



宏观研究

# 【粤开宏观】本轮疫情反弹对各省份通胀的影响

2022年06月26日

投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**研究助理：马家进**

邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】全球粮食危机对中国粮价和通胀的影响》2022-06-19

《【粤开宏观】财政政策发力驱动消费“慢变量”》2022-06-21

《当前经济形势与政策 现金流量表冲击》2022-06-22

《全球加息与加税周期下的大湾区发展》2022-06-23

《【粤开宏观】北交所如何进一步体现对投资者的吸引力》2022-06-24

## 摘要

本轮疫情反弹对国内经济社会方方面面都造成了严重冲击，市场对于疫情的经济影响、防疫成本、财政负担等均进行了充分测算，但关于通胀变化的讨论相对较少。本文根据分省份和分细项的物价数据，展示疫情反弹对国内通胀的影响。

**1、分省份来看，疫情越严重，物流和供应链不畅，CPI 同比越高。**4月上海CPI 同比高达4.3%，5月更是升至4.6%，均显著高于全国的2.1%。受上海影响，同在长三角的浙江、江苏和安徽防控更严，CPI 同比也要高于疫情状况相似的省份。

**2、分商品来看，生活必需品受影响更大。**以上海为例，4月食品价格环比逆季节性大幅上升，尤其是蛋类环比涨幅高达51.5%。即使到了5月，食品价格仍继续上涨，仅鲜菜价格有所回落，但仍高于3月时的价格水平。今年3-5月，上海食品价格要显著高于往年，同比分别高出2.3%、11.7%和13.1%。

**3、尽管 CPI 数据已足够反映物价的大幅上涨，但实际的通胀水平还要更高。**一是统计数据是定时定点采集，菜场、超市等地的价格相对规范，与其他渠道的采购价格之间存在一定差别；二是商品可选种类减少，甚至质量下降，使得隐含通胀水平上升；三是部分居民在短时期内曾面临物资紧张，有价无市是最严重的通胀情形。

**4、PPI 表现与 CPI 明显不同，4月疫情最严重的上海和吉林，PPI 同比反而是全国最低；最高的则是疫情中等的山西和内蒙古，同比分别高达34.0%和26.2%。**这与各省份的产业结构有关：原材料价格大幅上涨，使得山西等资源型省份PPI 同比高增；终端需求较弱，拖累下游制造业PPI，导致长三角、珠三角等地区PPI 增速较低。

**5、从价格涨幅来看，3-5月PPI 价格水平总体平稳，受疫情影响相对较小，波动小于CPI。**同样是4-5月的上海食品，CPI 环比逆季节性大幅上涨，PPI 环比反而还要弱于2021年。

**6、CPI 上升而 PPI 偏弱，意味着居民承受着物价上升，而企业却并未明显受益，出厂价格与终端价格之间的价差源自于物流成本的上升。**疫情严重干扰了正常的生产生活秩序，销售下滑、生产受限，企业经营状况恶化，导致失业率攀升，居民收入下滑，进一步加大经济下行压力。

**7、面对同样的通胀水平上升，中低收入人群受损更重。**第一，本轮疫情主要推高食品价格，中低收入人群恩格尔系数较高，对其生活成本的影响更加显著；第二，中低收入人群通过寻找廉价替代品来缓解通胀的难度更高；第三，中低收入人群受经济低迷和失业增加的影响更大。

**8、下半年我国面临来自国际油价和粮价的输入性通胀风险，叠加国内猪周期上行，或推动 CPI 单月同比突破3%。**面对未来通胀上行压力，一要做好保



供稳价工作，守住能源和粮食安全的底线；二要积极出台政策扶助中低收入人群，缓解通胀和疫情冲击。

**风险提示：**疫情发展超预期、政策调控超预期、外部冲击超预期



## 目 录

一、疫情反弹大幅推高居民生活成本，疫情越严重的省份 CPI 越高，生活必需品涨幅更大.....	4
二、PPI 表现与 CPI 明显不同，企业利润增速下行，居民失业率上升.....	9
三、中低收入人群受损更重，下半年 CPI 单月同比或超 3%，做好保供稳价和生活补助工作.....	11

