

# “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

<b>一、中国是否会出现疫后“大通胀”？</b>	<b>4</b>
(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
<b>二、若国内通胀超预期，或发生在哪些链条上？</b>	<b>8</b>
(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
<b>三、透过通胀，如何把握市场机遇与风险？</b>	<b>12</b>
(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

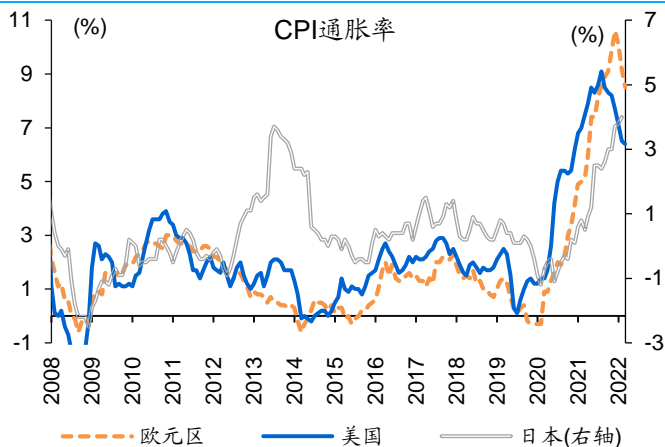
图表 29: 疫后酒店等服务设施锐减 .....	11
图表 30: 疫后海底捞餐厅数量明显减少 .....	11
图表 31: 疫后农民工务工人员低于趋势线.....	11
图表 32: 近年来, 逆城市化现象愈加凸显.....	11
图表 33: 部分省市服务行业劳动力明显短缺 .....	12
图表 34: 部分大城市 2023 年春节后返工不如疫前.....	12
图表 35: 部分省市上调电价上浮比例.....	12
图表 36: 餐饮成本中, 原材料和人工费用明显抬升.....	12
图表 37: 场景约束下, 服务消费尚未修复至疫前 .....	13
图表 38: 2023 开年, 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

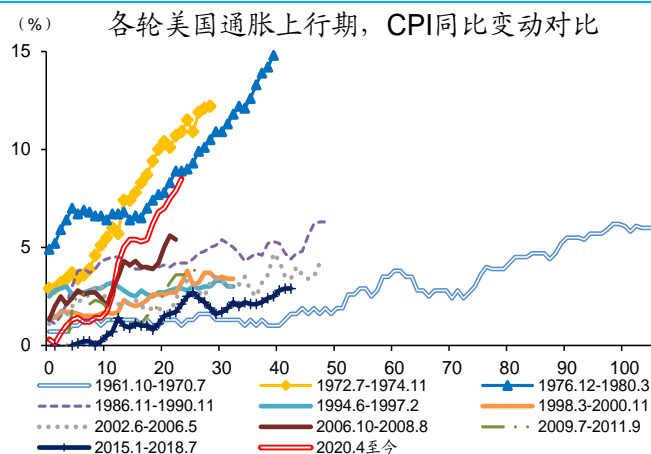
疫后海外掀起“大通胀”浪潮，美国等国 CPI 通胀率刷新近 40 年新高。2020 年以来，海外经济体 CPI 通胀陡升、屡创新高，通胀上行幅度、速度都明显高于以往。以美国为例，CPI 同比读数一度达 9.1%，并在 8.5% 以上的历史高位停留超过半年之久；欧元区 CPI 同比甚至一度飙升至 10.6%、创历史新高。除发达经济体外，部分新兴市场国家，如俄罗斯 CPI 通胀率“V”型反转、大幅反弹至至近年高点。

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

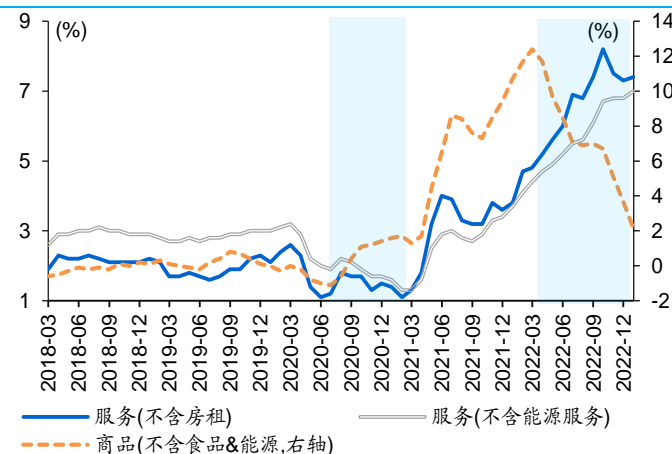
图表 2：本轮美国通胀上行速度堪比 1970 年代



来源：Wind、国金证券研究所

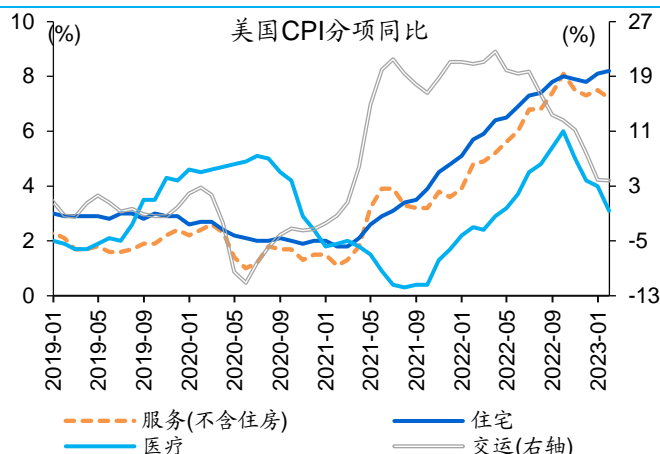
商品涨价先行、服务涨价“接力”，推动通胀“高烧不退”。以美国为例，疫后商品消费率先修复，带动 CPI 商品（不含食品和能源）自 2020 年中触底回升、由 -1.1% 一度上升至 12.4%。约 8 个月后、2021 年初，服务价格开始明显修复、CPI 服务分项同比增速重回上行通道，自 1.1% 左右的低位不断攀升、创新高。2022 年以来，商品涨价虽已见顶，但在住房、运输等服务涨价的支撑下，CPI 通胀率依然保持较高粘性。

