

证券研究报告

宏观研究

专题报告

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

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

全球高通胀下发达经济体紧缩货币政策的溢出风险

2022年8月9日

- **全球通胀压力上行的原因和未来走势。**全球通胀普涨趋势背后存在四大推力: 一是发达经济体“货币、财政”双刺激下需求高涨, 对各国造成输入性通胀。二是全球供应链压力的制约。三是俄乌冲突导致高企的全球通胀难以消退。四是新一轮粮食危机推升全球通胀中枢。在需求拱火和供给压制的双重因素叠加下, 此轮通胀一直高烧不退。但在供给端和需求端中, 供给端因素更加凸显、更为关键, 因而不可低估供给冲击对通胀的影响力。我们预计供给冲击的持续强化会支撑通胀变化走势, 主要在三个方面: 1) 劳动力供给短缺制约了生产, 未来劳动力短缺将继续支持通胀中枢抬升。2) 供应链压力居高不下, 放大了供需矛盾。3) 大宗商品价格上行压力继续向通胀终端传导。
- **美欧等发达经济体央行相继进入紧缩周期。**在全球通胀水平愈演愈烈之时, 各个发达经济体必须要采取更多行动以缓解高通胀风险。今年以来, 以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。在全球通胀肆虐中, 多个经济体不得不开始收紧其货币政策, 以美联储为代表的发达经济体央行纷纷开始掀起了“加息潮”, 加快拧紧货币政策的阀门。1) 就美联储而言, 为遏制通胀, 美联储继续走在史诗级加息的路上。当前美国还面临供应链瓶颈、劳动力短缺引起成本上涨等冲击, 这些供给侧问题短期内难以解决, 我们预计美联储为了给居高不下的通胀降温, 将会继续走在史诗级加息的路上。2) 就欧洲央行而言, 欧洲央行在退出宽松货币的进程中与美联储的表现略有不同。欧洲央行加息未在上半开启的原因在于两个: 一是俄乌冲突导致欧洲经济比较困难, 还需要货币政策的支持; 二是欧洲央行过快加息可能会对包括希腊、爱尔兰与葡萄牙等欧元区外围国家带来严重冲击, 爱尔兰、葡萄牙等国家的债务问题可能会阻止欧洲央行连续加息。
- **发达经济体紧缩货币政策的溢出风险影响。**全球紧缩周期已陆续开启, 加息带来的外溢风险也将显现。主要体现在新兴经济体资本流动、新兴经济体债务风险、国际贸易往来和大宗商品价格这四个方面: 1) 紧缩周期下, 新兴经济体的跨境资本回流发达经济体。2) 美元走强, 部分新兴市场经济体或面临债务危机的风险。美联储货币政策紧缩会导致新兴经济体的债务成本上升, 拥有高债务的低收入国家可能会面临陷入债务危机的风险。3) 货币政策收紧会给新兴经济体出口带来消极影响。货币政策进入紧缩周期后, 总需求支撑力度或将下降, 受此影响美国进口增长的势头也将有所减弱, 给新兴经济体出口带来消极影响。4) 发达经济体货币政策略有分化或会对大宗商品价格产生扰动。
- **风险因素:** 国际地缘局势发展超预期, 海外经济下行超预期等。