## 图表目录

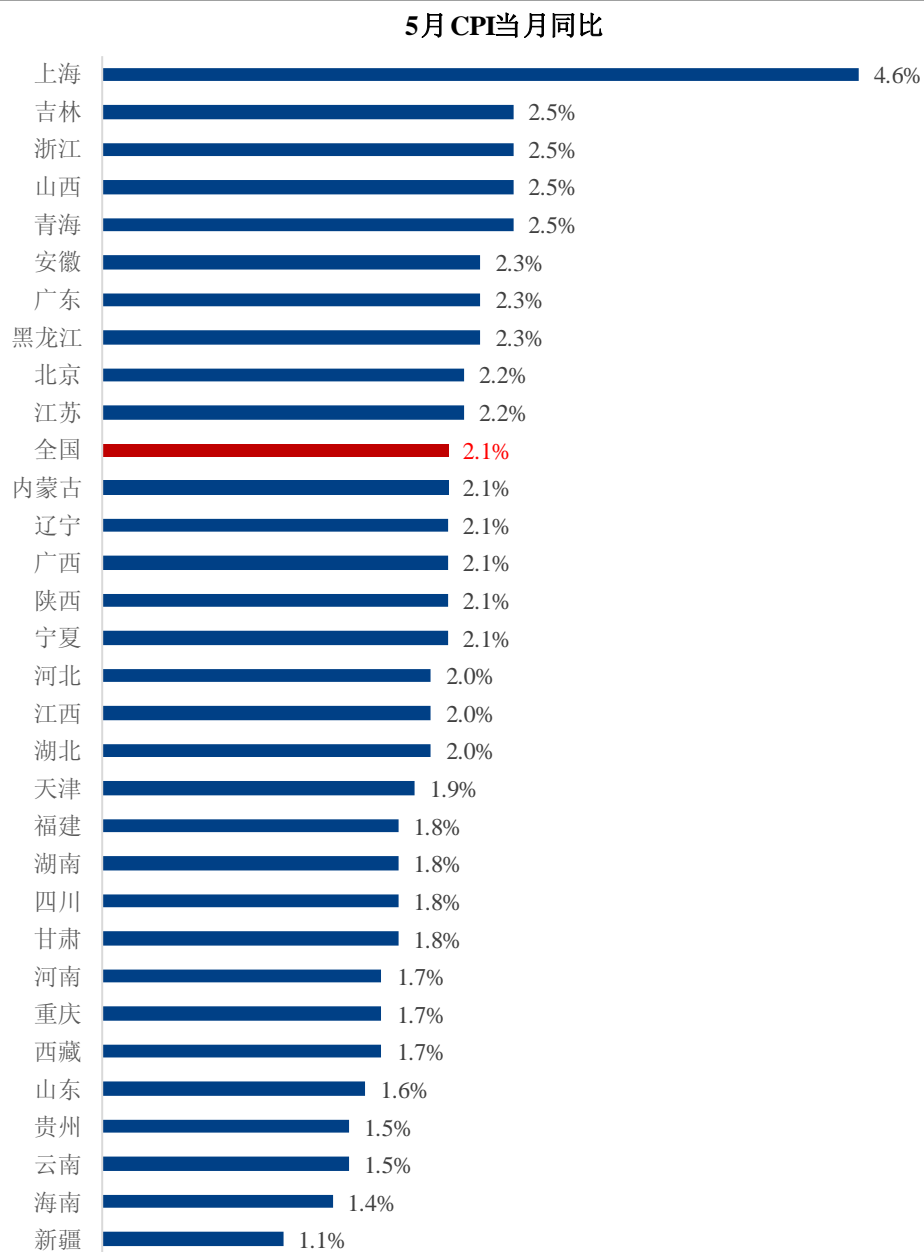
图表 1：5 月各省份 CPI 同比.....	4
图表 2：5 月各省份 PPI 同比.....	5
图表 3：4 月上海公路货运量同比降幅超 70%.....	6
图表 4：4 月各省份 CPI 同比与新增确诊病例正相关.....	6
图表 5：3-5 月生活必需品零售额同比增速较高.....	7
图表 6：4 月上海食品价格环比大幅上涨.....	7
图表 7：5 月上海食品价格环比持续上涨.....	8
图表 8：3-5 月上海食品价格逆季节性大幅上涨.....	8
图表 9：4 月疫情最严重的上海和吉林，PPI 同比反而全国最低.....	9
图表 10：PPI 中，生产资料同比涨幅显著大于生活资料.....	9
图表 11：3-5 月 PPI 价格水平总体平稳.....	10
图表 12：3-5 月上海食品类 PPI 环比增速弱于 2021 年.....	10
图表 13：3-4 月制造业利润总额同比增速下行.....	11
图表 14：当前失业率处于历史高位.....	11