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

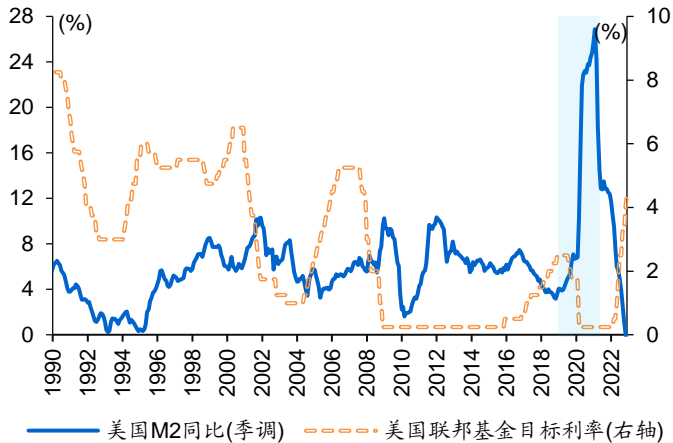
图表 4：美国部分服务项 CPI 延续上行



来源：Wind、国金证券研究所

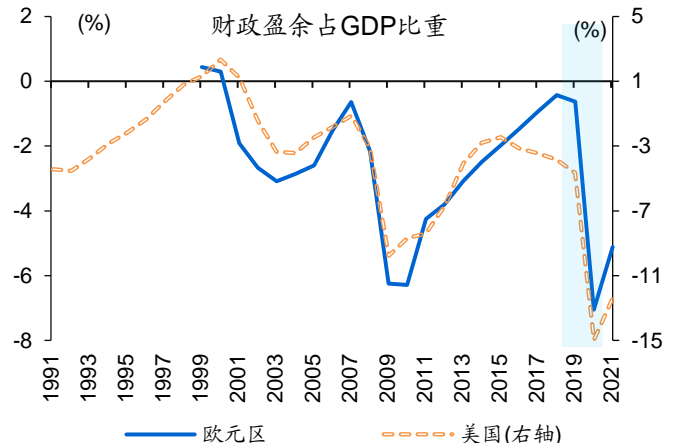
海外通胀主因需求刺激，能源危机等供给冲击也在“推波助澜”。以美国为例，多轮财政刺激法案，大幅降息、量宽扩表等提供大量流动性支持，带动美国M2同比增速一度上破26%、创历史新高；对企业和居民部门实施大规模援助下，居民消费迅速反弹回升。除需求刺激外，疫后还面临着以原油为代表的能源品涨价压力，及气候异常导致的粮价飙升，带动CPI相关分项大幅上行，例如，CPI能源同比一度创近40年新高至41.6%（详情参见《50年大轮回？通胀的变与不变》）。

图表 5: 疫后，美国放水刺激需求



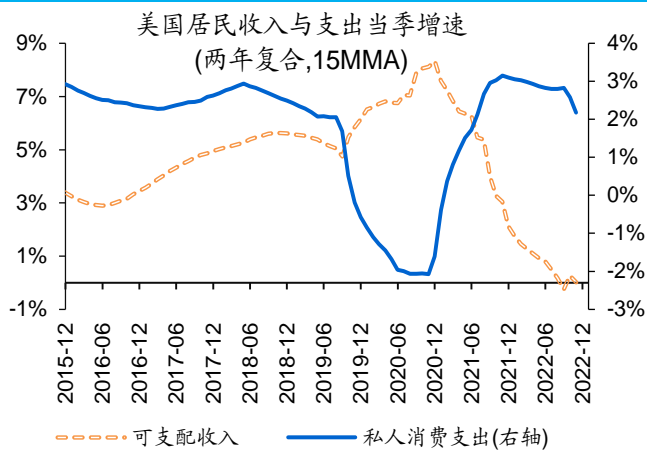
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 疫后海外大规模财政刺激法案出台提振经济



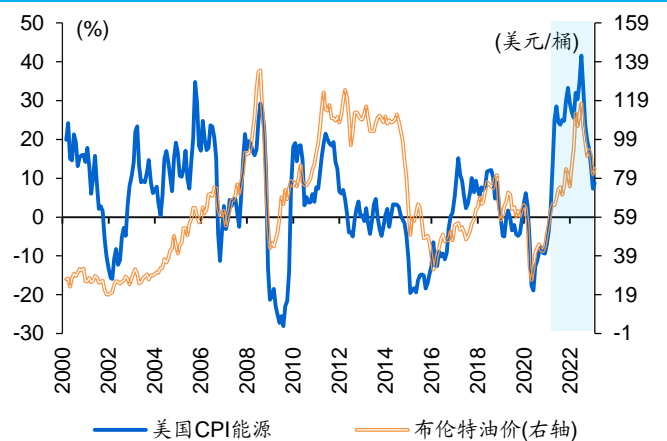
来源: Wind、国金证券研究所

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

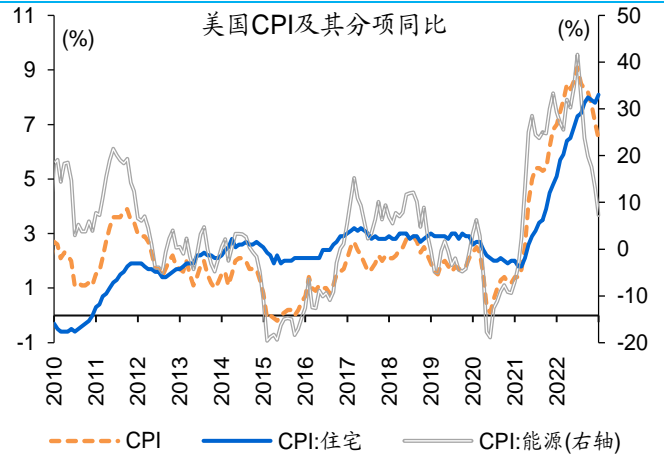
与海外通胀形成机理不同的是，近年国内物价走势更多受供给端影响。以美国为例，能源相关和住房是CPI主要权重项、也是推动美国疫后CPI大幅攀升的主要贡献项。与美国不同的是，中国CPI中与能源直接相关的项目占比相对较小，食品烟酒最高、尤其是细分项中的猪肉，是CPI波动的主要来源。回溯近20年来物价走势，传统周期下，CPI上行阶段均有较好的需求支撑；近年来更多受供给端影响，非洲猪瘟、供给侧改革等即为典型（详情参见《通胀，潜在的风险点？》）。

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%

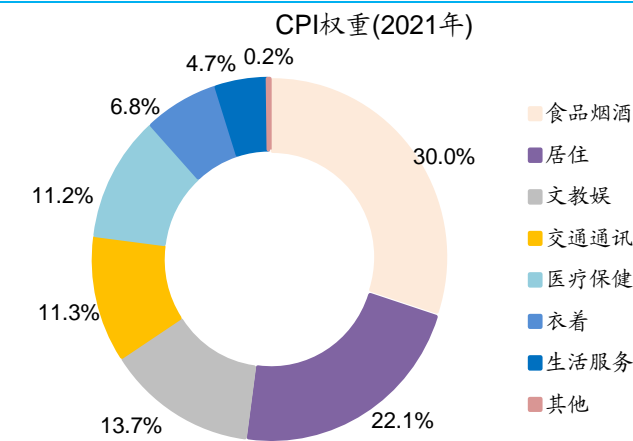
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：能源和住宅是美国 CPI 波动主要来源