目 录

一、全球通胀压力上行的原因和未来走势	3
二、美欧等发达经济体央行相继进入紧缩周期	5
三、发达经济体紧缩货币政策的溢出风险影响	7
风险因素	8

图 目 录

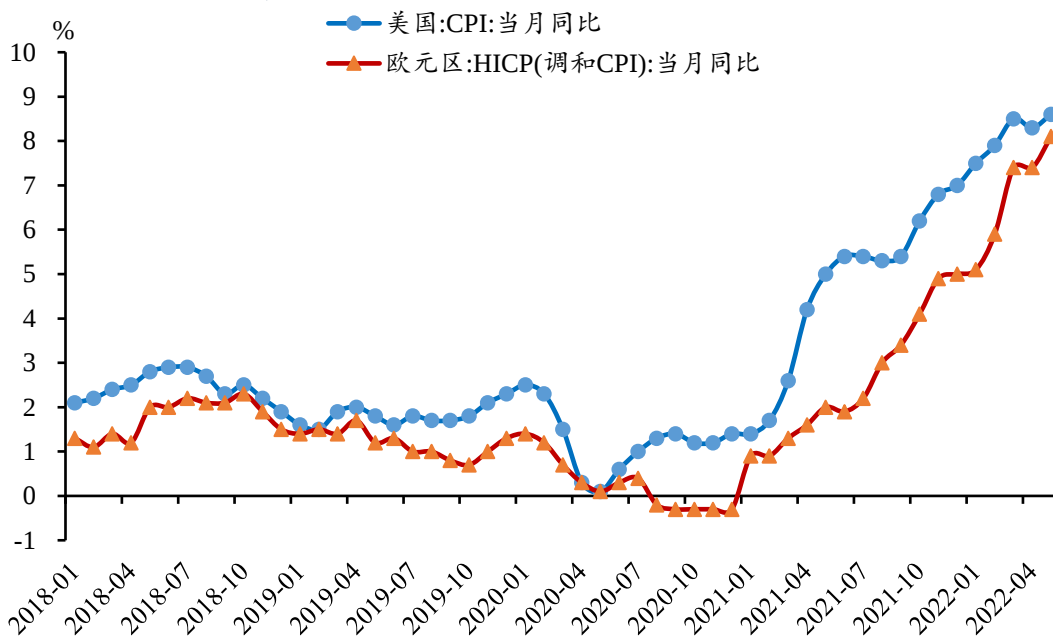
图 1: 全球通胀压力增加, 欧盟经济体通胀形势严峻	3
图 2: 美欧经济体加息进程略有分化	5
图 3: HICP 与核心 HICP 间的增速出现分化	6
图 4: 欧元区 PMI 大幅放缓	7

为应对 2020 年新冠疫情对经济的冲击，全球进入了货币超宽松时期。货币大灌水下的高涨需求和受疫情压制的供应链错配导致大部分国家都出现了通货膨胀。今年以来，在俄乌冲突和新一轮粮食危机的刺激下，全球通胀压力进一步蔓延，许多发达经济体出现了数十年一见的高通胀。高烧不退的通胀持续向各经济体央行施加压力，为遏制居高不下的通胀压力，多个发达经济体把加息提上日程，加快拧紧货币政策的阀门。以美联储为代表的央行纷纷开启加息潮，尽管美欧经济加息进程略有分化，但从总体上看，全球流动性收紧的方向不变。我们预计在多个经济体加息共振下，货币紧缩对全球的溢出风险影响将逐步蔓延至资本流动、新兴经济体债务风险、出口贸易和大宗商品价格等方面。

一、全球通胀压力上行的原因和未来走势

此轮全球通胀原因错综复杂，既存在需求端因素，也存在供给端因素的制约。疫情爆发后，美联储开启史诗级的大放水，美国资产负债表的规模开始从 2020 年初的 4.2 万亿美元大幅飙升至 2022 年 7 月的 8.9 万亿美元。美国货币大灌水培育了全球通胀升温的土壤，带来居高不下的全球通胀压力。疫情后，供给端一直受到压制，也给全球通胀增加了上行压力。截至目前，以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。其中，美国国内通胀达到自 1982 年以来的历史最高点，欧元区 HICP 通胀达到自 1997 年以来的历史最高点，我们认为此轮通胀覆盖范围较大，可能是一场覆盖欧美、乃至整个半球的大通胀。

图 1：全球通胀压力增加，欧盟经济体通胀形势严峻



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(一) 全球通胀普涨趋势背后存在四大推力。当前全球通胀出现普遍上涨趋势，美国、欧洲等多个经济体步入高通胀时代。追根溯源，欧美主要经济体的 CPI 指标屡破新高，其背后主要存在四大推力。

一是发达经济体“货币、财政”双刺激下需求高涨，对各国造成输入性通胀。货币政策方面，自新冠疫情以来，欧美等主要经济体央行相继实施了超常规的货币政策，通过大幅扩张资产负债表向市场注入流动性，美联储宽松货币政策增加的货币流动性给各国造成了输入型通胀。财政政策方面，发达经济体还推出了大规模的财政补贴，以刺激需求。