## 一、疫情反弹大幅推高居民生活成本，疫情越严重的省份 CPI 越高，生活必需品涨幅更大

继国家统计局发布了全国通胀数据后，近期也陆续发布了各省份的 CPI 和 PPI 数据。疫情之下，各省份的通胀水平不一，CPI 和 PPI 走势也有明显差异。

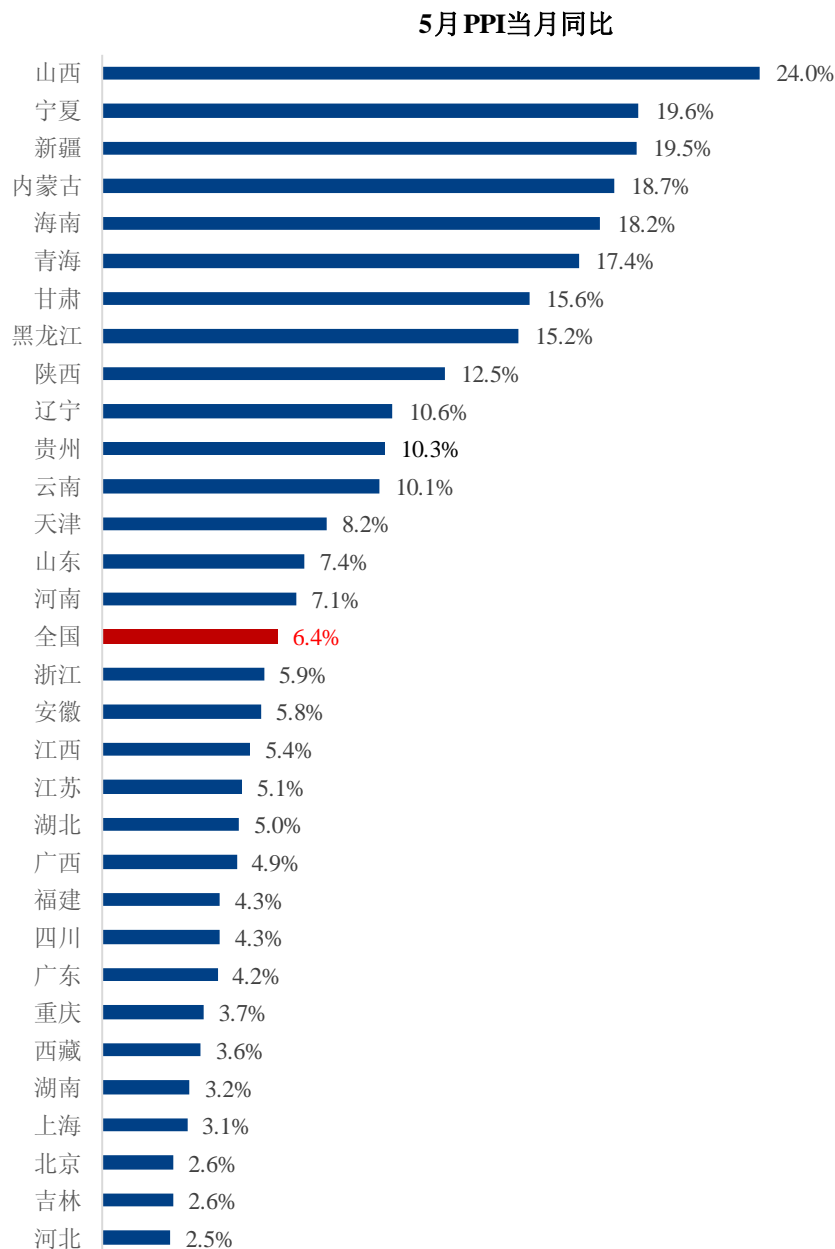
图表1：5月各省份 CPI 同比



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：5月各省份PPI同比

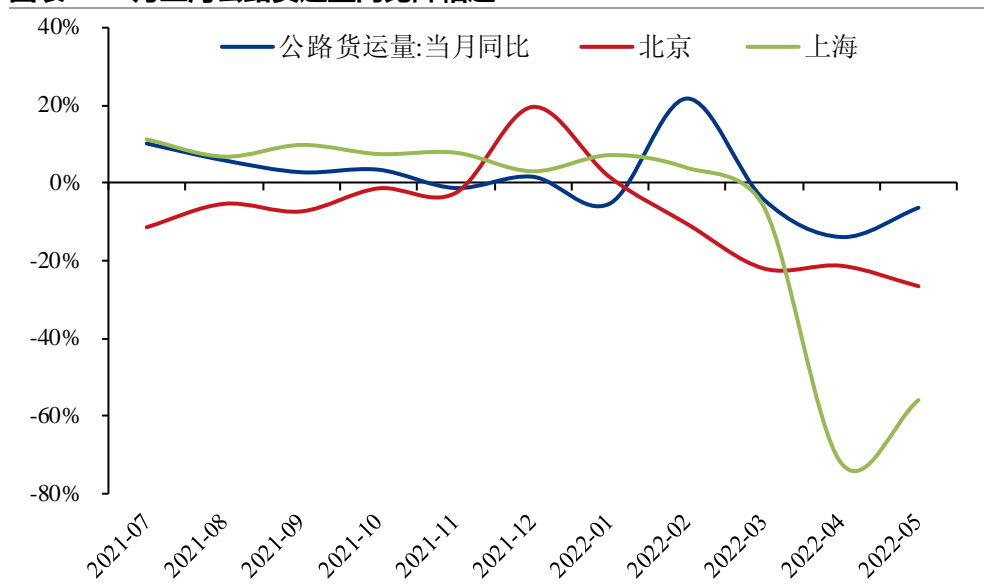


资料来源：Wind、粤开证券研究院

**本轮疫情反弹对居民消费物价造成了严重影响：**一方面，防控趋严导致城市间和城市内物流受阻，商品供应不足；另一方面，居家隔离使得居民囤货需求大幅增加。商品供需缺口扩大，价格自然大幅上涨。



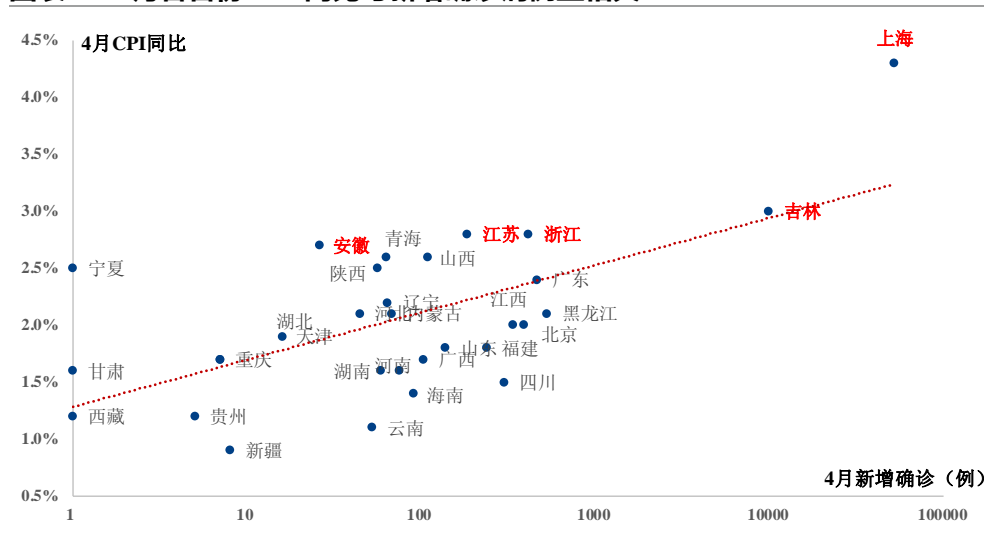
