



# 靳毅：需要担忧通胀么？



意见领袖 | 靳毅

当前中外通胀形势之间的差异，基本上来源于各国不同的防疫政策。中国严格的防疫政策，目标是“保障供给”，却使得“需求受阻”；而欧美近乎躺平式的防疫政策，目标是“保障需求”，却造成了“供给不足”。



在下半年奥密克戎疫情以及相关的防疫政策没有扭转的前提下，国内“保障供给、需求受阻”的大格局将会延续，通胀压力可控。

央行认为，下半年通胀压力可能来自三方面：

(1) 消费复苏，使得前期 PPI 上涨向 CPI 传导速度加快。我们判断，由于奥密克戎病毒传染力升高，疫情对于居民消费的压制进一步上升，核心 CPI 长期处于下行态势。下半年这一趋势大概率不会扭转。同时下半年房地产周期持续磨底，地产产业链消费低迷，也会阻滞 PPI 向 CPI 的传导。

(2) 输入型通胀压力，能源进口成本高企带来交通出行、相关终端消费品价格上涨。我们判断，国内以煤电为主的能源结构具有较高的自主性，受海外能源涨价的冲击有限。同时在 CPI 统计时，与原油价格直接相关的项目权重较低，国际原油价格波动对国内 CPI 的传导有限。

(3) “猪周期”开启，使得 CPI 食品分项涨幅走高。但回顾历史，单纯由猪肉价格上涨推升 CPI，并不会制约央行的货币宽松决策。剔除猪肉或食品项目之后，下半年核心 CPI 大概率仍有通缩压力。在此情况下，央行的货币操作更可能宽松而非紧缩，债市投资者无需过度担忧通胀问题。

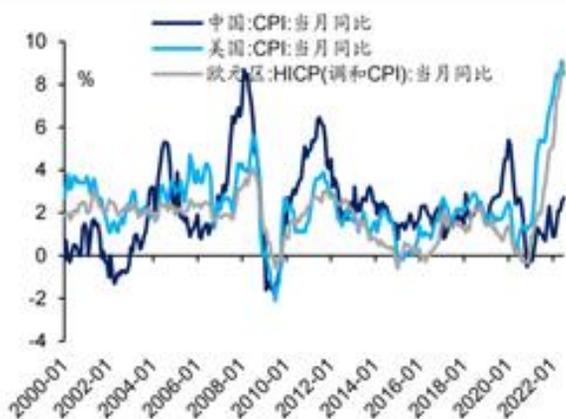
风险提示“新冠”疫情超预期、央行货币政策超预期、海外通胀超预期、历史数据无法预测未来走势，相关资料仅供参考。

### 1、如何理解中外通胀差异？

今年以来，中国与美、欧等主要经济体通胀形势显示出巨大差异。7 月份，美、欧 CPI 同比增速均位于 8% 以上，而中国通胀水平虽有所上行、却始终温和。

如果比较更具有内生性的核心 CPI，中国与美、欧之间的差距更加明显。2021 年下半年以来，中国核心 CPI 似乎无视了全球大宗商品价格上涨的行情、逆势下行，走势与美、欧等主要经济体完全相反。又该如何理解此种差异？

图 1：2022 年中国与美、欧通胀水平差异较大



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：2021 年下半年以来，中国核心 CPI 逆势下行



资料来源：Wind、国海证券研究所

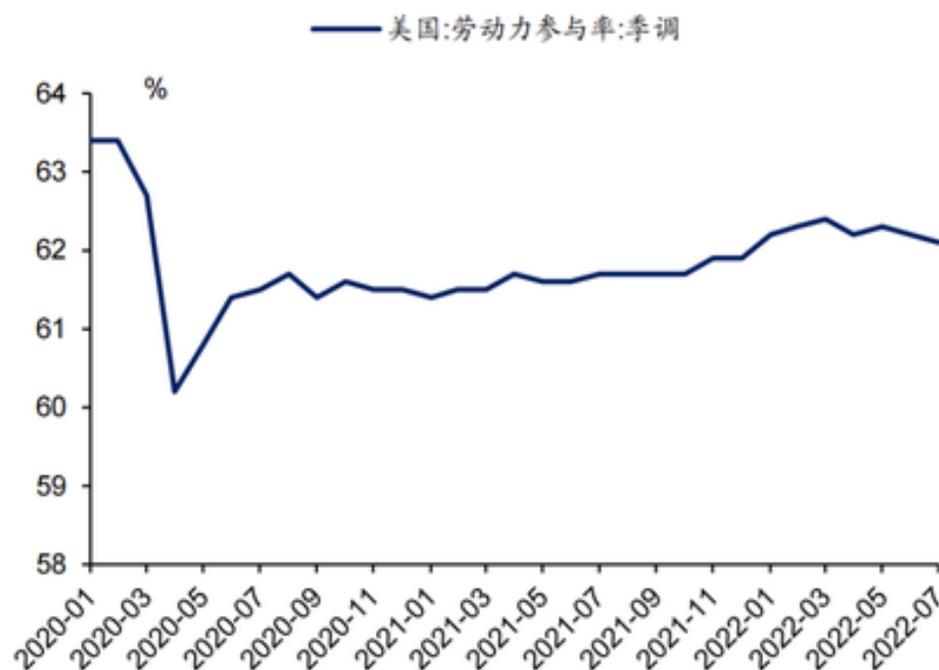
我们认为，当前中外通胀形势之间的差异，根本上来源于各国不同的防疫政策。中国严格的防疫政策，目标是“保障供给”，却使得“需求受阻”；而欧美近乎躺平式的防疫政策，目标是“保障需求”，却造成了“供给不足”；

