

## 通胀的“序章”

伴随油价大跌、猪价大涨，通胀预期出现分化。当前低通胀能否延续，有哪些潜在风险，未来通胀如何演绎？本文梳理，可供参考。

■ **温和通胀已不能掩盖成本压力的传导，而食品核心拖累项即将成为通胀推手**

CPI 同比读数温和，无法掩盖成本传导压力，如能源成本高企等对 CPI 非食品中枢的显著推升。与原材料涨价直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中已有明显体现，例如油价上涨推升 CPI 交通工具用燃料一度达 40%、创新高。伴随能源等原材料涨价，非食品中枢明显抬升，CPI 非食品同比短短一年间由负值“陡升”至 2% 以上，剔除能源的服务和其他非食品尚未修复至疫情前。

伴随新一轮猪周期的启动，猪价即将由 CPI 拖累项变为通胀重要推手。作为 CPI 主要波动来源，CPI 食品项，一度受生猪供给上量、猪价大幅下跌拖累，创历史最低。伴随供给收缩，猪价开始持续上涨，22 省市生猪均价由 3 月的 12.3 元/千克、连续上涨至 5 月的 15.4 元/千克，带动 CPI 猪肉环比由 -9.3% 转正至 5.2%；6 月中下旬以来，猪价加快上涨，7 月初超 20 元/千克、创过去一年来新高。

■ **“猪油”演绎不同，决定两者对未来通胀的影响，并非单纯的“共振”驱动**

供需紧平衡下，原油等涨价传导或延续、成本端压力较难短时间内缓解，但直接影响边际减弱。伴随疫情退潮和出行旺季到来，原油需求仍在改善，产能受限背景下，原油价格仍将高企。但国内成品油上限“有顶”，当国际原油高于 130 美元/桶，国内汽、柴油价格不提或少提；当前国际原油处临界值，成品油调价空间或有限。同样，煤炭、铜等原料价格维持高位推升的成本端压力或也边际减弱。

产能去化放缓、供给上量加快等或削弱猪价弹性，但养殖成本抬升等或推升猪价中枢。猪周期本质上是养殖盈利驱动下的存栏量变化。非洲猪瘟影响下，养殖利润大幅累积，使得本轮养殖户“抗亏损”能力更强；叠加行业产能扩张、猪种改良等，或使得产能去化不彻底、供给能力上量快。同时，伴随玉米、大豆等原材料涨价，饲料等养殖成本或推升猪价中枢；若需求边际改善，猪价上行或更快。

■ **下半年 CPI 通胀抬升已成“共识”，但明年上半年通胀高企的风险不宜低估**

猪周期启动、成本传导推动下，CPI 通胀或在 3 季度加速抬升，高点或在 3% 左右、甚至可能更高。全球粮食危机下，部分进口依赖度较高的粮食涨价或通过成本间接影响猪价等，叠加生猪产能去化、猪周期启动，猪价回升或带动 CPI 食品项反弹。食品价格回升的同时，原油等支撑非食品价格维持高位，或推动下半年 CPI 明显抬升；中性情景，CPI 或在 3 季度加速抬升、阶段高点或在 3% 左右。

明年上半年通胀中枢或进一步抬升，通胀在高位停留的时间可能超预期。不同于今年，明年核心 CPI 抬升，或成为 CPI 中枢进一步抬升重要变量之一，核心驱动或来自线下活动修复下，服务业“补偿式”涨价等。叠加猪周期启动、原材料涨价扩散等影响，中性情景下，明年 CPI 中枢或抬升至 2.6%，上半年中枢或接近 3%；悲观情景下，需求加速修复带动全面通胀，上半年 CPI 中枢或超 3.5%。

**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

一、非食品中枢受成本压力抬升，食品项核心驱动吹响涨价号角	4
（一）原材料涨价累积的成本端压力已明显推升非食品中枢	4
（二）非食品抬升下，新一轮猪周期启动吹响食品项回升号角	5
二、往后来看，CPI 核心驱动演绎节奏、影响幅度或不同以往	7
（一）供需紧平衡下，原油等涨价传导延续、直接影响边际减弱	7
（二）不同以往，新一轮猪周期去化节奏或拉长、价格中枢抬升	9
三、年内 CPI 高点或破 3%。警惕明年上半年的通胀风险释放	12
（一）“猪油共振”风险等，或推动年内 CPI 通胀高点达 3%	12
（二）相较于年内，关注明年上半年 CPI 维持高位的潜在风险	13
风险提示：	16

## 图表目录

图表 1: CPI 分项中，猪肉价格拖累明显	4
图表 2: 剔除猪肉和服务的 CPI 同比处近年高位	4
图表 3: 原油涨价，带动 CPI 交通工具用燃料抬升	4
图表 4: PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步显现	4
图表 5: 能源涨价等带动 CPI 非食品中枢明显回升	5
图表 6: 非食品抬升下，食品端压制 CPI 回升	5
图表 7: 伴随生猪出栏快速增加，猪价一度大幅下跌	5
图表 8: 猪价大幅下跌拖累 CPI 食品	5
图表 9: 生猪定点屠宰量一度大幅高于以往	6
图表 10: 猪企阶段性“压栏”加剧供给过剩	6
图表 11: 能繁母猪等领先指标显示猪价或于年中回升	6
图表 12: 2022 年 4 月中下旬，猪价企稳回升	6
图表 13: 食品细分项中的猪肉是 CPI 波动主要来源	7
图表 14: 猪肉对 CPI 的压制已有所减弱	7
图表 15: OECD 增产也较为谨慎	7
图表 16: 美国页岩油增产相对较慢	7
图表 17: 全球航班数量有望进一步修复	8
图表 18: 原油需求结构中，交通用油占比较大	8
图表 19: 当前油价已处高位	8
图表 20: 国内成品油价格调整有上限	8
图表 21: 部分省市纷纷上调电价上浮比例	9
图表 22: 电价上涨可直接、间接影响 CPI	9
图表 23: 煤炭、铜等原材料价格已处历史高位	9
图表 24: 保供稳价政策频出	9

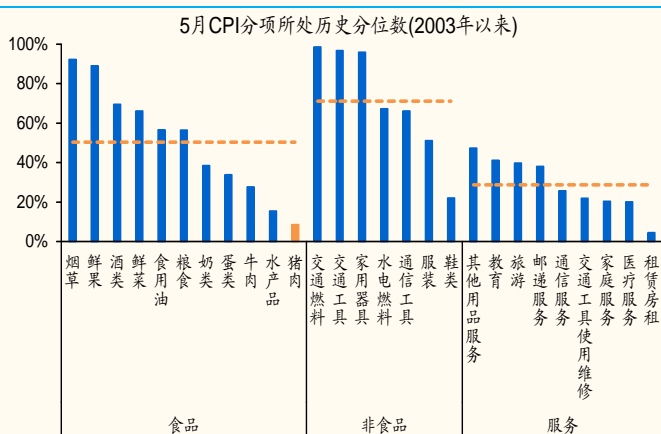
图表 25: 本轮猪周期生猪养殖利润一度大幅累积.....	10
图表 26: 上市猪企生猪存栏占比明显抬升.....	10
图表 27: 二元能繁母猪占比明显回升.....	10
图表 28: 二元母猪的繁殖能力相对更强.....	10
图表 29: 新一轮猪周期养殖成本或明显高于以往.....	11
图表 30: 猪价与粮食等饲料价格同向波动.....	11
图表 31: 全国各线城市餐饮恢复强度提升.....	11
图表 32: 下半年, 食品类消费需求季节性回升.....	11
图表 33: 相较三大主粮, 大豆等农产品进口依赖度高.....	12
图表 34: 国内大豆价格对国际价格敏感度较高.....	12
图表 35: 我国大豆主要用于压榨制油.....	12
图表 36: 猪饲料中玉米、豆粕占比较高.....	12
图表 37: 猪价回升或带动 CPI 食品回升.....	13
图表 38: CPI 食品项反弹或助力 CPI 回升.....	13
图表 39: 油价高位、猪周期启动或引发“猪油共振”.....	13
图表 40: 三季度, 猪油共振影响或相对明显.....	13
图表 41: 地铁客运量回升、尚未修复至疫前水平.....	14
图表 42: 全国各线城市餐饮恢复强度普遍提.....	14
图表 43: 疫后, 部分餐饮企业关闭门店较多.....	14
图表 44: 2020 年以来, 服务业经营状况持续堪忧.....	14
图表 45: PPI 一般日用品延续回升.....	15
图表 46: 部分一般日用品已明显提价.....	15
图表 47: 中性情景下, 2023 年上半年 CPI 中枢或接近 3%.....	15
图表 48: 通胀预期升温会引起政策关注.....	16
图表 49: 债市表现或一定程度受到通胀预期的干扰.....	16