二是全球供应链压力的制约。在疫情反复、经济修复程度有限的条件下，被疫情制约的供给难以满足高涨的需求，



推升了通胀的回升。

三是俄乌冲突导致高企的全球通胀难以消退。俄罗斯是全球关键的原油生产国，对全球能源价格走势具有重大影响。近期的地缘政治冲突有所升温，欧盟对俄罗斯的制裁不断升级，对能源价格的走势存在刺激效应，打压了原油的供给预期。在俄乌局势持续推高能源价格的背景下，地缘政治博弈刺激国际油价上涨，能源价格大幅上涨成为全球通胀水平创新高的主要原因。

四是新一轮粮食危机推升全球通胀中枢。除了俄乌冲突给小麦等食品价格增加上行风险外，旱涝极端天气、粮食出口禁令和成本推升等因素继续加剧粮食供需格局，推动食品项通胀上升。

（二）四大通胀推力中，供给端冲击更为关键，也更难消退。在需求拱火和供给压制的双重因素叠加下，此轮通胀一直高烧不退。但在供给端和需求端中，供给端因素更加凸显、更为关键，因而不可低估供给冲击对通胀的影响力。这是因为需求拱火通胀是货币、财政政策双重刺激下的结果，政策退出后需求就会失去支撑。疫后全球主要经济体为应对新冠对经济的影响，出台大规模货币和财政刺激方案，当刺激政策收紧时需求就会因失去支撑而出现回落。然而，与需求端因素相比，在疫情反复之下，供给端仍然受到制约。货币政策属于总需求政策，对于消费、投资、进出口等需求端因素有一定的政策效果，但对于地缘政治冲突、劳动力短缺、供应链中断等众多供给侧因素而言，货币政策的发力对此无能为力。因此，货币政策对全球通胀压力的抑制作用十分有限。在供给端因素中，供应链短缺、俄乌冲突、粮食危机均非欧美经济体自身可以控制。从供给侧数据观察，根据纽约联储公布的数据，截至今年5月，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。当下全球供应链压力指数已经高位运行一段时间，这显示出供应链瓶颈问题依旧存在且难以缓解。此外，在美国劳动参与率下降的情况下，劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，严峻的劳动力短缺格局推动劳动力成本继续上行，增加美国通胀压力。2022年以来的供应链短缺、俄乌冲突、粮食危机发酵，三个因素共同作用进一步加剧了全球供应瓶颈，增加全球通胀的压力。

（三）通胀动力难以轻易消除，短期内全球高通胀难言结束。除了影响能源项和食品项的地缘政治冲突外，影响核心通胀的原因有需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺，其中高通胀更主要的原因还是在于供给侧问题。供给冲击的持续强化支撑了通胀变化走势。

第一，劳动力供给短缺制约了生产，未来劳动力短缺将继续支持通胀中枢抬升。在劳动参与率下降的情况下，劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，严峻的劳动力短缺格局推动劳动力成本继续上行，增加通胀压力。

第二，供应链压力居高不下，放大了供需矛盾。新冠疫情的爆发导致全球供应链中断，物流运输受阻推升了全球物流成本。5月全球供应链压力指数依旧高位运行，这显示出供应链问题依旧严峻，扰乱商品流动并引发高通胀的全球供应链压力仍大。

