

总量研究

为什么是服务型结构性通胀？

——光大宏观周报（2022-12-25）

要点

本周聚焦：

随着防疫政策大幅优化，明年消费需求释放、货币乘数上升，引发市场对明年通胀风险的担忧。此前央行货币政策执行报告两次提出警惕结构性通胀压力，中央经济工作会议也将“稳物价”作为明年重点工作之一。本文从海外经验出发，结合国内供需形势，重点探讨在防疫政策优化下，明年国内的通胀形势。

预计明年国内通胀读数整体温和，但服务领域涨价压力较大，表现为服务型结构性通胀。一方面，疫后服务消费修复空间最大，尤其是接触性服务，其需求恢复斜率较快、叠加前期服务业供给主体收缩，供需缺口走阔，将阶段性推升服务价格上涨；另一方面，欧美经济动能走弱、俄乌冲突影响收敛、生猪产能持续恢复，意味着明年食品和能源供给冲击有望减弱，将部分对冲上行压力。

需求侧：随着消费场景修复、促消费政策发力，明年消费复苏方向无虞，但恢复高度仍存不确定性。其中消费缺口较大的服务、住房消费恢复弹性最强。

从亚洲国家经验看，居民储蓄率回落偏慢，今年三季度仍高于疫情前水平。居民收入结构性分化加深，尤其是中低收入群体资产负债表受损，是导致储蓄率偏高的主要原因。从这一角度而言，疫后消费回归常态化可能是一个相对偏慢的过程。若想要加速居民消费恢复，需要面向居民端的财政政策予以配合。

供给侧：从内外部环境看，食品、能源供给风险可控；服务供给不足更多体现为前期市场主体收缩后的滞后性调整，劳动力短缺风险较小。

由于经济结构调整、预期转弱等问题，我国面临的并非是劳动力不足的问题，而是稳就业压力较大的现实环境。防疫政策优化，更有助于解决这一问题。参考日韩等国，在疫情高峰结束后，劳动参与率均快速回升至疫情前水平。相比之下，疫情发生以来，国内服务业市场主体明显收缩，其恢复常态化的时间相对更长，对供给侧的冲击更大。

从海外经验看，2022年各国疫情管控放松后，餐饮、酒店、娱乐等接触性服务业价格涨幅较大，多数国家在5%左右，教育、住房、医疗等价格涨幅则相对温和。根据2021年中国居民消费支出结构，饮食服务、文化娱乐、家庭服务等接触性服务消费占比为9.6%，若简单假设2023年这三类接触性服务价格涨幅为5%，则对应CPI中枢上行0.48个百分点。

全球央行：

日本央行修改收益率曲线控制计划；欧洲央行释放鹰派信号。

海外政策：

欧盟批准德国490亿欧元经济支持计划；俄方称乌方“和平方案”未考虑现实情况。

国内政策：

习近平同德国总统通话；证监会提出推动房地产行业重组并购、满足合理融资需求；国常会部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效。

财经日历：

12.27（周二）：9:30 中国规模以上工业企业利润；12.28（周三）：8:50 日本央行12月货币政策会议摘要；12.31（周六）：9:30 中国官方制造业PMI

风险提示：海外能源危机持续发酵；国内经济恢复力度不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？——2022年11月贸易数据点评（2022-12-08）

非农超预期，为何美股反应温和？——2022年11月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

多项指数同步走弱，政策仍需持续发力——2022年11月PMI点评（2022-11-30）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022年10月贸易数据点评（2022-11-08）

欧债危机2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022年10月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022年11月FOMC会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-10-31）

疫情扰动叠加季节效应，制造业产需同步走弱——2022年10月PMI点评（2022-10-31）

9月行业景气度有何边际变化？——光大宏观周报（2022-10-30）

盈利延续弱复苏，稳固内需是关键——2022年9月工业企业盈利数据点评（2022-10-27）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022年9月金融数据点评（2022-10-12）

目 录

一、 为什么是服务型结构性通胀？	5
1.1 需求侧：疫后消费恢复高度仍存不确定性，服务、住房消费修复空间较大.....	6
1.2 供给侧：服务供给收缩明显，商品供给相对可控.....	8
二、 海外观察	11
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行.....	11
2.2 全球市场：欧洲股市上涨、大宗商品涨跌分化.....	12
2.3 央行观察：日本央行修改收益率曲线控制计划；欧洲央行释放鹰派信息	13
2.4 海外政策：欧盟批准对德能源支持；俄方称乌方“和平方案”未考虑现实情况	13
三、 国内观察	14
3.1 上游：原油价格环比下跌、铜价环比上涨.....	14
3.2 中游：水泥价格指数环比下跌、螺纹钢价格环比上涨.....	14
3.3 下游：商品房成交面积跌幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	15
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率走势分化.....	16
3.5 国内政策：习近平同德国总统通话；证监会提出推动房地产行业重组并购、满足合理融资需求.....	16
四、 下周财经日历	17
五、 风险提示	17