图表3：4月上海公路货运量同比降幅超70%



资料来源：Wind、粤开证券研究院

分省份来看，疫情越严重，物流和供应链不畅，CPI 同比越高。疫情越严重，防控措施越严，商品供需缺口越大，物价涨幅自然越高。4月上海 CPI 同比高达 4.3%，5月更是升至 4.6%，均显著高于全国的 2.1%。受上海影响，同在长三角的浙江、江苏和安徽防控更严，CPI 同比也要高于疫情状况相似的省份。

图表4：4月各省份 CPI 同比与新增确诊病例正相关

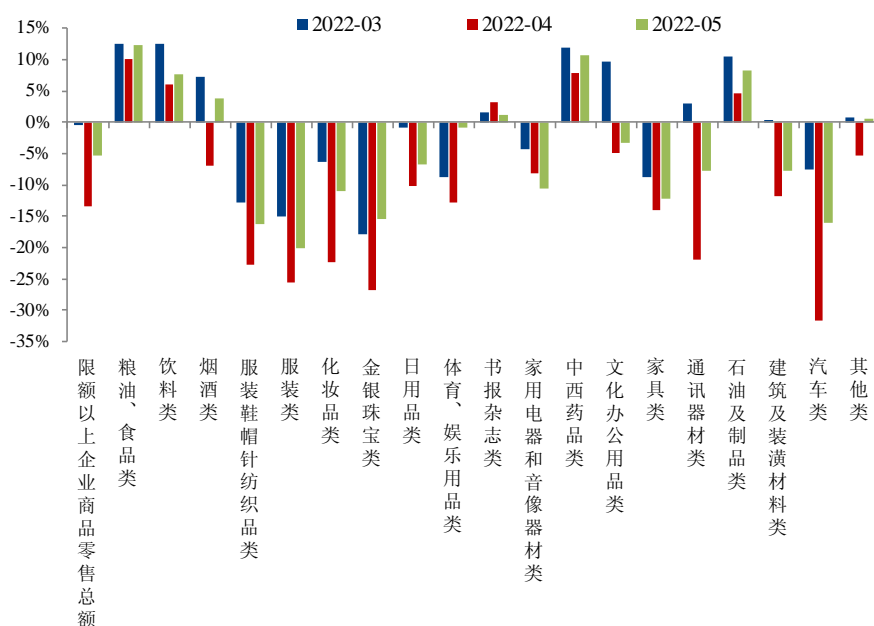


资料来源：Wind、粤开证券研究院

分商品来看，生活必需品受影响更大。疫情对不同商品供需的影响是非对称的：供给方面，像蔬菜和水果，每日销售量大且不耐储藏，高度依赖于物流畅通，而像金银珠宝，物流不畅的影响就相对较小；需求方面，居家隔离期间，食品必须大量储备，而服装鞋帽等出行相关需求大幅萎缩。3-5月，在总体商品零售同比下降的同时，食品、饮料、药品等必需品销售逆势增长，而其他非必需品销售降幅明显。



