



Research and
Development Center

货币政策还有多少发力空间？ ——暨下半年通胀展望

2022年7月1日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

货币政策还有多少发力空间? ——暨下半年 通胀展望

2022年7月1日

- **全球通胀格局及成因。**以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀,相比之下,今年以来中国CPI温和上行,PPI进入下行通道。IMF预测2022年全球平均通胀率将达7.4%,创1997年以来新高,通胀风险上行将为全球经济增添更多不确定性。本轮通胀供需分化的特征十分突出,供给端全球供应链紧张、俄乌冲突、粮食危机三重共振;需求端受发达经济体“货币+财政”双重刺激,复苏快于供给,为通胀上行奠定了长期基础。
- **下半年CPI展望:输入性通胀+猪周期,CPI大概率破3%。**我国下半年通胀压力来自两方面,一是**输入性通胀,包括能源价格维持高位、粮食危机、汇率阶段性贬值。**1)能源商品中原油价格对CPI的影响最显著,下半年全球需求趋缓、OPEC增产,供需错配有望缓解。但在俄乌冲突、各方制裁与反制裁激烈对抗等不确定因素下,油价或持续居于高位。2)国际粮食危机冲击下,我国油料尤其是大豆由于进口依赖度较高,储备低于国际警戒线,具备一定的风险敞口。3)汇率阶段性贬值放大输入性通胀压力。二是**国内通胀因素,包括新一轮猪周期、PPI向CPI传导加强。**1)新一轮猪周期将在三季度启动,年内猪肉价格底已过。2)随经济爬坡、需求修复,PPI将加强向CPI传导。综合上述,我们采用分项环比法预测CPI,预计下半年中枢约2.8%,全年中枢2.3%,年内高点为3.3%左右。
- **下半年PPI展望:持续下行,年底降至1%左右。**PPI走势受“三黑一色”行业主导,分别对应石油、钢铁、煤炭和有色金属。下半年大宗商品价格环比上涨动能有限,预计螺纹钢价格趋稳或温和上涨,煤炭价格有望稳定运行,铝、铜降价趋势或延续。叠加去年下半年的高基数,预计PPI不改下行趋势,年末降至1%左右,全年中枢约4.4%。
- **货币政策展望:还有多少发力空间?**第一,受美联储加息与国内通胀上行约束,MLF利率再难下调。第二,货币政策将继续从总量上发力,或以降LPR为抓手。第三,央行进一步运用结构性货币政策工具。第四,疫情的暂时性影响趋于消退,市场重回宽信用逻辑。
- **风险因素:**疫情再度恶化,政策推进不及预期。

目录

一、全球通胀格局及成因.....	4
1.1 全球通胀压力处于历史高位水平.....	4
1.2 本轮通胀成因：需求复苏与供给受限.....	5
二、下半年 CPI 展望：输入性通胀+猪周期，CPI 大概率破 3%.....	11
2.1 输入性通胀的影响：能源价格维持高位、粮食危机、汇率阶段性贬值.....	11
2.2 国内通胀因素：新一轮猪周期、PPI 向 CPI 传导加强.....	17
2.3 下半年 CPI 大概率破 3%.....	21
三、下半年 PPI 展望：持续下行，年底降至 1%左右.....	23
四、货币政策展望：还有多少发力空间？.....	25
风险因素.....	28

