

宏观点评 20230517

挤一挤“通缩”的水分

2023年05月17日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《4月经济：高基数“掩盖”了什么真相？》

2023-05-16

《五一之后，消费的后劲如何？》

2023-05-15

■ 近期中国通胀连续三个月环比下降，与海外疫情放开后的景象形成鲜明对比，3月通胀数据已让市场产生“通缩”之忧，4月CPI同比涨幅继续缩窄至0.1%是否说明通缩压力加剧？我们认为现阶段CPI低位运行并非通缩，如图1所示，服务和食品价格依旧在上涨，尤其是服务的表现，明显好于去年，主要的拖累来自于非食品消费品。

■ 如何拆解当前的“通缩”幻觉？通过从构成、修复节奏角度对比中国与海外主要经济体防疫放开后的通胀路径，我们发现中国通胀并没有数据显示的那么弱：主要受结构与外部环境拖累：猪、油两波动项正处同比下行区间；内部则反映复苏初期的不均衡问题，出行相关服务修复快、耐用品消费疲软。2023年CPI的高度可能受限，但谈论通缩还为时尚早。

■ 结构：被“猪”“油”支配的CPI。通胀分项的构成权重可能是造成数据“偏冷”的最直接原因。对比日韩与西方发达国家，中国CPI中的食品权重较高，服务权重较低；且食品中猪肉权重高、价格波动大，体现为历史时期“猪油共振”的现象，即当猪肉与原油价格同向变化时会驱动CPI走势，而反向变化时则一般伴随着CPI同比的小幅震荡，今年以来猪肉与原油价格的同时走弱也印证了疫后总体通胀的回落。

过于稳定的“居住”价格也是熨平波动的重要因素。中国CPI构成中“居住”项的权重不低（约为22%），与德、日、英等国基本持平，但波动程度明显更小：原因之一是各国住房下分项中均有被统计进能源的“电、气、燃料”项，而中国政策偏向“保民生”，长期对居民用电用气价格有很好的控制，不同于海外易受供给因素影响，如俄乌战争后欧洲能源价格的飙升；其二是中国的“居住”项中以“自由住房”分项反映住宅的价格，统计方法采用“租金等价法”与美、英等国以“业主等价租金”的形式相似，但与专项统计的房价变化趋势不同步，难以准确反映真实的购房价格通胀，与本轮美国“顽固”住房租金通胀形成鲜明对比。

■ 节奏：对比海外经济体，中国防疫放开后通胀节奏“不热”是否反常？从整体CPI上来看确实与其他经济体走势背离，但考虑到疫情与俄乌战争对能源供给的大幅冲击，防疫放开后大宗商品涨价很可能“冲高”了通胀，如德、日、韩、越，而中国放开恰逢加息与供给修复，原油价格回落，滤去历史季节性因素后，中国核心CPI修复程度仅次于美、韩。

拆分来看，耐用品价格下跌“符合预期”，对比同时放开较晚的日、韩来看，节奏还算合理，主要反映东亚地区居民放开后消费习惯修复偏谨慎且疫情期间的补贴力度不如欧美。但餐饮价格修复有些“不及预期”，年初以来在外就餐修复程度有目共睹，但价格尚且未明显超季节性上行。

服务通胀上行趋势更好，主要得益于中国疫情放开后的快速复工与出行限制释放，服务业景气度高增带动服务项通胀快速上行，好于英、德、日。放开较早的经济体可能受制于实体店缺工原因，消费更集中释放在耐用品上。

其中出行链通胀上行强劲。受早春影响，中国旅游价格呈“N”型上行，强于日本及西方国家；酒店及住宿价格（以CPI中“其他商品与服务”项估计）也属涨价第一梯队。疫后供给分化可能导致了“旅游-住宿-就餐”出行链中餐饮价格的相对落后。

