

宏观动态跟踪报告

国内外通胀形势再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S10601201100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



2022年以来，地缘政治冲突让全球通胀问题雪上加霜。在此背景下，国内输入性通胀压力加剧，近期中央及各部门对于物价稳定的重视程度进一步提升。本文讨论国内外通胀形势的新变化，并提出我国稳物价、防风险的相关建议。

平安观点：

- 海外“胀”成为“滞”的催化剂。美国中期经济前景不确定性上升，消费信心进一步受到通胀的侵蚀；欧元区经济在俄乌冲突后更为脆弱；原材料价格上涨，对于多数亚洲新兴市场国家经济的影响更偏负面，但拉美、中东、东南亚等地区的“资源出口国”相对受益。
- 本轮海外通胀走势与结局有三大关注点。一是，货币紧缩效果如何。美国通胀压力与强劲的消费需求有较大关联，而欧元区通胀更受供给影响，欧元央行的掌控力更弱。二是，供给冲击能否消退。能源转型、供应链中断、地缘政治冲突等供给冲击，仍可能持续推升全球通胀。三是，经济衰退会否到来。若美欧经济不幸衰退，全球通胀风险可能迅速转变为通缩风险。
- 当前国内物价呈 CPI 读数处于低位、PPI 高位同比下行的状态。后续看，国内仍面临结构性通胀压力回升的风险。一是，国际粮价上涨的压力尚未充分传导，还将间接影响下游各行各业。二是，国际原油价格上涨风险尚未消退。三是，黑色系商品价格仍有上行风险。四是，PPI 向 CPI 传导的风险增强。五是，新一轮猪周期渐行渐近，或扰动下半年 CPI 读数。
- 2022年国内物价形势展望（更新）。PPI 方面，全年翘尾因素仍将带动 PPI 同比增速趋于下行，但在原油价格中枢抬升、黑色商品价格潜在上行压力影响下，新涨价因素或维持对 PPI 的正向贡献。中性、油价与黑色系商品偏强、及油价偏弱三种情形下，全年 PPI 中枢分别为 4.6%、5.0%、4.3%。具体看：CPI 方面，中性情形下全年 CPI 中枢在 2% 左右，在 9 月和 12 月两个时点，CPI 可能“破 3”。粮食价格上涨、PPI 传导风险增强或将抬升 CPI 中枢，猪肉和原油价格的波动则对 CPI 的运行节奏产生扰动。
- 对国内稳物价、防风险的相关建议。一是抓好粮食生产，确保国内粮食丰收和重要农产品稳定供应。二是立足资源禀赋，做好能源保供稳价工作。三是助企纾困，减缓中游企业的成本压力。四是审时度势，在国际经贸合作中寻找机会。
- 总的来说，当前海外通胀形势不确定性仍存，国内结构性通胀风险存在进一步升级的可能性，近期人民币汇率的贬值或进一步助推输入性通胀风险。往后看，产业政策在保供稳价、稳定物流和产业链方面的措施仍需加快落地，财政政策在助企纾困方面需发挥更重要的作用。对货币政策而言，潜在的结构性通胀风险尚未解除，或是 MLF 利率下调的顾虑之一。货币政策后续或将引导 LPR 报价下行、推动结构性工具落地以支持实体经济。

正文目录

一、	本轮海外高通胀的背景与影响.....	4
二、	未来海外通胀形势研判.....	6
三、	当前国内物价运行及潜在风险点.....	7
四、	2022 年国内物价形势展望.....	11
五、	稳物价、防风险的相关建议.....	13
六、	风险提示.....	14