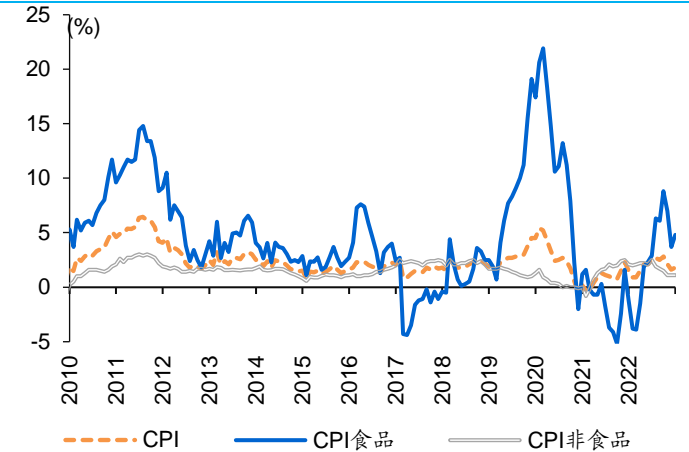
来源：Wind、国金证券研究所

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

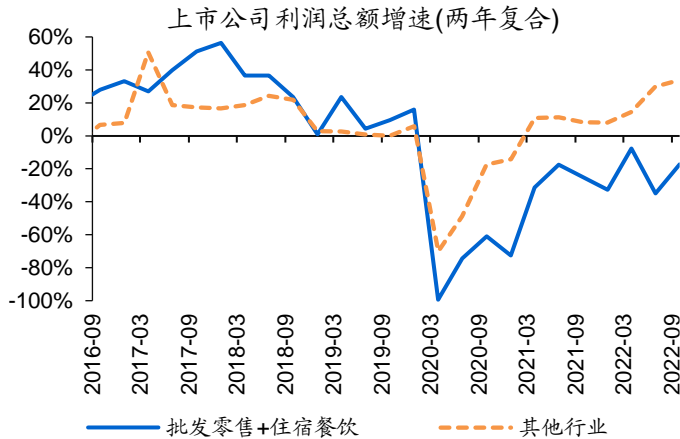
图表 12：食品项是中国 CPI 的主要波动来源



来源：Wind、国金证券研究所

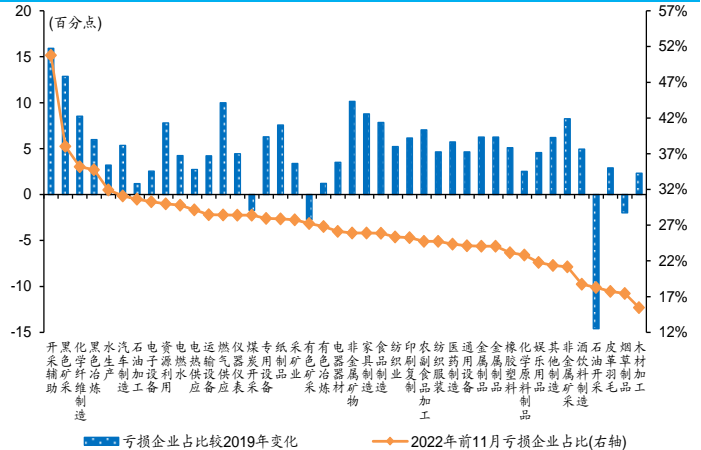
物价易受供给端扰动下,供给收缩严重领域的涨价风险需关注。相较于海外大规模需求刺激,国内政策力度相对克制,但通胀也可能存在较大压力。原材料成本涨价、叠加疫情反复等,使得企业经营状况持续低迷、9成以上行业的亏损企业占比超过疫前,部分行业亏损企业占比抬升甚至超过12个百分点。持续的亏损下,部分企业不堪重负、甚至退出市场,相关行业劳动力也明显减少,例如,2021年城镇非私营单位中批发零售、交运仓储的就业人员较2019年分别下降4%和2%。

图表 13: 疫情反复下,企业经营状况堪忧,尤其服务业



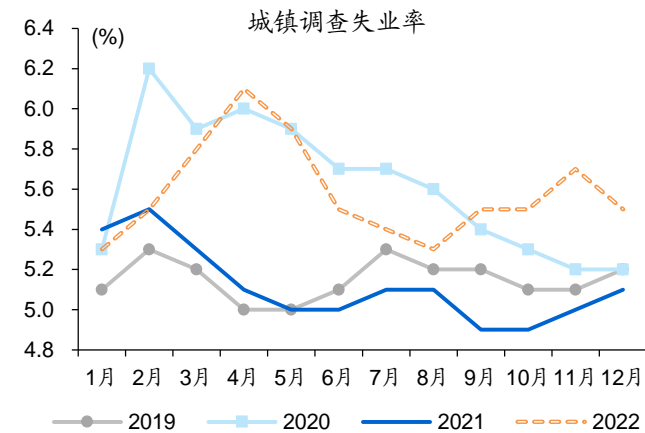
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 持续亏损或使得部分企业退出市场



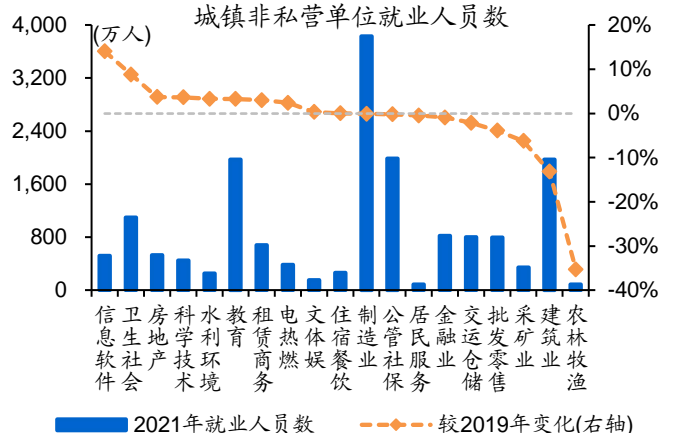
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 疫后失业率持续高位