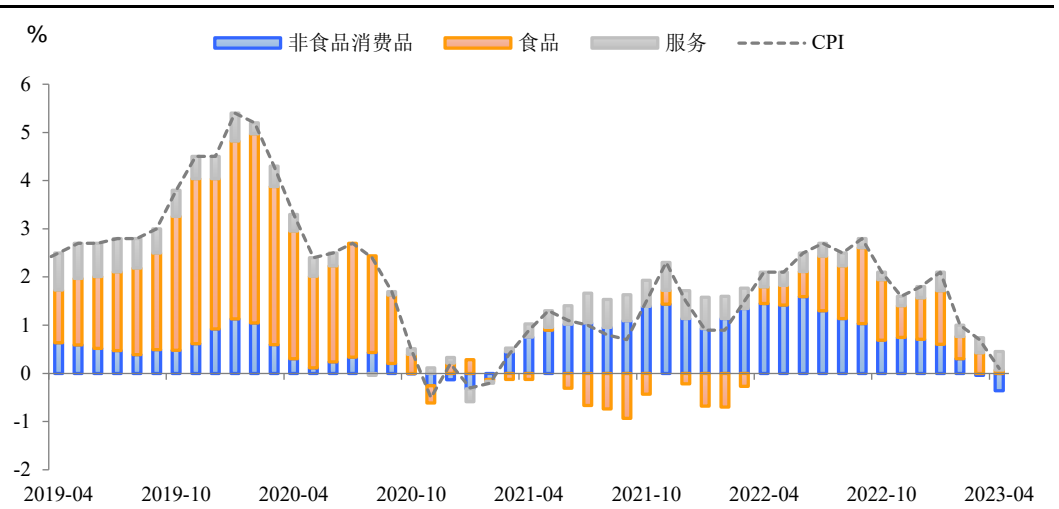
■ “权重低估”叠加“分化复苏”造成的中国疫后通胀“冷热不均”局面还会持续多久？考虑到近期猪肉供需格局难变、海外衰退压制油价因素，通胀可能短期继续演绎负区间“猪油共振”局面，二季度CPI

同比或继续筑底。

- **往后看，有哪些拖累与乐观的因素？** 产能去化叠加夏季需求，猪肉价格有望在年中止跌回升，但正逢去年 H2 高基数，今年全年来看猪肉同比难转正；好在海外紧缩临近终点，下半年油价或同比小幅正增长；且居民消费情绪扭转有望支撑耐用品消费及价格；服务业大概率全年维持高景气。**我们预计下半年通胀中枢回升，最终的高度取决于服务支撑的程度**，但考虑到今年以来货币财政宽松较为克制，而居民消费的“内生循环”——就业改善、收入上升、消费反弹尚存在不确定性，修复偏保守情况下年内 CPI 同比或难触及 2% 水平。

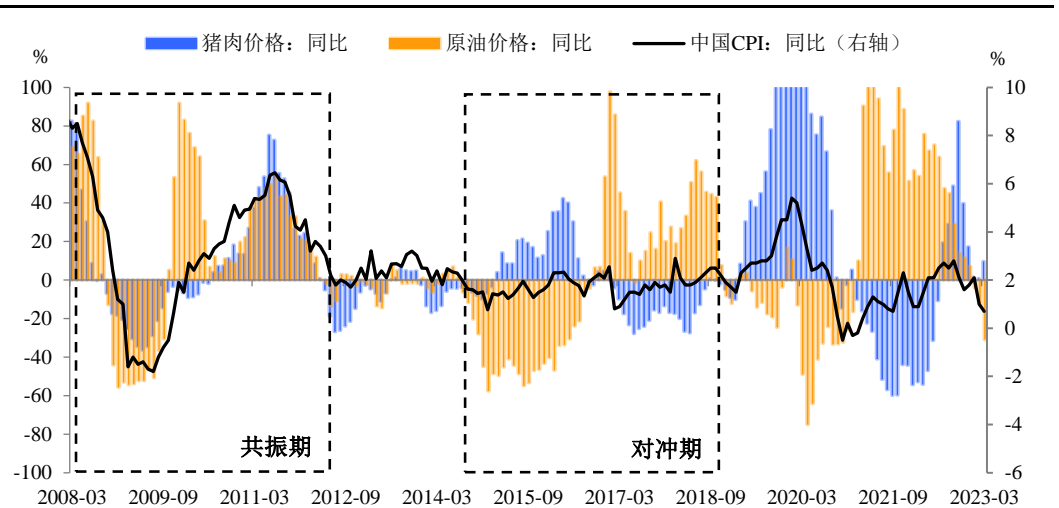
风险提示： 毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 4月 CPI 同比拆分