图表目录

图表 1	本轮美国经济衰退和复苏的力度和速度均为历史罕见.....	4
图表 4	俄乌冲突后的通胀压力，或削弱全球经济增长整体表现，但部分资源型经济体相对受益.....	6
图表 6	3 月 CPI 食品项低迷，非食品项高位继续上行.....	8
图表 7	一季度 PPI 环比增速上行.....	8
图表 8	农产品价格上涨对下游制造业的成本推动较强.....	8
图表 9	石化产业链对下游行业的成本推动较强.....	9
图表 10	黑色系产品价格上涨将显著推升中游制造业成本.....	9
图表 11	原材料涨价下，制造业成本压力加剧.....	10
图表 12	2022 年下半年新一轮猪周期或将开启.....	10
图表 13	2022 年 4 月 19 日以来，人民币汇率走势逆转.....	11
图表 14	近期人民币汇率贬值预期增强，国内外铜期货价格走势分化.....	11
图表 15	2022 年 PPI 同比增速预测（更新）.....	12
图表 16	2022 年 CPI 同比增速预测（更新）.....	13
图表 17	各部门近期对粮食安全与能源安全的重视度提升.....	13
图表 18	减税降费、降低融资成本等政策有助于降低期间费用，有效缓解制造业成本压力.....	14

新冠疫情以来，供给冲击引致的海外高通胀现象尚未明显缓和，今年以来的地缘政治冲突更让全球通胀问题雪上加霜。海外“胀”的压力已经成为“滞”的催化剂，物价上涨不仅直接抑制需求增长，也增加了货币政策激进紧缩的风险，全球经济下行压力正在螺旋式加剧。

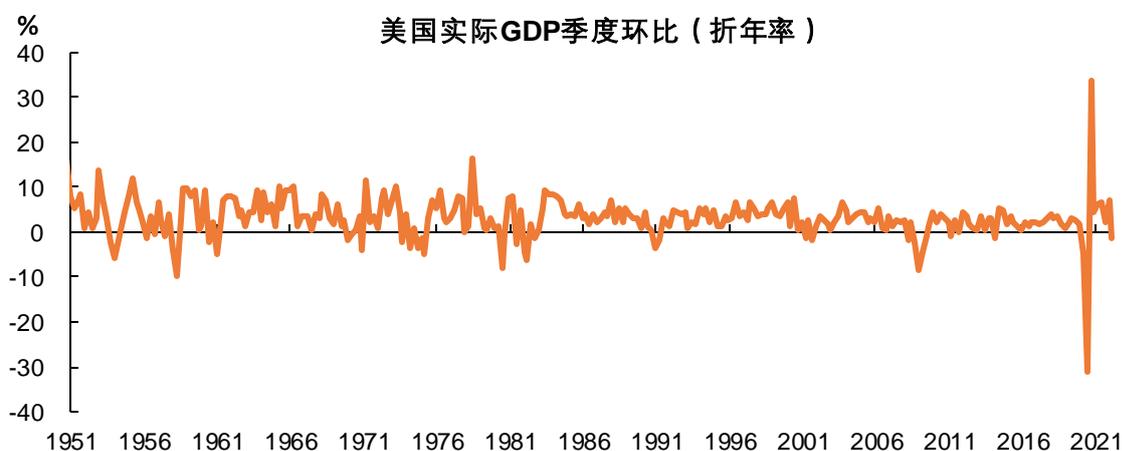
在海外大宗商品高通胀的影响下，国内输入性通胀压力加剧，近期中央及各部门对于物价稳定的重视程度进一步提升。4月29日的政治局会议特别指出，“要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作”。4月20日国常会部署粮食丰收和重要农产品稳定供应、能源保供增供相关举措。4月21日、22日，央行行长易纲在博鳌亚洲论坛和国际货币与金融委员会两度表示“今年粮食生产和能源供应对物价稳定非常重要”、“金融服务高度重视农业生产，煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和进口。”

本文围绕以下几个方面展开：首先，分析本轮海外高通胀的背景与影响，对未来海外通胀形势做出研判；而后，探讨当前国内物价运行情况及潜在的风险点，展望2022年国内物价形势、更新对CPI和PPI指标的预测；最后，提出稳物价、防风险的相关政策建议。

