



Research and
Development Center

全球高通胀仍在蔓延和传导进程中

2022 年 9 月 2 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

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

全球高通胀仍在蔓延和传导进程中

2022年9月2日

- **全球通胀：上半年全球通胀依旧向着恶化方向演变。**今年上半年全球通胀普涨态势继续蔓延，向着恶化方向演变。从整体上看，发达经济体的通胀形势比新兴经济和发展中经济体的水平更严峻，发达经济体对发展中经济体的通胀传导压力增加。此外，多数经济体的能源项一同上升、涨幅居前，表明这一轮平均通胀水平的变化更多是以能源项通胀为主导因素来驱动。为构建全球通胀传导路径，我们选择美国作为通胀传导路径的构建起点，主要是因为：1) 美元具有独特的国际支付地位，2) 美国政策刺激的时点较早且力度最大，3) 美国国内滞后的供给端造成严重的供需裂口。
- **经济体间两大传导：一是大宗商品贸易的价格传导，一是跨境资本流动影响货币供应量。**1) 在国际贸易渠道上，美国进、出口差距拉大，超发货币大量留在非美经济体。美元外溢和能源市场供需失衡共同抬升以美元计价的国际大宗商品价格。在国际贸易中，大宗商品进口国会最先受到价格上涨的影响。国际市场原材料价格上升后传导到国内，就会引发经济体的通货膨胀。2) 在资本流动上，资本流动增加时，大量外币要兑换本币，对本币的需求量增加，因此本币面临升值。同时，国内政府为维持汇率而增加货币供给量，物价就有了上涨的压力。对于实行固定汇率制的经济体来说，这种影响则更为显著。
- **产业间传导：能源和农产品在短产业链的通胀传导效果更好。**首先，能源产业链的通胀传导以石油为起点，向上、下两个方向传导。1) 向上传导：原油涨价会带动上游的石油采掘、石油加工业等上涨。2) 向下传导：原油涨价会向下游的各类消费品传导，包括短产业链和长产业链。其中，短产业链的通胀传导损耗少、传导效率较高。长产业链由于多重传导损耗多、传导效率往往不高。其次，农产品沿产业链的传导大多比金属和能源的传导链条要短。其传导时的损耗较少，传导效果更好、更顺畅。我们认为食品加工业和养殖业的通胀水平可能会受到外部通胀的传导而继续上涨。
- **全球通胀恶化局势难以缓解，下半年高通胀仍在蔓延和传导进程中。**从当前全球通胀的传导方式来看，我们认为全球通胀恶化的局势暂时难以缓解，高通胀仍在蔓延和传导进程中。下半年中国面临的外部通胀压力较大，集中于能源及其采掘业、食品加工及养殖业。在全球高通胀继续蔓延的局势下，尽管国内PPI向整体CPI的明显传导有限，但不能忽视通胀的局部传导。第一，近期能源价格有回调变化，但我们认为油价的回调只是暂时的，不能轻视能源的贡献。第二，高温干旱对粮食供给的干扰风险还较大，我们认为下半年食品加工业可能存在涨价压力。
- **风险因素：**美国加息进程超预期，极端天气影响超预期。

目 录

一、全球通胀：上半年全球通胀依旧向着恶化方向演变	4
1.1 全球通胀的蔓延保持迅猛态势	4
1.2 全球通胀普涨根源主要是能源项变化	7
1.3 美国是通胀传导路径的主要起点	8
二、经济体间传导：美国放水如何影响他国通胀？	11
2.1 通胀的酝酿：美联储发行美元的两个阶段	12
2.2 传导路径一：商品价格通过进出口贸易渠道传导	12
2.3 传导路径二：资本流动增加影响国内货币供应量	16
三、产业间传导：能源与农产品传导向哪些产业？	17
3.1 能源通胀的产业传导	17
3.2 农产品通胀的产业传导	19
四、下半年全球高通胀仍在蔓延和传导进程中	21
风险因素	23

表 目 录

表 1：美国降息时点靠前、降息幅度也大	9
---------------------------	---

图 目 录

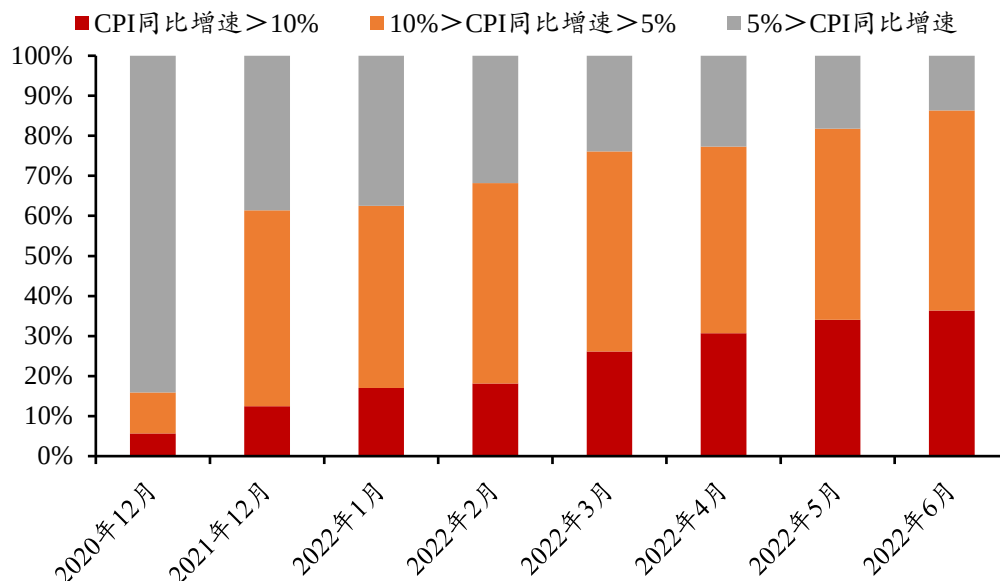
图 1：全球通胀超过 10% 的经济体占比一直在上升	4
图 2：全球各区域通胀走势	5
图 3：大多经济体整体通胀都已经超过了 8%	5
图 4：6 月 OECD 国家通胀超 10% 的国家占 31%	6
图 5：发达经济体通胀比新兴市场、发展中经济体还要严峻	6
图 6：发达经济体内部通胀走势也出现分化	7
图 7：这一轮主要经济体的普涨大多以能源为主导	7
图 8：美元在国际支付中的市场份额保持在 40% 上下波动	8
图 9：美国财政刺激的力度为全球较高水平	9
图 10：疫情出现后美国大幅降息	10
图 11：美国严重的货币超发	10
图 12：供应链压力指数还比较高	11
图 13：美国劳动参与率缺口修复比其他国家要慢	11
图 14：货币当局和各金融机构持有美国国债	12
图 15：居民的消费倾向比较高，储蓄意愿较低	13
图 16：美国进、出口增速裂口增大	13
图 17：疫情后美国进出口贸易差额不断上升	14
图 18：布伦特原油价格高位震荡	15
图 19：中国原油的对外依赖度较高	15
图 20：能源价格上升抬高了欧盟进口指数，进而影响通胀	16
图 21：外汇储备和中美利差相关性较高	17
图 22：经济体间的通胀传导图	17
图 23：原油涨价带动上游的石油采掘、石油加工业	18
图 24：PPI 生活资料和 CPI 的关联性较强	19
图 25：能源通胀传导图	19
图 26：粮食危机可能会抬高国内生猪的养殖成本	20
图 27：农产品通胀传导图	21
图 28：美国缩表速度相对来说也比较温和	22
图 29：7 月猪周期接力油价	22
图 30：下半年猪周期开启	23

一、全球通胀：上半年全球通胀依旧向着恶化方向演变

1.1 全球通胀的蔓延保持迅猛态势

上半年全球通胀向着恶化方向演变，通胀保持蔓延态势。在新冠肺炎疫情来袭后，全球通胀开始蔓延，在此过程中通胀增速超过 10% 的经济体数量一直在不断上升，显示出上半年全球的通胀蔓延态势仍向着恶化的方向演变。截至 8 月 16 日，在 IMF 公布的通胀数据中，以可追踪历史数据的 88 个经济体为基准统计，6 月 CPI 同比增速低于 5% 的经济体仅有 12 个，而 CPI 同比增速超过 5% 的经济体占比则超过了五分之四。其中，介于 5%-10% 的经济体有 44 个，约为统计基准的一半，超过 10% 的经济体有 32 个，占统计基准的 36%。不难看出，从 2020 年 12 月一直到现在，通胀同比增速超 10% 的经济体占比一直在上升，全球通胀的普涨势头还比较迅猛。

图 1：全球通胀超过 10% 的经济体占比一直在上升



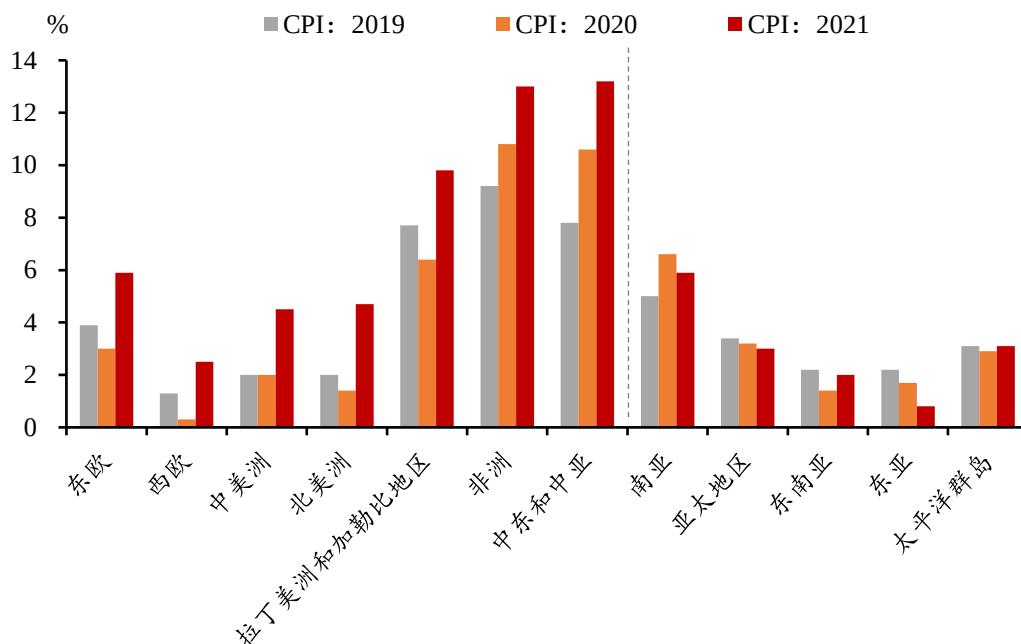
资料来源：IMF，信达证券研发中心

注：以 IMF2022 年 6 月 CPI 不含缺失值的 88 个经济体为基准整理

哪些地区通胀比较严峻？

1) 从各洲区域划分上看，2019-2021 年的通胀上涨主要集中于欧美地区和非洲。从 2019-2021 年的通胀变化来看，通胀的明显上涨主要集中在欧美地区，包括东、西欧和南、北美洲。这些区域 2021 年的通胀水平较 2020 年均有了明显变化，其中 2021 年中、北美洲和东、西欧的通胀增速是 2020 年的两倍多。非洲、中亚和中东地区的通胀水平自 2019 年起一路上升。在亚洲地区，除中东和中亚外，其他亚洲地区的通胀相对而言同比涨幅较小，甚至有的区域同比涨幅比 2020 年还低。在太平洋群岛区域，通胀水平的变化则相对温和。

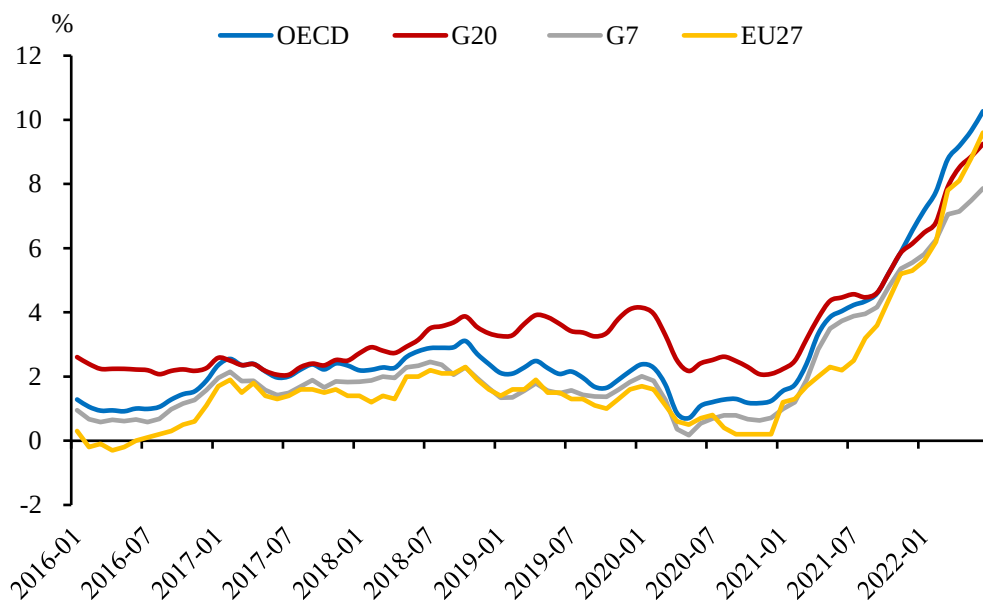
图 2：全球各区域通胀走势



资料来源: IMF, 信达证券研发中心

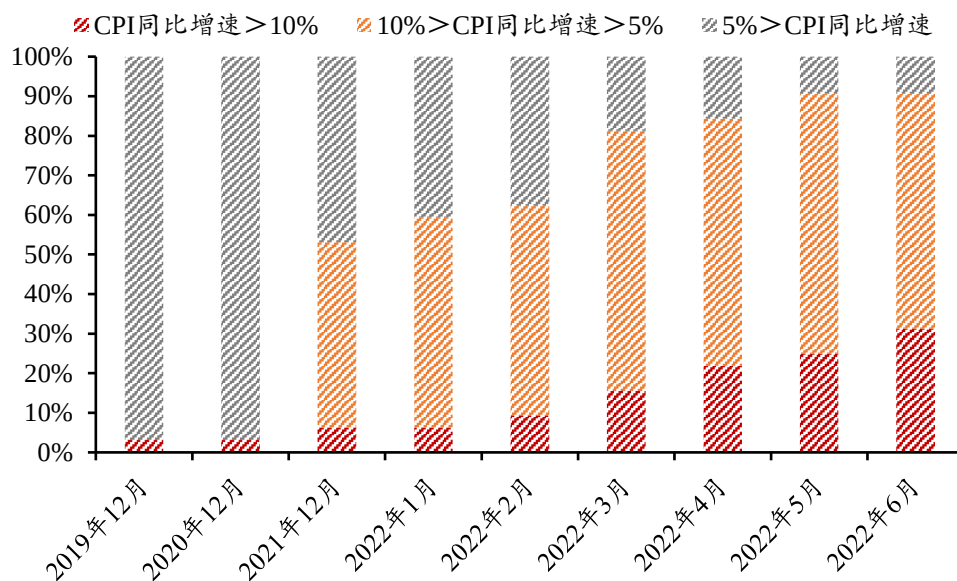
2) OECD、G20 等经济组织的整体通胀水平都处于较高水平。分国家组织来看，OECD、G20、G7 和欧盟国家的 6 月整体通胀水平都超过了 7%。在经济合作与发展组织（OECD）成员国中，根据 OECD 公布的数据，6 月同比增速在 10% 以上的经济体占总数（不含奥地利和新西兰，共 32 个国家）的 31%，分别是捷克、波兰、匈牙利等国家。而美国、英国等国家则主要集中在 5%-10% 的区间水平上。

图 3：大多经济体整体通胀都已经超过了 8%



资料来源: OECD, 信达证券研发中心

图 4：6 月 OECD 国家通胀超 10% 的国家占 31%

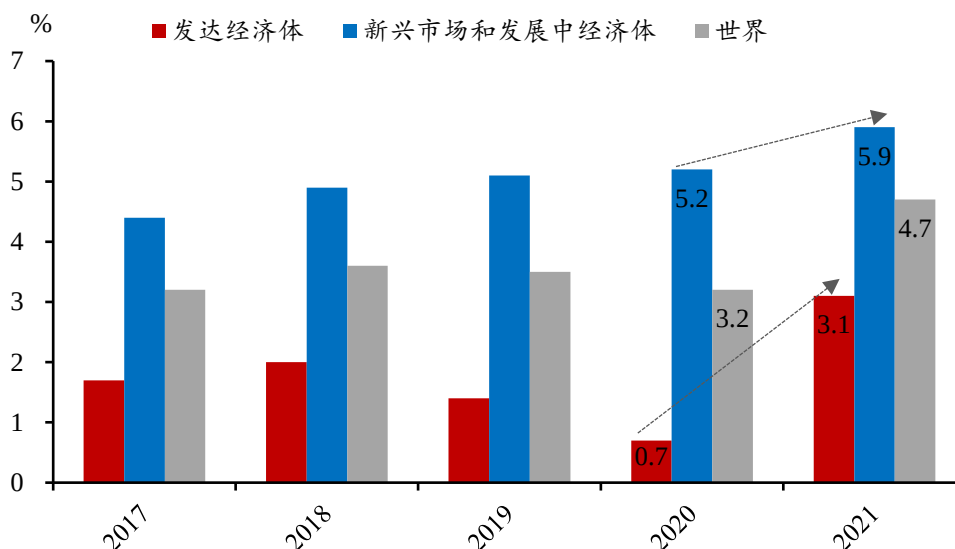


资料来源：OECD，信达证券研发中心

注：不含奥地利和新西兰，共 32 个 OECD 国家

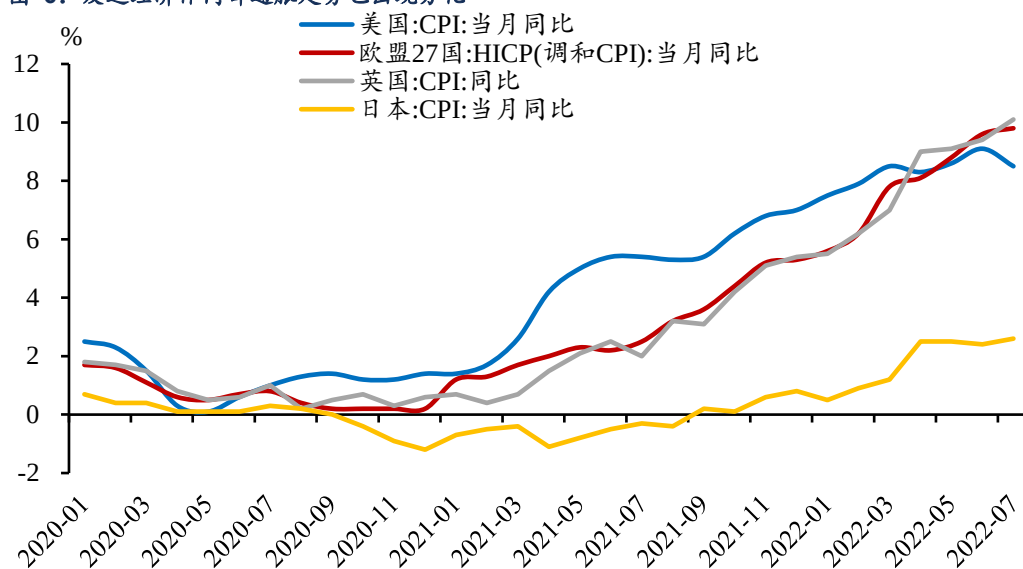
3) 发达经济体的通胀水平比新兴经济和发展中经济体的水平还要严峻。根据 IMF 的数据，2021 年世界通胀水平达到 4.7%，远高于 2013 年以来的水平。其中，2021 年发达国家的通胀同比增速为 3.1%，新兴经济体和发展中国家同比增速为 5.9%。但实际上发达经济体的整体通胀变化比新兴市场、发展中经济体还要严峻，因为发达经济体的变化幅度远高于发展中经济体。具体来看，新兴市场和发展中经济体的通胀从 2020 年的 5.2% 上升到 5.9%，仅增加了 0.7 个百分点，而发达经济体从 2020 年的 0.7% 上升到 3.1%，增加了 2.4 个百分点，是发展中经济体的三倍多。可见发达经济体的通胀水平比新兴经济和发展中经济体的水平还要严峻。尽管发达经济体内部也有分化，但整体上看，发达经济体陡峭的通胀斜率仍向发展中经济体施加通胀压力。

图 5：发达经济体通胀比新兴市场、发展中经济体还要严峻



资料来源：IMF，信达证券研发中心

图 6：发达经济体内部通胀走势也出现分化

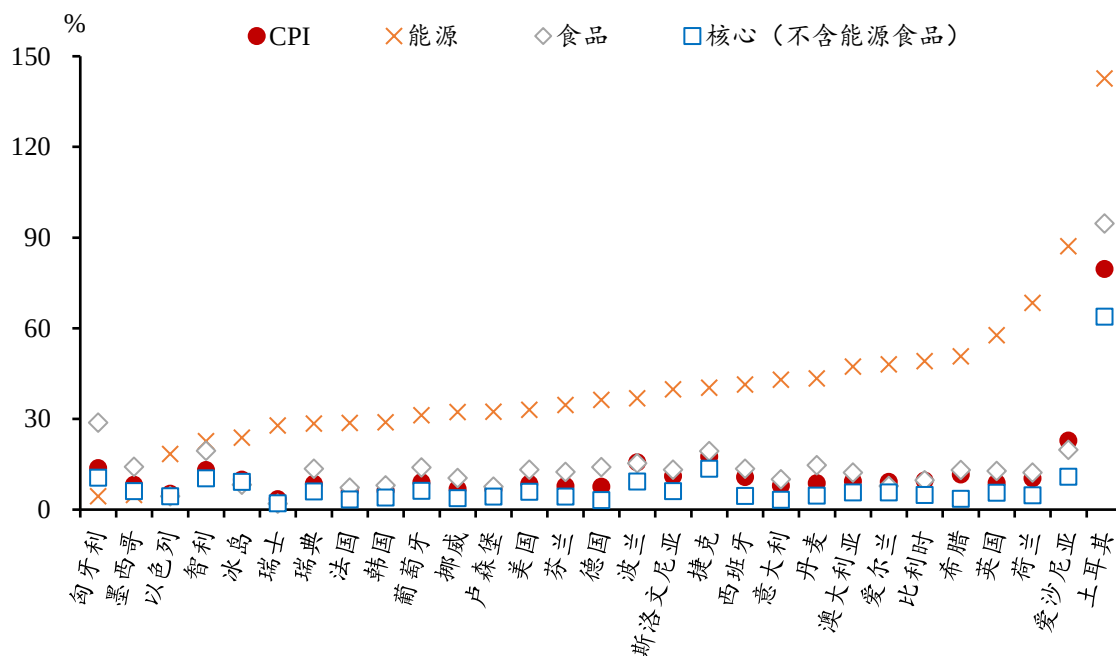


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 全球通胀普涨根源主要是能源项变化

此轮全球通胀的普涨态势更多以能源为主导因素。在世界主要经济体 OECD 成员国中，7 月通胀同比增速数据显示，在 OECD 公布的 29 个成员国通胀分项中（不含奥地利、新西兰和加拿大），除匈牙利和墨西哥的食品项通胀居主要地位外，大多数国家的能源项通胀增幅均远高于食品项和核心项，甚至部分国家的能源通胀涨幅是食品项、核心项涨幅的 3—4 倍。大多经济体的能源项涨幅一同上升，表明这一轮通胀的变化更多是以能源项通胀为主导因素来驱动的，这拉动了很多国家的平均通胀水平。

图 7：这一轮主要经济体的普涨大多以能源为主导



资料来源: OECD, 信达证券研发中心

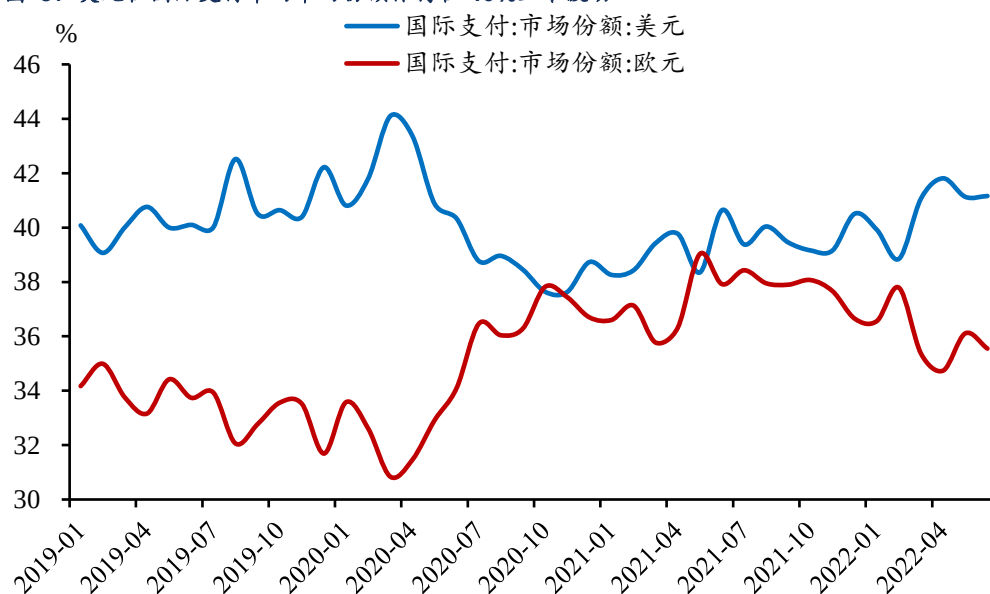
注：图示数据为 2022 年 7 月数据

1.3 美国是通胀传导路径的主要起点

我们选择美国作为我们构建通胀传导路径的起点，主要是因为美元具有独特的国际地位，且美元数量受美国国内政策刺激的影响。美国的政策变化和供给短缺都比较明显，而政策刺激和供需错配是通胀的刺激因素。综合考虑，以美国为起点构建传导路径比较适宜。

第一，美元独特的国际支付地位。美元是世界货币，各个国家都需要储备美元，因为很多国家的国际贸易都要兑换成美元来进行。自 2014 年以来，除 2020 年 10 月和 2021 年 5 月外，美元国际支付的全球排名位列第一，美元在国际支付中的市场份额也一直保持在 40% 上下波动。因此，美元的供求和涨跌会影响到世界各国的资本流动和资产价格。美元独特的国际地位，决定了美国对世界各国的影响不容忽视。因此，美国的货币政策和美元数量会影响到世界上的许多国家。

图 8：美元在国际支付中的市场份额保持在 40% 上下波动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，美国政策刺激的时点较早且力度最大。决定美元数量的是美国的货币政策，而财政政策和货币政策相辅相成，美国的政策刺激规模较大决定了其对世界的影响。1) 货币政策：美国降息时点靠前，降息幅度也大。美国在 2020 年 3 月 3 日就开启了降息，早于加拿大、英国等国家。除此之外，从降息的幅度来看，美国也是这些国家当中降息幅度最大的经济体。2) 财政政策：美国财政刺激时点较早，刺激力度也较大。美国政府早在 2020 年 3 月的时候，就开始经济刺激计划，先后多次推出财政纾困救助法案，导致政府支出大幅攀升。具体来看，美国

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_45736