图目录

图 1：美国、欧洲正面临多年未有的高通胀.....	4
图 2：2022 年以来中国 CPI 温和上行，PPI 进入下行通道.....	4
图 3：IMF 预测 2022 年全球平均通胀率将达 7.4%.....	5
图 4：IMF 预测 2022 年多数国家年均通胀率介于 5-10%之间.....	5
图 5：供需分化是本轮全球通胀最突出的特征.....	6
图 6：全球供应链压力指数较均值偏差维持历史高位.....	6
图 7：美国产能利用率的长期下降趋势.....	7
图 8：俄罗斯原油、天然气出口数量在全球出口总量中的占比.....	7
图 9：俄罗斯原油的主要出口对象为欧洲和中国.....	8
图 10：俄乌两国多种农产品出口都在全球占据重要地位.....	8
图 11：俄罗斯是全球重要的化肥生产国.....	9
图 12：俄罗斯钯和铂族金属产量在全球占比居于前列.....	9
图 13：2021 年初以来全球食品价格持续走高.....	10
图 14：玉米、小麦、稻谷三大主粮价格均有不同程度上涨.....	10
图 15：疫情期间以美、欧为首的发达经济体央行资产规模明显扩张.....	11
图 16：美国几轮财政刺激明显推高了转移支付收入在个人总收入中的占比.....	11
图 17：原油价格对 CPI 交通工具用燃料项影响较大.....	12
图 18：原油在我国能源消费中占据重要地位.....	12
图 19：我国原油的进口依赖度仍然较高.....	13
图 20：俄罗斯几乎是我国最大的原油供应国.....	13
图 21：俄罗斯原油进口均价在本轮能源大通胀中同步上涨.....	14
图 22：小麦、大豆、花生等作物价格对 CPI 粮油项的影响较大.....	14
图 23：我国三大主粮自给率高，大豆则是进口依赖度较高.....	15
图 24：我国三大主粮储备较充足，油料作物库销比相对较低.....	15
图 25：俄罗斯、乌克兰在我国大豆进口总量中占比不足 1%.....	15
图 26：年初至 5 月末，国内粮油价格涨幅相对国际价格更低.....	16
图 27：4 月份以来人民币汇率一度快速贬值.....	17
图 28：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月.....	17
图 29：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损.....	18
图 30：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损.....	18
图 31：猪价相关政策表态.....	19
图 32：目前猪粮比处于较低区间.....	19
图 33：下半年猪肉价格预测.....	20
图 34：生活资料 PPI 与核心 CPI 走势有较好的关联性.....	20
图 35：6 月制造业 PMI 重回扩张区间，工业企业利润边际改善.....	21
图 36：猪肉价格环比可以很好地拟合 CPI 猪肉环比.....	21
图 37：EIA 预计下半年布油均价为 110 美元/桶，持续居于历史高位.....	22
图 38：下半年 CPI 大概率破 3%.....	23
图 39：3、4 月份以来铝和螺纹钢价格先后回落，煤炭价格稳定运行.....	23
图 40：双碳政策下钢铁行业保持减产势头，行业利润下行.....	24
图 41：电解铝供应压力减轻.....	25
图 42：预计下半年 PPI 同比将继续下行.....	25
图 43：3 月美联储加息以来中美利差迅速收窄并发生倒挂.....	26
图 44：5 年期 LPR 仍有下调空间.....	26
图 45：2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升.....	27
图 46：4、5 月份信用周期指数持续扩张.....	27

