



罗志恒：明年的通胀，会否 重复今年的故事



文/新浪财经意见领袖专栏作家 罗志恒



今年主要经济指标尤其是通胀持续超预期，供给收缩深刻影响了经济增长、物价和资本市场走势，同时一度引发了市场对“滞胀”风险的担心，有必要复盘 2021 并展望 2022 年通胀将如何表现以及如何影响资产价格。

通胀是 2021 年中国与海外宏观经济及资本市场的关键线索。中国 PPI 同比持续飙升，CPI 同比相对低迷，PPI 与 CPI 剪刀差屡创新高；美国 PPI 和 CPI 不断上涨，核心 PCE 同比远超 2% 的通胀目标。资本市场也深受影

响，一季度 10 年期美债收益率快速上升，2 月美股和 A 股大幅调整，前三季度大宗商品价格一路走高，一季度和 6 月以来美元指数明显走强。

2022 年中美通胀形势仍将深刻影响政府决策和市场投资。我们重点回答以下问题：1) 复盘 2021 年，为何通胀的实际表现大幅偏离市场预期，大类资产有何表现？2) 展望 2022 年，中美通胀将如何演变，货币政策和大宗商品又会如何反应？3) 通胀超预期会否重演，有哪些可能情形？

一、复盘：2021 年超预期的中美通胀与大类资产表现

2020 年底市场普遍预测，2021 年中美疫情将在疫苗作用下逐渐消退，经济持续复苏，通胀温和回升，宽松政策退出，回归正常化，股票和大宗商品将有较好表现。然而中美通胀均被显著低估，2021 年 10 月中国 PPI 同比高达 13.5%，9 月美国核心 PCE 同比高达 3.6%。

2021 年中美通胀主要由供给约束主导，差异在于美国居民消费较旺，而中国居民消费低迷和猪周期下行。第一，疫情反弹，全球供应链紧张；第二，天气异常叠加全球减碳引发能源短缺；第三，中国双碳目标、能耗双控、限电限产推高上游原材料价格；第四，美国大规模财政刺激推高本国居民消费，拉动中国出口；第五，疫情加剧居民避险情绪，美国劳动力短缺，中国消费低迷。

大类资产中，原油、煤炭、钢铁、有色等大宗商品表现最好；10 年期美债收益率随通胀预期和货币收紧预期加剧而上升；中国货币政策未受 PPI

同比高增影响，国债收益率总体下行；市场原本预期 A 股中消费板块会因需求恢复和业绩改善而有较好表现，但实际上化工、钢铁、有色等周期行业表现显著好于食品饮料、纺织服装、交通运输等消费行业。

二、展望：供给约束放松，2022 年通胀影响边际减弱，但总体高于疫情前

2022 年中国通胀的趋势比较明朗：PPI 与 CPI 剪刀差缩窄，PPI 同比向下，CPI 同比向上。市场对于美国通胀存在一定分歧，我们倾向于认为是暂时性通胀，2022 年美国通胀将有所缓解。

基数抬高与供需矛盾缓和，中国 PPI 同比下行。中性假设，2022 年底 PPI 价格回落至 2021 年年中水平，PPI 同比 2.1%；保守假设，PPI 价格高位盘整，PPI 同比 3.3%；激进假设，PPI 价格大幅回落，PPI 同比 0.3%。三种假设中，2022 年底 PPI 价格水平都高于疫情之前，但年底 PPI 同比均出现负增长。

猪周期重启、PPI 向 CPI 传导、需求回暖提振核心 CPI，中国 CPI 同比上行。预计 2022 年 CPI 同比 2.0%，上半年稳定在 1.5%左右，下半年持续上升，年底或达 3%。

美国供需矛盾将于 2022 年逐步缓解，从而带动通胀下行。第一，美国财政补助结束，居民收入和商品消费增速下滑；第二，疫情影响减弱，美国生产和物流将逐步恢复；第三，拜登政府还可通过施压 OPEC 增产原

油、降低对中国的关税等方式缓解通胀压力。

中国货币政策迎来放松窗口，债券和消费板块或有机会。2022 年上半年稳增长压力较大，PPI 同比下行，CPI 同比稳定在 1.5%左右，货币政策将迎来放松的窗口期，10 年期国债收益率下行。PPI 与 CPI 剪刀差缩窄，A 股中消费板块或将取得更好的相对收益。

美国首次加息或在 2022 年底，美债收益率先上后下。一是美国本轮高通胀深受供给约束影响，明年供需矛盾缓解，通胀将出现回落；二是明年 11 月将进行国会中期选举，为保住民主党在参众两院的微弱优势，美联储将面临较大的政治压力。10 年期美债收益率或在 Taper 作用下回升至 1.8-2.0%，但随着财政货币刺激退出，美国经济增长边际放缓，叠加通胀回落，美债收益率可能重新下行。2014 年 Taper 中，美债收益率曾明显回落。

三、防范：2022 年通胀再超预期的三种可能性

长期来看，全球通胀形势发生了一些根本性转变，供给收缩和冲击的

影响更加广泛。第一，疫情冲击下全球供应链中断，大宗商品价格大幅上涨。第二，全球主要经济体货币宽松，流动性过剩。第三，全球主要经济体财政赤字扩大，政府支出增加。

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_29952