图目录

图 1: 2022 年以来海外通胀加速上行, 国内通胀仍处在温和区间.....	6
图 2: 基准情形下, 预计 2023 年 CPI 同比中枢为 2.2%.....	6
图 3: 日本、新加坡、中国香港居民储蓄率仍高于疫情前.....	6
图 4: 欧美国家居民储蓄率较早回落至疫情前水平.....	6
图 5: 疫情发生以来, 国内居民收入差距明显走阔.....	7
图 6: 疫情管控放松后, 日本中低收入群体消费倾向恢复较慢.....	7
图 7: 国内娱乐等服务类支出距离趋势值仍有较大差距.....	8
图 8: 社零结构中, 餐饮、住房、纺服消费今年以来表现疲弱.....	8
图 9: 英美、中国香港和澳门劳动参与率低于疫情前水平.....	9
图 10: 韩国、日本、中国台湾劳动参与率恢复至疫情前水平.....	9
图 11: 受疫情影响, 国内餐饮门店数量明显回落.....	9
图 12: 疫情发生以来, 国内酒店业规模持续回落.....	9
图 13: 海外餐饮酒店娱乐等接触性服务业价格涨幅较大.....	10
图 14: 2021 年全国居民消费支出构成.....	10
图 15: 今年下半年, 国内输入性通胀压力缓和.....	10
图 16: 今年原油市场, 从供不应求转向供需相对平衡.....	10
图 17: 从能繁母猪存栏推算, 明年 3 月生猪供给开始回补.....	11
图 18: 本轮猪周期内, 猪价上涨对通胀影响可控.....	11
图 19: 美国 10 年期国债实际利率上行, 通胀预期上行.....	11
图 20: 各国国债收益率同步上行.....	11
图 21: 美国 10y-2y 国债收益率利差上行.....	12
图 22: 美国投资级企业债利差小幅上行.....	12
图 23: 欧洲股市上涨、亚洲股市普跌.....	12
图 24: 大宗商品价格涨跌分化.....	12
图 25: 原油价格环比下跌.....	14
图 26: 铜价环比上涨、库存同比上升.....	14
图 27: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降.....	14
图 28: 水泥价格指数环比下跌.....	14
图 29: 商品房成交面积跌幅缩窄.....	15
图 30: 土地成交面积同比减少.....	15
图 31: 猪价、菜价、水果价格涨跌分化.....	15
图 32: 乘用车日均零售销量同比转负.....	15
图 33: 货币市场利率下行.....	16
图 34: 债券市场利率走势分化.....	16

表目录

表 1: 近期货币政策执行报告、中央经济工作会议关于通胀的表述.....	5
表 2: 美欧央行官员表态	13
表 3: 下周全球经济数据热点	17

一、为什么是服务型结构性通胀？

今年四季度，我们看到，在现实“通缩”压力不断加深的背景下，央行在货币政策执行报告中，持续提示未来通胀升温风险，强调结构性通胀压力。同时，年末政治局会议、中央经济工作会议均将“稳物价”作为明年重点工作之一，这是 2014 年以来中央经济工作会议首次明确提到稳物价。

市场对于未来通胀风险的担忧，核心原因在于防疫政策优化后，前期压制的需求得以释放，或将阶段性推升供需缺口。因此，未来消费恢复的高度、结构和节奏，是影响通胀的关键变量。本文从海外经验出发，结合国内具体情况，重点探讨在防疫政策优化下，明年国内的通胀形势。

表 1：近期货币政策执行报告、中央经济工作会议关于通胀的表述

日期	来源	主要内容
2022-08	央行	央行二季度货币政策执行报告提出，全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力。下一阶段，受消费需求复苏回暖、PPI 向 CPI 滞后传导、新一轮猪肉价格上涨周期开启、能源和原材料成本仍处高位等因素影响，国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在。
2022-11	央行	央行三季度货币政策执行报告提出，要高度重视未来通胀升温的潜在可能性。目前地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，发达经济体高通胀粘性较强，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；冬季猪肉采购和采暖需求旺盛、春节错位等因素，特别是疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力。
2022-12	政治局会议	“六稳”变“三稳”，提出突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作。
2022-12	中央经济工作会议	突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。

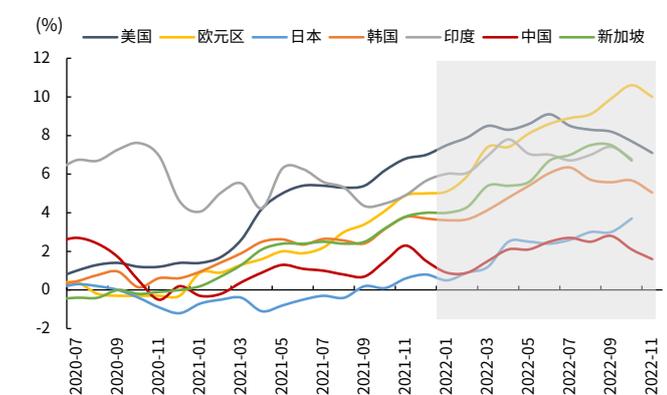
资料来源：新华社、中国人民银行，光大证券研究所

从海外情况看，在疫情管控放松后，各个经济体普遍经历通胀的快速上行，中枢均高于疫情前水平。总结高通胀的共性，一是，俄乌冲突带来食品和能源供给冲击，各国面临的输入性通胀压力较大；二是，前期扩张性财政政策，叠加疫情管控持续放松，商品、服务消费需求释放，持续推升核心通胀。尤其是，疫后发达经济体普遍出现劳动力供给不足等问题，进一步加深通胀粘性。

从我国实际情况看，明年随着消费需求释放，通胀升温是大势所趋，我们预计 CPI 同比中枢自今年的 2.0% 上行至 2.2%，通胀读数相对温和，但结构性涨价压力依然较大。

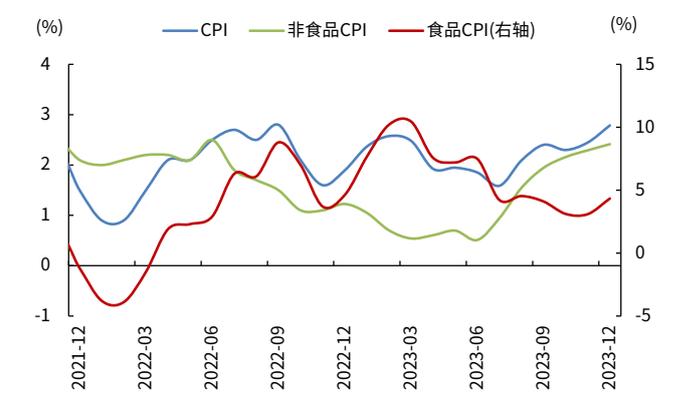
一方面，疫后服务消费修复空间最大，尤其是接触性服务，其需求恢复斜率较快、叠加前期服务业供给主体收缩，供需缺口走阔，将阶段性推升服务价格上涨；另一方面，欧美经济动能走弱、俄乌冲突影响收敛、生猪产能持续恢复，意味着明年食品和能源供给冲击有望减弱，将部分对冲上行压力。

图 1：2022 年以来海外通胀加速上行，国内通胀仍处在温和区间



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中数据为 CPI 同比，日本、印度、新加坡更新至 2022 年 10 月，其余国家更新至 2022 年 11 月

图 2：基准情形下，预计 2023 年 CPI 同比中枢为 2.2%



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2022 年 12 月-2023 年为光大宏观预测数

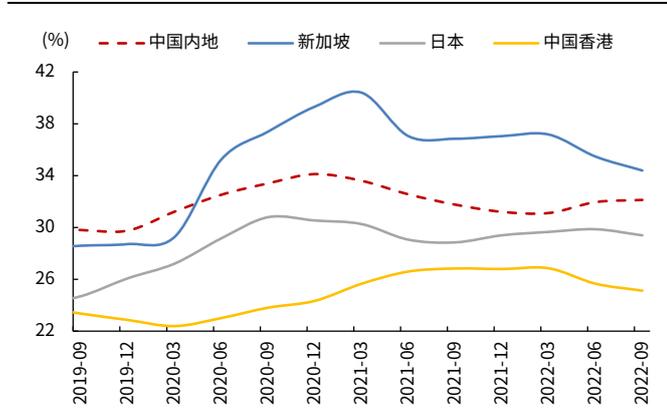
1.1 需求侧：疫后消费恢复高度仍存不确定性，服务、住房消费修复空间较大

从需求侧来看，随着消费场景修复、促消费政策发力，明年消费复苏方向无虞，但恢复高度仍存不确定性。结构上，消费缺口较大的服务、住房消费恢复弹性最强。

一是，从亚洲国家经验看，居民储蓄率回落偏慢，仍高于疫情前水平。这可能与早期防疫政策相对严格，以及财政支持倾向于企业端有关。从这一角度而言，疫后消费回归常态化可能是一个相对偏慢的过程。因此，若想要加速居民消费恢复，需要面向居民端的财政政策予以配合。