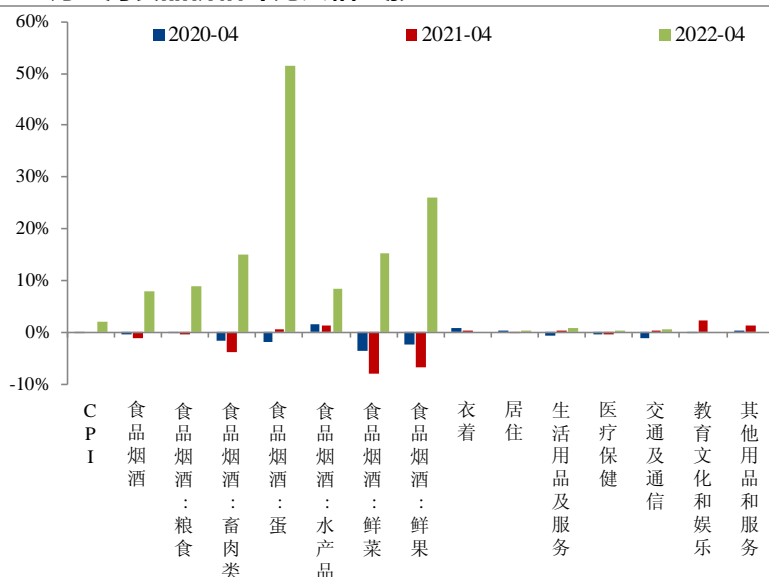
图表5：3-5月生活必需品零售额同比增速较高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

以上海为例，4月食品价格环比逆季节性大幅上升。通常来说，春节过后，食品价格会季节性回落，但今年受疫情冲击，4月食品价格不降反升，尤其是蛋类环比涨幅高达51.5%。即使到了5月，食品价格仍继续上涨，仅鲜菜价格有所回落，但仍高于3月时的价格水平。定基指数展现得更加清晰，今年3-5月，上海食品价格要显著高于往年，同比分别高出2.3%、11.7%和13.1%。

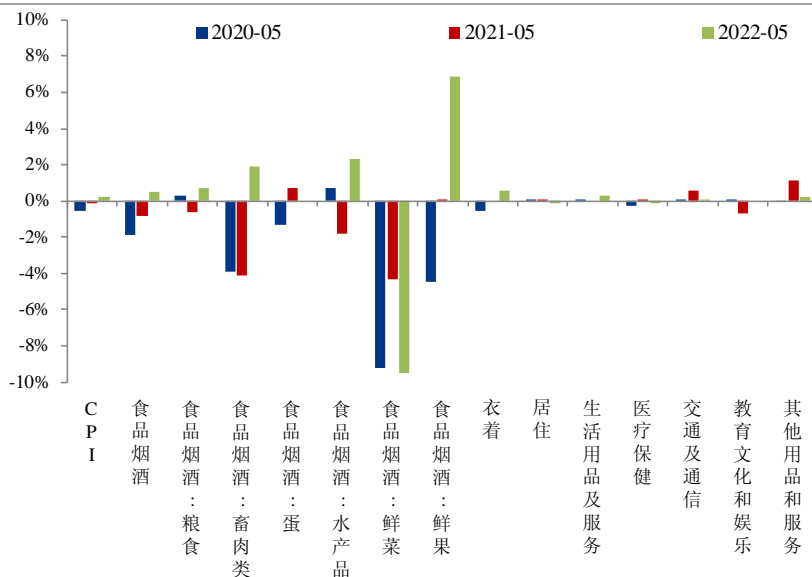
图表6：4月上海食品价格环比大幅上涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院