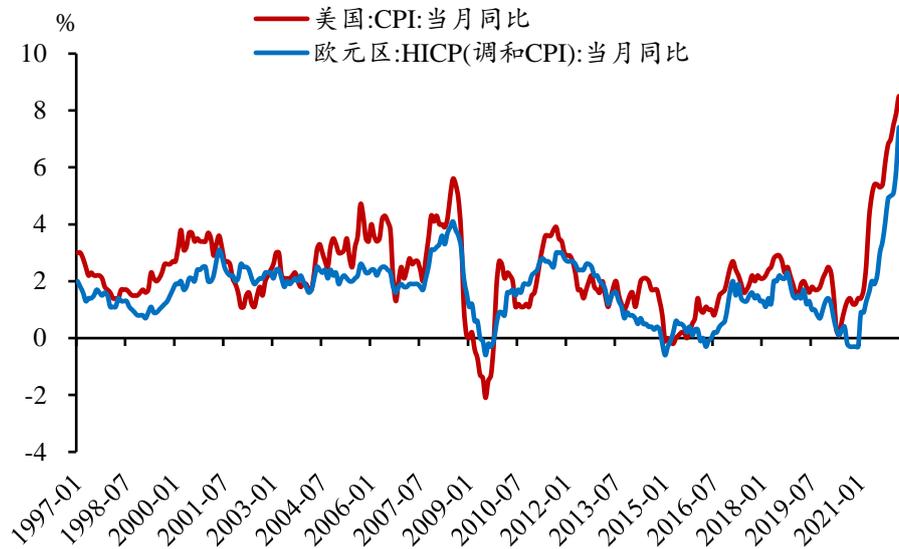
一、全球通胀格局及成因

1.1 全球通胀压力处于历史高位水平

以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。2008 年金融危机后，发达经济体维持了近十年的低通胀环境，直到 2020 年爆发新冠疫情之前，期间美国 CPI、欧元区调和 CPI 同比中枢分别居于 1.78%、1.35% 的低位水平。疫情发生以来，美国、欧洲通胀读数持续走高，截至 2022 年 5 月，美国、欧元区 CPI 同比分别录得 8.6%、8.1%，创下近四十年来的新高。考虑到当前全球供应瓶颈仍存、能源金属等大宗商品价格高涨、俄乌冲突等地缘政治危机发酵，美欧通胀仍有进一步攀升的可能。

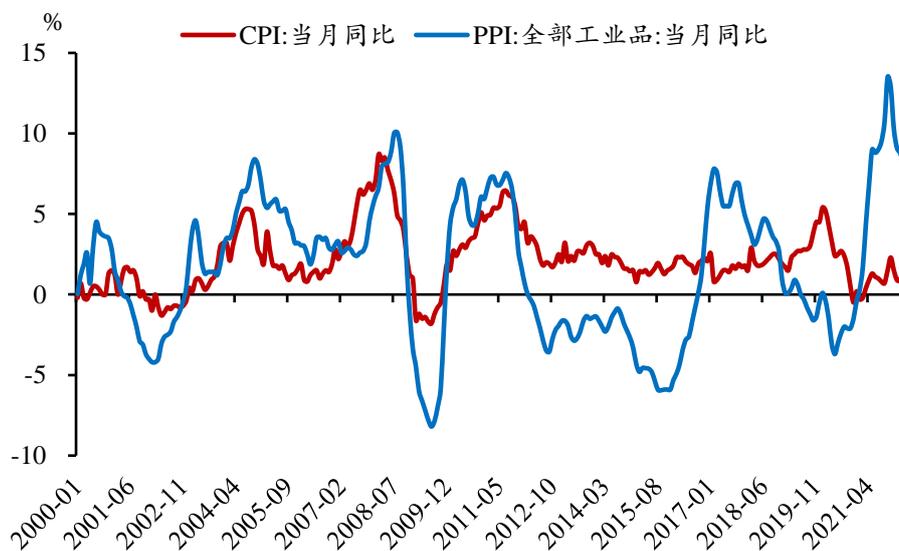
相比之下，2022 年以来中国 CPI 温和上行，PPI 进入下行通道。中国 CPI 指数受猪肉价格的影响较大，本轮猪周期于 2021 年初进入下行阶段，由于前期产能扩张，疫情影响下需求低于预期，猪肉价格在 2021 年持续下降。受到猪肉 CPI 的拖累，叠加弱需求背景下非食品项 CPI 恢复缓慢、PPI 向 CPI 的传导滞后等因素，2021 年前三季度 CPI 基本保持平稳，四季度至今温和上行。PPI 则在高基数、国内保供稳价政策等因素影响下，自 2021 年 11 月起进入下行通道。