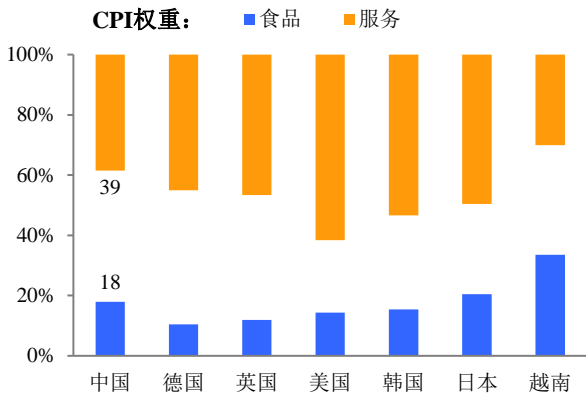
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 中国通胀的“猪油共振”特点



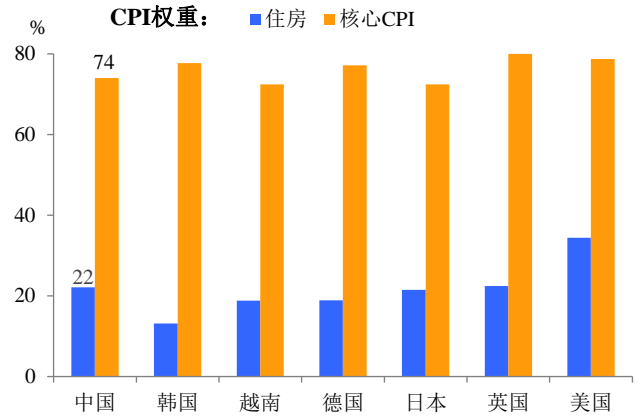
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 中国 CPI 权重中食品相对更多、服务相对更少



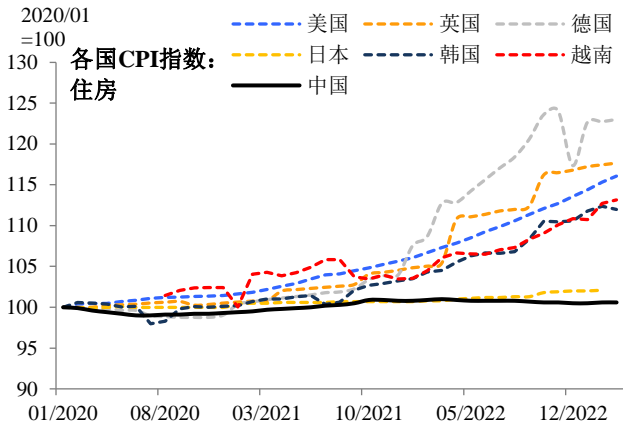
数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图4: 中国 CPI 住房权重不低



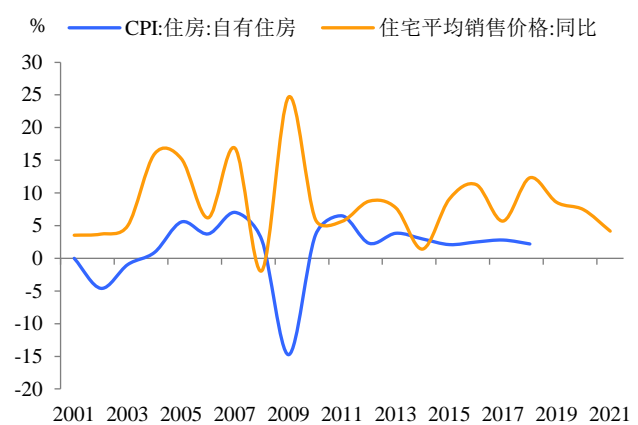
数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图5: 占通胀超五分之一权重的居住项波动很小