来源: Wind、国金证券研究所

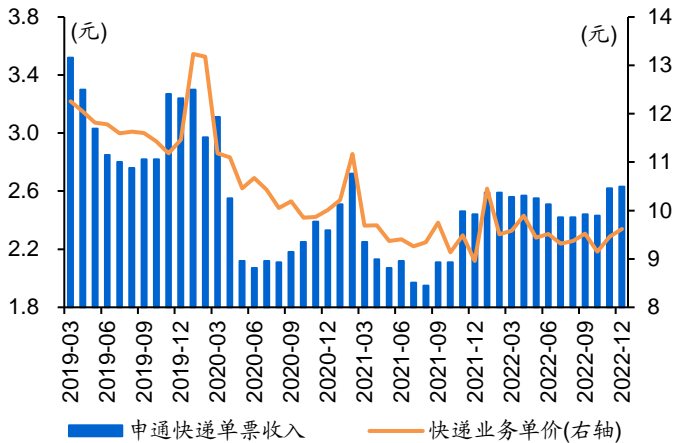
图表 16: 部分行业就业人员数量尚未回到疫情前



来源: 中国统计年鉴、国金证券研究所

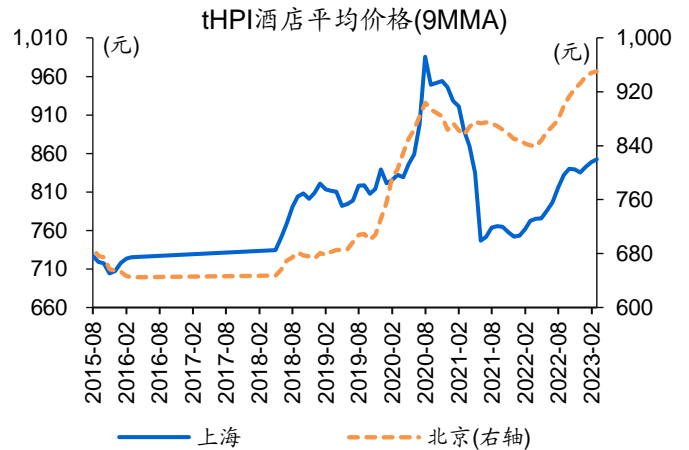
部分供给端受冲击的领域,已开始释放涨价信号。疫情反复等影响下,部分中小企业推出、相关从业人员减少,叠加部分交通物流受限等,使得相关流通领域的价格已有明显上涨。例如,2022年底快递业务单价自9.2元上涨至9.6元以上,中通快递单票收入也明显上台阶;除快递外,与出行相关的酒店价格自2022年下半年以来加速上涨,2月北京、上海tHPI酒店均价涨幅分别达8%和10%。

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



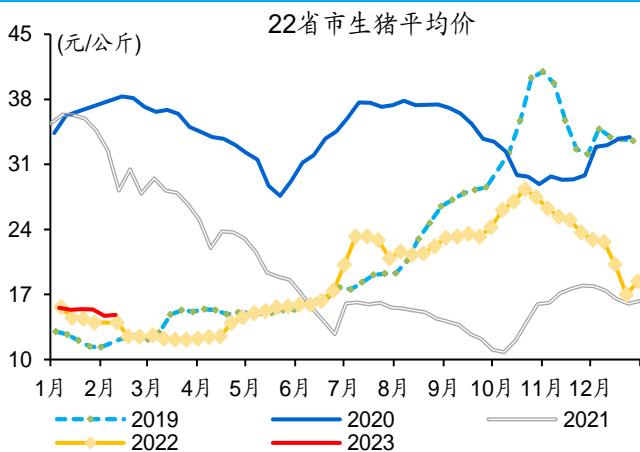
来源: Wind、国金证券研究所

## 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



来源: Wind、国金证券研究所

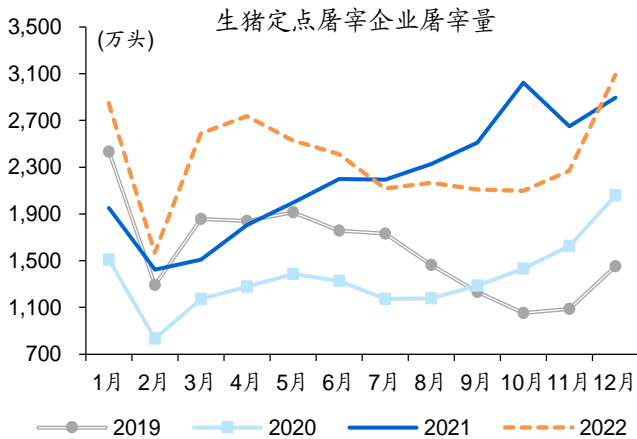
图表 20: 2 月初, 猪粮比进入过度下跌一级预警区间



来源: Wind、国金证券研究所

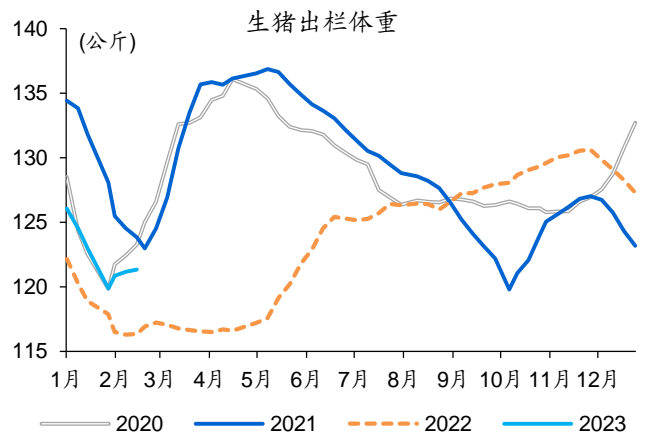


图表 21: 年底年初, 生猪屠宰超季节性放量



来源: Wind、国金证券研究所

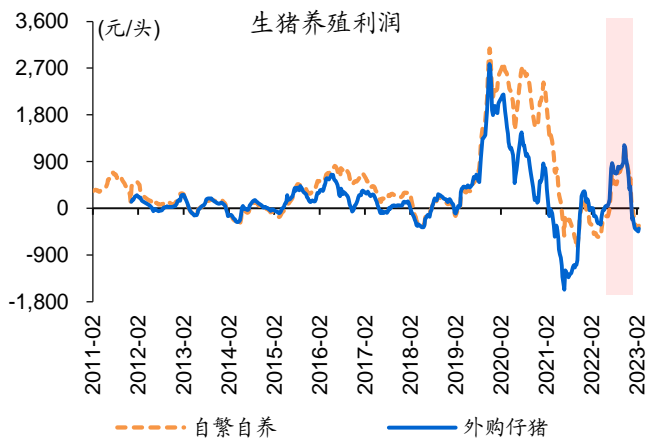
图表 22: 年底年初, 生猪出栏体重也处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

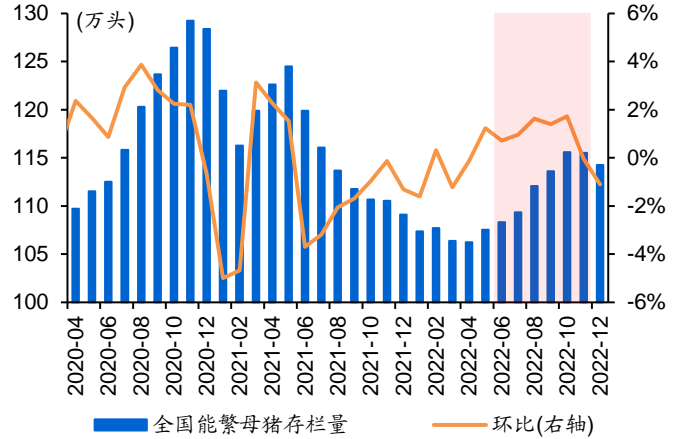
伴随猪价持续下跌, 生猪养殖利润再度转负, 使得本轮补栏节奏相对“局促”, 叠加年底年初淘汰母猪增多等, 或加大生猪阶段性供给短缺的可能。猪价持续下跌、叠加饲料成本高位下, 带动外购仔猪等生猪养殖利润自 12 月中旬以来持续为负、一度下探至亏损 440 元/头以上。此前, 2021 年中至 2022 年中, 已经历一轮长达 13 个月的亏损, 时隔半年养殖利润的再度转负, 或使得本轮生猪补栏节奏被明显“压窄”, 加大生猪供给端压力、2022 年底能繁母猪存栏量环比下探至-1.1% (详情参见《通胀, 潜在的风险点?》)。