图 1：美国、欧洲正面临多年未有的高通胀



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

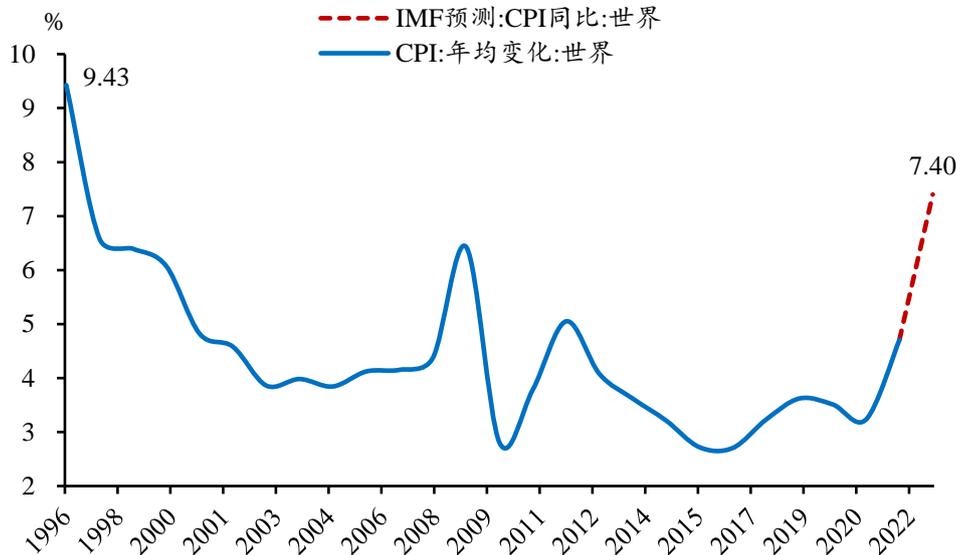
图 2：2022 年以来中国 CPI 温和上行，PPI 进入下行通道



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

IMF 预测 2022 年全球平均通胀率将达 7.4%，创 1997 年以来新高，通胀风险上行将为全球经济增添更多不确定性。今年 4 月份 IMF 更新了全年通胀预测，世界 CPI 年均变化预计达 7.4%，上一轮高点还要追溯到 1996 年的 9.4%。全球来看，大部分国家（约 80 个）年均通胀率介于 5-10% 之间，约 60 个国家能够将通胀率维持在 5% 以下，部分经历冲突、动荡或重大经济问题的国家，或面临 10% 甚至 25% 以上的严重通胀。

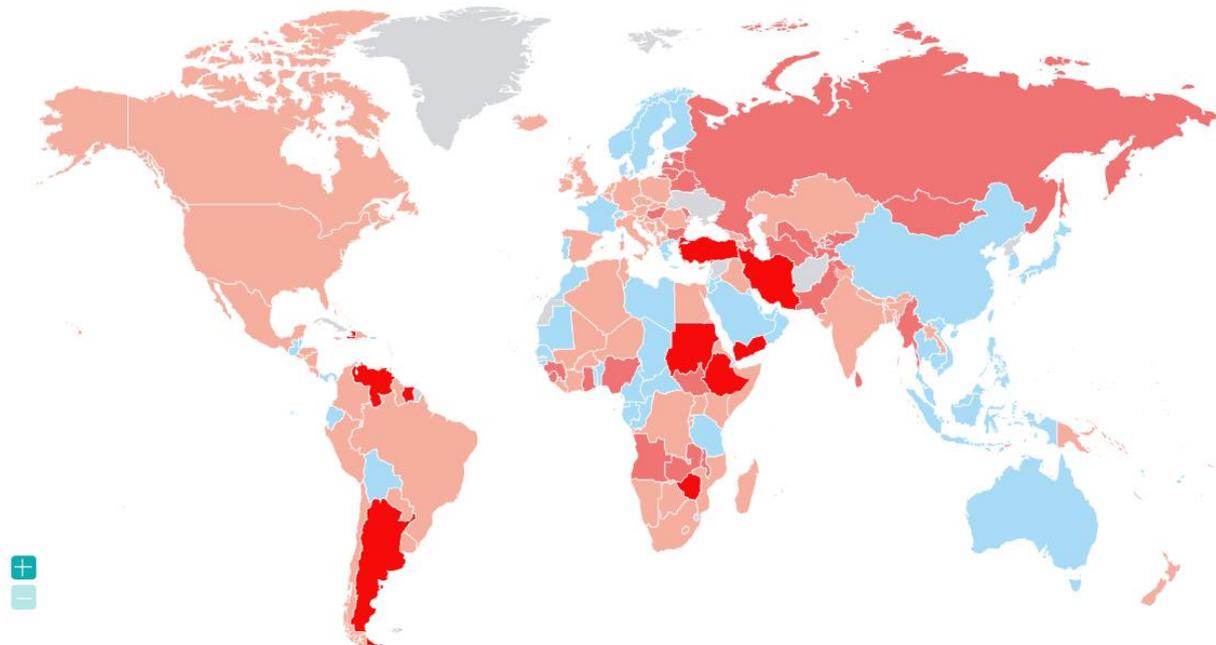
图 3: IMF 预测 2022 年全球平均通胀率将达 7.4%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: IMF 预测 2022 年多数国家年均通胀率介于 5-10% 之间

