



# 大公国际：本轮全球通胀回顾及对我国的影响

技术研究部（研究院）| 宏观研究团队 | 邢磊

2022年11月11日

今年以来，通胀成为全球主要风险因素和各国货币当局政策调控的终级目标。随着美联储11月议息会议再次加息75BP，以及会后鲍威尔释放出有关“减缓加息幅度，延长加息时间”的信号，全球不确定性上升，关于全球通胀何时见顶以及美国经济何时进入衰退再次成为市场讨论热点。而从11月起，OPEC+将减产规模提升至200桶/日，创2020年以来最大减产幅度，国际油价从前期回落趋势再次转为回升。同时，美国中期选举在即，后续地缘政治博弈不确定性上升，欧洲能源危机依然严峻，全球经济衰退预期升温，各大类资产表现不一，美债收益率升至4%以上，美国三大股指先抑后扬，各类资产波动性加大。临近年末，本文将对本轮全球通胀的成因和走势进行全面回顾和梳理，并就本轮全球通胀对我国的影响进行分析和研判。

## 本轮全球通胀表现出上升速度快、通胀水平高且发达国家通胀风险大的特点

2021年全球结束了长达10年的低通胀时代，多国开始步入通胀上行通道，2022年以来全球通胀走势愈演愈烈，欧美发达国家CPI同比增速在过去1年中不断刷新历史记录，其中以美国为代表的欧美发达经济体通胀已创40年来新高，部分发展中国家通胀水平已超过70%，濒临恶性通胀边缘，形势十分严峻。除水平高、增速快的特点外，本轮通胀还呈现较大梯度特征，从截至目前已发布数据的全球主要国家通胀水平看，除俄罗斯、土耳其、阿根廷等传统高通胀国家通胀水平愈发高企外，欧美发达经济体属于本轮通胀的主要高热度群体，且欧洲内部分化明显，欧洲整体较高，法国通胀水平相对温和，德国、意大利、英国等国家通胀风险较大，而在上一轮全球金融危机中通胀快速上涨的亚洲国家，在本轮全球通胀中表现稳定，总体通胀水平截至三季度末仍处于相对低位。

## 疫情触发全球供应链失衡、货币供给冲击、超大规模量化宽松是引发本轮全球通胀的直接原因

本轮通胀爆发的直接原因，主要是新冠疫情大流行导致的全球供需失衡以及主要经济体抗疫调控和经济救助措施带来的“后遗症”，概括起来，主要包括三方面因素，大宗商品价格高企、货币当局天量放水以及超大规模财政补贴。具体来看：

全球大宗商品价格高企是本轮通胀最初也是主要推动因素之一，原油作为大

大宗商品之母，受其带动 2021 年全球主要大宗商品价格呈现快速上行走势，进入 2022 年后各类大宗商品价格曲线斜率进一步陡峭化。从涨幅看，今年以来，食品和能源价格涨势最猛，其中天然气涨幅最高，截至 10 月，天然气价格最高涨幅超过 150%，原油最高涨幅达 62%，小麦涨幅则超过 70%，而根据国际粮农组织数据显示，今年全球粮食价格名义和实际指数分别达到 148.3 和 145.1，均已创下 1961 年以来最高。大宗商品价格高企主要受到三方面因素推动：首先，新冠疫情全球爆发导致全球经济陷入短期停滞状态，受各国国家治理能力差异、经济救助措施不同、政策节奏不同步等因素影响，全球产业链上下游之间供需矛盾不断放大，下游发达经济体作为主要消费国，需求恢复早于且快于上游能源生产国的供给修复，同时叠加疫情期间全球供应链中断，港口周转停滞，物流成本上升，共同推高供给端成本。较大的供需缺口使大宗商品基础价格，特别是石油基础价格中枢不断突破前期高点，从而奠定本轮全球通胀基础。其次，受国际大宗商品金融属性影响，在全球大宗商品供需矛盾形成同时，国际商品投机热度上涨，不仅提高了大宗商品金融溢价，放大大宗商品供需矛盾，也对市场情绪形成干扰。第三，国际地缘政治冲突增加国际大宗商品政治风险溢价，它通过扩大供需缺口、推升市场投机和抬高通胀预期三个层面对大宗商品价格快速上涨形成推动效应。不仅如此，地缘政治冲突同时拉升欧洲资金避险情绪，伴随美联储启动加息缩表进程，大量美元回流推动美元指数迅速攀升，美元作为全球大宗商品定价货币，其快速上行也对大宗商品价格持续上涨形成推动。

