



大公国际：下半年国内通胀压力向CPI转移 或对债市情绪面形成阶段性扰动





今年以来，全球通胀压力主要在外部市场，主要发达经济体均陷入高通胀困境，控制通胀成为全球各国货币当局的核心关切。货币超发、能源价格高企、市场预期和投机性交易上升是推高上半年海外通胀的主要原因。上半年国内通胀输入性压力较大，上下游之间、工业品与消费品之间呈现一定结构性矛盾，但 PPI 逐步回落，CPI 稳步回升，总体走势平稳、压力较小。下半年我国通胀上下游传导风险上升，通胀压力降逐步从 PPI 向 CPI 转移，特别是能源和食品价格上升风险，因此有必要关注下半年通胀压力的变化，以及对我国货币政策调整空间的影响和对债市基准利率走势的预测。

上半年全球通胀高企不下，海外滞胀风险攀升；国内输入性通胀压力较大，结构性通胀矛盾较为突出

上半年全球通胀持续高涨，海外市场滞涨风险较高。今年以来以美国为代表发达经济体陷入高通胀困扰，美国、欧盟等国家和地区通胀水平持续攀升，特别是美国通胀屡次刷新历史，最新数据显示，美国和欧元区 6 月 CPI 同比增速分别达到 9.1%和 8.6%，创下近 40 年来新高。从本轮高通胀的成因来看，我们认为主要来自三个方面，货币无序超发、大宗商品供需矛盾以及全球投机需求上升。自 2020 年全球疫情爆发，上游能源国与下游消费国之间在疫情防控 and 疫苗分配上的不均导致全球大宗商品供需失衡。美联储为救市开启第四轮量化宽松，资产负债表规模较上一轮扩大一倍，并通过对家庭部门大量财政补贴方式扩大需求，从而加剧了大宗商品供需矛盾。今年以来，以美国为代表的各国防疫转入“与病毒并存”模式后，社交距离放开叠加气候回暖，社会经济活动回归常态，燃油消费、服务需求均有上升，而二月以来俄乌冲突和奥密克戎变异病毒反弹等黑天鹅事件的发生，在加大能源和粮食的供需缺口的同时，也使得全球资金避险情绪和大宗商品投机情绪上涨，进一步放大商品供需矛盾，使全球通胀步入快速上行通道。为应对通胀高企的矛盾，今年二季度以来欧美发达经济体纷纷开启货币紧缩模式，但一方面在社交放开、需求回暖的背景下，服务和房租价格逐步上升使通胀粘性增强，另一方面疫情期间主要发达经济体采用的大幅财政补贴模式降低了劳动力回归市场的意愿，工资水平不断上涨，造成以美国为代表的主要发达经济体的通胀陷入潜在的“工资-螺旋”通胀危机。同时，美联储在去年底错误估计本轮通胀趋势后，面对今年以来的高通胀被迫采用激进加息模式，这又使得疫后经济的修复面临能

源成本高企、全球芯片短缺、国际运力不足和流动性紧张的局面，导致其滞涨风险上升。

我国上半年通胀压力总体较小，主要压力来自外部定价大宗商品的输入性压力，同时上下游之间、消费品与工业品之间通胀结构性矛盾较为突出。今年上半年我国 CPI 累计同比上涨 1.7%，PPI 累计同比上涨 7.7%，从单月变化趋势看，今年以来我国 CPI 持续回升，PPI 平稳回落，6 月同比增速分别达到 2.5%和 6.1%， “CPI-PPI” 剪刀差逐步收敛。从成因来看，一方面，以海外定价为主的国际大宗商品价格高企以及芯片短缺等问题向国内传导形成的输入性压力较大，而自去年四季度以来，我国经济遭受 “需求收缩、供给冲击和预期转弱” 的三重压力，下游工业和消费需求整体疲弱对下游商品和服务价格拉动效应不足。同时今年受到疫情反弹影响，自春节以来人员流动性较往年同期明显偏弱，旅游、餐饮等服务受限，上游价格向下游传导受阻，也导致上下游之间通胀的结构性矛盾较为突出。另一方面，今年以来我国加大了对能源品的保供稳价政策力度，上游高碳能源开采限制边际减弱，对国内定价的黑色系和非金属原材料商品价格形成有效的平抑作用，叠加基数效应的影响，PPI 价格持续回落。进入二季度后，特别是 5 月份以来在国家新一轮稳增长政策发力以及疫情短期扰动收尾带动下，服务和出行消费回暖，加强了上下游之间价格的传导效应，同时新一轮猪周期开启，猪肉价格逐步回升对 CPI 拖累减弱，食品价格上涨拉动下，CPI 涨幅在 5 月以后呈现加速回升的走势。

下半年全球通胀涨幅或将边际收敛但总体形势依然严峻，我国通胀压力将逐步从 PPI 转向 CPI，输入性压力仍在但风险可控

下半年，全球通胀涨幅或将边际收敛，但总体形势仍然严峻，外部流动性紧缩对于抑制通胀的效应相对缓慢且效果有限。目前，俄乌冲突前景不明，OPEC+增产幅度难以弥补俄罗斯供给缺位和全球能源需求上涨带来的供给缺口，全球大宗商品价格料将整体保持高位。同时，俄乌冲突的升级已使全球粮食危机初现端倪，下半年商品价格压力或将逐步由上游扩大至下游。同时，美联储加息缩表的操作只能针对需求端对通胀形成一定抑制作用，在基数逐步抬升的影响下，下半年欧美主要国家通胀的同比增速读数或将逐步收敛，但由于本轮全球通胀是多种因素的叠加效应所致，单独依靠流动性收紧抑制需求端，对通胀的抑制效应不仅有限而且缓慢，还可能伴随经济衰退风险和社会问题的暴露，因此美联储激进加息料将不可持续，从而也削弱了市场对于通胀回落的信心。若下半年美国拜登政府不能加大战略石油储备的投放力度，或俄乌冲突无法实现和平解决，通胀保持相对高位的局势将延续至年底。

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_44309