图表 23: 养殖利润再度进入亏损区间



来源: Wind、国金证券研究所

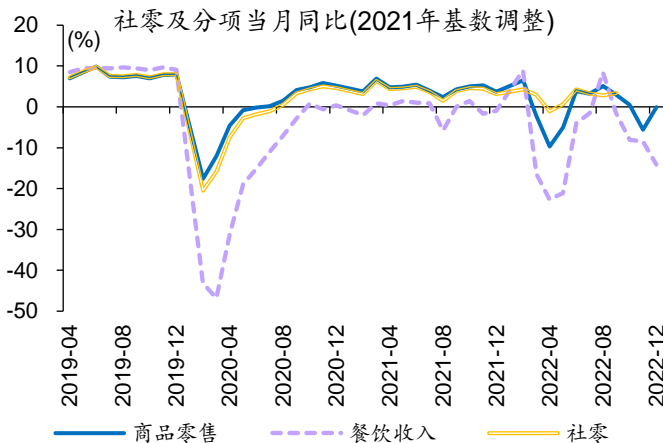
图表 24: 行业数据显示, 能繁母猪年底存栏环比下降



来源: Wind、国金证券研究所

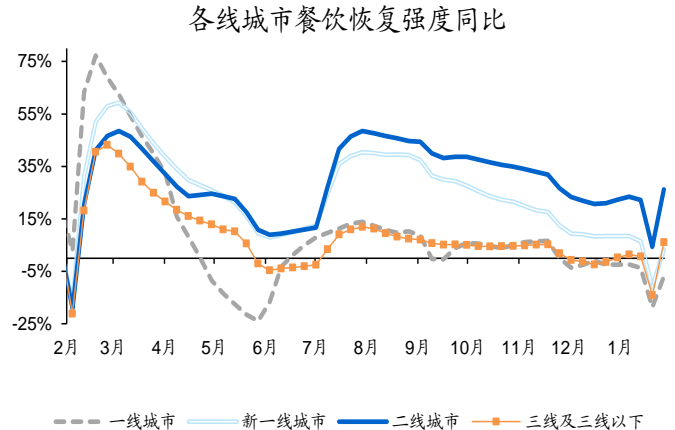
疫后线下消费场景修复等带动猪肉消费量回升, 或放大涨价压力。疫情反复等约束线下消费场景, 社零中的餐饮收入分项修复一波三折、大多处于同比负增区间, 远低于疫前和社零整体水平。线下餐饮消费低迷下, 猪肉的消费量也明显减少, 从 2019 年的 4487 万吨一度降至历史低点、2020 年的 4152 万吨。伴随疫后消费活动回归常态, 猪肉等消费量也或有所回升、阶段性加大供需压力, 拉升涨价弹性。

图表 25: 餐饮收入尚未修复至疫前, 也低于整体水平



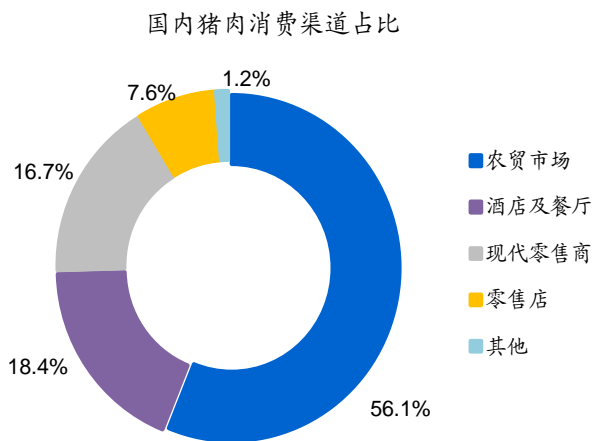
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 餐饮恢复强度有所回升



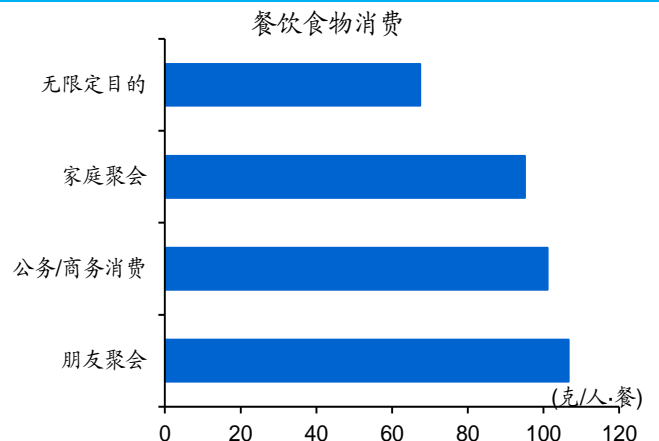
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 猪肉线下消费占比近 2 成