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

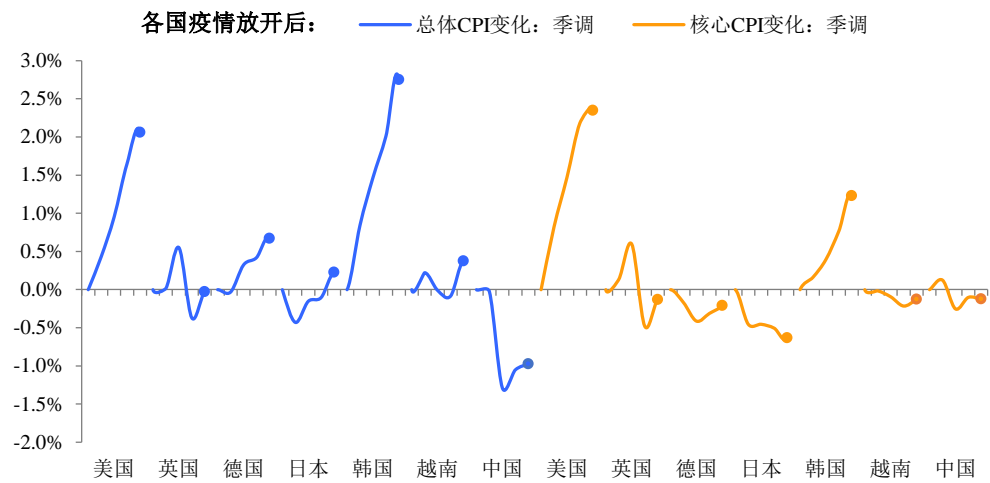
图6: CPI 住房项可能难以反映真实房价变化



注: 自有住房项已停止更新

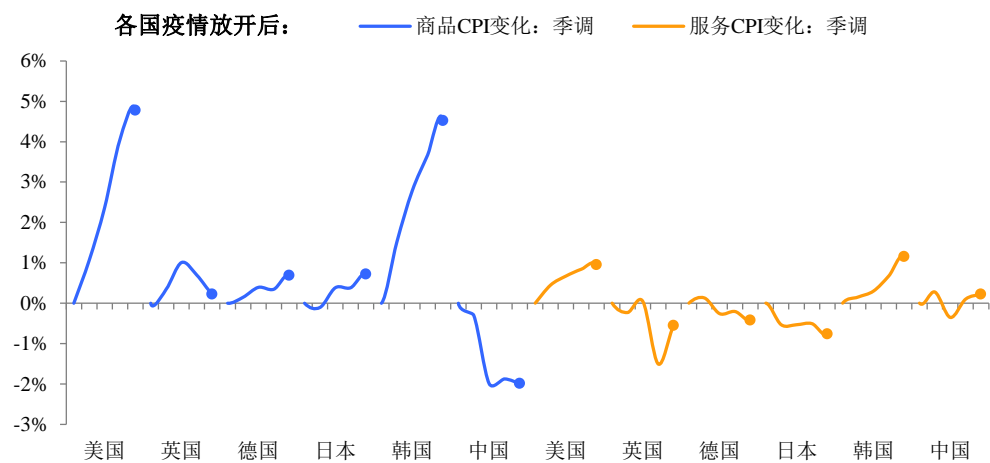
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：中国核心通胀上行节奏不算弱



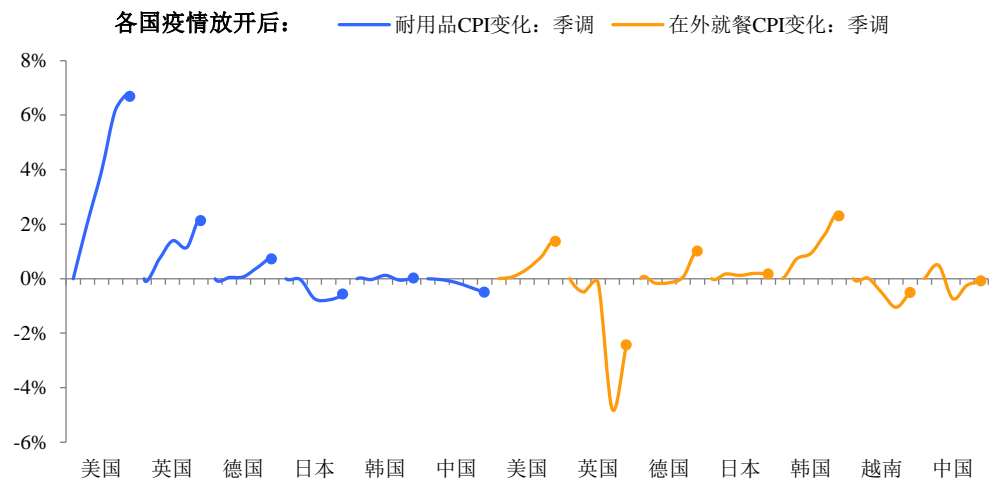
注：数据范围为各国防疫放开后4个月内；根据疫情前各国CPI指数在同期的平均变化幅度作季节性调整
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：中国商品与服务通胀路径呈现分化



注：数据范围为各国防疫放开后4个月内；根据疫情前各国CPI指数在同期的平均变化幅度作季节性调整
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：耐用品价格疲软，餐饮价格未明显超季节性上行



注：数据范围为各国防疫放开后4个月内；根据疫情前各国CPI指数在同期的平均变化幅度作季节性调整；中国“在外就餐”项通胀是由“食品烟酒”项中剔除其他项目估算得出

数据来源：Wind，东吴证券研究所

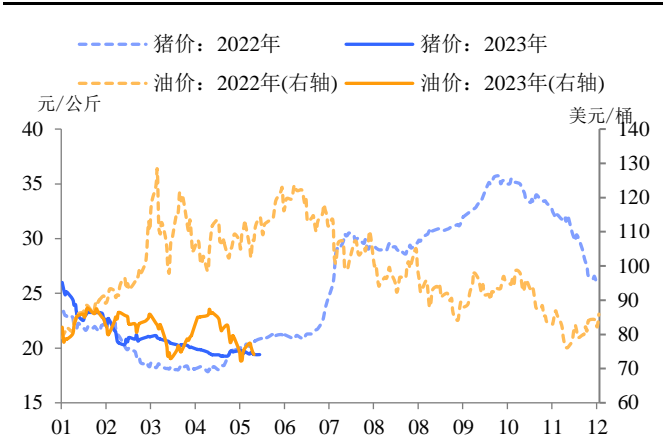
图10：中国出行旅游类通胀上行节奏属“第一梯队”



注：数据范围为各国防疫放开后4个月内；根据疫情前各国CPI指数在同期的平均变化幅度作季节性调整；中国“酒店/住宿”项通胀是由“其他用品与服务”项估算得出

数据来源：Wind，东吴证券研究所

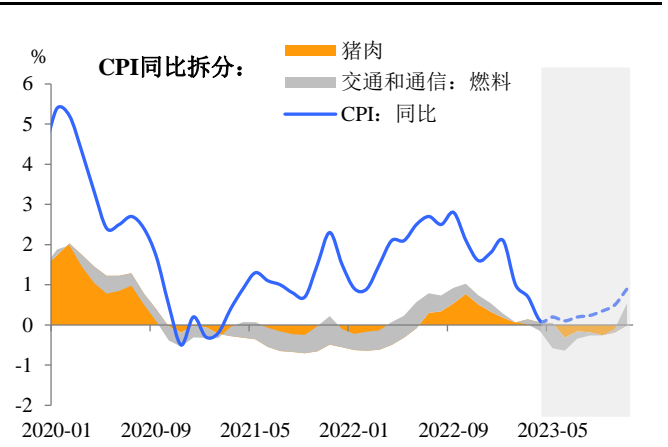
图11: 猪、油去年的高基数难以逾越



注: 横轴为月份

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 今年 CPI 中枢或偏低, 高度取决于服务的修复



注: 灰色区域为预测值

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