● 25% or more ● 10% - 25% ● 5% - 10% ● 0% - 5%



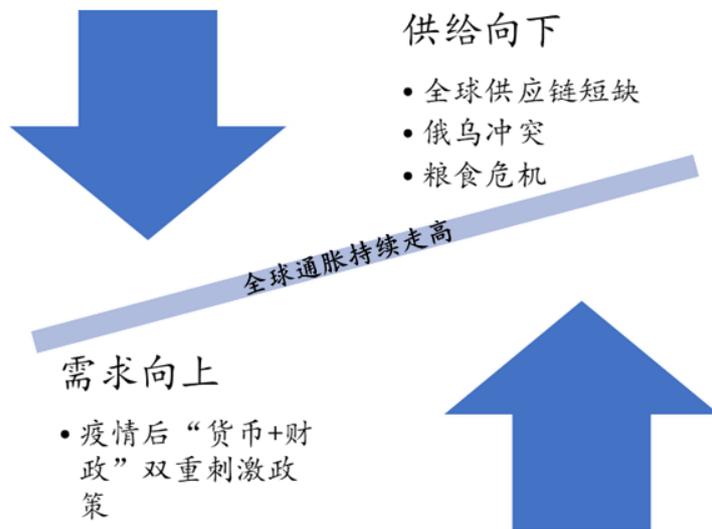
资料来源: IMF 官网, 信达证券研发中心

1.2 本轮通胀成因：需求复苏与供给受限

供需分化是本轮通胀最突出的特征。一方面，全球主要经济体为应对疫情影响，出台大规模“货币+财政”刺激

方案，全球经济从危机中复苏，需求率先修复。另一方面，在疫情反复的影响下，供给端仍然受到制约。考虑到“碳中和”背景下工业尤其是能源行业产能出清，2022年以来俄乌冲突、粮食危机发酵，进一步加剧了全球供应瓶颈。相比需求，本轮供需分化中供给端的因素更加突出。