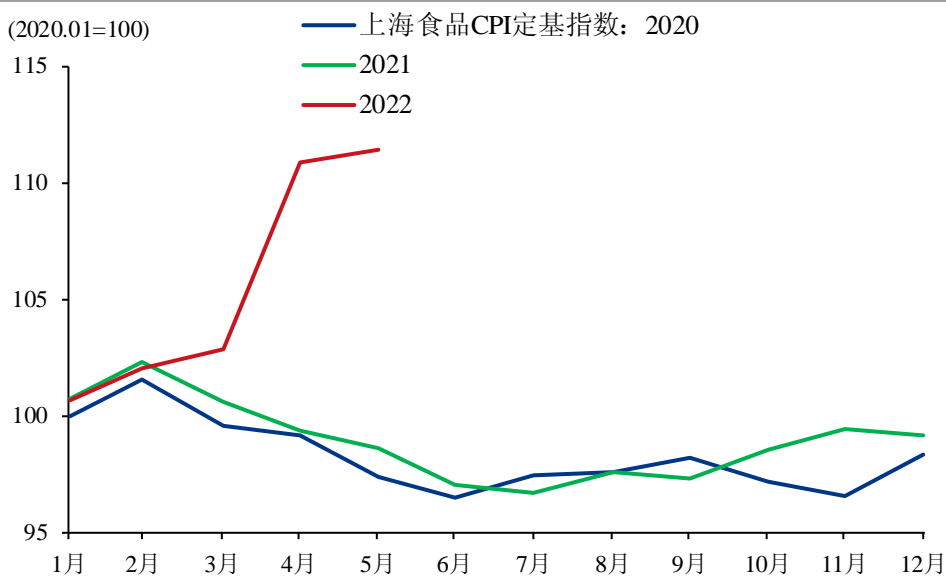


图表7：5月上海食品价格环比持续上涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：3-5月上海食品价格逆季节性大幅上涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院

尽管 CPI 数据已足够反映物价的大幅上涨，但实际的通胀水平还要更高。一是统计数据是定时定点采集，菜场、超市等地的价格相对规范，与其他渠道的采购价格之间存在一定差别；二是商品可选种类减少，甚至质量下降，使得隐含通胀水平上升；三是部分居民在短时期内曾面临物资紧张，有价无市是最严重的通胀情形。

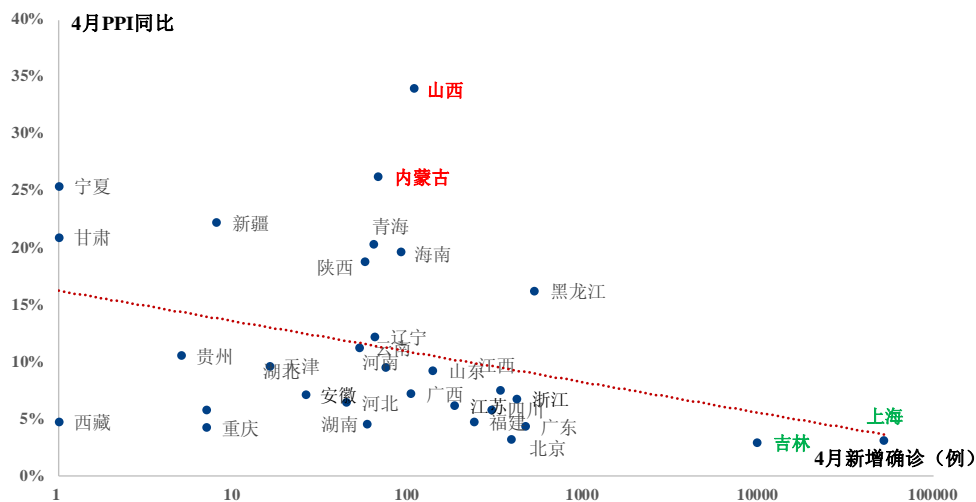




## 二、PPI 表现与 CPI 明显不同，企业利润增速下行，居民失业率上升

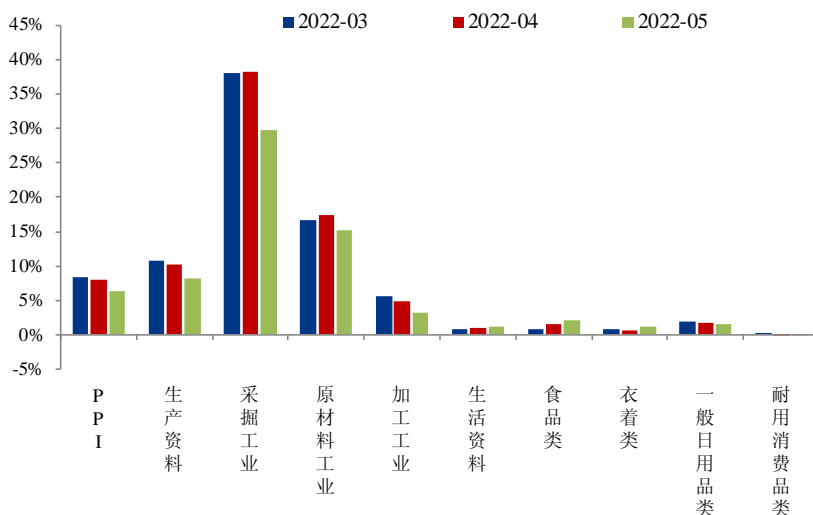
分省份来看，4 月疫情最严重的上海和吉林，PPI 同比反而是全国最低；最高的则是疫情中等的山西和内蒙古，同比分别高达 34.0% 和 26.2%。这与各省份的产业结构有关：原材料价格大幅上涨，使得山西等资源型省份 PPI 同比高增；终端需求较弱，拖累下游制造业 PPI，导致长三角、珠三角等地区 PPI 增速较低。

图表9：4 月疫情最严重的上海和吉林，PPI 同比反而全国最低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表10：PPI 中，生产资料同比涨幅显著大于生活资料