来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 外出餐饮消费浪费现象较为明显

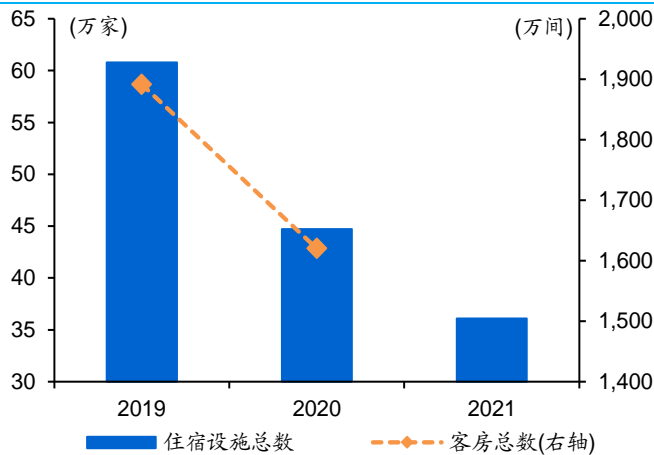


来源: 2018 年《中国城市餐饮食物浪费报告》、国金证券研究所

## (二) 逻辑二: 服务业供给修复难一蹴而就, 加大涨价风险

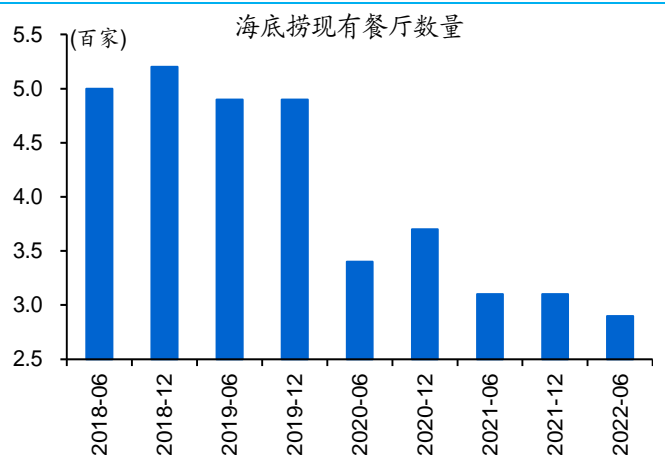
疫情期间, 服务业供给普遍出现明显收缩, 尤以住宿餐饮为代表。餐饮、批发零售等服务业以中小企业和个体为主、对现金流依赖度较高, 受疫情反复等干扰使得经营更加困难、甚至退出市场。全国住宿业设施总数, 自 2019 年的 60.8 万家锐减至 2021 年的 36.1 万家、降幅超过 4 成; 部分大中型连锁餐饮企业也大幅削减门店数量, 例如, 2022 年中的海底捞线下门店仅为疫前的 6 成左右 (详情参见《通胀的“序章”》)。

图表 29: 疫后酒店等服务设施锐减



来源:《中国酒店业发展报告》、国金证券研究所

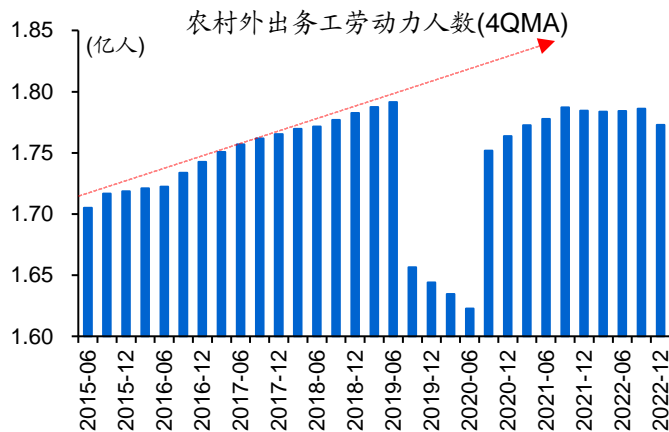
图表 30: 疫后海底捞餐厅数量明显减少



来源: Wind、国金证券研究所

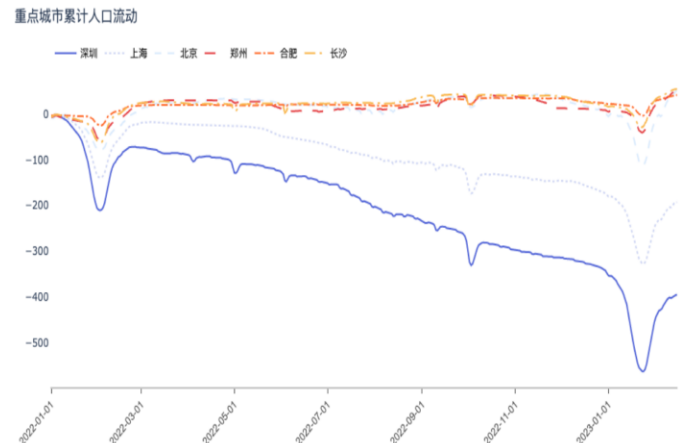
部分服务设施、人员的供给缺口弥补或难一蹴而就,或加大结构性涨价压力。疫情反复、餐饮酒店等缩减下,相关从业人员明显减少;从外出务工的劳动力看,疫后虽有修复,但尚未回到疫前水平,近4个季度稳定在1.78亿人左右、远低于趋势水平进一步加剧逆城市化。服务业劳动力短缺的现象也存在明显的区域差异,例如,北京、上海等省市批发零售和住宿餐饮的就业人数自2019年以来持续下降、降幅达5%以上;高频数据显示,广东等地春节后人口回流情况也明显弱于2019年。

图表 31: 疫后农民工务工人员低于趋势线



来源: Wind、国金证券研究所

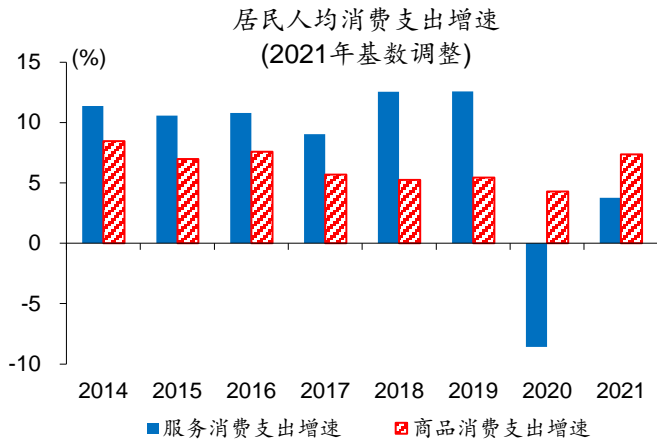
图表 32: 近年来,逆城市化现象愈加凸显



来源: Wind、国金证券研究所

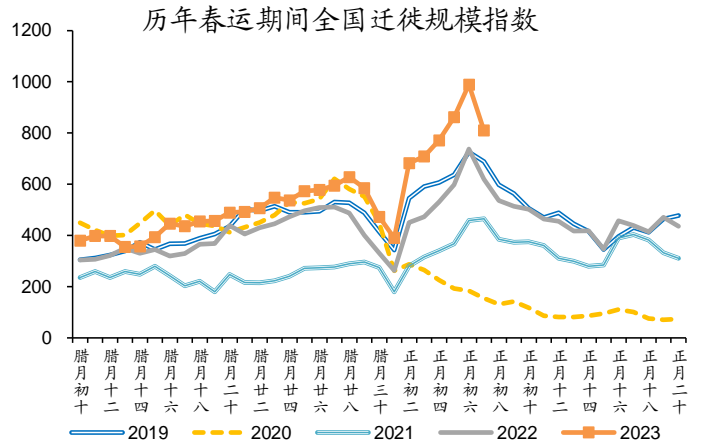


图表 37: 场景约束下, 服务消费尚未修复至疫前



来源: Wind、国金证券研究所

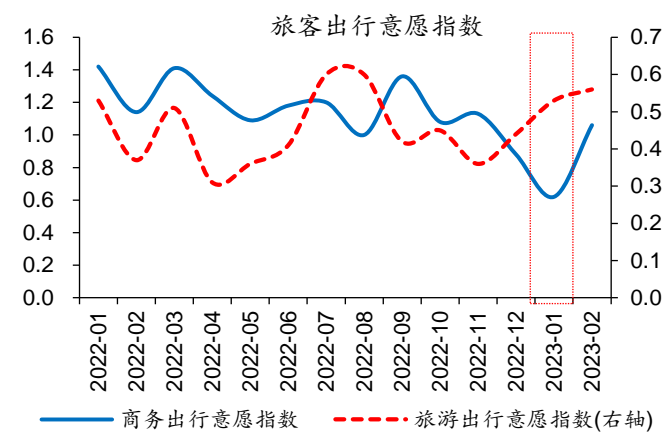
图表 38: 2023 开年, 全国迁徙规模指数明显回升



来源: 百度地图、国金证券研究所

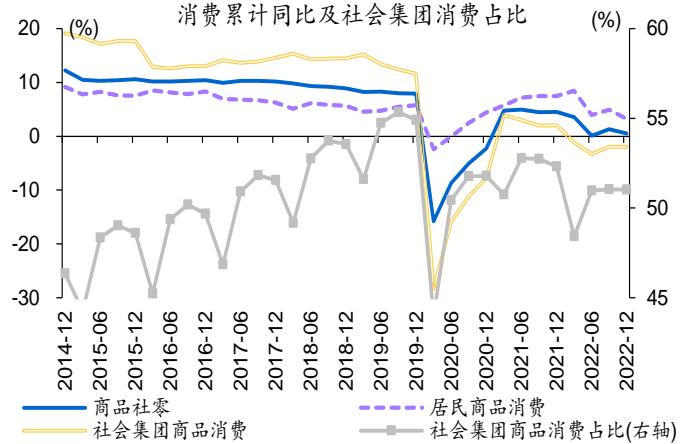
场景约束减弱、居民收入改善等, 或支撑消费动能加速释放。年初以来的消费修复, 或主要来自于防疫优化下的线下活动增多等。往后来看消费需求释放或仍有支撑: 一是, 伴随经济企稳等带动居民收入改善, 或进一步支撑居民消费回升; 二是, 节后线下商务活动等修复, 或进一步对服务业修复形成支撑, 以企业差旅为例, 2021 年上市企业平均差旅费用仅 504 万元、远低于疫前的 680 万元以上。

图表 39: 商务活动修复或成为下一步消费修复重要支撑



来源: Wind、国金证券研究所

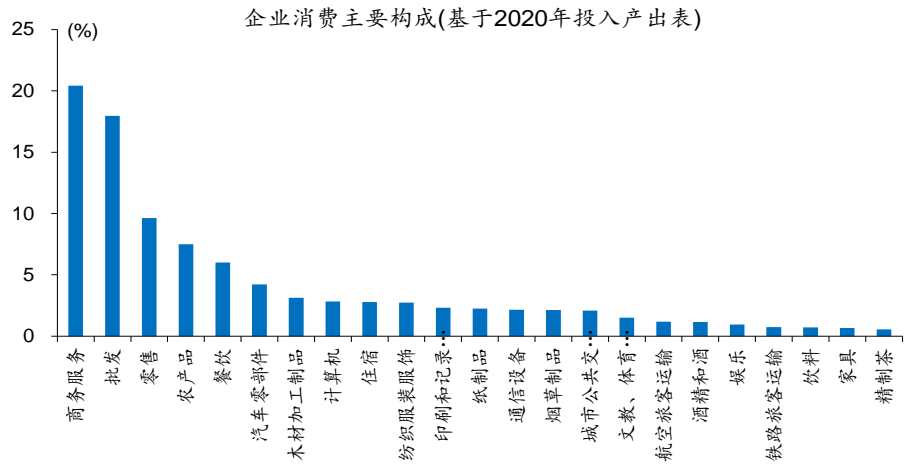
图表 40: 社会集团消费有较大的修复空间



来源: Wind、国金证券研究所



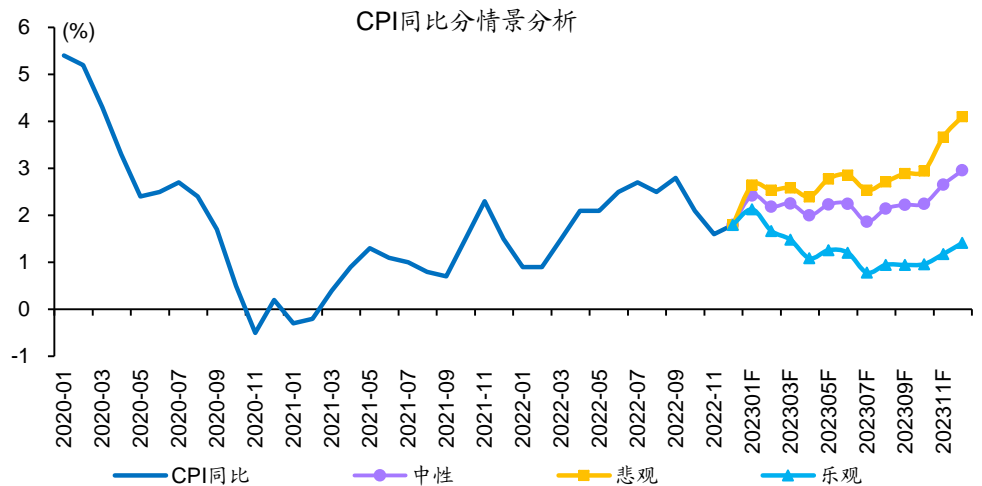
图表 41: 企业消费主要包括商务服务、零售餐饮等



来源: Wind、国金证券研究所

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%。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,部分时段或存在较大的涨价压力;若疫情防控更加精准后消费动能加速释放,或放大涨价压力。中性情景下,2023年CPI呈“耐克型”、中枢抬升至2.3%左右,高点或在年底、3%左右;悲观情景下,服务业等涨价超预期或推动CPI年底破4%。