一、 本轮海外高通胀的背景与影响

本轮海外高通胀的背景是，供给冲击与政策刺激叠加，宏观周期经历“严重衰退+强劲反弹”，供需恢复错位推升通胀。以美国为例，其经济周期的波动程度是空前的：从2019年第四季度到2020年第二季度，美国GDP平均环比（年化率）创纪录萎缩了19.2%，为1947年以来最严重的衰退。但美国从衰退中复苏的速度也是罕见的：2020年第二季度至第四季度，美国GDP平均环比（年化）增速高达18.3%。强劲的经济复苏，除了新冠病毒威胁减弱的影响外，也离不开力度空前的货币与财政政策刺激。

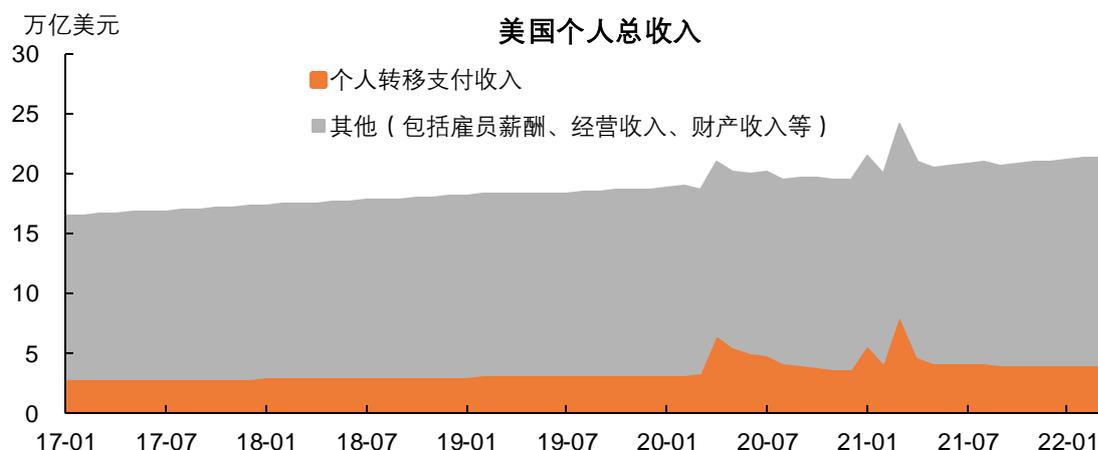
图表1 本轮美国经济衰退和复苏的力度和速度均为历史罕见



资料来源：Wind, 平安证券研究所

美国财政刺激在本轮逆周期调控中扮演了空前重要的角色。在现代货币理论（MMT）思想指导下，货币政策的“手”更长了，即财政政策配合货币宽松发力，对需求端形成更加直接的刺激。新冠疫情爆发后，美国政府动用了规模远超产出缺口的财政手段，直接补贴居民和企业。据IMF数据，2020年美国一般政府支出高达9.7万亿美元，比2019年增加1.8万亿，占GDP比重高达45%，预计2021年这一数字为42%，均高于2009年国际金融危机后水平。财政补贴下，美国居民消费需求第一时间复原（甚至高于疫情前水平），而劳动力供给、商品和服务生产活动恢复滞后，制造了供需矛盾与通胀压力。