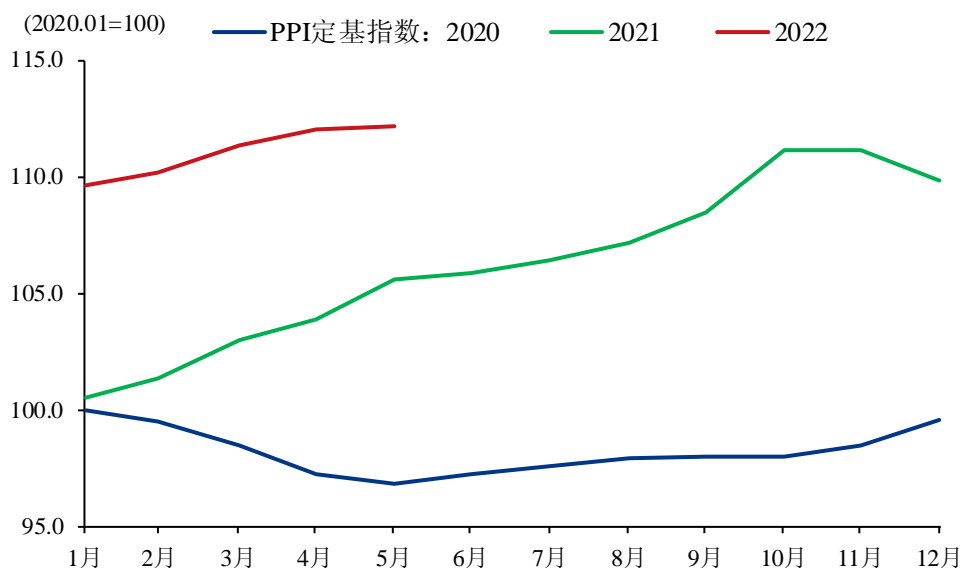


资料来源：Wind、粤开证券研究院



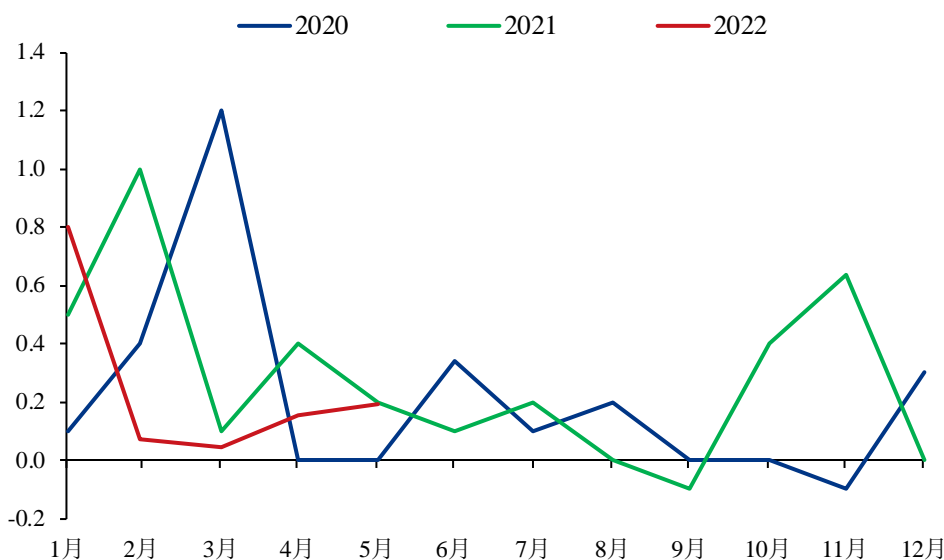
从价格涨幅来看，3-5 月 PPI 价格水平总体平稳，受疫情影响相对较小，波动小于 CPI。同样是 4-5 月的上海食品，CPI 环比逆季节性大幅上涨，PPI 环比反而还要弱于 2021 年。

图表11：3-5 月 PPI 价格水平总体平稳



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表12：3-5 月上海食品类 PPI 环比增速弱于 2021 年