除大宗商品价格外，货币供给冲击对本轮通胀的高点和增速起到关键性推动作用。各国央行为应对疫情黑天鹅对经济带来的冲击，不约而同采取加大货币供给方式加强逆周期调节，以美国为代表的欧美主要国家集体释放天量货币。数据显示，欧美主要发达经济体自全球疫情爆发以来，M2 同比增速快速上涨，其中美国 M2 增速最高达到 26.92%（2021 年 2 月），创下近 20 年来高点，美联储总资产规模相较疫情前扩大 4 倍，最高时在今年 4 月一度突破 9 万亿美元。货币供给量的急速攀升和资产负债表大规模扩张，与疫情下经济增速放缓的趋势难以匹配，由此产生的直接后果就是不断刷新通胀高点。

发达经济体大规模量化宽松政策导致本轮通胀表现出持续时间长，调控难度大的特征。欧美货币当局在集体放水的同时还配合了大规模的财政补贴用于疫情纾困。美国在此次新冠疫情救助中，先后推出近 6 万亿美元财政刺激措施，总规模相当于次贷危机时的 3 倍，单月财政支出最高时达到 1 万亿美元，创下 40 年新高。超大规模的财政刺激使美国个人可支配收入和消费信贷支出均快速上涨，不仅从需求端对通胀形成强拉动，放大本就严峻的供需矛盾，同时在高收入的影响下降低劳动力就业意愿，10 月美国劳动力市场数据显示其 10 月劳动参与率继

续回落，劳动供给继续减少，生产恢复缓慢，供需缺口难以弥合，从而使通胀形势逐步从供给推动、货币超发，过渡到供需两端共同推动，通胀粘性升高，延长了通胀持续时间并加大调控难度。

### 全球产业链布局变迁、技术进步及中国人口红利减退、全球绿色能源革命兴起是推动本轮通胀的深层因素

除去本轮通胀的直接触发因素外，本轮通胀中还包含长期性、趋势性等深层次因素，主要表现在全球产业链布局变化、技术进步和中国人口红利减退以及绿色能源革命兴起三个方面。

全球产业链布局方面，近几年受部分大国政策改变，逆全球化思潮抬头，全球治理格局发生转变，弱化了全球生产要素配置和产业链、供应链的全球化布局，美国提出的产业回流战略使国际分工程度降低，导致全球资源配置效率下降，生产成本随之上升。

技术进步与人口红利减退方面，回顾上一轮全球通胀，全球技术进步和中国人口红利对于缓和全球通胀形成极大助力。当前全球处于历史性变革期，新一轮技术革命正在推动传统工业化向数字化转型，但尚未取得突破，因此技术变革带来的边际成本上涨高于边际生产率的提高，工业品生产价格随之上升。同时，在过去几十年全球化进程中，中国人口红利为降低制造业劳动力成本、削弱全球通胀贡献较大，目前中国人口红利逐步下降，低成本生产时代难以延续，通胀长期性上行趋势难以抑制。

绿色能源革命方面，绿色能源和生物多样性不仅是全球可持续发展的主要关切也是近几年大国间新一轮非贸易壁垒博弈的一种战略。能源行业作为重资本、重资产行业，近 10 年来在绿色能源革命推动下，上游资金成本已开始出现明显分化，根据高盛对比研究显示<sup>1</sup>，石油开发与海上风电等可再生能源开发资金成本已从 10 年前 8% 和 12%，分化为如今 20% 和 5%，在绿色能源过渡期，全球能源成本势必保持上行趋势，也必将带动大宗商品价格持续性上涨。

### 美联储将放缓加息节奏，提高利率峰值，美国衰退或在明年年中开始，全球通胀显著性回落或在明年下半年出现

综合前文分析，本轮全球通胀成因复杂，由疫情触发但受到深层因素驱动，总体经历了供给短缺—需求拉动—货币超发—供需迭代的推进路径，目前，大国之间针对能源和粮食博弈仍有进一步升级可能，OPEC+ 从 11 月开始加大减产规模，截至 9 月底，全球已有 23 个国家实施了 33 项食品出口禁令。同时美国目前通胀粘性较高，劳动力市场有缓和迹象但依然表现强劲，10 月发布的美国劳动力市场数据显示，10 月劳动参与率继续下降且具有劳动意愿人数减少，10 月失