图 5：供需分化是本轮全球通胀最突出的特征



资料来源：信达证券研发中心

供给端：全球供应链短缺、俄乌冲突、粮食危机三重共振

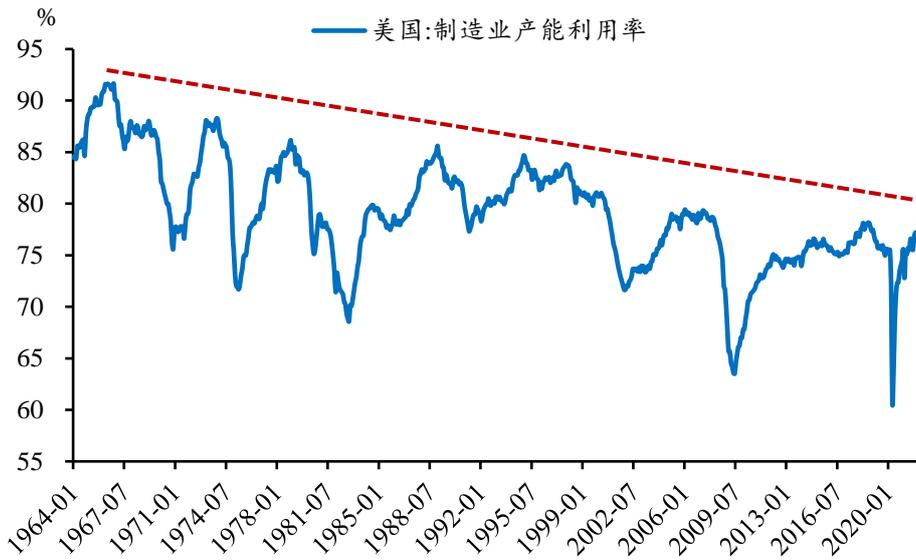
第一，全球供应紧张的主要原因是疫情和全球产能下降，此外还受俄乌冲突、贸易保护等因素干扰。新冠疫情影响下，运输阻滞的问题十分突出，根据纽约联储公布的数据，截至今年5月份，全球供应链压力指数较均值偏差仍维持在 2.9 的历史高位。全球产能下降的直接原因是疫情，底层逻辑则在于“碳中和”背景下工业企业产能去化，尤其是能源行业在过去十年产能投资下滑，新增产能受限、供给乏力，而本轮全球通胀又与能源商品价格高涨密切相关。除此之外，俄乌冲突等地缘政治危机持续发酵，美国、加拿大、欧盟等主要经济体已经相继与俄罗斯互相关闭领空，英国、欧盟先后禁止俄罗斯船在其港口停靠，一系列禁飞、禁运制裁加剧了全球供应链的脆弱性。近年来全球贸易保护主义升温致使国际经贸合作受阻，也加速了全球供应链结构性问题的暴露。