### 1.1

#### 欧美：需求有余、供给不足

以美国为例，躺平式防疫造成本国疫情反复、大面积蔓延。最直接的结果是民众由于害怕染疫、或需要照顾染疫亲属/子女，暂时性地退出劳动力市场，劳动力供给总体短缺。从劳动参与率上看，目前美国劳动参与率距离疫情前仍有较大缺口。且 2022 年 3 月以来，由于新一轮疫情爆发，美国劳动参与率不升反降。

图 3：美国劳动参与率出现长期缺口

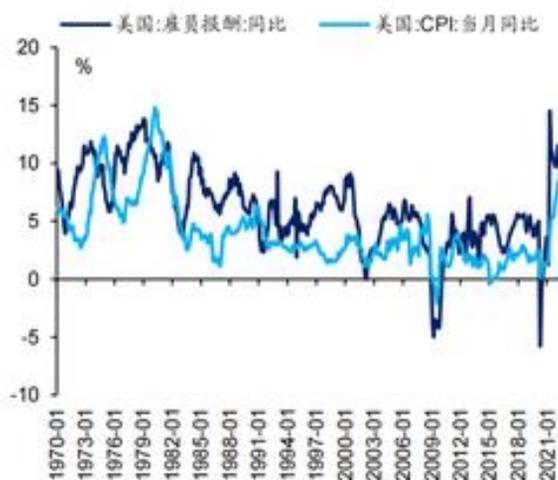


资料来源：Wind、国海证券研究所

劳动力供给总体短缺，一方面使得工资上涨速度加快，“工资-通胀”螺旋更易形成；另一方面也衍生出美国供应链堵塞问题。由于缺少港口工人、货车司机，美国货物运输成本高昂，最终均会转嫁到终端 CPI 和消费者身上。

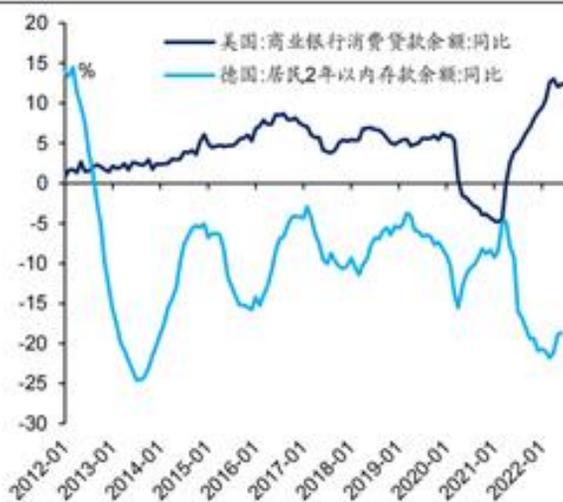
但躺平式防疫也并非全无优点，优点在于保障了服务业消费场景。2022 年以来，美国居民耐用品消费增速大幅下降，但服务业消费需求逐步释放。与此同时，较高的通胀水平与偏低的利率水平，进一步刺激民众消耗储蓄、或通过借贷提前消费，使得短期内需求仍有支撑。

图 4: 美国形成“工资-通胀”螺旋



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 美国居民借贷消费、德国居民消耗储蓄



资料来源: Wind、国海证券研究所

## 1.2

### 中国：保障供给、需求受阻

对比欧美躺平式防疫，中国较为严格的防疫政策，有力地控制了疫情扩散。既保障了民众的生命健康，也保障了劳动力的供给与供应链的顺畅。二季度以来，在全球商品需求边际下行的背景下，中国商品出口增速不降反升，即反映出中国生产链条的韧性。在供给得以保障的前提下，中国通胀增速超预期上行的可能性降低。

**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\\_45203](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45203)