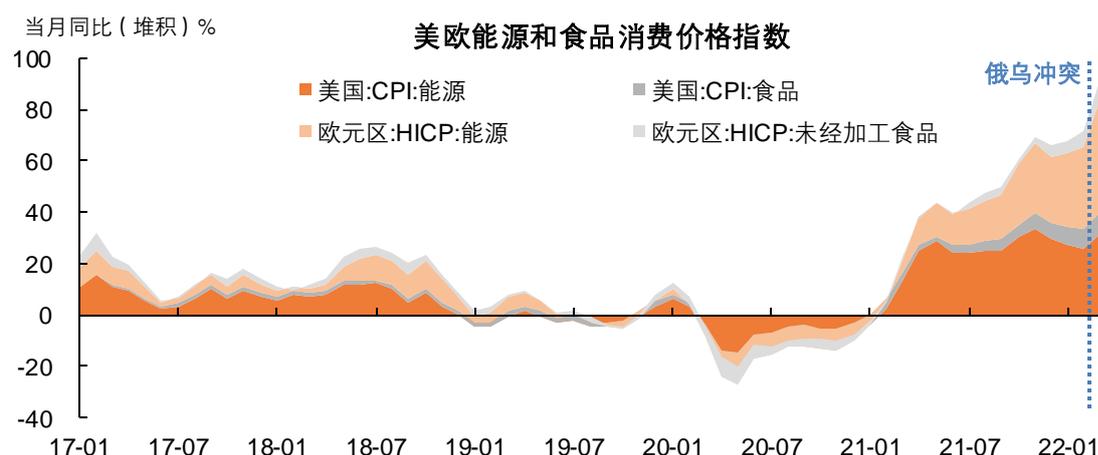
图2 新冠疫情以后，美国财政补贴使美国居民总收入恢复（甚至短期超过）疫情冲击前水平



资料来源：Wind,平安证券研究所

今年以来，俄乌局势引发新的供给冲击，国际能源和食品价格上涨，国际供应链的稳定性面临冲击，全球通胀风险加剧。能源方面，俄罗斯石油制品产量占全球 7%，俄罗斯天然气产量占全球 17%。布伦特原油在 3 月初曾升破 120 美元/桶，4 月均价为 106 美元/桶，同比上涨 60%。英国天然气期货价 3 月均价同比涨幅高达 600%，4 月均价同比也达 280%。食品方面，俄罗斯和乌克兰两国的小麦和玉米出口量合计占全球出口量的 25%和 15%。CBOT 小麦和玉米期货价在 4 月同比分别上涨 61%和 30%。能源和食品价格上涨，使美欧 CPI 进一步走高，且 CPI 与核心 CPI 的分化加大。美国 3 月 CPI 同比 8.5%，核心 CPI 同比 6.5%，均为 1982 年以来新高；欧元区 3 月 HICP 同比 7.5%，核心 HICP 同比 3.0%；英国 3 月 CPI 同比 7%，核心 CPI 同比 5.7%。

图3 2022 年 2 月以来，俄乌局势令美欧能源和食品通胀压力加剧



资料来源：Wind,平安证券研究所

海外经济的“胀”已成为“滞”的催化剂，“滞”的隐忧不容忽视。

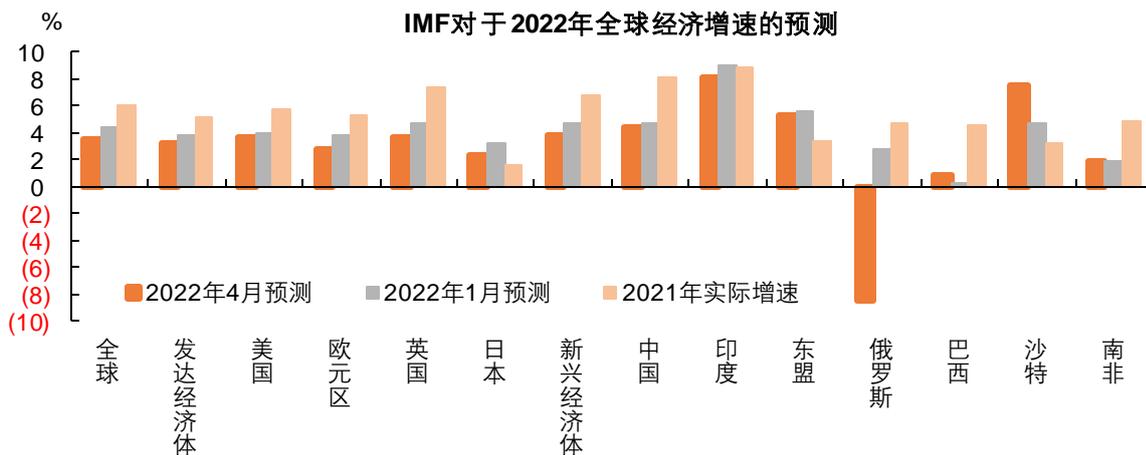
美国方面，中期经济前景（2022 年下半年及以后）不确定性上升。历史上，美国通胀急涨阶段，消费信心往往迅速下降，