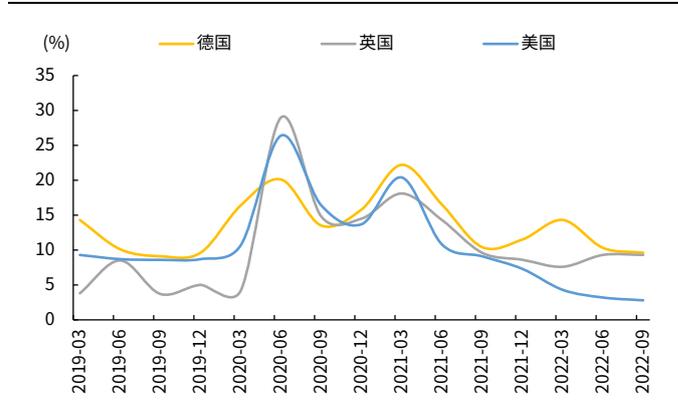
欧美国家，在疫情影响减弱后，居民储蓄率普遍快速回落，大约经历两个季度的调整，便回归至疫情前水平。而亚洲国家，居民储蓄率回落速度偏慢，今年三季度，日本、新加坡、中国香港地区，居民储蓄率仍高于疫情前水平。

图 3：日本、新加坡、中国香港居民储蓄率仍高于疫情前



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 4：欧美国家居民储蓄率较早回落至疫情前水平

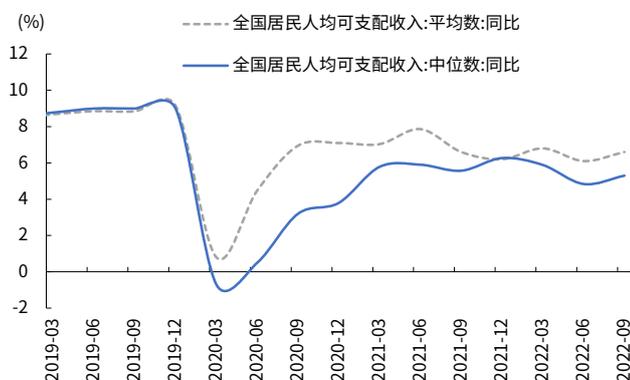


资料来源：CEIC，光大证券研究所

居民储蓄率偏高，很大程度上与收入结构性分化加深有关。由于疫情对经济带来的非对称性冲击，导致中低收入群体收入普遍承压，对未来不确定性预期加深，不仅会导致其预防性储蓄增加，也会导致收入向储蓄率偏高的高收入群体集中，进而带来总体储蓄率偏高。

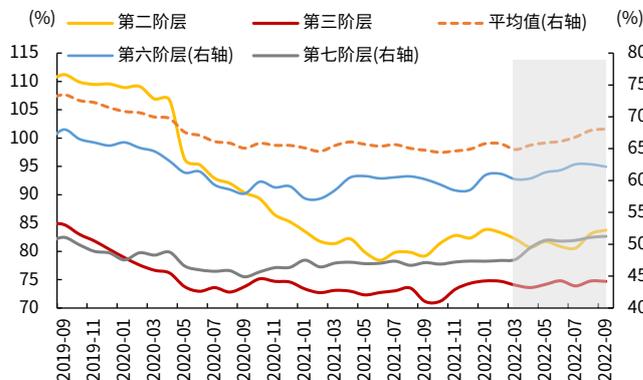
我国的政策选择和其他亚洲国家较为相似，同样面临疫情后居民收入差距的扩大。例如，疫情之后，居民经营净收入增速低于工资性收入增速、青年群体失业率大幅走高。因此，可预见的是，在疫情影响逐步消除后，如果中低收入群体收入恢复较慢，我国居民储蓄率在相当一段时间内，仍然难以回落至疫情前水平（参照日本经验，今年4月以来，高收入群体消费倾向迅速修复至疫情前水平，而中低收入群体消费倾向修复较慢，远低于疫情前水平）。因此，恢复和扩大消费，不仅依赖于稳增长、稳就业政策持续发力，同时针对性的转移支付也是提振消费意愿的强心剂。

图 5：疫情发生以来，国内居民收入差距明显走阔



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2021-2022 年收入和消费数据，调整为以 2019 年为基期的两年、三年复合增速。

图 6：疫情管控放松后，日本中低收入群体消费倾向恢复较慢

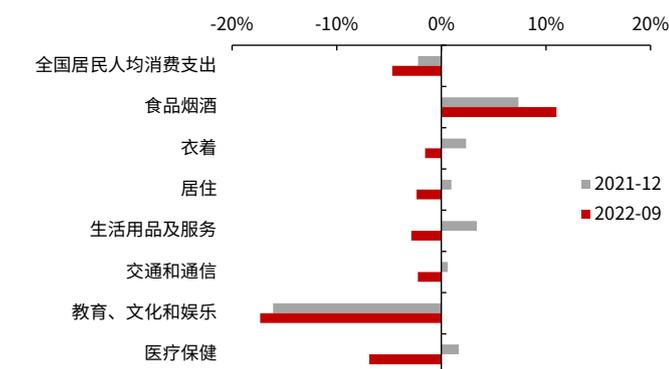


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：根据收入水平由低到高划分为七个阶层，第七阶层对应收入最高的一档

二是，结构上看，疫后服务消费修复空间大于商品。其中，餐饮、住宿、娱乐等接触性服务是恢复重心。此外，稳地产、促消费政策牵引下的住房类消费需求也有望释放。

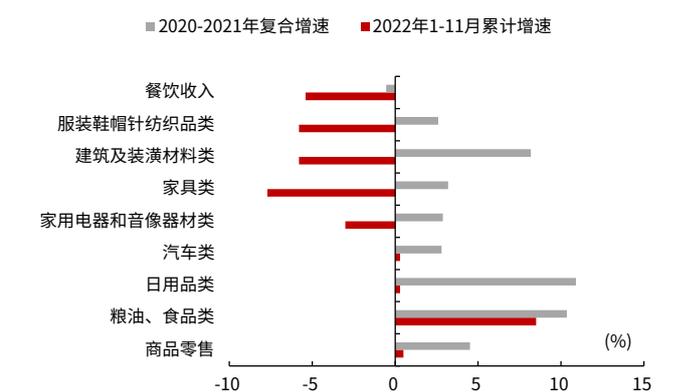
从消费结构看，疫情后，商品消费增速普遍高于服务消费。同趋势值相比，娱乐等服务消费缺口最大，未来恢复弹性更强。我们根据季调后的全国居民消费支出，使用 HP 滤波法，利用 2013-2019 年数值，拟合出 2020-2021 年趋势项，进而计算各领域消费恢复程度。2021 年末，除教育文化娱乐之外，各项消费支出均恢复至趋势值以上。但进入 2022 年，由于疫情反复、居民储蓄意愿较强，除食品之外的消费支出均回落至趋势值以下。截至 2022 年三季度，教育文化和娱乐支出距离趋势值仍有 17% 的差距，医疗保健支出距离趋势值有 7% 的差距，可选消费支出距离趋势值大约有 2%-3% 的差距。

图 7：国内娱乐等服务类支出距离趋势值仍有较大差距



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中数据为每季度消费支出实际值/趋势值-1；趋势值计算，采用季调后数据，先提取趋势项，再拟合 2020-2022 年走势

图 8：社零结构中，餐饮、住房、纺织消费今年以来表现疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2 供给侧：服务供给收缩明显，商品供给相对可控

供给侧方面，从内外部环境看，食品、能源供给风险可控；服务供给不足更多体现为前期市场主体收缩后的滞后性调整，劳动力短缺风险较小。

一是，疫情管控放松后，国内劳动力短缺的问题无需多虑，供给侧冲击更多体现为服务业供给主体收缩带来的短期影响。

参考海外经验，疫情以来，美国、英国、中国香港、中国澳门等地普遍出现劳动参与率下降的困扰，即便疫情管控放松后，其劳动参与率距离疫情前仍有较大缺口，而日本、韩国、中国台湾等地劳动参与率基本回归正常。

之所以出现这种分化，我们认为主要原因有三点：

一是，由于人口老龄化的加速，疫情之前就出现劳动参与率下降的情况，疫情只是加速了这一进程。这一点在美国、中国香港、中国澳门都有所体现。

二是，疫情后政府对居民进行大额补贴、较高的社会福利保障，降低劳动者重返市场的意愿；相反在日韩等国家，政府倾向于通过企业端间接补贴，稳定居民就业岗位，保证供应链的稳定性。

三是，欧美等国家较早放松疫情管控，居民患新冠后遗症比例偏高，更容易离

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_50570