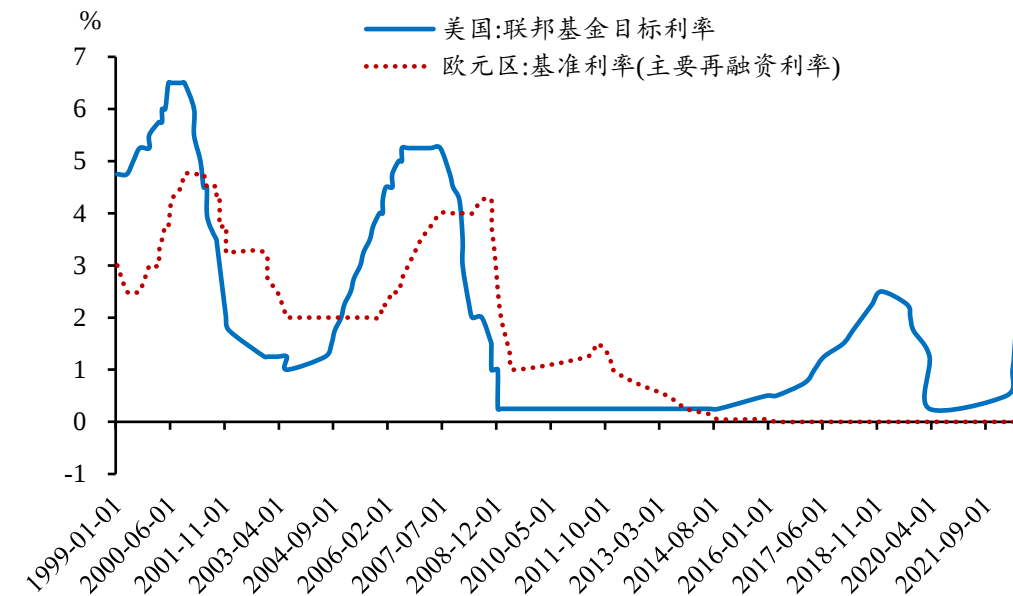
第三，大宗商品价格上行压力继续向通胀终端传导。原油对于大宗商品的影响，可谓牵一发而动全身。今年上半年以来，俄乌冲突爆发导致石油供给受到冲击，催生了大宗商品价格飙升。目前俄乌冲突尚未达成休战谈判，西方各国对俄制裁仍在不断升级，我们预计与俄乌冲突有关的供应短缺或将给现有的通货膨胀施压。

从以上因素来看，尽管货币政策的紧缩使得高涨的需求有所回落，但对供给问题无能为力。我们认为美国供应链紧张、劳动力市场供需不平衡等推升通胀的因素仍然持续，通胀形势依然不容乐观，全球通胀难以轻易消除，对于美国而言，供应链压力不减，劳动力供给不足，核心通胀的上涨动力依旧存在。在上涨动力持续存在的前提下，我们预计全球通胀易升难降，未来全球通胀中枢水平继续抬升的可能性仍大。同时，当全球大规模财政刺激和宽松货币政策的短期刺激效应消失之后，伴随着能源价格进一步冲击和新一轮粮食危机的来临，全球通胀仍难言结束。

二、美欧等发达经济体央行相继进入紧缩周期

在全球通胀水平愈演愈烈之时，各个发达经济体必须要采取更多行动以缓解高通胀风险。今年以来，以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。在全球通胀肆虐中，多个经济体不得不开始收紧其货币政策，各大央行纷纷“收水”。以美联储为代表的发达经济体央行纷纷开始掀起了“加息潮”，加快拧紧货币政策的阀门。截至目前，已有美国、英国、澳大利亚、加拿大、新西兰、瑞典、韩国和挪威等众多发达经济体央行开启加息周期。发达经济体央行的货币政策发生转向后，全球流动性也开始收缩。尽管国外主要发达经济体为缓解高企的通胀压力，已经着手加快货币政策的收紧进程，但是由于许多发达经济体的央行都小心谨慎地权衡着加息的幅度和开启时间，因此美、欧在退出宽松货币政策进程中略有差异。其中，美国已经开启加息周期，甚至在6月大幅调整利率以压低通胀，而欧洲央行的首次加息尚未落地。

图 2：美欧经济体加息进程略有分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(一) 美联储：为遏制通胀，美联储继续走在史诗级加息的路上。美联储具有实现充分就业和维持物价稳定的双重使命，相应地，失业率和通货膨胀率成为美联储加息的两大门槛。截至目前，5月失业率录得3.6%，连续第三个月维持在这一低位水平。在失业率表现较强、通胀压力与日俱增的背景之下，美联储加速缩减资产购买规模并于3月开启首次加息，分别在3月、5月、6月加息25bp、50bp和75bp。6月加息75基点是美联储1994年以来最大的单次加息幅度，这主要是因为美国国内通胀再次超预期上升。具体来看，今年5月美国CPI同比读数为8.6%，超过了3月份的8.5%，刷新过去四十年来新高。面对如此严峻的通胀形势，美联储决定在6月的美国联邦公开市场委员会上大幅调整利率以压低通胀，6月议息会议结果显示，美联储决定将联邦基金利率目标区间上调75个基点到1.5%至1.75%的水平。从美国高通胀的原因上看，俄乌冲突和供需失衡造成了美国当前的高通胀。由于俄乌冲突的局势远超美联储的控制范围，我们预计短期内仍有可能进一步对通胀施加上行压力。而供需失衡离不开美联储史无前例的宽松政策，当下美联储正用更紧的货币环境让更多的需求消失，但在供给侧问题上货币政策则无能为力。从更关键的供给端因素上看，当前美国还面临供应链瓶颈、劳动力短缺引起成本上涨等冲击，这些供给侧问题短期内难以解决，因此美联储与通胀的抗衡可能是场持久战。综合而言，众多因素未来或将阻碍通胀的回落。美联储主席鲍威尔曾指出，持续的通货膨胀是经济的巨大威胁。早期美联储低估通胀，已经带来了一系列影响。一是损害了其在市场上的公信力，二是高企的通胀侵蚀了消费者的购买力和实体经济的增长。考虑到美国未来通胀下行存在阻力的情况下，我们预计美联储为了给居高不下的通胀降温，将会继续走在史诗级



加息的路上，抓紧一切可以控制通胀的手段来收服通胀。

(二) 欧洲央行：通胀高企增大欧洲央行开启加息的可能性。相对而言，欧洲央行在退出宽松货币的进程中与美联储的表现略有不同。欧洲央行逐步退出了紧急资产购买计划（PEPP），但截至目前首次加息尚未落地。从欧洲通胀形势观察，2022年1-6月，欧元区调和消费者价格指数（HICP）同比增速从5.1%持续攀升到8.6%，屡次刷新了纪录，而6月核心HICP同比增速为3.7%，较上期的3.8%略有降温。HICP与核心HICP间的增速出现分化，反映出能源价格上涨对通货膨胀压力存在较大的贡献，是造成欧洲近期通胀居高不下的主要原因。早期俄乌冲突已经为能源供给短缺埋下隐患，近期欧盟和俄罗斯之间的制裁与反制裁则更加导致通胀率持续攀升。受能源和粮食价格飙升影响，乌克兰局势造成的能源危机令欧洲地区面临着巨大的物价压力，欧元区通胀率持续上升，截至2022年6月欧元区的HICP通胀率已经连续数月超过欧洲央行设定的通胀目标。从加息进程上看，欧洲央行虽然还没启动本轮紧缩周期的第一次加息，但已经按计划停止了PEPP。欧洲央行曾表示计划在7月份的货币政策会议上将关键利率上调。6月欧元区消费者物价指数（CPI）中，食品和能源价格继续构成消费者开支压力的主要部分，总体CPI的风险仍然明显向更高的价格方向发展，这给欧洲央行在7月加息增添理由。

欧洲央行加息未在上半年开启的原因在于两个方面，一方面，俄乌冲突导致欧洲经济比较困难，还需要货币政策的支持。新冠肺炎疫情背景下，由于供应链中断等原因，能源产品和食品等大宗商品价格上涨，使得欧洲通胀居高不下。而近期，受能源和食品价格大幅上涨影响，俄乌冲突爆发带来能源价格上涨，更是为欧洲通胀再添一把火。伴随高通胀的是欧洲经济的放缓，由于俄乌冲突及相关制裁措施对能源价格、能源安全和制造业造成破坏，欧元区PMI指标大幅放缓。另一方面，欧洲央行加息可能会对包括希腊、爱尔兰与葡萄牙等欧元区外围国家带来严重冲击。虽然居高不下的油价推升通胀预期，但是过快加息又会伤害深陷债务危机的欧元区外围国家，爱尔兰、葡萄牙等国家的债务问题可能会阻止欧洲央行连续加息。总体而言，欧洲央行正面临着收紧货币政策时点的抉择。对于欧央行来说，通胀高企、疫情和美联储加息的无形压力成为其头上的三座大山。当下通胀压力明显加大，通胀有继续上升的恶性趋势，通胀高企增大欧洲央行开启加息的可能性。

图 3：HICP 与核心 HICP 间的增速出现分化



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_44953