包括 1970、1980 和 1990 年代美国 CPI 通胀率破 5% 的三段时期。美国 2022 年 3 月密歇根大学消费者信心指数创近 10 年以来新低。同时，美联储 3 月经济预测大幅下调 2022 年美国实际 GDP 增速 1.2 个百分点至 2.8%。参与调查的官员中，超过半数认为美国经济下行压力加剧，几乎所有人都认为美国经济发展的不确定性上升。

欧洲方面，欧元区经济在俄乌冲突后更为脆弱。 欧盟与俄罗斯贸易往来频繁，尤其在能源领域对俄罗斯进口依赖性强。欧盟 27 国自俄进口商品约占其进口总额的 8%，对俄出口约占其出口总额的 4%。据欧盟统计局数据，欧盟进口的 40% 的天然气和 27% 的石油都来自于俄罗斯。通胀压力下，欧央行已加快缩减资产购买，但未来更面临陷入宽松与紧缩的“两难”。当前看，欧央行 3 月的经济预测已将 2022 年欧元区实际 GDP 增速预测下调 0.5 个百分点至 3.7%，IMF 在 4 月的预测则大幅下调该数字 1.1 个百分点至 2.8%。

新兴市场方面，不同地区所受“胀”的影响有所不同。 亚洲的大多数新兴和发展中经济体都是石油、天然气和金属的净进口国，原材料价格上涨对其经济的影响更偏负面。例如，IMF 对于中国、印度等地区今年的经济预期均有较明显的下调。但拉美、中东、东南亚等地区的“资源出口国”相对受益。例如，IMF 的最新预测中，将今年沙特、巴西的经济增长预测分别上调 2.8 个、0.5 个百分点。市场对于资源型经济体的资产配置也更有信心，巴西、东盟、墨西哥等地区在 2022 年一季度的股票指数涨幅领先全球。不过，发达地区的通胀压力间接加剧了海外央行紧缩力度，这将影响新兴市场整体的资本流动。据国际金融协会（IIF）统计，3 月（非中国）新兴市场国家的股票和债券市场分别流出 67 亿美元和 31 亿美元。

