



彭文生：喧嚣中的平静—— 下半年中国通胀展望



短期两因素、中期四因素，带来全球通胀风险。短期来看，疫情与冲突加剧供应风险。美欧已经对俄罗斯实行第六轮制裁，欧盟石油禁运是核心，俄罗斯也将限制惰性气体出口以反制。我们认为，这些制裁与反制裁将加剧全球通胀风险。疫情后交通不畅、供应链风险频发、劳动短缺。中长期看，老龄化、绿色转型、全球产业链重构、和平红利下降或将导致供给弹性下降，通胀中枢或将趋势性上行，滞胀非暂时性担忧。

全球通胀将通过大宗共振、外需和汇率三个渠道影响中国通胀。大宗涨价带来成本推升的通胀，对通胀的直接影响是推升国内能源、原材料和粮食价格，间接影响是通过推升成本进而推升其他商品价格和工资。外需上升，促进出口制造业生产和投资，而高出口行业的能耗强度更高，抬升能源电力、上游原材料价格。汇率贬值直接推升进口价格，间接推升国内同类可贸易品价格、工资、进而是不可贸易品价格。

展望下半年，外部看，大宗共振方面，俄乌冲突带来成本推升的通胀；外需传导方面，美欧增长放缓压制需求驱动的通胀；汇率传导方面，人民币汇率或前弱后稳/强，减轻输入性通胀压力。内部看，疫情反复与金融周期下行压制内需，中美通胀分化或继续。一方面，疫情和冲突同是供给冲击，但影响不同。冲突是单纯的供给冲击，而疫情是凯恩斯型冲击，且有不不确定性，后者虽也影响供给，但对需求的乘数影响更大更久。另一方面，中美政策应对不同，通胀压力有异。应对疫情，美国是财政投放基础货币，改善私人资产负债表，需求更强，通胀压力更大；中国是信贷投放派生货

币，私人资产负债表弱化，通胀压力更小。

PPI 方面，大宗价格或高位震荡，高基数拖累下行。对俄制裁加大国际原油供应和涨价风险。煤炭紧平衡下价格有阶段性上行压力，但国内保供稳价措施限制涨幅；随着本轮电改接近尾声，电价涨势或放缓；黑色金属受稳增长政策发力影响，需求或有支撑，但成本回落缓解涨价压力。尽管部分工业品价格仍偏强，但受高基数影响，PPI 整体处下行通道。我们预计 22Q3-23Q2 四个季度 PPI 同比分别为 4.4%、2.7%、4.1%、2.6%，今年全年在 5.5%左右。

CPI 方面，疫后需求复苏叠加猪周期上行，消费价格或将上行，但中枢或仍温和。猪周期拐点已至，但产能结构优化下反弹高度或难强。国内口粮供给有保障、且对外依存度低、库存仍高，国际粮价对国内传导或较边际。近期疫情得到控制后服务和耐用品价格或将修复，但非食品消费品 CPI 同比或随 PPI 放缓。我们预计全年 CPI 同比中枢或为 2.1%左右，仍较温和，22Q3-23Q2 四个季度 CPI 同比分别为 2.6%、2.3%、3.0%、2.7%。

风险情形下，如果欧美对俄制裁以及俄罗斯反制裁导致大宗供应风险

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_42991

