得相关流通领域的价格已有明显上涨。例如,2022年底快递业务单价自9.2元上涨至9.6元以上,中通快递单票收入也明显上台阶;除快递外,与出行相关的酒店价格自2022年下半年以来加速上涨,2月北京、上海tHPI酒店均价涨幅分别达8%和10%。

图表 17: 快递单票收入较疫前明显上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 近月, 部分省市酒店均价延续回升



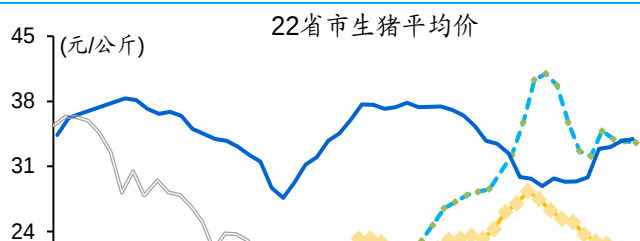
来源: Wind、国金证券研究所

二、若国内通胀超预期, 或发生在哪些链条上?

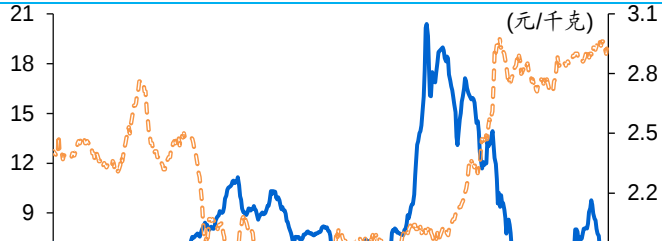
(一) 逻辑一: 猪肉等食品供给或存在阶段性短缺的可能

去年 11 月以来, 猪价持续下跌、已连续两个月跌破行业成本线, 与年底年初生猪屠宰超季节性放量等有关。22 省市生猪均价, 自 2022 年 11 月初的 16.3 元/千克持续下行至 2 月中旬的 14.8 元/千克、低于行业成本线的 17 元/千克左右。猪价下行主因年底年初生猪供给增多, 2022 年 12 月生猪定点屠宰企业屠宰量达 3090 万头、较近 3 年均值多增近 45%, 大体重猪占比也相对较高、出栏均重较去年同期多增 3.8 公斤/头。

图表 19: 去年底以来, 猪肉价格持续下行、跌破成本线



图表 20: 2 月初, 猪粮比进入过度下跌一级预警区间



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_52548

