



大公国际：中美通胀持续分化 关注二季度以后外部环境变化风险





摘要

自 2020 年新冠疫情在全球爆发以来，全球多国央行货币大放水叠加供应链受阻等因素共同推高全球通胀水平。2022 年，在全球新冠疫情大流行进入尾声以及多国开启“与病毒共存”模式的预期之下，供应链修复将逐步弥合全球供需缺口，疫情期间的超宽松货币政策将逐步退潮，全球流动性将逐步收紧，而通胀水平以及其后续走势将成为影响全球货币宽松退潮节奏的关键因素。2022 年，我国经济面临的外部不确定性主要是“疫情、通胀和发达经济体政策调整”，中美两国通胀在今年将持续分化，美国居高难下的通胀将使美国加息提前并可能在年内开启缩表，这将对全年市场流动性带来较大波动。我国宏观调控坚持以“我”为主，“稳”字当头，

但外部环境的不确定性或将对国内政策调控的幅度和节奏产生影响，因此仍有必要关注外部环境的变化对国内通胀和政策执行带来的影响。

正文

2022 年，我国面临的外部不确定性主要是“疫情、通胀和发达经济体政策调整”，而随着美联储在 2021 年底的议息会议抛弃了“通胀暂时论”并开启缩减购债计划后，通胀形势的变化成为今年影响发达经济体货币政策调整规模和调整节奏的关键因素，进而会通过全球金融市场的影响、汇率的波动以及大宗商品贸易对我国经济修复进程、宏观调控政策和债券市场信用风险产生影响。本文尝试通过对中美通胀走势的分析，对外部货币政策的调整进行预判，进而对其可能对我国货币政策和债券市场的影响进行预测。

1 月美国通胀创历史新高，短期内通胀将持续上行，美联储首次加息时点或提前至 3 月，考虑到大幅收紧流动性对疫后修复的二次冲击，预计将采用多次小幅加息方式。

2022 年 1 月，美国 CPI 同比上涨 7.5%，高于市场预期（7.3%），同时创下自 1982 年 3 月以来的最高单月历史记录；核心 CPI 同比上涨 6.0%，也创下 40 年以来最大涨幅。PPI 同比上涨 9.7%，环比上涨 1.0%，环比涨幅 8 个月以来最大。1 月美国通胀不仅增速再创历史新高，通胀结构也在发生变化，除了汽油和二手车价格保持高增速外，房租、电力、食品和家居用品价格也出现大幅上涨，通胀拉动因素已从供给端的能源材料价格向

劳动力成本以及需求端拉动转变，而随着新冠疫情接近尾声以及美国“与病毒共存”的防疫理念，美国服务业开放程度将加大，服务需求持续回升，但疫情导致的劳动力结构性短缺问题已推高了工资水平，2月4日美国发布的1月就业数据显示，美国平均时薪同比上涨5.7%，较前值扩大0.8个百分点，随着服务需求的回升可能会推动劳动力价格持续上涨，进而带动服务价格也将随之进一步上升并持续推高美国通胀。此外，近期国际油价的不断攀升以及俄乌地缘政治冲突也带动原油、有色金属和粮食等大宗商品价格上涨，因此，预计短期内美国通胀压力难以缓解且有持续上行的趋势。

我们认为，本轮通胀成因是货币超发与供需因素共同作用的结果，仅大幅快速收紧流动性对于抑制通胀的效果可能并不理想并可能对美国经济的疫后修复形成二次冲击。美国通胀的居高不下加大了美联储加息压力，加息提前的预期大幅提升，近期美国10年期国债收益率快速上行，2月15日已突破2.0%关口，达到2.05%水平。从今年1月和2021年末的美联储议息会议纪要来看，美联储表态更加偏鹰，但从鲍威尔讲话中也可以看出其对货币宽松退出节奏的谨慎态度。同时美联储在两次议息会议上均表示已认识到之前对供给侧问题的疏忽以及供需因素导致通胀高企，因此我们预计美联储或将更倾向于让美国通胀软着陆，且并不会仅通过收紧流动性来抑制通胀，首次加息时间预计将提前至3月，上半年或将有2-3次加息可能，首次加息的幅度预计不会过大，或将采用多次小幅加息方式收紧流动性，一方面本次美联储货币政策收紧之前与市场进行了充分沟通，

通过平稳加息将有利于稳定市场预期；另一方面，抑制本轮通胀除了收紧流动性外，尽快修复供需关系将对抑制通胀起到更大的作用。在美国退出量化宽松后，疫情期间的高财政补贴将不可持续，消费需求会随之回落，同时也会促使劳动力回归工作岗位，有利于劳动力供给的改善，在需求回落的情况下，大幅快速收紧流动性的必要性也会随之降低，此时，加快推进供应链的修复，恢复供应体系对通胀的抑制效应更大。根据美国能源信息署（EIA）的预测，美国今年石油天然气产量将有提升，特别是天然气产量或将超过澳大利亚和卡塔尔成为全球最大液化天然气出口国，这将极大缓解大宗商品价格压力。因此，随着供需缺口的弥合，叠加流动性的收紧，预计美国通胀在下半年会呈现加速回落态势，而在3月末完成首次加息后，二季度全球金融市场的波动性可能会有所加大，其政策变化的外溢效应在这一时期也将最为显著。

1月中国通胀呈现弱修复，基数效应贡献较高，CPI在今年将保持温和回升，PPI可能在一季度末至二季度出现阶段性降速放缓。

从国内通胀来看，1月中国CPI环比由降转升，同比涨幅有所回落，PPI环比延续下降趋势，同比涨幅回落。从数据和结构来看，1月我国CPI同比上涨0.9%，涨幅较前值回落0.6个百分点，其中0.9个百分点的涨幅中，去年价格变动翘尾因素占0.5个百分点，新涨价因素仅影响0.4个百分点，猪肉价格仍是主要拖累项，同比下降41.6%，降幅扩大4.9个百分点。PPI方面，1月PPI同比上涨9.1%，涨幅较前值回落1.2个百分点，

延续了回落走势，其中去年价格变动的翘尾影响约为 9.3 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点。从 PPI 上涨结构来看，在国内保供稳价政策的持续推进以及能耗双控限制的边际放松之下，上游黑色系生产资料价格有显著回落，但受到外部环境影响，燃料和有色金属价格涨幅回落较小。

综合来看我国 1 月通胀水平呈现弱修复态势，基数效应大于当期新涨价效应，后续随着猪周期的缓慢回升和保供稳价政策的持续推进，预计全年通胀总体水平相对温和。但从 1 月通胀的结构来看，我国通胀修复态势尚不牢固，仍需对相关政策及潜在风险因素保持密切关注。首先，从通胀数据的结构中我们发现，一月春节假期作为传统消费旺季，CPI 同比涨幅回落显示 1 月消费水平总体仍显疲弱，1 月 CPI 弱于季节性虽然与春节前疫情在全国多地多点散发有关，但同时也反映出消费需求的修复仍然较弱。CPI 的持续回暖需要有更多政策加码，促进核心 CPI 的回升。其次，PPI 的外部输入性依然存在，而国际油价短期持续上行的走势、地缘政治冲突带来的农产品及有色供给冲击以及我国一季度基建稳增长带来的黑色系、铜等商品价格上涨预期的抬升，这些因素均可能使 PPI 下行曲线斜率放缓，但预计反弹可能性不大。

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_38570