图 6：全球供应链压力指数较均值偏差维持历史高位



资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

图 7：美国产能利用率的长期下降趋势

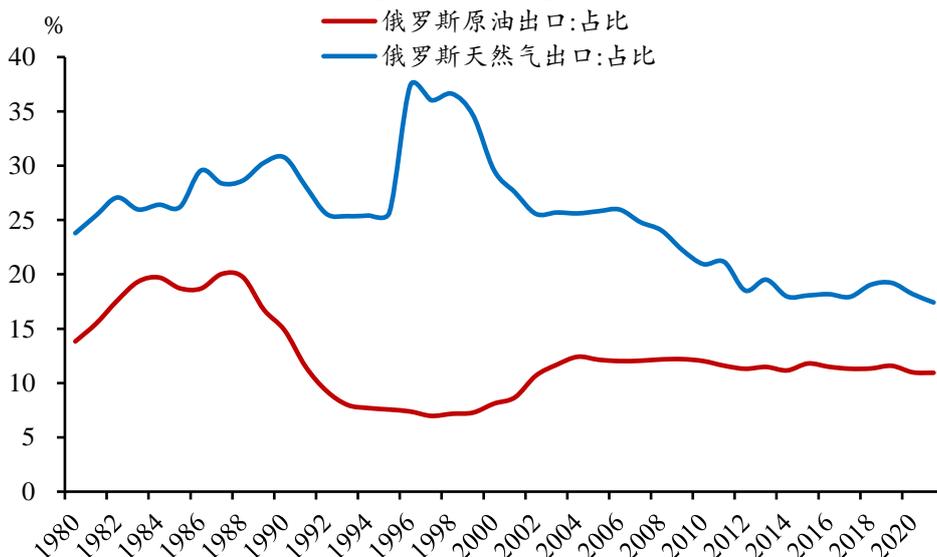


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

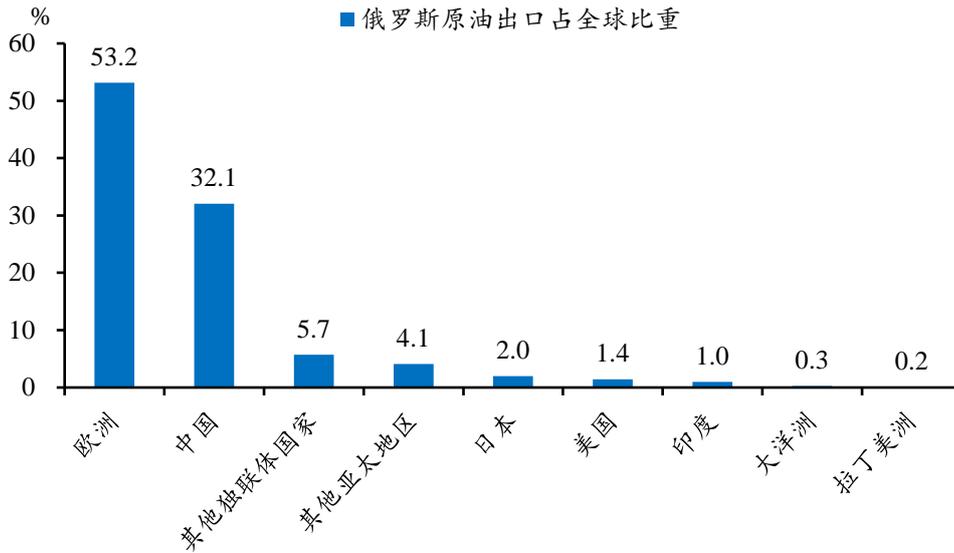
第二，作为全球两大资源出口型国家，俄乌冲突从能源、金属、农产品三方面加剧全球通胀。俄乌冲突爆发以来，区域矛盾不断积累、激化，政治集团之间相互博弈，制裁与反制裁频繁出现，明显推高了全球能源、粮食等价格，其未来影响的不确定性仍然较高。

1) 俄罗斯是全球关键的天然气和原油生产国，对全球能源价格走势具有重大影响。俄罗斯是全球第二大原油和第四大天然气出口国，截至 2020 年，俄罗斯原油和天然气的出口量分别占全球 11% 和 16%，最大供给对象均是欧洲。天然气方面，俄罗斯天然气储量位列全球第一，2021 年近 83% 的天然气出口均流向欧洲，是欧洲天然气最重要供应商，天然气价格变动对欧洲通胀读数的影响较大；原油的主要供给对象同样是欧洲，2020 年对欧出口 138.2 百万公吨，占俄罗斯原油出口总量的 53.2%，其次是中国，占比 32.1%。

图 8：俄罗斯原油、天然气出口数量在全球出口总量中的占比

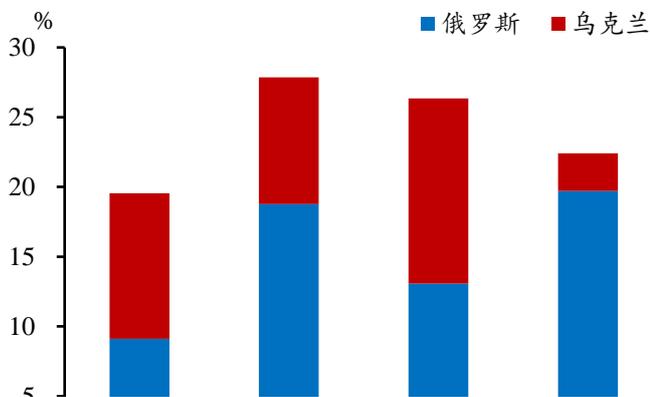


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：俄罗斯原油的主要出口对象为欧洲和中国


资料来源: bp, 信达证券研发中心
 注: 数据截至 2020 年

2) 乌克兰和俄罗斯是全球重要粮仓，二者合计谷物出口在全球占比近 20%。乌克兰在过去曾被称为“苏联的粮仓”，后来被称为“世界粮仓”，为世界各国尤其能够为欧洲国家提供粮食安全及保障。根据 2020 年联合国粮农组织数据，乌克兰是全球最大葵花籽油出口国，全球第四大的玉米（出口占比约 14.5%）、小麦出口国。俄罗斯是全球最大的小麦出口国，俄乌小麦出口量占全球比重约 28%。俄乌大麦出口量也有较高占比，约 26%。此外，俄罗斯是全球重要的化肥生产国，其氮肥、磷肥、钾肥产量均居于世界前列，截至 2019 年，俄罗斯氮肥、磷肥、钾肥产量分别占全球消费量 10.4%、8.9%、23.5%。

图 10：俄乌两国多种农产品出口都在全球占据重要地位


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_43522



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>