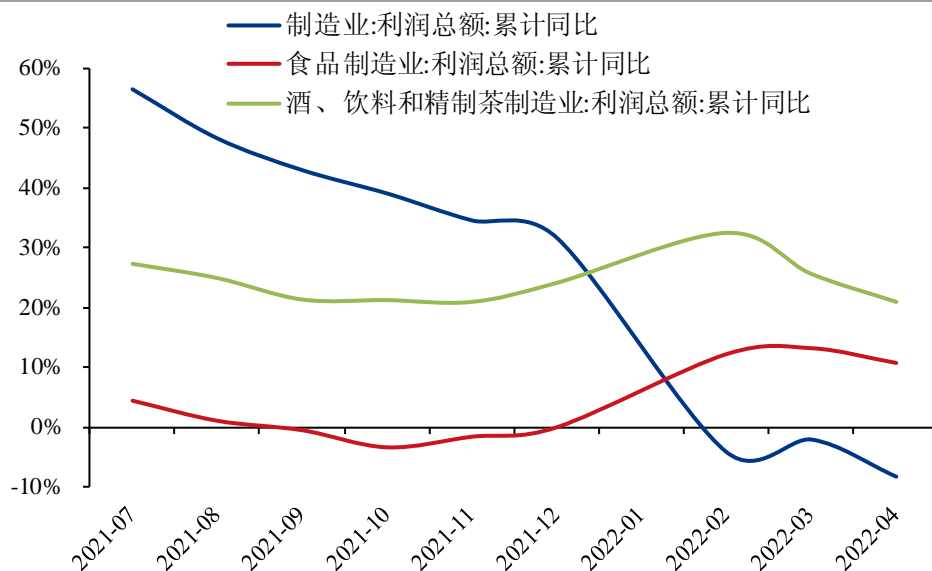


资料来源：Wind、粤开证券研究院

CPI 上升而 PPI 偏弱，意味着居民承受着物价上升，而企业却并未明显受益，出厂价格与终端价格之间的价差源自于物流成本的上升。疫情严重干扰了正常的生产生活秩序，销售下滑、生产受限，企业经营状况恶化，导致失业率攀升，居民收入下滑，进一步加大经济下行压力。

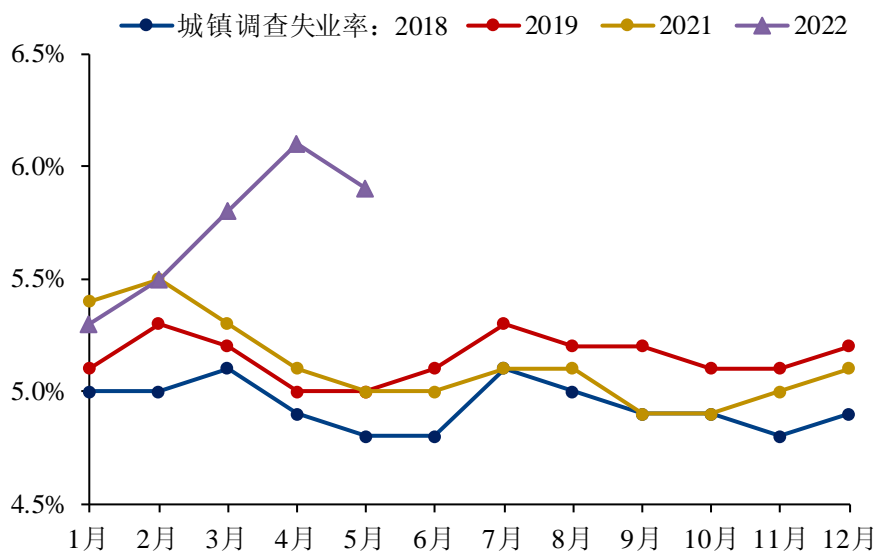


图表13：3-4月制造业利润总额同比增速下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表14：当前失业率处于历史高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、中低收入人群受损更重，下半年CPI单月同比或超3%，做好保供稳价和生活补助工作

面对同样的通胀水平上升，中低收入人群受损更重。第一，本轮疫情主要推高食品价格，中低收入人群恩格尔系数较高，对其生活成本的影响更加显著。第二，中低收入人群通过寻找廉价替代品来缓解通胀的难度更大。一般来说，超市蔬菜价格太贵，可以去菜场；苹果价格太贵，可以买桔子。但是对于中低收入人群来说，本身就是买的同类商品中的低价品种，没有进一步消费降级的空间了。第三，中低收入人群受经济低迷和

失业增加的影响更大。

**下半年我国面临来自国际油价和粮价的输入性通胀风险，叠加国内猪周期上行，或推动 CPI 单月同比突破 3%。**油价方面，俄乌冲突导致国际原油供应紧张，而 OPEC 和美国页岩油均未明显增产，随着疫情好转后交通出行等需求恢复，油价将继续震荡向上。粮价方面，地缘冲突、成本上升、气候变化、投机交易四方面因素或引发全球粮食危机，今年国内粮食市场受到的贸易冲击和成本压力均高于 2008 年和 2011 年。原油和粮食价格上涨，一方面直接推高 CPI 中交通、食品等分项，另一方面沿着产业链向下游传导，使得更多终端消费品面临涨价压力。猪肉持续去产能，价格已在底部徘徊了一年左右，下半年或开启上行周期。

**面对未来通胀上行压力，一要做好保供稳价工作，守住能源和粮食安全的底线；二要积极出台政策扶助中低收入人群，缓解通胀和疫情冲击。**例如，通过核增产能、扩产、新投产等，今年新增煤炭产能 3 亿吨；对实际种粮农民发放一次性补贴，缓解农资价格上涨带来的种粮增支影响，稳定农民收入，调动农民种粮积极性；向中低收入人群发放生活补助等。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)