## 一、非食品中枢受成本压力抬升，食品项核心驱动吹响涨价号角

### (一) 原材料涨价累积的成本端压力已明显推升非食品中枢

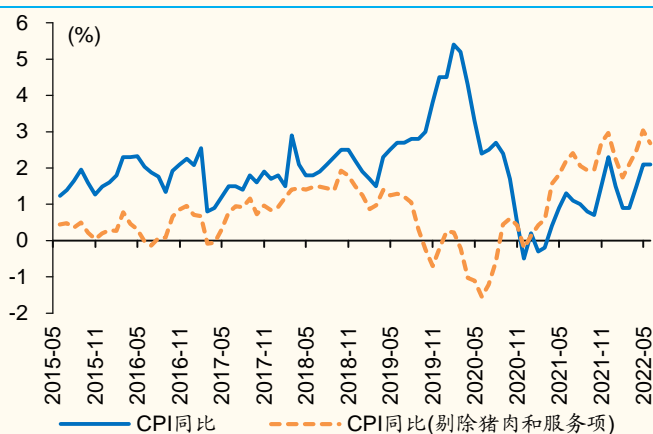
**CPI 同比读数温和低位并非传导受限，剔除猪肉和服务的 CPI 已近年高位。** CPI 主要分项中，猪肉价格拖累显著，5 月 CPI 猪肉同比-21.1%、依然处于历史不足 10%的分位数，CPI 服务项整体也相对低迷、处于历史不足 30%的分位数，而 CPI 交通燃料、交通工具、家用器具等非食品细分项均处于历史 95%以上分位数的绝对高位；剔除猪肉和服务项的 CPI 同比一度超 3%。

图表 1: CPI 分项中，猪肉价格拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

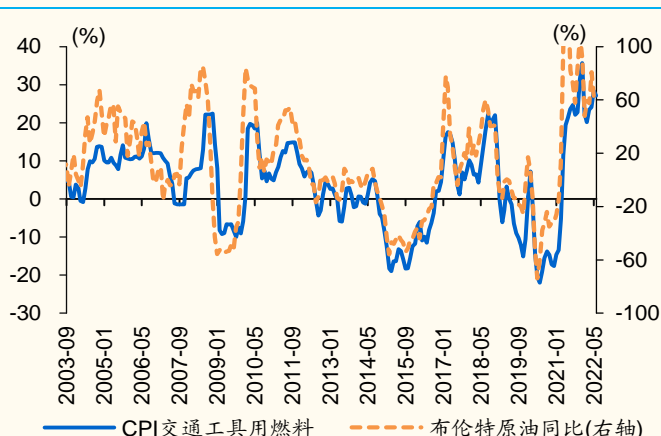
图表 2: 剔除猪肉和服务的 CPI 同比处近年高位



来源: Wind、国金证券研究所

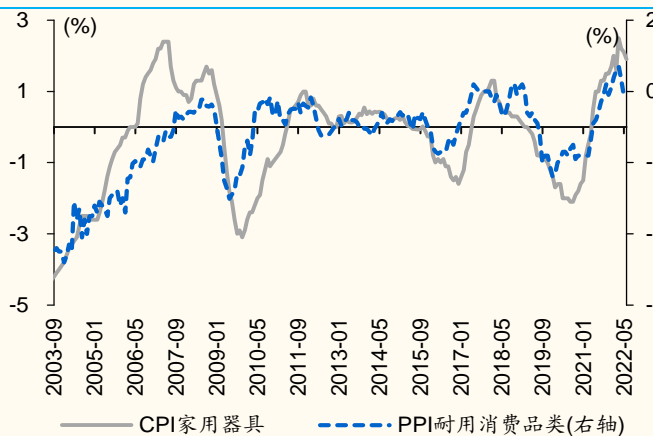
**与能源等原材料涨价直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中已有明显体现。** 原油等到大宗商品涨价直接抬升相关燃料价格，影响 CPI 水电燃料、交通工具用燃料等分项，已在 CPI 中明显体现，例如，原油涨价带动 CPI 交通工具同比大幅抬升至 30%左右。同样地，钢、铜等涨价，推升耐用品制造成本，使得 CPI 家用器具一度攀升至 2.5%、创历史新高。

图表 3: 原油涨价，带动 CPI 交通工具用燃料抬升



来源: Wind、国金证券研究所

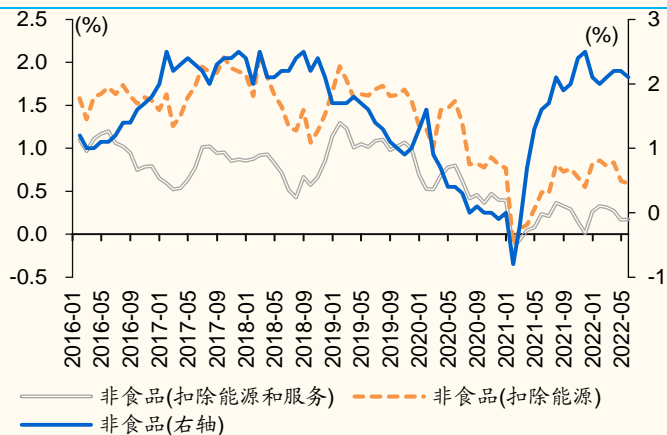
图表 4: PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步显现



来源: Wind、国金证券研究所

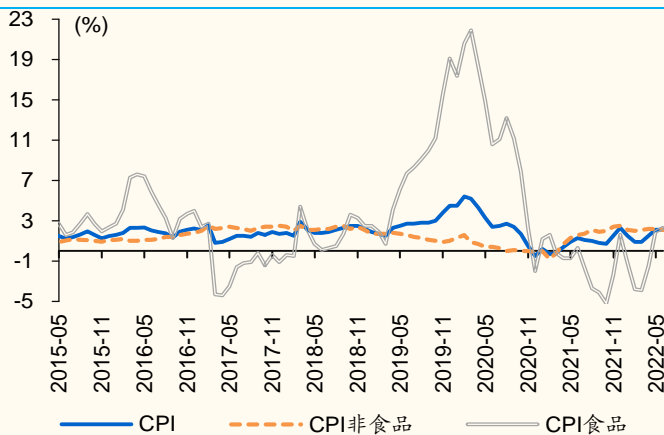
能源等原材料涨价已明显推升非食品中枢，剔除能源的服务和其他非食品价格仍有修复空间。CPI 非食品中主要包括生活相关的商品和服务，受到上游原材料供应等成本影响；而成本型通胀，一旦抬升、短期内或较难明显回落。事实上，本轮能源等原材料涨价带来的成本型通胀已明显推升非食品中枢，CPI 非食品同比在短短一年间由负值“陡升”至 2% 以上、一度达 2.5%；而剔除能源的服务和其他非食品价格同比在 0.5%-0.9% 间徘徊、尚未修复至疫前。

图表 5：能源涨价等带动 CPI 非食品中枢明显回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：非食品抬升下，食品端压制 CPI 回升

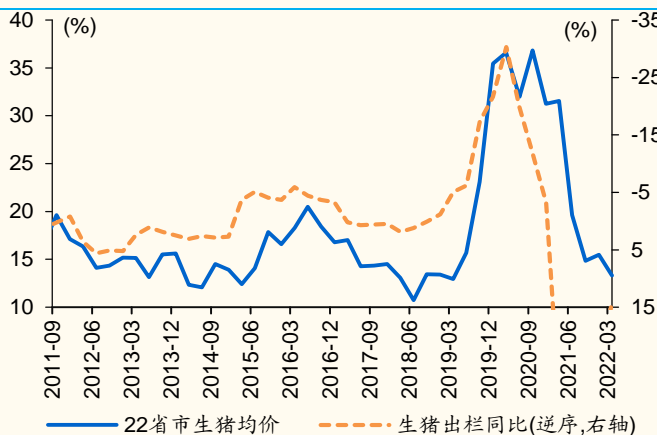


来源：Wind、国金证券研究所

## （二）非食品抬升下，新一轮猪周期启动吹响食品项回升号角

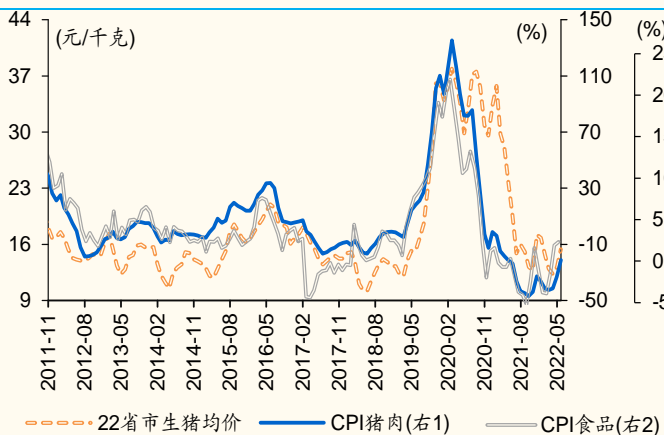
生猪供给上量、猪价大幅下跌，一度拖累 CPI 食品创历史最低。伴随着能繁母猪产能修复、生猪出栏量大幅增长。叠加部分时段猪企“压栏”、屠宰超季节性放量等，也一定程度加剧了猪肉供给过剩。此外，疫情反复下，线下消费活动阶段性干扰使得猪肉需求下降，拖累猪肉价格大幅回落。例如，22 省市生猪均价由 2020 年年中高点近 38 元/千克，“腰斩”至 2022 年年初的不足 13 元/千克；同时，CPI 猪肉也跌至-47% 的“深坑”。