<sup>1</sup> 高盛集团欧洲中东及非洲自然资源研究部主管 Michele 在 2021 年 11 月的“碳经济”专栏对话内容。

业率上涨，就业率下降，主要来自劳动需求下降更快所致，因此，在上游商品供给产能没有扩大，劳动供给依然不足的情况下，美联储加息对通胀的抑制性将主要作用于长期通胀预期，短期仍难实现对通胀的实质性控制。11 月份美联储加息后，鲍威尔在记者会上强调“加息会多高以及限制性利率水平会维持多久是我们（美联储）最关注的问题”，我们判断这是美联储面对当前美国金融市场震荡和美国政府面临的高债务危机而选择的一种放缓加息节奏但延长加息时间的策略。从美联储历次加息与经济衰退之间的统计规律看，通常表现为在美联储加息到达或略高于中性利率水平时停止货币紧缩行动，经过一段高位横盘后开始降息，随后经济开始出现衰退。美联储从 9 月加息 75 基点后，利率水平就已超过其对“中性利率”（4%）的长期预期，且近期 2 年期美债收益率已突破 4.7%，因此，不排除美联储或有上调中性利率水平至 5% 附近可能，基于这一预期，预计美国经济或在明年中开始出现衰退，货币紧缩带来的通胀显著性回落的效果将在明年下半年开始显现。

**我国受本轮全球通胀影响主要表现为输入性通胀风险，美国经济衰退预期上升，我国外贸和人民币汇率短期将继续承压，外部金融环境收紧或对货币政策节奏和操作空间形成一定约束，但不影响总体稳健偏宽松的政策取向**

在本轮全球通胀中，得益于我国较为完备的产业体系和审慎的调控政策，国际大宗商品价格高涨对国内价格影响主要体现在输入性通胀水平上升，上下游通胀结构性风险较明显，而受疫情反复的影响，国内需求回升偏慢，上下游传导相对迟滞，因此，自疫情爆发以来我国通胀水平始终保持在合理区间波动。

从影响上看，首先，近期随着外部金融环境收紧，欧美发达经济体经济衰退风险上升，外需回落带动我国外贸增速逐步放缓，10 月以美元计外贸进出口总额、出口总额和进口总额同比增速全面转负，而随着欧美经济逐步进入实质性衰退阶段，我国外需的回落速度或将进一步下探，同时推进内需回升的重要性将被进一步抬高，也将会有更多促内需政策联动加码。今年以来中央在促基建、稳地产领域已连续发力，基建对经济托举效应贯穿全年，地产销售端有所回暖，政策落地效果已初步显现。后续可重点关注消费和制造业补链、强链等领域政策发力空间。其次，全球美元回流对人民币汇率带来压力，8 月以来人民币兑美元汇率出现一轮贬值，在国家进行外汇市场调控后，人民币汇率贬值节奏有所放缓，但本轮人民币汇率对一揽子货币汇率走势平稳，显示当前人民币汇率波动主要源自美元指数单边强势上行，人民币汇率基本面仍然稳定。第三，美元供给收缩带来境内外资回流，今年以来境外机构持有我国证券总规模在持续回落，截至 9 月末，今年累计减持规模达 4,974.35 亿元，但环比减持幅度自三季度以来有所放缓（平均减持规模从二季度 926.91 亿元降至三季度 385.51 亿元），且我国证券

市场中外资持有规模总体占比较小，外资的回流对银行间流动性的影响相对有限，但对市场情绪面扰动较大。全球避险情绪升温带动国内风险资产抛压较大，使得我国股市今年以来震荡走低。债券市场在政策面呵护下总体走强，10Y 国债收益率内在央行两次全面降息、三次定向降息、一次全面降准以及公开市场操作等影响下总体呈现震荡回落趋势。第四，全球通胀和美国流动性收紧，对于我国货币政策不形成掣肘。今年以来我国货币政策总体保持“以我为主”的政策定力，根据国内经济形势的变化进行自我调节，三季度以来，随着美联储大幅加息以及欧洲能源危机不断升级、全球流动性收紧步伐加快和中美利差倒挂加深后，货币政策逐步转向对“内外平衡”的兼顾，对国内货币政策的实施空间形成一定约束，但由于当前我国内需修复动能依然偏弱，年内通胀高点已过，我国货币政策空间加大，且后续结构性调整趋势将逐步加强，预计在国内经济基本面全面回暖之前，货币政策对经济支持力度不会改变。

综合来看，在全球地缘政治不发生进一步大规模升级的预期下，本轮全球通胀压力最大的时期基本过去，长期通胀预期回落，美联储加息放缓后或带来短期通胀预期反弹，同时由于决定本轮通胀的大宗商品供给端，上游资本开支未见增加也缺乏扩张动力，预计全球通胀仍将在高位震荡一段时间，直至需求端出现大幅衰退。在全球通胀高位、金融环境趋紧的背景下，我国经济主要在外贸和外汇方面承压较大，这一压力将延续至明年年中，金融市场将受到一定市场情绪扰动，但二十大之后，我国战略已全面转向以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，国内经济基本面是决定政策方向的主要因素，货币政策在保障流动性合理充裕基础上仍有发力空间。明年对国内经济的主要扰动项仍是疫情变化形势，预计在国家进一步做好稳经济和疫情防控平衡基础上，明年我国经济发展将持续恢复向好。

## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。