图表 42: 中性情景下,全年CPI呈“耐克型”、高点或破3%

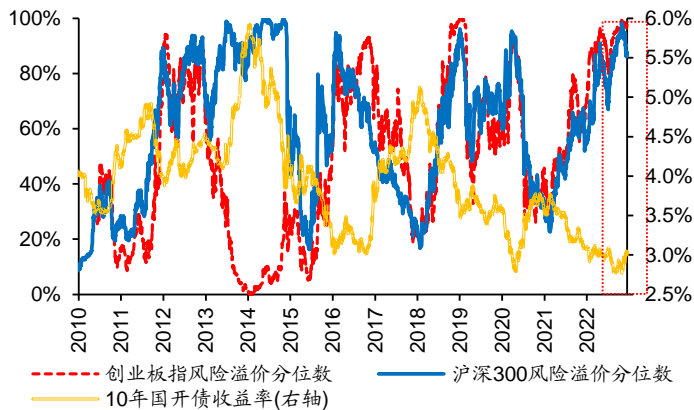


来源: Wind、国金证券研究所

## (二) 股市关注中下游消费服务链条机会、债市或存超调风险

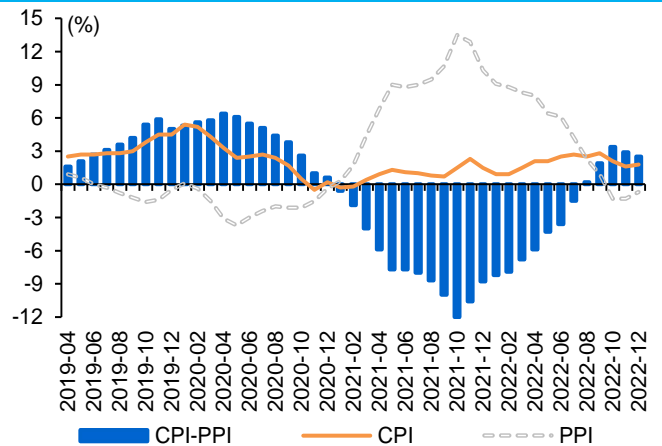
股市方面,“量价齐升”下,关注中下游消费服务等链条的投资机会,警惕部分成长板块的估值压制。经济回归“新稳态”过程中,资金风险偏好抬升,大环境更加利好股票。受益于成本端压力缓解、及需求端边际改善等,中下游行业、尤其是消费服务链条,在盈利驱动下或存在结构性机会;同时,通胀升温或引发货币收紧担忧、对成长板块或有一定压制(详情参见《制造业景气跟踪:来自信贷的视角》)。

图表 43: 当前, 股票相对债券性价比处历史极值水平



来源: Wind、国金证券研究所

图表 44: 价格传导向中下游延续



来源: Wind、国金证券研究所

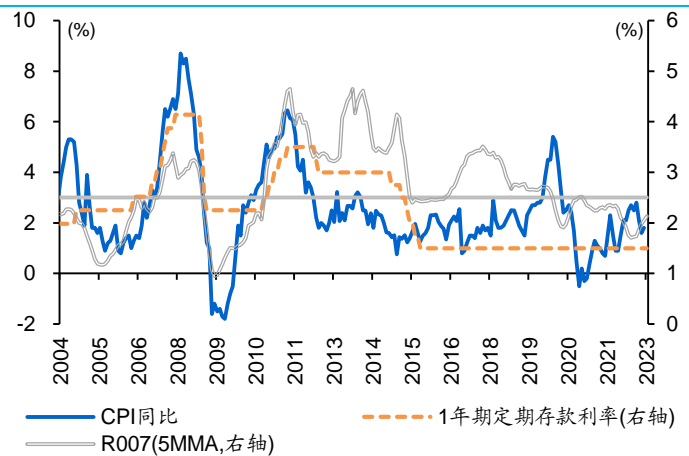
通胀升温、阶段性超调等, 或对货币政策产生一定掣肘。近年 CPI 通胀波动率虽整体下降, 但猪肉、服务等分项涨价或引发通胀预期升温。货币政策调控更加注重稳定市场预期下, 在实际操作中多会加强引导。当下政策对通胀的关注度较高, 自去年下半年以来多次强调“警惕通胀反弹压力”, 年底的中央经济工作会议也定调要“突出做好稳物价工作”等。

图表 45: 自全年以来, 政策对通胀的关注度一直很高

时间	会议/公告	主要内容
2023年1月	2022年金融统计数据新闻发布会	稳健的货币政策精准有力, 兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡
2022年12月	中央经济工作会议	要着力稳增长稳就业稳物价...及时有效缓解结构性物价上涨...
2022年11月	三季度货币政策执行报告	物价涨幅总体温和, 但要警惕未来通胀反弹压力... 预计年内将维持低位运行... 高度重视未来通胀升温的潜在可能性... 外部输入性通胀压力依然存在; 一段时间以来我国M2增速处于相对高位, 若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应...
2022年8月	二季度货币政策执行报告	国内结构性通胀压力可能加大, 输入性通胀压力依然存在, 预计下半年 CPI 涨幅将有所上行, 中枢较上半年水平抬升, 一些月份涨幅可能阶段性突破3%... 加强监测研判, 警惕通胀反弹压力。

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

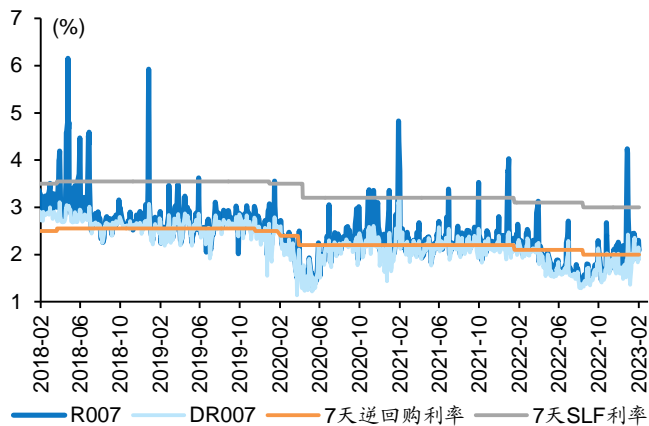
图表 46: 通胀阶段性超预期或掣肘货币政策操作



来源: Wind、国金证券研究所

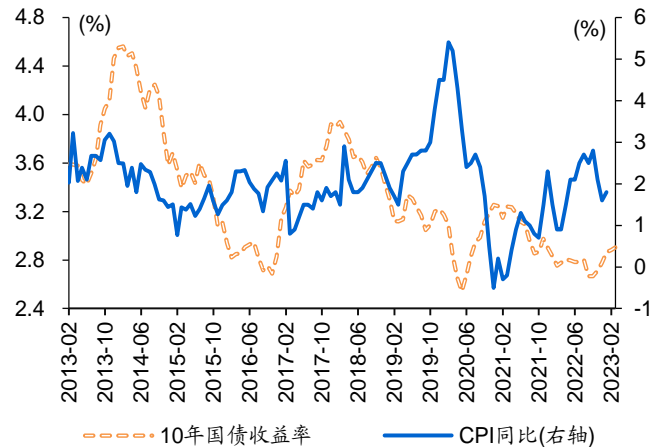
债市调整可能比市场预期要早, 或存在阶段性超调风险。政策底夯实, 经济最差的阶段或已过去、修复趋势或在 3 月前后更加明朗, 流动性环境也随之逐步收敛, 债市或面临来自基本面的多重压力。若通胀升温、阶段性超预期等, 或成为债市调整的又一推手 (详情参见《2023 年, 新时代“朱格拉周期”元年》)。

图表 47: 流动性逐步回归常态



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 债市或存在超调的风险



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1. 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”; 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。
2. 若国内通胀超预期可能会发生在两个链条上: 一是猪肉等供给或阶段性短缺、叠加疫后线下消费回升等或放大涨价压力; 二是服务业供给修复难一蹴而就、加大结构性涨价风险。
3. 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%; 通胀升温下, 股市关注下游消费服务等链条机会、债市或存超调风险。

### 风险提示:

- 1、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。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

**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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402