图表4 俄乌冲突后的通胀压力，或削弱全球经济增长整体表现，但部分资源型经济体相对受益

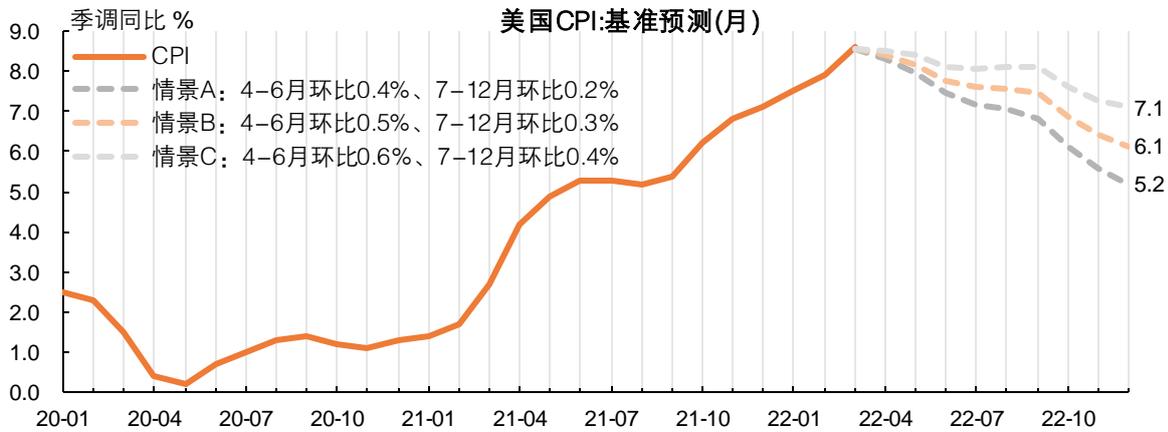


资料来源：IMF, 平安证券研究所

二、未来海外通胀形势研判

海外机构已进一步上调 2022 年和 2023 年通胀预测。 IMF 在 4 月的最新预测，2022 年发达经济体与新兴市场/发展中经济体的平均通胀率分别为 5.7% 和 8.7%，比 1 月预测分别高出 1.8 和 2.8 个百分点；同时预计 2023 年二者的平均通胀率分别为 2.5% 和 6.5%，分别上调了 0.4 和 1.8 个百分点。美联储在今年 3 月预测中，大幅上调 2022 年 PCE 同比增速 1.7 个百分点至 4.3%，上调核心 PCE 同比增速 1.4 个百分点至 4.1%；小幅上调 2023 年 PCE 同比 0.4 个百分点至 2.7%。美联储认为 2023 年美国通胀水平或也不会完全回归至 2% 的目标水平，但仍然认为长期通胀率能够维持在 2% 的目标水平。我们预测，在中性情景下，2022 年末美国 CPI 同比或回落至 6% 左右，PCE 同比或在 4.5% 左右。

图5 预计美国下半年通胀指标明显回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

我们认为，本轮海外通胀走势与结局有三大关注点：

一是，货币紧缩效果如何。据CME数据，截至5月4日，利率期货市场预计今年底美国政策利率大概率达到3.00-3.25%，超过“中性水平”；5月5日美联储议息会议后，市场对年内加息预期大幅下降100bp至2.00-2.25%。美联储加息路径仍有不确定性。同时，美联储已宣布6月开始缩表，刚开始以每月缩减475亿美元的资产为上限，三个月后将上限拓宽至950亿美元。我们从美国通胀结构中看到，美国通胀压力与强劲的消费需求有较大关联。随着美联储紧缩，旺盛需求（尤其耐用品和购房需求）有望切实得到抑制。事实上，近期美国金融市场利率已经显著上升，10年美债收益率高点一度升破3%，美国30年期抵押贷款利率已升破5%，均为近三年新高。相较之下，欧央行对欧元区通胀的掌控力更弱，因欧元区通胀压力主要来自能源和食品价格，货币政策难以直接解决供给问题。

二是，供给冲击能否消退。供给冲击带来的成本推动型通胀是上世纪美国“大滞胀”的重要成因。当前，能源转型、供应链中断、地缘政治冲突等供给冲击仍在推升全球通胀。但我们也看到，本轮美国消化供给冲击的能力或强于上世纪，美国石油产量在页岩油革命后有巨大提升，且美国能源支出占GDP比重较当时已经下降近一半。预计今年下半年，随着美国石油增产加快、供应链瓶颈改善等，美国的成本推动型通胀压力有望趋于缓和，但欧元区的供给压力或持续更久。