图表 7：伴随生猪出栏快速增加，猪价一度大幅下跌



来源：Wind、国金证券研究所

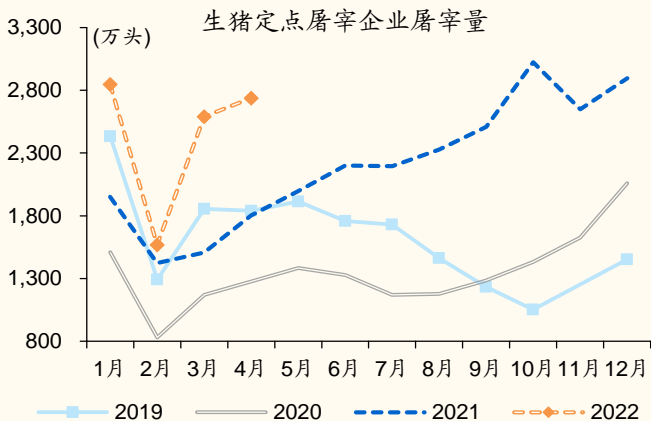
图表 8：猪价大幅下跌拖累 CPI 食品



来源：Wind、国金证券研究所

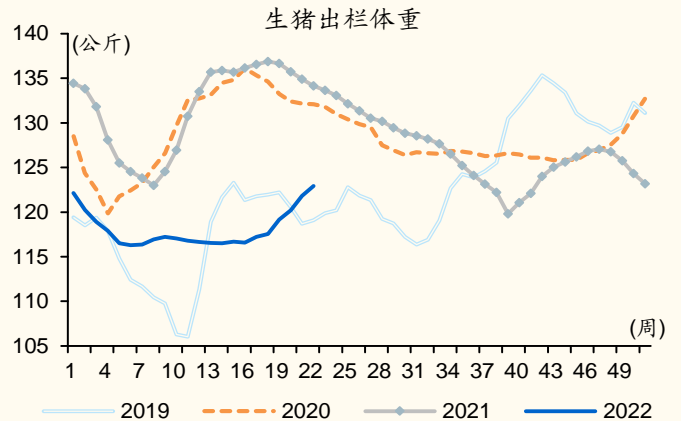


图表 9: 生猪定点屠宰量一度大幅高于以往



来源: Wind、国金证券研究所

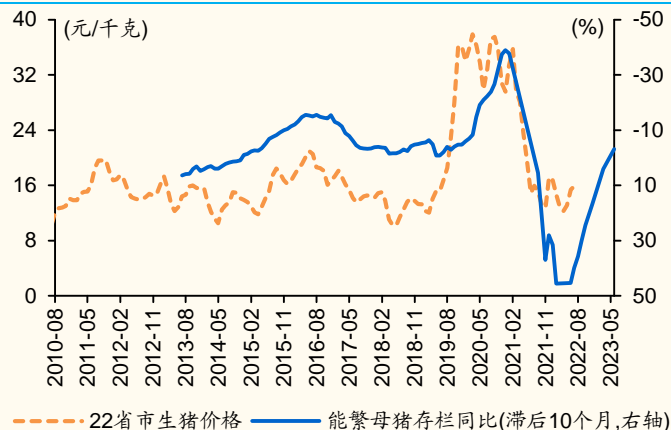
图表 10: 猪企阶段性“压栏”加剧供给过剩



来源: Wind、国金证券研究所

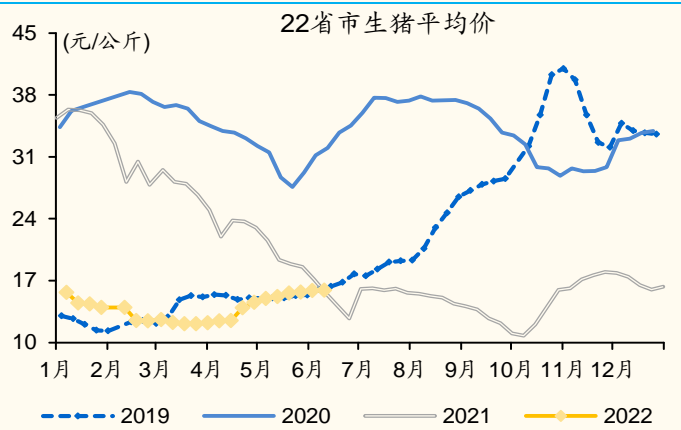
伴随生猪产能调整, 猪价已有企稳回升迹象, 对 CPI 环比正向影响有所显现。生猪养殖周期显示, 能繁母猪存栏量领先猪价拐点 10 个月左右, 或预示猪价于年中前后止跌回升。事实上, 4 月中下旬以来, 22 省市生猪均价已有企稳迹象, 由 3 月的 12.3 元/千克、连续回升至 6 月的 16.4 元/千克、7 月初已超 20 元/千克, 带动 CPI 猪肉环比转正 (详情参见《CPI 通胀风险仍在积蓄》)。

图表 11: 能繁母猪等领先指标显示猪价或于年中回升



来源: Wind、国金证券研究所

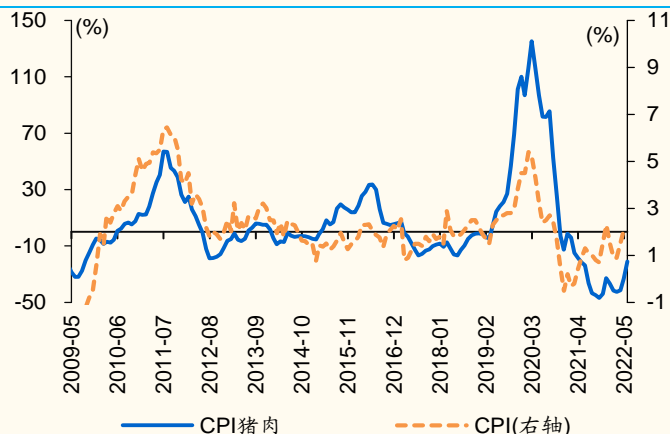
图表 12: 2022 年 4 月中下旬, 猪价企稳回升



来源: Wind、国金证券研究所

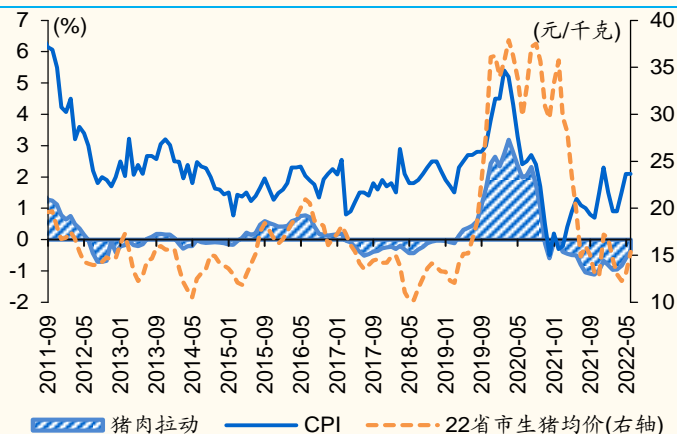
经验显示, 猪价回升“号角”响起, 或推动 CPI 通胀升温。CPI 权重中最高的为食品项、占比近 1/3, 尤其是细分项中的猪肉, 是 CPI 通胀率波动的主要贡献项。回溯历史, 伴随猪价的周期性波动, CPI 多有明显起伏, 特别是非洲猪瘟期间, 猪价“急涨急跌”影响明显加大, 一度成为影响 CPI 波动的主要来源。2021 年以来, CPI 温和低位也多缘于猪价低位的压制; 伴随猪价企稳回升, CPI 通胀预期正逐步升温。

图表 13: 食品细分项中的猪肉是CPI波动主要来源



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 猪肉对CPI的压制已有所减弱



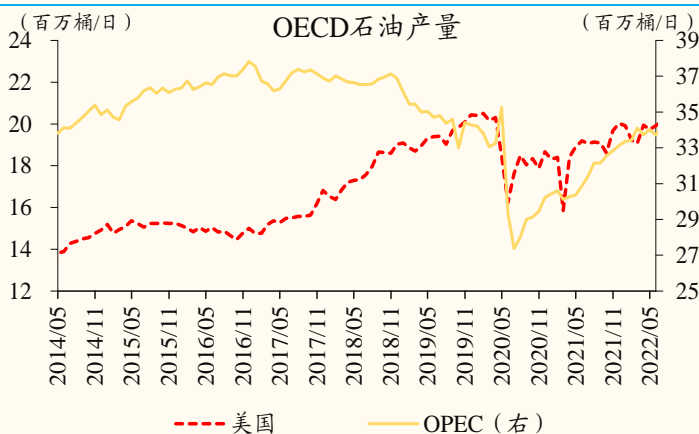
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、往后来看，CPI核心驱动演绎节奏、影响幅度或不同以往

### (一) 供需紧平衡下，原油等涨价传导延续、直接影响边际减弱

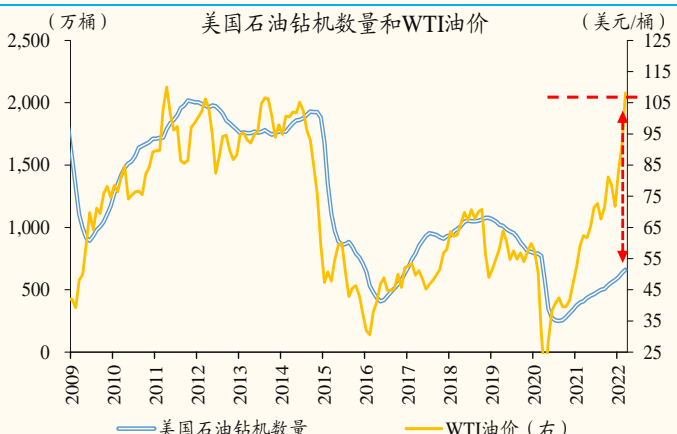
供需紧平衡下，原油等国际大宗商品价格或仍将高企。供给端上，OPEC作为原油市场的“头号玩家”。近期增产屡屡不及预期，且石油财政主导下的高油价诉求较强，缓慢增产或将是常态，同时，美国页岩油也增产放缓等，或使得原油供给弹性仍有约束；伴随着疫情退潮和出行旺季的到来，原油需求仍在改善。供需紧平衡下，原油上涨第二波仍在途中（详情参见《油价上涨第二波，尚在途中》）。

图表 15: OECD增产也较为谨慎



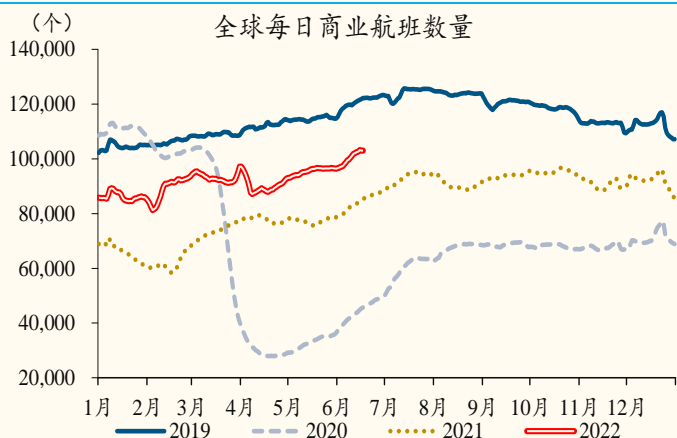
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 美国页岩油增产相对较慢



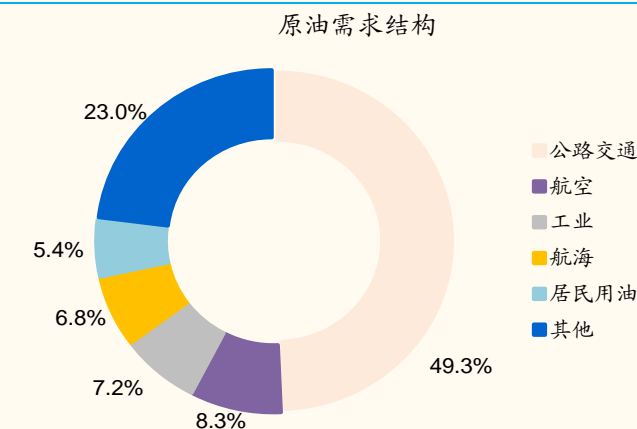
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 全球航班数量有望进一步修复



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

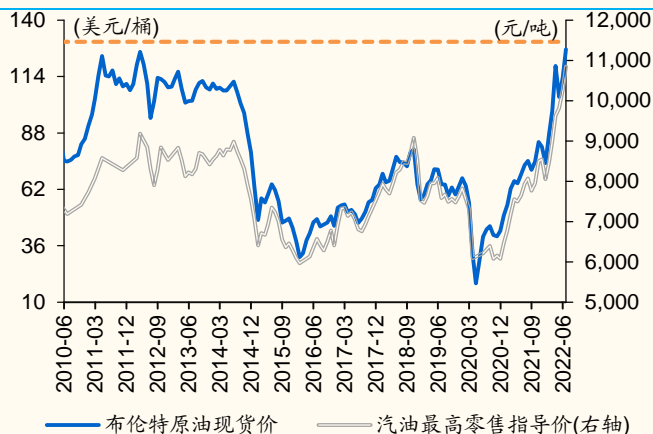
图表 18: 原油需求结构中, 交通用油占比较大



来源: Wind, 国金证券研究所

原油等国际大宗商品涨价传导或延续、成本端压力较难短时间内缓解, 但直接影响边际减弱。原油等国际大宗商品涨价带动国内成品油涨价, 直接体现在 CPI 交通工具用燃料、CPI 水电燃料等分项上。但国内成品油价格上限“有顶”, 根据调整机制, 国际原油价格高于 130 美元/桶, 国内汽、柴油原则上不提或少提; 当前布伦特原油已接近临界值, 国内成品油调价空间或相对有限。

图表 19: 当前油价已处高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 国内成品油价格调整有上限

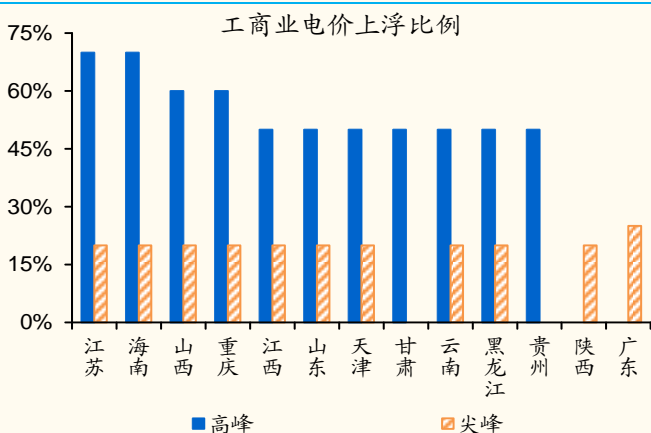
国际市场原油价格	成品油价格计算规则
低于每桶40美元(含)	按原油价格每桶40元、正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶40美元低于80美元(含)	按正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶80美元	开始扣减加工利润率, 直至按加工零利润计算成品油价格
高于每桶130美元	采取适当财税政策保证成品油生产和供应, 汽、柴油原则上不提或少提

来源: 发改委, 国金证券研究所

同样地, 煤炭等原材料价格推升的成本端压力也较难短时间消解, 但保供稳价下, 直接影响也或边际减弱。煤炭等成本上涨推升电力成本, 居民用电价格虽有控制, 但部分省市已纷纷上调工商业电价的上浮比例。电价上涨通过影响工业产品的量、价, 进而传导至终端消费品, 也可能推升相关服务成本。当前煤炭、铜等商品价格已处于历史高位, 保供稳价政策频出下未来上行空间或相对有限, 对成本抬升的直接影响边际或减弱。

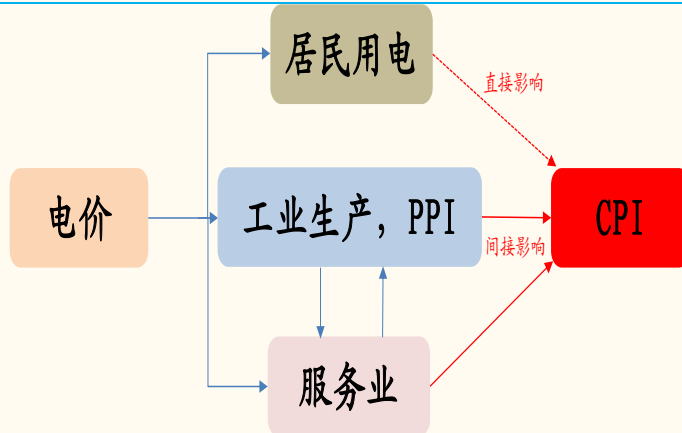


图表 21: 部分省市纷纷上调电价上浮比例



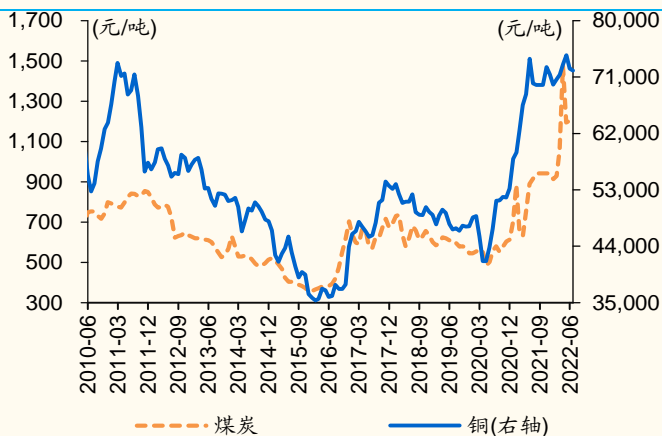
来源: 各省市发改委、国金证券研究所

图表 22: 电价上涨可直接、间接影响 CPI



来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 煤炭、铜等原材料价格已处历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 保供稳价政策频出

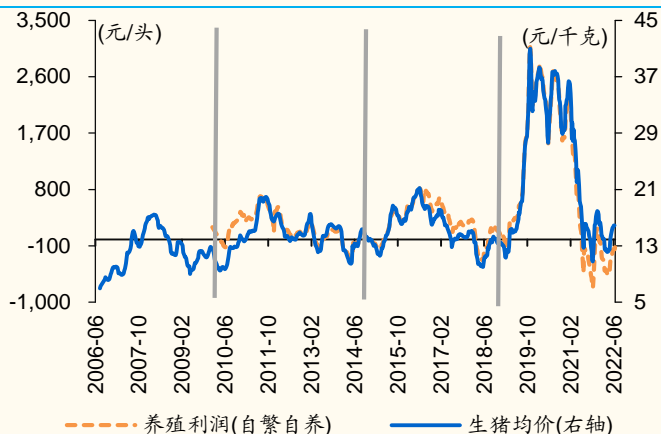
时间	文件/会议	主要内容
2022年4月	关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告	维护煤炭市场价格秩序、更好保障国家能源安全。
2022年4月	国常会	强化能源保供, 木雨绸缪推进条件成熟、发展需要的能源项目开工建设, 促进能源结构持续优化
2022年2月	关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知	综合采取供需衔接、储备吞吐、进出口调节、运输协调等措施, 促进煤炭价格在合理区间运行...按程序及时启动价格干预措施, 引导煤炭价格回归合理区间...
2022年1月	国务院常务会议	加强能源和重要民生商品保供稳价工作...进一步抓实抓细能源和市场保供工作...
2021年10月	国常会	充分发挥好煤电油气运保障机制作用, 做好日调度、周平衡...保证民用气和取暖价格基本稳定
2021年10月	国务院政策例行吹风会	充分发挥好煤电油气运保障工作部际协调机制作用, 统筹发展和安全、节能与保供、近期与中长期, 有序有效开展调控工作...

来源: 政府网站、发改委、国金证券研究所

## (二) 不同以往, 新一轮猪周期去化节奏或拉长、价格中枢抬升

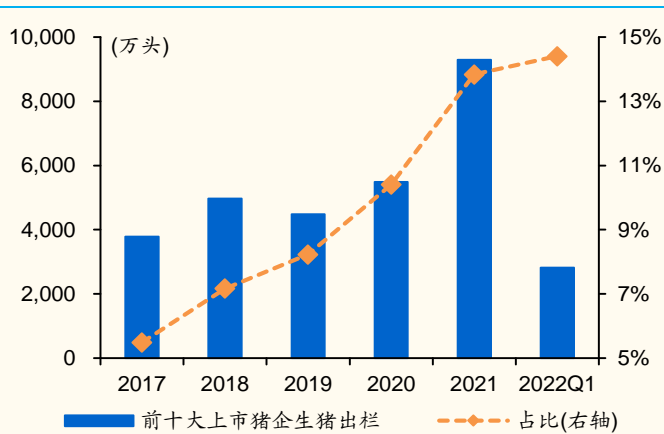
养殖利润大幅累积、产能扩张、猪种改良等影响下, 本轮生猪产能去化不彻底、供给能力上量快。猪周期本质上是养殖盈利驱动下的生猪存栏量变化。非洲猪瘟影响下, 养殖利润一度大幅累积, 以自繁自养生猪为例, 养殖利润一度达 3080 元/头, 往年周期高点在 700-800 元/头左右, 猪瘟期间在 800 元以上区间持续时间长达 80 周。利润的大幅累积使得本轮养殖户“抗亏损”能力更强。同时, 本轮周期中, 行业产能一度大幅扩张、规模化养殖占比抬升; 猪种也明显改良, 二元能繁母猪占比由原先的 50% 抬升至 90% 左右。

图表 25: 本轮猪周期生猪养殖利润一度大幅累积



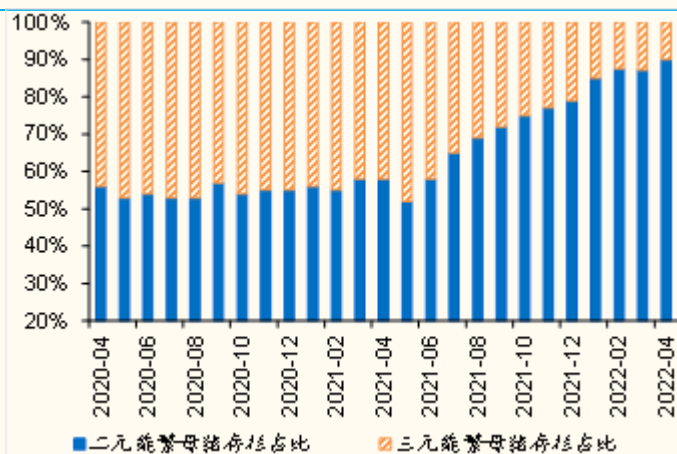
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 上市猪企生猪存栏占比明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 二元能繁母猪占比明显回升



来源: Wind、国金证券研究所

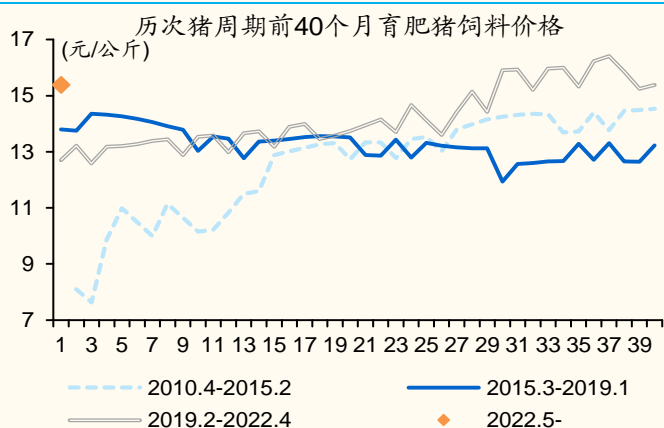
图表 28: 二元母猪的繁殖能力相对更强

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
PSY (窝均产子数 *年产子窝数)	21	14

来源: Wind、国金证券研究所

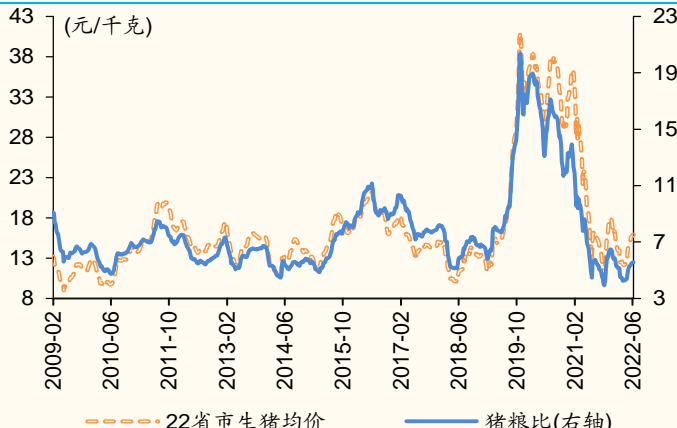
产能去化放缓、供给能力上量快等或削弱猪价弹性，但生猪养殖成本抬升等或推升猪价中枢。伴随玉米、大豆等原材料涨价。生猪养殖成本也大幅抬升，例如，生猪饲料平均价格由 2.4 元/公斤攀升至近 3.9 元/公斤、创历史新高。从猪粮比看，往前正常年份的高点均值在 10 左右，当前猪粮比价仍在不足 6 的低位徘徊、仍有较大上升空间。此外，冷链运输物流涨价也一定程度推升猪价。

图表 29: 新一轮猪周期养殖成本或明显高于以往



来源: Wind、国金证券研究所

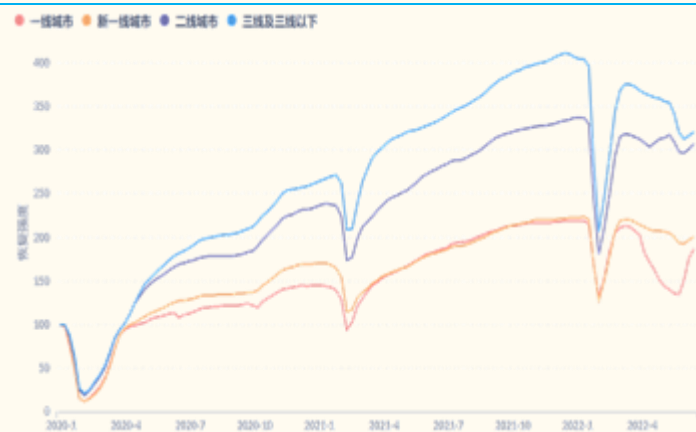
图表 30: 猪价与粮食等饲料价格同向波动



来源: Wind、国金证券研究所

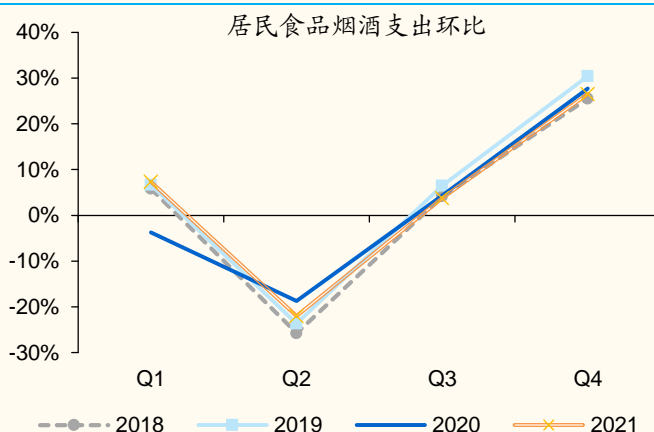
伴随疫后经济活动恢复、线下消费修复等，需求边际改善对猪价反弹的支持还需进一步跟踪。伴随疫情影响逐步减弱，消费场景逐步修复，全国各线城市餐饮、外卖恢复强度明显回升，尤其是大中城市，其中，一线城市餐饮恢复强度较5月底回升近45%，其他城市回升幅度在4%-7%之间。关注下半年消费需求季节性回升对猪价的支撑（详情参见《哪些需求率先修复？》）。

图表 31: 全国各线城市餐饮恢复强度提升



来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 32: 下半年，食品类消费需求季节性回升



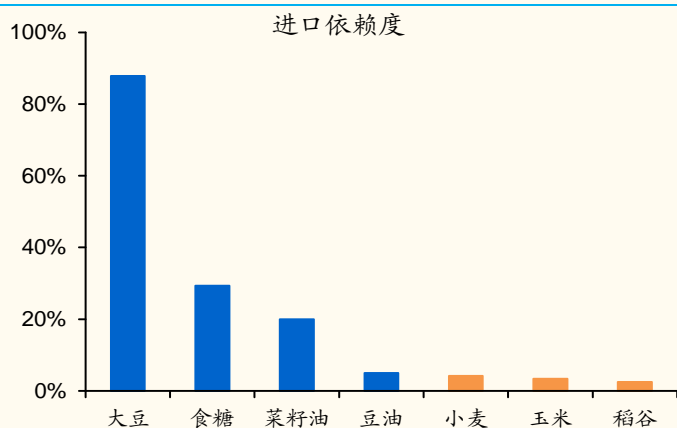
来源: Wind、国金证券研究所

### 三、年内 CPI 高点或破 3%。警惕明年上半年的通胀风险释放

#### (一) “猪油共振” 风险等，或推动年内 CPI 通胀高点达 3%

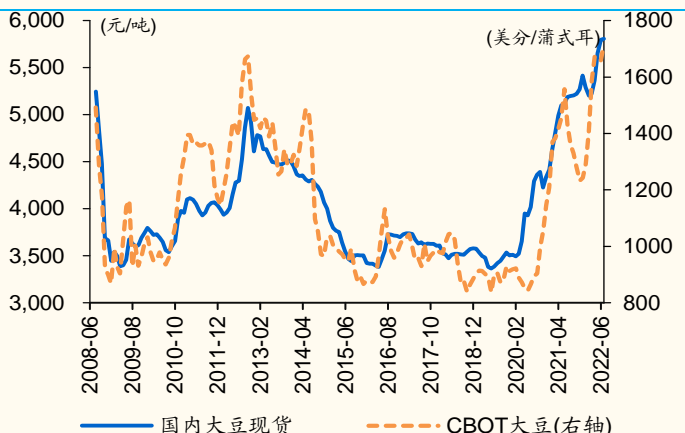
全球粮食危机“高烧不退”下，大豆等进口依赖度较高农产品价格或维持高位，或通过成本间接影响猪价等。疫情反复、极端气候等加大粮食供需缺口下，俄乌冲突进一步为“粮食危机”火上浇油，部分经济体甚至开始限制粮食作物出口，进一步推升全球粮价。中国三大主粮基本实现自给自足、压舱石平稳，但大豆等农作物的进口依赖度依然较高，或易受国际价格波动影响，或通过直接影响食用油，或通过成本间接影响猪价等（详情参见《压舱石的粮价，能否稳住？》、全球粮价“高烧不退”，隐忧几何？）。

图表 33: 相较三大主粮，大豆等农产品进口依赖度高



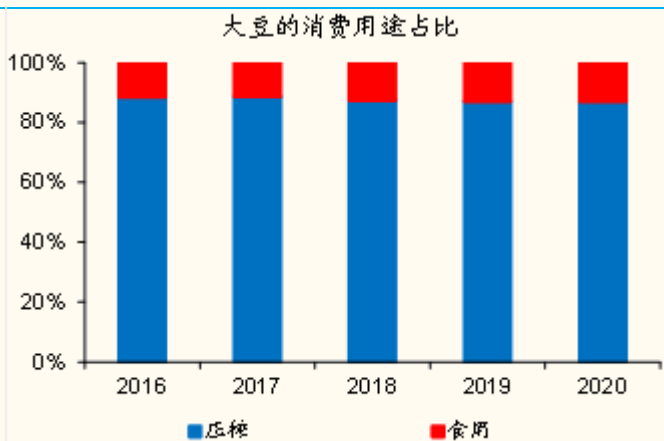
来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 国内大豆价格对国际价格敏感度较高



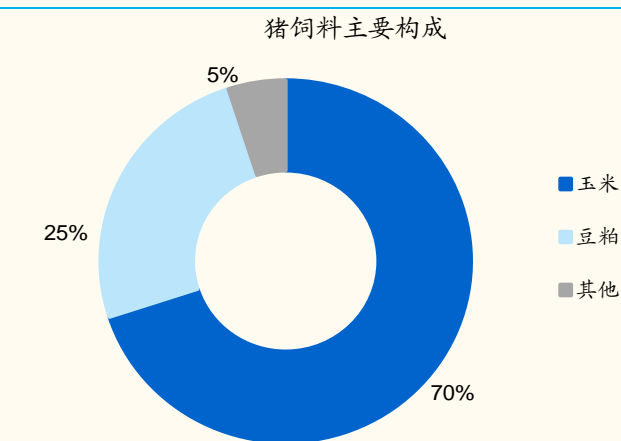
来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 我国大豆主要用于压榨制油



来源: Wind、国金证券研究所

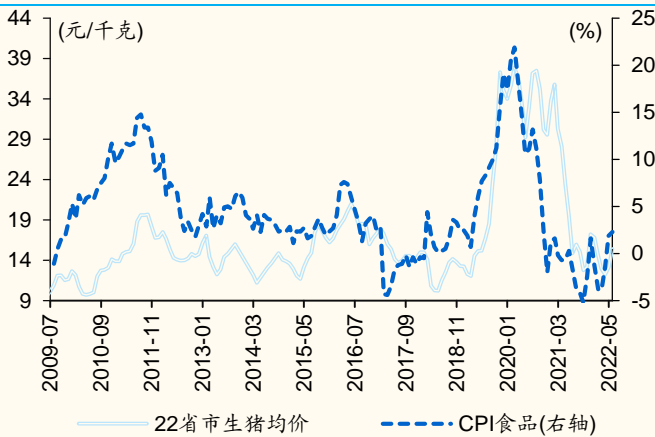
图表 36: 猪饲料中玉米、豆粕占比较高



来源: Wind、国金证券研究所

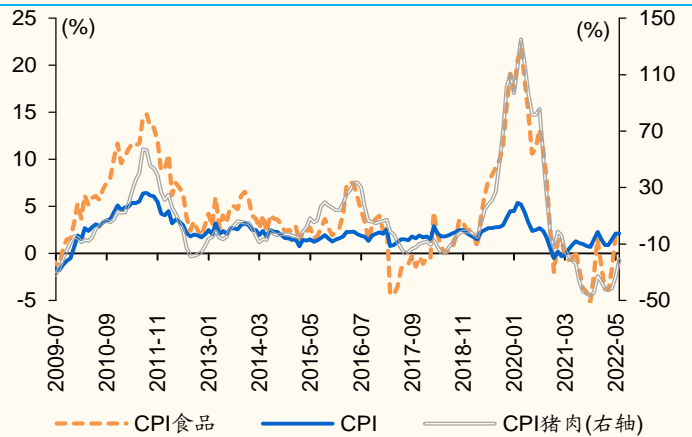
伴随着新一轮猪周期启动，猪价回升或带动 CPI 食品项持续抬升。猪价低迷一度成为压制 CPI 食品项回升的主要因素，2021 年中至 2022 年初，22 省市生猪均价低位徘徊拖累 CPI 食品项多在负值区间波动、一度跌至-5.2%的历史低点。伴随着新一轮猪周期启动、猪价回暖，CPI 食品项的“重负”或明显释放，往前正常年份猪周期中猪价高点分别对应 CPI 食品项在 8%至 15%左右。

图表 37: 猪价回升或带动CPI食品回升



来源: Wind、国金证券研究所

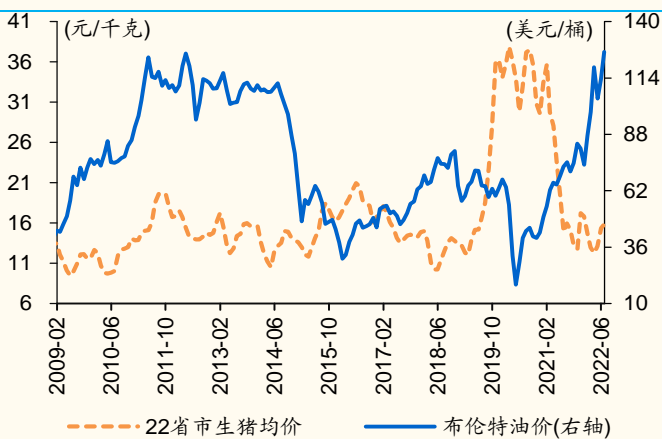
图表 38: CPI食品项反弹或助力CPI回升



来源: Wind、国金证券研究所

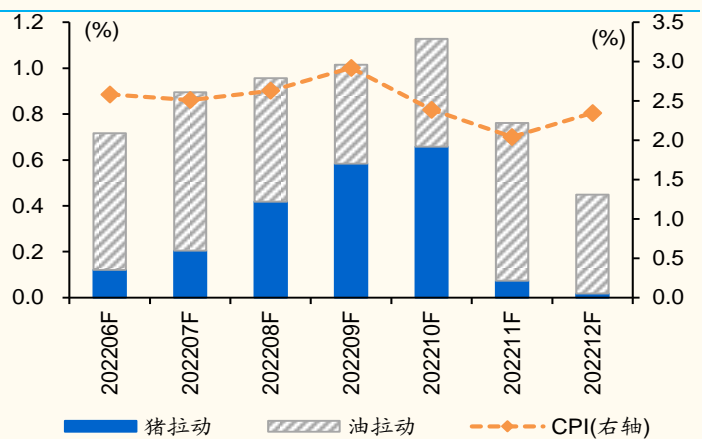
猪周期启动、成本传导推动下，CPI 通胀或在 3 季度加速抬升，高点或在 3%左右、甚至可能更高。全球粮食危机下，部分进口依赖度较高的粮食涨价或通过成本间接影响猪价等，叠加生猪产能去化、猪周期启动，猪价回升或带动CPI 食品项反弹。同时，原油等支撑非食品价格维持高位，或推动下半年 CPI 明显抬升；中性情景，CPI 或在 3 季度加速抬升、阶段高点或在 3%左右。

图表 39: 油价高位、猪周期启动或引发“猪油共振”



来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 三季度，猪油共振影响或相对明显



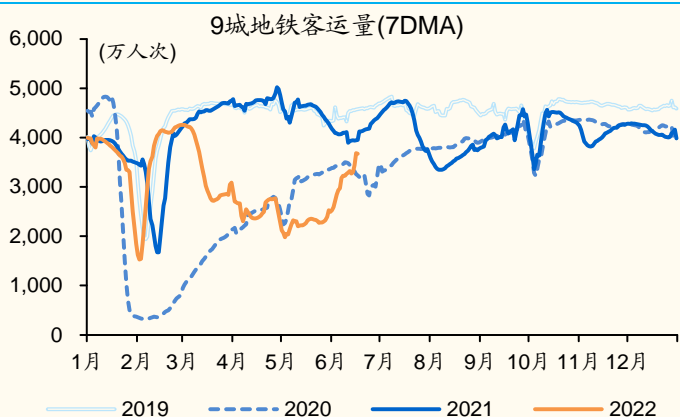
来源: Wind、国金证券研究所

## （二）相较于年内，关注明年上半年CPI维持高位的潜在风险

除猪价回暖、原材料涨价传导两个核心驱动外，伴随疫情反复对经济活动的干扰减弱，服务业的“补偿式”涨价也值得关注。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、工人工资等固定成本累积，使得企业在需求逐步恢复过程中，通过涨价等方式弥补收支缺口的动力较强（详情参见《疫情，会影响通胀节奏吗？》）。

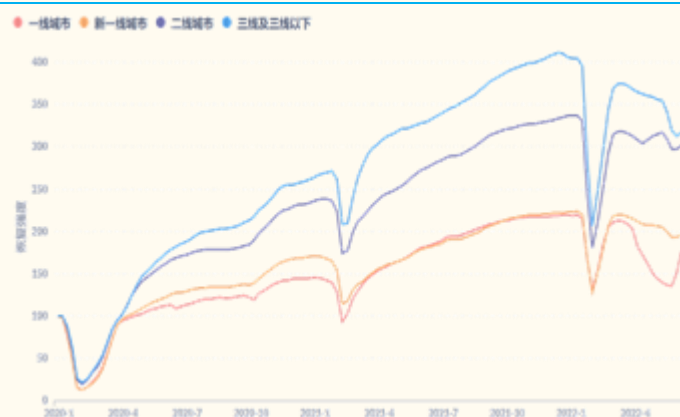


图表 41: 地铁客运量回升, 尚未修复至疫前水平



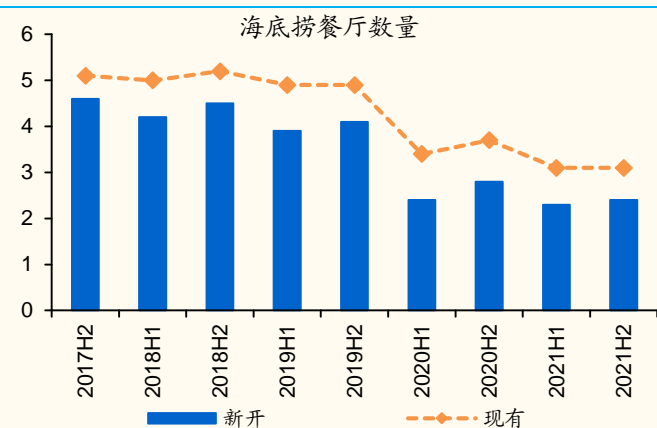
来源: Wind、国金证券研究所

图表 42: 全国各线城市餐饮恢复强度普遍提



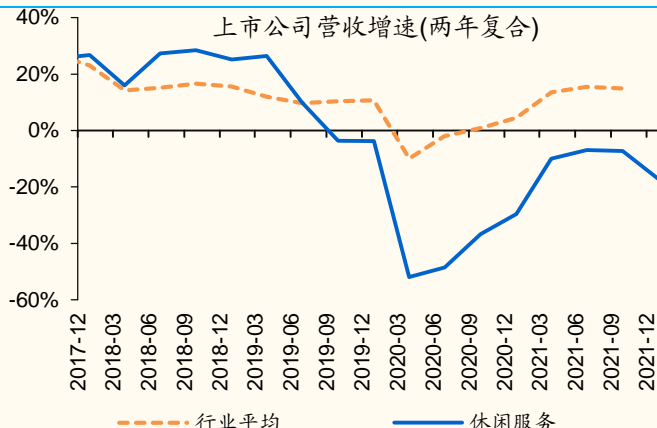
来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 43: 疫后, 部分餐饮企业关闭门店较多



来源: Wind、国金证券研究所

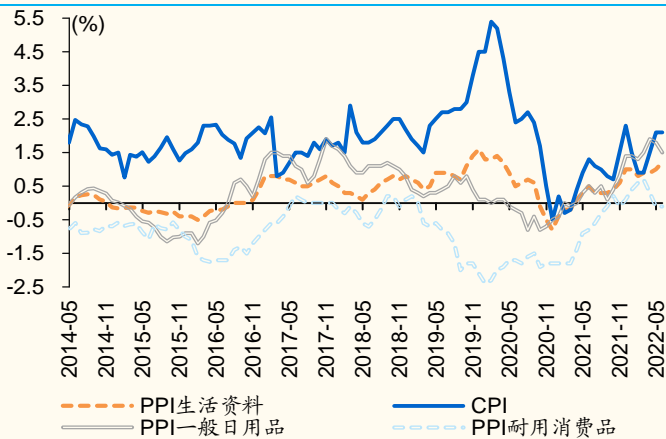
图表 44: 2020 年以来, 服务业经营状况持续堪忧



来源: Wind、国金证券研究所

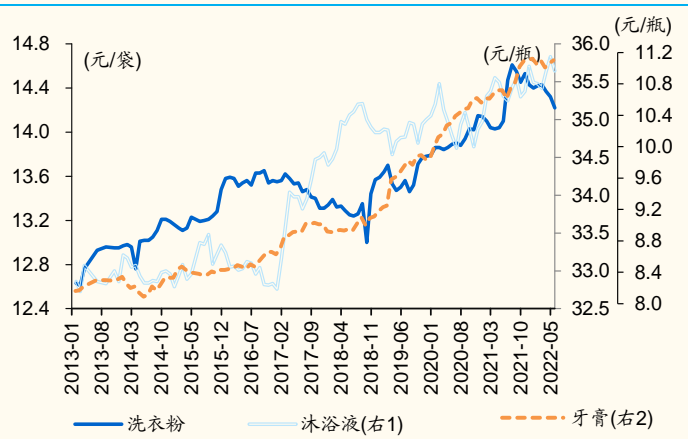
此外, 警惕需求逐步修复下, 部分涨价压力的加快释放。原油、煤炭等原材料对商品涨价的直接影 响虽边际减弱, 但原材料成本抬升下, 部分涨价压力正逐步从耐用消费品向一般日用品扩散。伴随经济活动逐步正常化, 需求修复下的涨价压力会否加快释放还需跟踪。高频数据显示, 洗衣粉、沐浴液等部分一般日用品已明显提价 (详情参见《通胀, 潜在的风险点?》)。

图表 45: PPI一般日用品延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

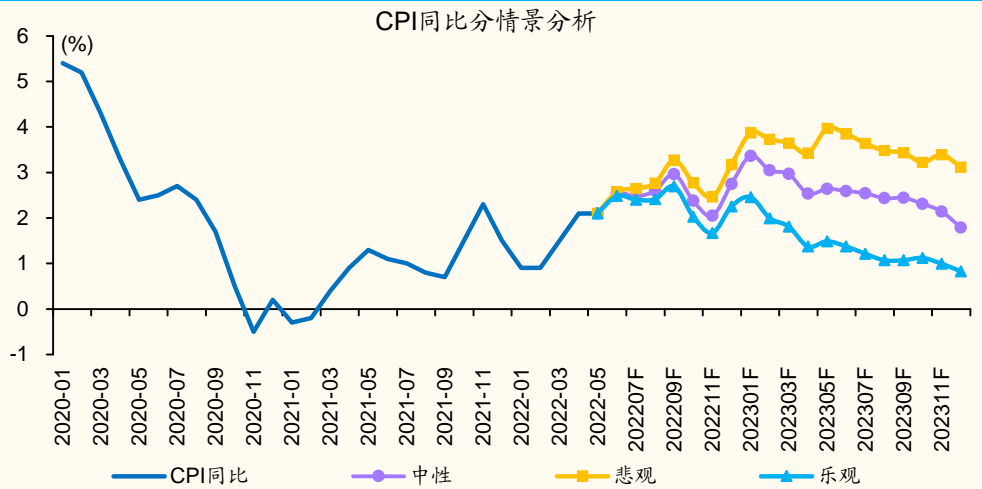
图表 46: 部分一般日用品已明显提价



来源: Wind、国金证券研究所

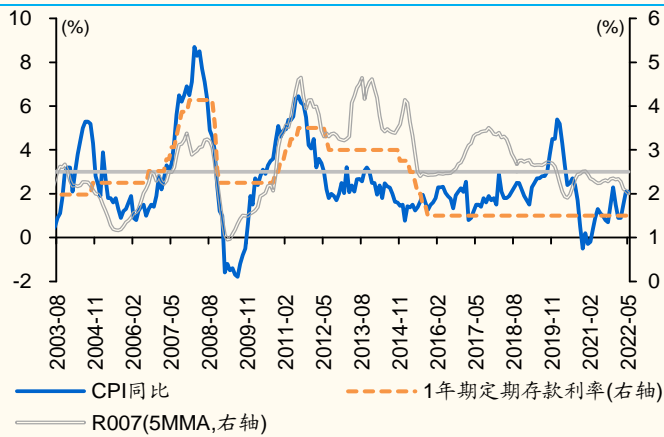
明年上半年通胀中枢或进一步抬升，通胀在高位停留的时间可能超预期。明年核心 CPI 抬升，或成为 CPI 中枢进一步抬升重要变量之一，核心驱动或来自线下活动修复下，服务业“补偿式”涨价等。叠加猪周期启动、原材料涨价扩散等影响，中性情景下，明年 CPI 中枢或抬升至 2.6%左右，上半年中枢或接近 3%；悲观情景下，需求加速修复带动全面通胀，CPI 上半年中枢可能超过 3.5%。通胀阶段性超预期，或掣肘政策操作、压制市场情绪。

图表 47: 中性情景下，2023 年上半年 CPI 中枢或接近 3%



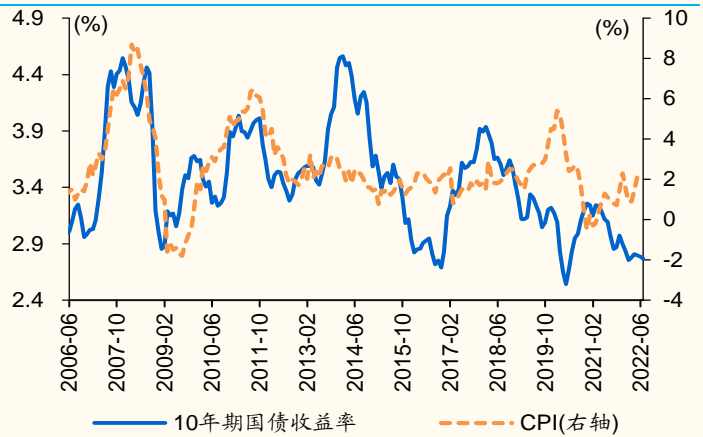
来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 通胀预期升温会引起政策关注



来源: Wind、国金证券研究所

图表 49: 债市表现或一定程度受到通胀预期的干扰



来源: Wind、国金证券研究所

### 经过研究, 我们发现:

- (1) CPI 同比读数温和, 无法掩盖成本传导压力, 如能源成本高企等对 CPI 非食品中枢的显著推升。伴随新一轮猪周期的启动, 猪价即将由 CPI 拖累项变为通胀重要推手。
- (2) 供需紧平衡下, 原油等涨价传导或延续、成本端压力较难短时间内缓解, 但直接影响边际减弱; 产能去化放缓、供给上量加快等或削弱猪价弹性, 但养殖成本抬升等或推升猪价中枢。
- (3) 猪周期启动、成本传导推动下, CPI 通胀或在 3 季度加速抬升, 高点或在 3%左右、甚至可能更高; 明年上半年通胀中枢或进一步抬升, 通胀在高位停留的时间可能超预期。

### 风险提示:

- 1、原材料供给不及预期。部分商品产能受限超预期, 价格大幅攀升。
- 2、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期, 猪肉价格大幅反弹。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402