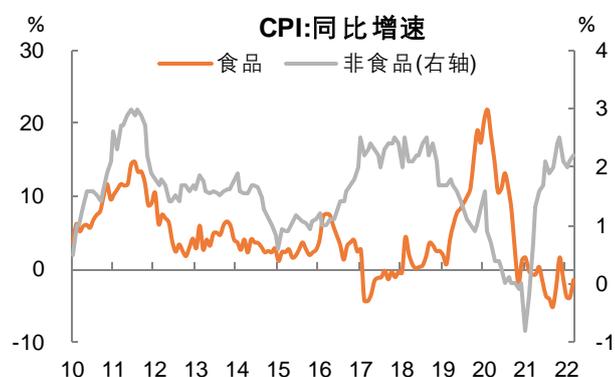
三是，经济衰退会否到来。从某种意义上讲，通胀回归或是必然结果，不确定性在于所需的货币政策力度、以及经济增长需付出多大代价。高盛最新预计，未来两年内美国经济衰退风险的概率为35%。我们预计，今年美国经济衰退的风险相对有限，这一轮“经济底”或在2023年，但经济增长放缓（或衰退）幅度将取决于美联储货币政策。美联储需要一定程度的“滞”以换取“胀”的缓和，但仍会保持政策的灵活性。若下半年美国通胀压力缓和（事实上，3月美国核心PCE同比已经小幅回落、美国CPI同比读数或已接近顶部），美联储或适度放缓加息进程，以尽量弱化美国经济“硬着陆”的风险。但是，欧元区“滞胀”风险更高，欧元区的货币政策空间也更狭窄，欧洲经济衰退风险更大。若美欧经济不幸衰退，全球通胀风险将迅速转变为通缩风险，对中国及全球经济均可能造成冲击。

三、当前国内物价运行及潜在风险点

当前国内物价呈CPI读数处于低位、PPI高位同比下行的状态。CPI方面，今年一季度CPI读数在1.1%的较低位置。从CPI的结构看，不包括食品和能源项目的核心CPI稳中有降，猪肉及畜肉类CPI下行是CPI维持在较低位置的“稳定器”；能源相关CPI分项在油价带动下上行，粮油、蔬果等其他食品类价格抬升，CPI仍有潜在的上行压力。PPI方面，一季度

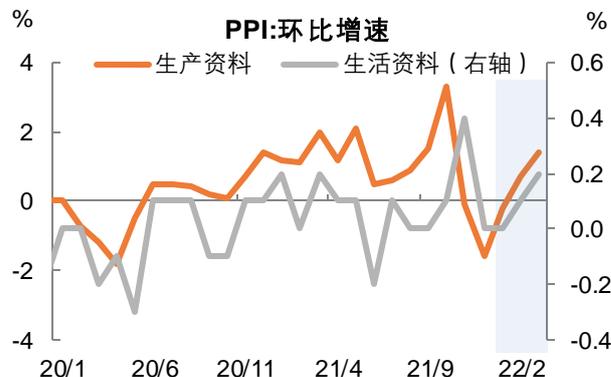
PPI 同比增速 8.7%，自去年高位回落。不过，PPI 同比读数回落主要源于基数抬升的贡献，石化产业、黑色商品及有色金属的涨价带动一季度 PPI 环比累计上行 1.4%。从 PPI 的结构看，中上游生产资料价格的环比上行幅度高于生活资料价格，生活资料中的必需消费分项强于可选消费分项。

图表6 3月CPI食品项低迷，非食品项高位继续上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 一季度PPI环比增速上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

后续看，国内仍面临结构性通胀压力回升的风险：

一是，国际粮价上涨的压力尚未充分传导，还将间接影响下游各行各业。一方面，俄乌冲突后，国际粮价快速上涨带动国内小麦现货价格上行，而极端天气多发、生物燃料替代、农资涨价或将进一步助推粮价上涨，未来一到两个季度的CPI粮食分项或继续超季节性上行。2016年以来，我国粮食价格相对稳定，对CPI同比增速的拉动平均约0.02个百分点，并未成为CPI波动的影响因素；但2013年粮食分项对CPI同比增速的直接拉动曾高达0.15个百分点，这与近期国内小麦现货价格的上行斜率较为接近。另一方面，粮价与下游各个行业关联密切，其间接影响亦值得警惕。以2018年的中国投入产出表估算，如价格充分传导，农林牧渔相关产品和服务价格每上涨10%，农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业的价格将分别上涨6.1%，4.3%、3.2%。

图表8 农产品价格上涨对下游制造业的成本推动较强



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_41161



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn