

宏观动态跟踪报告

国内外通胀形势再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S10601201100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



2022年以来，地缘政治冲突让全球通胀问题雪上加霜。在此背景下，国内输入性通胀压力加剧，近期中央及各部门对于物价稳定的重视程度进一步提升。本文讨论国内外通胀形势的新变化，并提出我国稳物价、防风险的相关建议。

平安观点：

- 海外“胀”成为“滞”的催化剂。美国中期经济前景不确定性上升，消费信心进一步受到通胀的侵蚀；欧元区经济在俄乌冲突后更为脆弱；原材料价格上涨，对于多数亚洲新兴市场国家经济的影响更偏负面，但拉美、中东、东南亚等地区的“资源出口国”相对受益。
- 本轮海外通胀走势与结局有三大关注点。一是，货币紧缩效果如何。美国通胀压力与强劲的消费需求有较大关联，而欧元区通胀更受供给影响，欧元央行的掌控力更弱。二是，供给冲击能否消退。能源转型、供应链中断、地缘政治冲突等供给冲击，仍可能持续推升全球通胀。三是，经济衰退会否到来。若美欧经济不幸衰退，全球通胀风险可能迅速转变为通缩风险。
- 当前国内物价呈CPI读数处于低位、PPI高位同比下行的状态。后续看，国内仍面临结构性通胀压力回升的风险。一是，国际粮价上涨的压力尚未充分传导，还将间接影响下游各行各业。二是，国际原油价格上涨风险尚未消退。三是，黑色系商品价格仍有上行风险。四是，PPI向CPI传导的风险增强。五是，新一轮猪周期渐行渐近，或扰动下半年CPI读数。
- 2022年国内物价形势展望（更新）。PPI方面，全年翘尾因素仍将带动PPI同比增速趋于下行，但在原油价格中枢抬升、黑色商品价格潜在上行压力影响下，新涨价因素或维持对PPI的正向贡献。中性、油价与黑色系商品偏强、及油价偏弱三种情形下，全年PPI中枢分别为4.6%、5.0%、4.3%。具体看：CPI方面，中性情形下全年CPI中枢在2%左右，在9月和12月两个时点，CPI可能“破3”。粮食价格上涨、PPI传导风险增强或将抬升CPI中枢，猪肉和原油价格的波动则对CPI的运行节奏产生扰动。
- 对国内稳物价、防风险的相关建议。一是抓好粮食生产，确保国内粮食丰收和重要农产品稳定供应。二是立足资源禀赋，做好能源保供稳价工作。三是助企纾困，减缓中游企业的成本压力。四是审时度势，在国际经贸合作中寻找机会。
- 总的来说，当前海外通胀形势不确定性仍存，国内结构性通胀风险存在进一步升级的可能性，近期人民币汇率的贬值或进一步助推输入性通胀风险。往后看，产业政策在保供稳价、稳定物流和产业链方面的措施仍需加快落地，财政政策在助企纾困方面需发挥更重要的作用。对货币政策而言，潜在的结构性通胀风险尚未解除，或是MLF利率下调的顾虑之一。货币政策后续或将引导LPR报价下行、推动结构性工具落地以支持实体经济。

正文目录

| | | |
|----|---------------------|----|
| 一、 | 本轮海外高通胀的背景与影响..... | 4 |
| 二、 | 未来海外通胀形势研判..... | 6 |
| 三、 | 当前国内物价运行及潜在风险点..... | 7 |
| 四、 | 2022 年国内物价形势展望..... | 11 |
| 五、 | 稳物价、防风险的相关建议..... | 13 |
| 六、 | 风险提示..... | 14 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 1 | 本轮美国经济衰退和复苏的力度和速度均为历史罕见..... | 4 |
| 图表 4 | 俄乌冲突后的通胀压力，或削弱全球经济增长整体表现，但部分资源型经济体相对受益..... | 6 |
| 图表 6 | 3 月 CPI 食品项低迷，非食品项高位继续上行..... | 8 |
| 图表 7 | 一季度 PPI 环比增速上行..... | 8 |
| 图表 8 | 农产品价格上涨对下游制造业的成本推动较强..... | 8 |
| 图表 9 | 石化产业链对下游行业的成本推动较强..... | 9 |
| 图表 10 | 黑色系产品价格上涨将显著推升中游制造业成本..... | 9 |
| 图表 11 | 原材料涨价下，制造业成本压力加剧..... | 10 |
| 图表 12 | 2022 年下半年新一轮猪周期或将开启..... | 10 |
| 图表 13 | 2022 年 4 月 19 日以来，人民币汇率走势逆转..... | 11 |
| 图表 14 | 近期人民币汇率贬值预期增强，国内外铜期货价格走势分化..... | 11 |
| 图表 15 | 2022 年 PPI 同比增速预测（更新）..... | 12 |
| 图表 16 | 2022 年 CPI 同比增速预测（更新）..... | 13 |
| 图表 17 | 各部门近期对粮食安全与能源安全的重视度提升..... | 13 |
| 图表 18 | 减税降费、降低融资成本等政策有助于降低期间费用，有效缓解制造业成本压力..... | 14 |

新冠疫情以来，供给冲击引致的海外高通胀现象尚未明显缓和，今年以来的地缘政治冲突更让全球通胀问题雪上加霜。海外“胀”的压力已经成为“滞”的催化剂，物价上涨不仅直接抑制需求增长，也增加了货币政策激进紧缩的风险，全球经济下行压力正在螺旋式加剧。

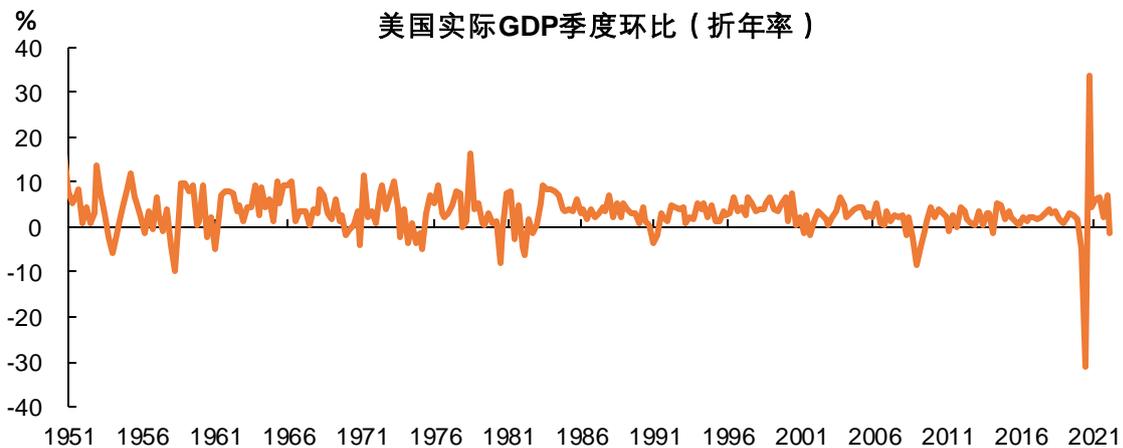
在海外大宗商品高通胀的影响下，国内输入性通胀压力加剧，近期中央及各部门对于物价稳定的重视程度进一步提升。4月29日的政治局会议特别指出，“要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作”。4月20日国常会部署粮食丰收和重要农产品稳定供应、能源保供增供相关举措。4月21日、22日，央行行长易纲在博鳌亚洲论坛和国际货币与金融委员会两度表示“今年粮食生产和能源供应对物价稳定非常重要”、“金融服务高度重视农业生产，煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和进口。”

本文围绕以下几个方面展开：首先，分析本轮海外高通胀的背景与影响，对未来海外通胀形势做出研判；而后，探讨当前国内物价运行情况及潜在的风险点，展望2022年国内物价形势、更新对CPI和PPI指标的预测；最后，提出稳物价、防风险的相关政策建议。

一、 本轮海外高通胀的背景与影响

本轮海外高通胀的背景是，供给冲击与政策刺激叠加，宏观周期经历“严重衰退+强劲反弹”，供需恢复错位推升通胀。以美国为例，其经济周期的波动程度是空前的：从2019年第四季度到2020年第二季度，美国GDP平均环比（年化率）创纪录萎缩了19.2%，为1947年以来最严重的衰退。但美国从衰退中复苏的速度也是罕见的：2020年第二季度至第四季度，美国GDP平均环比（年化）增速高达18.3%。强劲的经济复苏，除了新冠病毒威胁减弱的影响外，也离不开力度空前的货币与财政政策刺激。

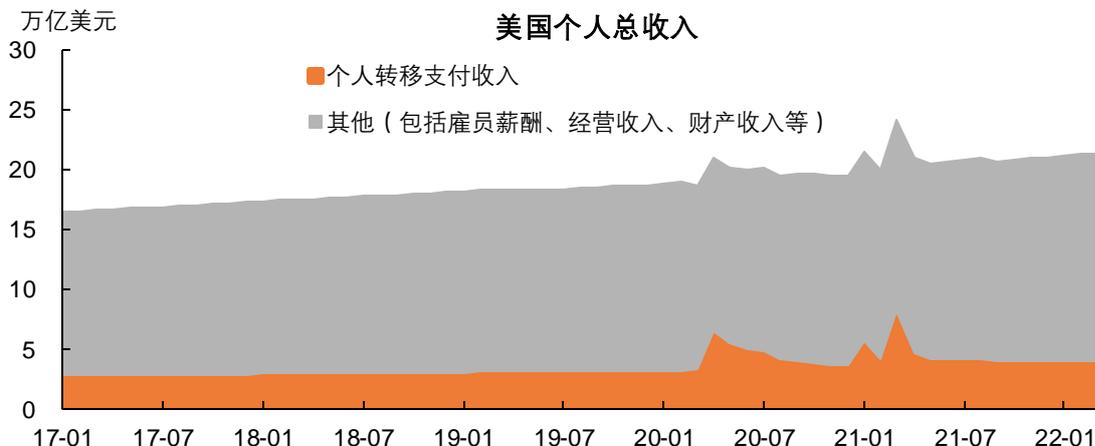
图表1 本轮美国经济衰退和复苏的力度和速度均为历史罕见



资料来源：Wind,平安证券研究所

美国财政刺激在本轮逆周期调控中扮演了空前重要的角色。在现代货币理论（MMT）思想指导下，货币政策的“手”更长了，即财政政策配合货币宽松发力，对需求端形成更加直接的刺激。新冠疫情爆发后，美国政府动用了规模远超产出缺口的财政手段，直接补贴居民和企业。据IMF数据，2020年美国一般政府支出高达9.7万亿美元，比2019年增加1.8万亿，占GDP比重高达45%，预计2021年这一数字为42%，均高于2009年国际金融危机后水平。财政补贴下，美国居民消费需求第一时间复原（甚至高于疫情前水平），而劳动力供给、商品和服务生产活动恢复滞后，制造了供需矛盾与通胀压力。

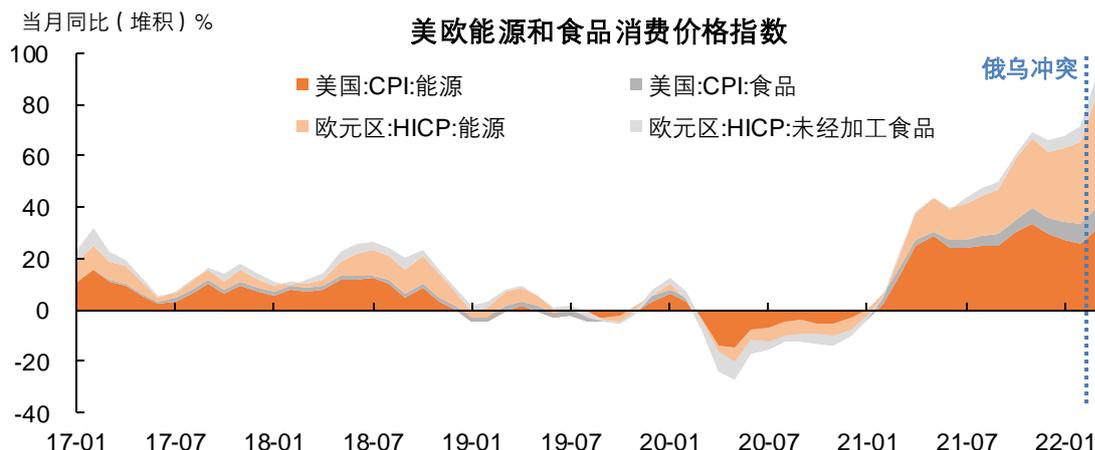
图2 新冠疫情以后，美国财政补贴使美国居民总收入恢复（甚至短期超过）疫情冲击前水平



资料来源：Wind,平安证券研究所

今年以来，俄乌局势引发新的供给冲击，国际能源和食品价格上涨，国际供应链的稳定性面临冲击，全球通胀风险加剧。能源方面，俄罗斯石油制品产量占全球 7%，俄罗斯天然气产量占全球 17%。布伦特原油在 3 月初曾升破 120 美元/桶，4 月均价为 106 美元/桶，同比上涨 60%。英国天然气期货价 3 月均价同比涨幅高达 600%，4 月均价同比也达 280%。食品方面，俄罗斯和乌克兰两国的小麦和玉米出口量合计占全球出口量的 25%和 15%。CBOT 小麦和玉米期货价在 4 月同比分别上涨 61%和 30%。能源和食品价格上涨，使美欧 CPI 进一步走高，且 CPI 与核心 CPI 的分化加大。美国 3 月 CPI 同比 8.5%，核心 CPI 同比 6.5%，均为 1982 年以来新高；欧元区 3 月 HICP 同比 7.5%，核心 HICP 同比 3.0%；英国 3 月 CPI 同比 7%，核心 CPI 同比 5.7%。

图3 2022 年 2 月以来，俄乌局势令美欧能源和食品通胀压力加剧



资料来源：Wind,平安证券研究所

海外经济的“胀”已成为“滞”的催化剂，“滞”的隐忧不容忽视。

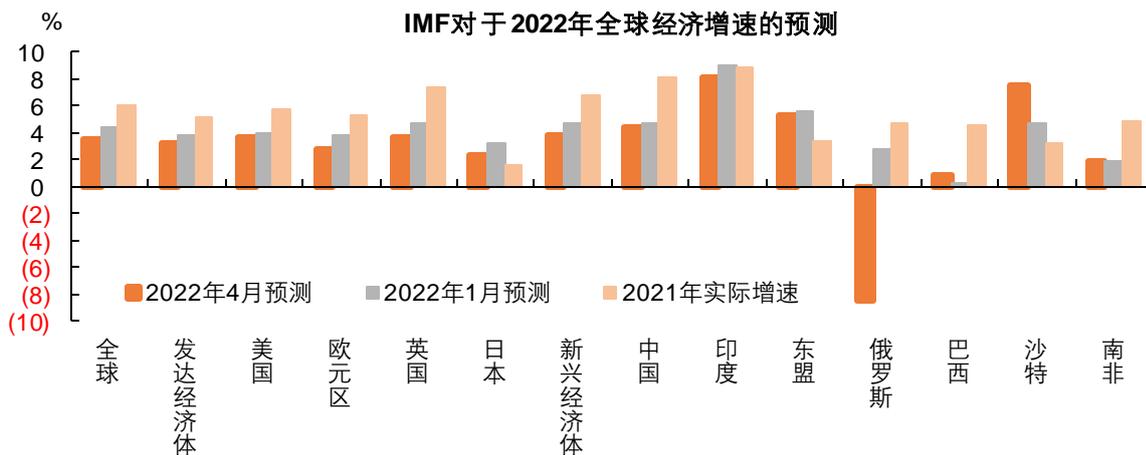
美国方面，中期经济前景（2022 年下半年及以后）不确定性上升。历史上，美国通胀急涨阶段，消费信心往往迅速下降，

包括 1970、1980 和 1990 年代美国 CPI 通胀率破 5% 的三段时期。美国 2022 年 3 月密歇根大学消费者信心指数创近 10 年以来新低。同时，美联储 3 月经济预测大幅下调 2022 年美国实际 GDP 增速 1.2 个百分点至 2.8%。参与调查的官员中，超过半数认为美国经济下行压力加剧，几乎所有人都认为美国经济发展的不确定性上升。

欧洲方面，欧元区经济在俄乌冲突后更为脆弱。 欧盟与俄罗斯贸易往来频繁，尤其在能源领域对俄罗斯进口依赖性强。欧盟 27 国自俄进口商品约占其进口总额的 8%，对俄出口约占其出口总额的 4%。据欧盟统计局数据，欧盟进口的 40% 的天然气和 27% 的石油都来自于俄罗斯。通胀压力下，欧央行已加快缩减资产购买，但未来更面临陷入宽松与紧缩的“两难”。当前看，欧央行 3 月的经济预测已将 2022 年欧元区实际 GDP 增速预测下调 0.5 个百分点至 3.7%，IMF 在 4 月的预测则大幅下调该数字 1.1 个百分点至 2.8%。

新兴市场方面，不同地区所受“胀”的影响有所不同。 亚洲的大多数新兴和发展中经济体都是石油、天然气和金属的净进口国，原材料价格上涨对其经济的影响更偏负面。例如，IMF 对于中国、印度等地区今年的经济预期均有较明显的下调。但拉美、中东、东南亚等地区的“资源出口国”相对受益。例如，IMF 的最新预测中，将今年沙特、巴西的经济增长预测分别上调 2.8 个、0.5 个百分点。市场对于资源型经济体的资产配置也更有信心，巴西、东盟、墨西哥等地区在 2022 年一季度的股票指数涨幅领先全球。不过，发达地区的通胀压力间接加剧了海外央行紧缩力度，这将影响新兴市场整体的资本流动。据国际金融协会（IIF）统计，3 月（非中国）新兴市场国家的股票和债券市场分别流出 67 亿美元和 31 亿美元。

图表4 俄乌冲突后的通胀压力，或削弱全球经济增长整体表现，但部分资源型经济体相对受益

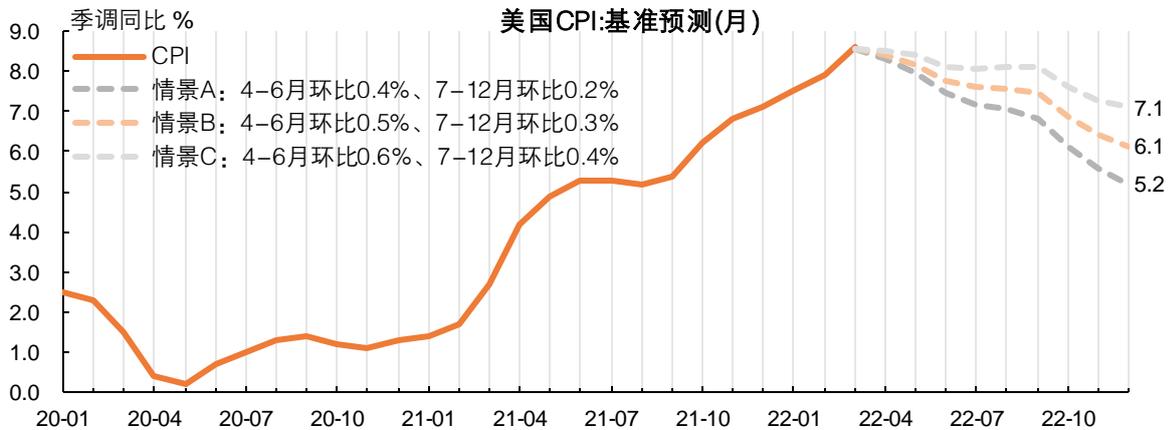


资料来源：IMF, 平安证券研究所

二、未来海外通胀形势研判

海外机构已进一步上调 2022 年和 2023 年通胀预测。 IMF 在 4 月的最新预测，2022 年发达经济体与新兴市场/发展中经济体的平均通胀率分别为 5.7% 和 8.7%，比 1 月预测分别高出 1.8 和 2.8 个百分点；同时预计 2023 年二者的平均通胀率分别为 2.5% 和 6.5%，分别上调了 0.4 和 1.8 个百分点。美联储在今年 3 月预测中，大幅上调 2022 年 PCE 同比增速 1.7 个百分点至 4.3%，上调核心 PCE 同比增速 1.4 个百分点至 4.1%；小幅上调 2023 年 PCE 同比 0.4 个百分点至 2.7%。美联储认为 2023 年美国通胀水平或也不会完全回归至 2% 的目标水平，但仍然认为长期通胀率能够维持在 2% 的目标水平。我们预测，在中性情景下，2022 年末美国 CPI 同比或回落至 6% 左右，PCE 同比或在 4.5% 左右。

图5 预计美国下半年通胀指标明显回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

我们认为，本轮海外通胀走势与结局有三大关注点：

一是，货币紧缩效果如何。据CME数据，截至5月4日，利率期货市场预计今年底美国政策利率大概率达到3.00-3.25%，超过“中性水平”；5月5日美联储议息会议后，市场对年内加息预期大幅下降100bp至2.00-2.25%。美联储加息路径仍有不确定性。同时，美联储已宣布6月开始缩表，刚开始以每月缩减475亿美元的资产为上限，三个月后将上限拓宽至950亿美元。我们从美国通胀结构中看到，美国通胀压力与强劲的消费需求有较大关联。随着美联储紧缩，旺盛需求（尤其耐用品和购房需求）有望切实得到抑制。事实上，近期美国金融市场利率已经显著上升，10年美债收益率高点一度升破3%，美国30年期抵押贷款利率已升破5%，均为近三年新高。相较之下，欧央行对欧元区通胀的掌控力更弱，因欧元区通胀压力主要来自能源和食品价格，货币政策难以直接解决供给问题。

二是，供给冲击能否消退。供给冲击带来的成本推动型通胀是上世纪美国“大滞胀”的重要成因。当前，能源转型、供应链中断、地缘政治冲突等供给冲击仍在推升全球通胀。但我们也看到，本轮美国消化供给冲击的能力或强于上世纪，美国石油产量在页岩油革命后有巨大提升，且美国能源支出占GDP比重较当时已经下降近一半。预计今年下半年，随着美国石油增产加快、供应链瓶颈改善等，美国的成本推动型通胀压力有望趋于缓和，但欧元区的供给压力或持续更久。

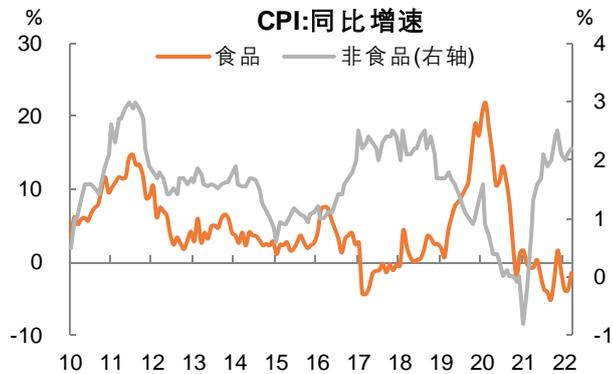
三是，经济衰退会否到来。从某种意义上讲，通胀回归或是必然结果，不确定性在于所需的货币政策力度、以及经济增长需付出多大代价。高盛最新预计，未来两年内美国经济衰退风险的概率为35%。我们预计，今年美国经济衰退的风险相对有限，这一轮“经济底”或在2023年，但经济增长放缓（或衰退）幅度将取决于美联储货币政策。美联储需要一定程度的“滞”以换取“胀”的缓和，但仍会保持政策的灵活性。若下半年美国通胀压力缓和（事实上，3月美国核心PCE同比已经小幅回落、美国CPI同比读数或已接近顶部），美联储或适度放缓加息进程，以尽量弱化美国经济“硬着陆”的风险。但是，欧元区“滞胀”风险更高，欧央行的货币政策空间也更狭窄，欧洲经济衰退风险更大。若美欧经济不幸衰退，全球通胀风险将迅速转变为通缩风险，对中国及全球经济均可能造成冲击。

三、当前国内物价运行及潜在风险点

当前国内物价呈CPI读数处于低位、PPI高位同比下行的状态。CPI方面，今年一季度CPI读数在1.1%的较低位置。从CPI的结构看，不包括食品和能源项目的核心CPI稳中有降，猪肉及畜肉类CPI下行是CPI维持在较低位置的“稳定器”；能源相关CPI分项在油价带动下上行，粮油、蔬果等其他食品类价格抬升，CPI仍有潜在的上行压力。PPI方面，一季度

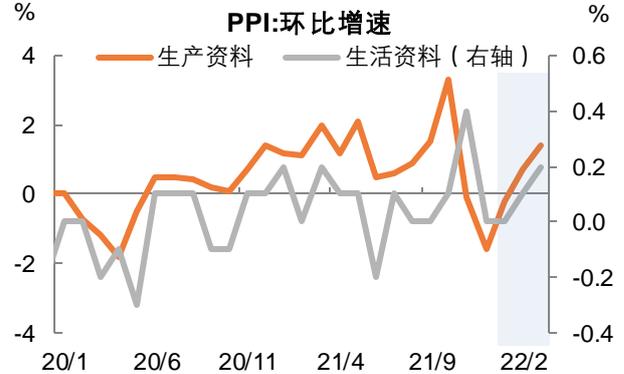
PPI 同比增速 8.7%，自去年高位回落。不过，PPI 同比读数回落主要源于基数抬升的贡献，石化产业、黑色商品及有色金属的涨价带动一季度 PPI 环比累计上行 1.4%。从 PPI 的结构看，中上游生产资料价格的环比上行幅度高于生活资料价格，生活资料中的必需消费分项强于可选消费分项。

图表6 3月CPI食品项低迷，非食品项高位继续上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 一季度PPI环比增速上行

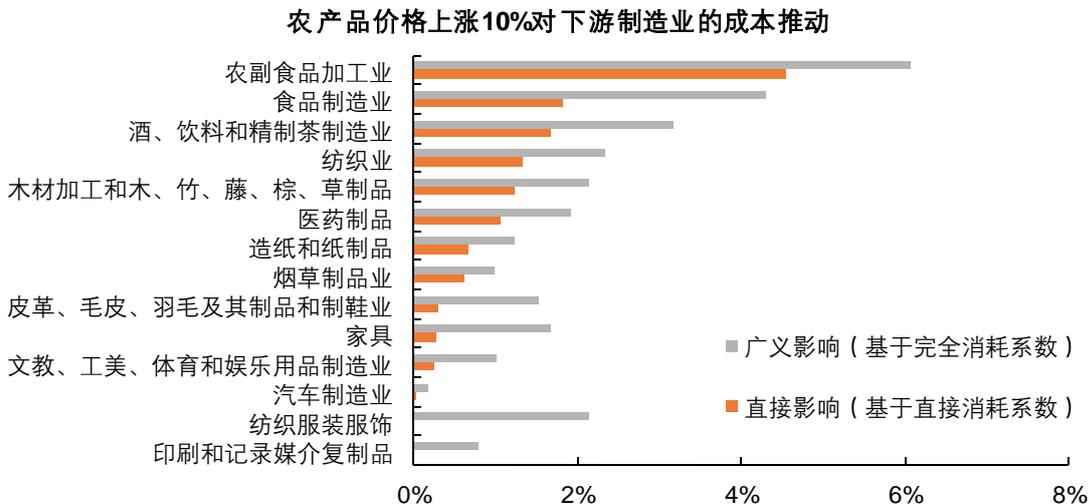


资料来源:wind, 平安证券研究所

后续看，国内仍面临结构性通胀压力回升的风险：

一是，国际粮价上涨的压力尚未充分传导，还将间接影响下游各行各业。一方面，俄乌冲突后，国际粮价快速上涨带动国内小麦现货价格上行，而极端天气多发、生物燃料替代、农资涨价或将进一步助推粮价上涨，未来一到两个季度的CPI粮食分项或继续超季节性上行。2016年以来，我国粮食价格相对稳定，对CPI同比增速的拉动平均约0.02个百分点，并未成为CPI波动的影响因素；但2013年粮食分项对CPI同比增速的直接拉动曾高达0.15个百分点，这与近期国内小麦现货价格的上行斜率较为接近。另一方面，粮价与下游各个行业关联密切，其间接影响亦值得警惕。以2018年的中国投入产出表估算，如价格充分传导，农林牧渔相关产品和服务价格每上涨10%，农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业的价格将分别上涨6.1%，4.3%、3.2%。

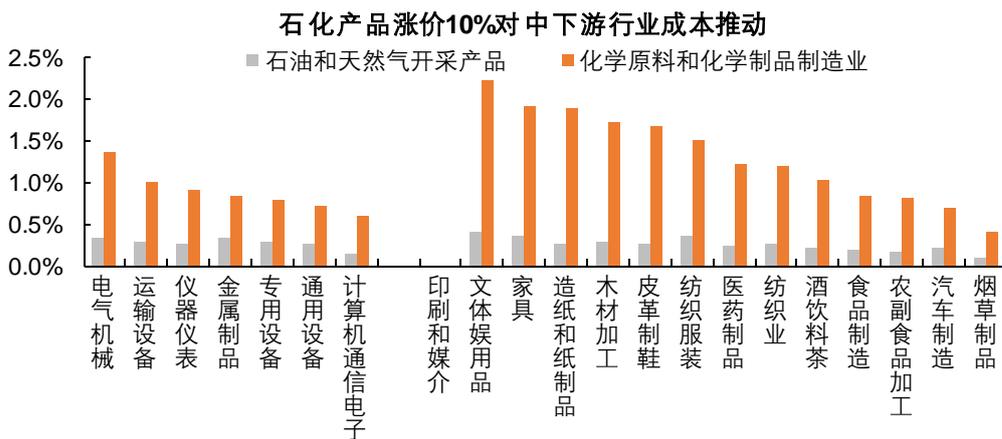
图表8 农产品价格上涨对下游制造业的成本推动较强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，国际原油价格上涨风险尚未消退。我们以 2013-2021 年的月度回归结果表明，布伦特原油价格环比上涨 10%，将分别拉动当月 PPI、CPI 环比增速上行 0.2、0.07 个百分点。尽管近期美国及其盟国计划释放大量原油储备，一定程度上遏制了原油价格的上涨势头，但“踢罐子”的后果是，或把压力转到后端和中长期，抬升全年的均价，甚至将影响到明年上半年。而如俄罗斯进一步退出原油市场，或“报复性出行”带动航空燃油需求恢复，当前量级的原油储备释放或许难以弥补潜在的供需缺口。

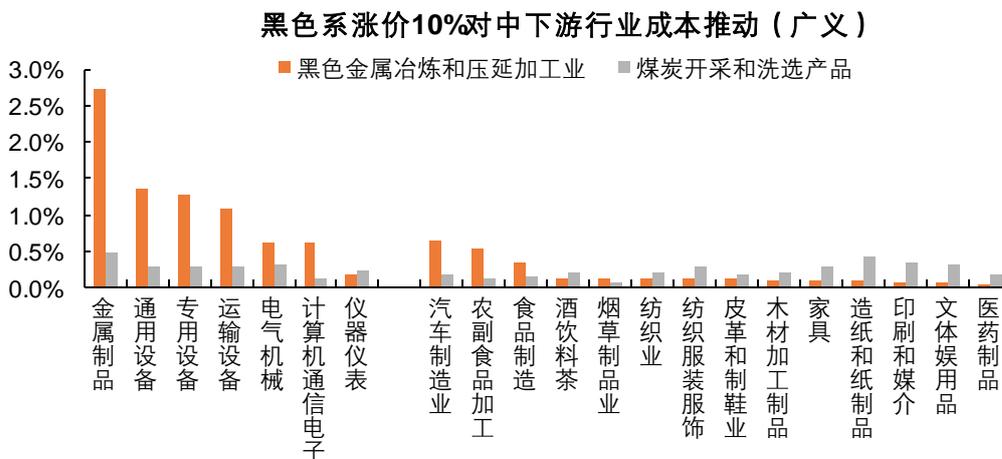
图表9 石化产业链对下游行业的成本推动较强



资料来源: Wind,平安证券研究所

三是，黑色系商品价格仍有上行风险。3月煤炭开采业 PPI 由上月的环比下跌 2.4% 转为上涨 2.5%，黑色矿采选、黑色加工行业 PPI 环比分别上行 4.2%、1.4%。海外动力煤价格在油气价格上涨的带动下上行，国内外动力煤价格产生倒挂，影响到煤炭的进口供应。如后续国内“稳增长”的加码带动黑色系商品的需求进一步上行，“保供稳价”将面临较大的压力。

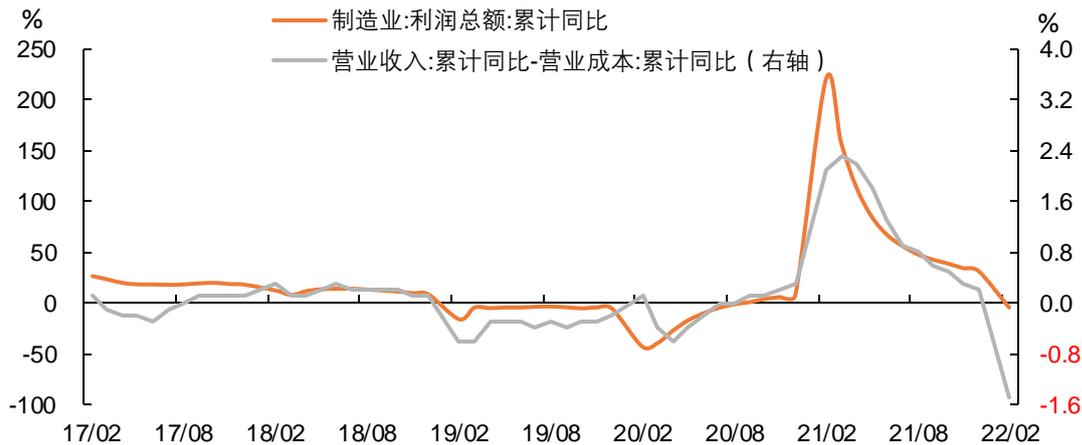
图表10 黑色系产品价格上涨将显著推升中游制造业成本



资料来源: Wind,平安证券研究所

四是，PPI 向 CPI 传导的风险增强。今年 3 月物价数据中，PPI 向 CPI 传导的迹象增多：一是，PPI 生产资料中，连接生产资料价格和生活资料价格的加工工业 PPI 环比增速较上月提升 0.3 个百分点，生产资料价格向生活资料价格的传导边际增强。二是，PPI 生活资料中，一般日用品类、耐用消费品类 PPI 分项环比增速相比上月提升 0.2、0.1 个百分点。三则，CPI 工业消费品 3 月环比上涨 0.2%，相比 2015-21 年同期环比均值高出 1 个百分点。经过去年的原材料价格上涨，中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限。如后续成本进一步攀升，越来越多的居民消费品将被动涨价，PPI 向 CPI 传导的风险增强。

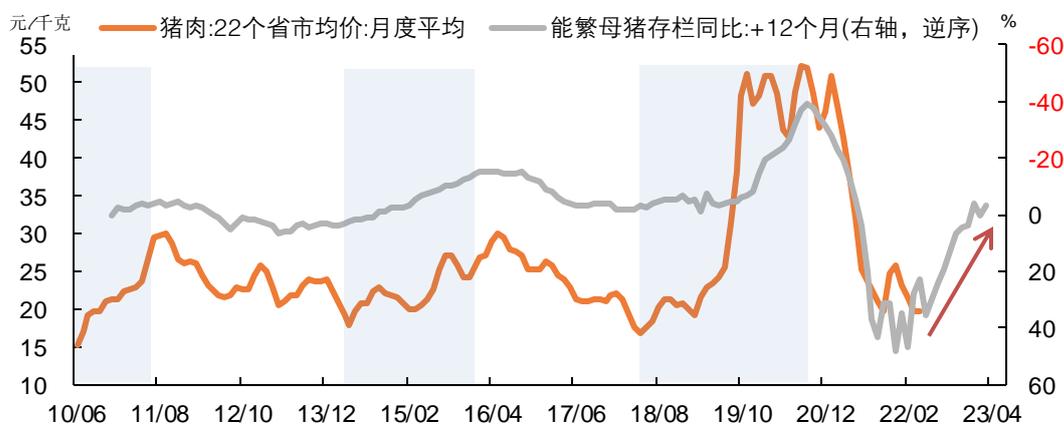
图表11 原材料涨价下，制造业成本压力加剧



资料来源: Wind,平安证券研究所

五是，新一轮猪周期渐行渐近，或扰动下半年 CPI 读数。2021 年 CPI 一篮子商品权重调整后，猪肉项在 CPI 中的权重约 2.1%，畜肉类总权重约 4.3%。由于猪肉作为替代品对其他肉类价格有一定的拉动作用，我们估算猪肉价格上涨对 CPI 整体的影响约 2.4%（2016 至 2021 年的回归系数）。短期看，上半年生猪供需失衡格局仍在延续，猪肉价格处于“磨底”阶段。但如下半年新一轮猪周期反转开启，猪肉价格的涨幅或可达 40%-60%。

图表12 2022 年下半年新一轮猪周期或将开启



资料来源: Wind,平安证券研究所

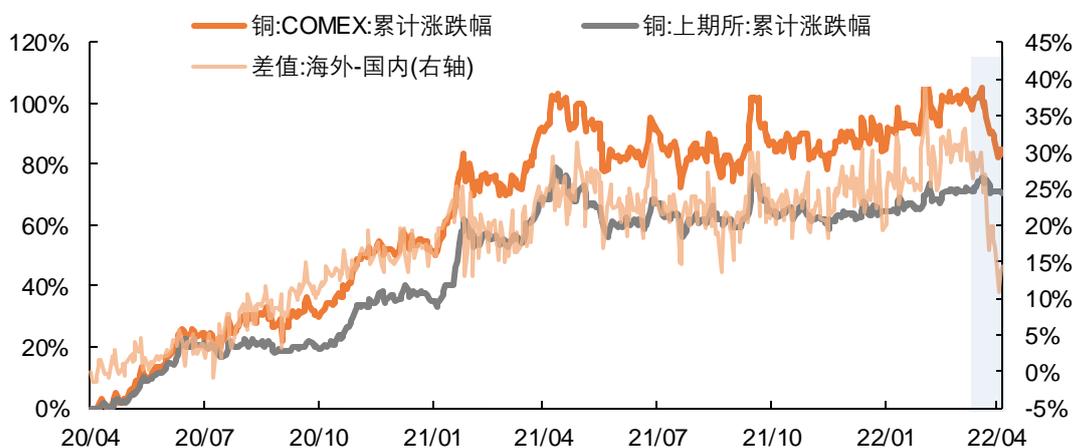
除此之外，本轮海外粮食原油价格波动的背后，人民币汇率贬值压力也在加大，或将助推输入性通胀的风险。2022年4月19日至5月2日，离岸人民币累计贬值幅度达4.67%。2020年6月至2021年末，人民币汇率累计升值了11.3%，一定程度上抵消了海外大宗商品价格蹿升对国内的影响。我们在《人民币汇率下一步》中指出，近期人民币贬值的触发因素或仍在演绎，人民币汇率可能还会震荡调整一段时间。

图表13 2022年4月19日以来，人民币汇率走势逆转



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 近期人民币汇率贬值预期增强，国内外铜期货价格走势分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

四、2022年国内物价形势展望

PPI方面，全年翘尾因素仍将带动PPI同比增速趋于下行，但在原油价格中枢抬升、黑色商品价格潜在上行压力影响下，新涨价因素或维持对PPI的正向贡献。中性、油价与黑色系商品偏强、及油价偏弱三种情形下，我们预计全年PPI中枢分别为4.6%、5.0%、4.3%。具体看：

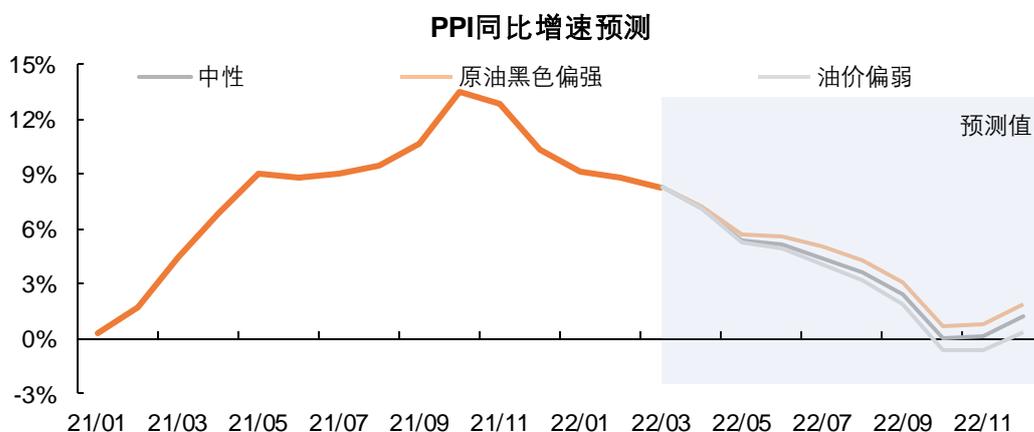
1) 中性情形下，原油价格按照布油期货远期合约4月中旬交易均价所反映的市场一致预期（二季度至年末均价100美元/

桶)，预计 2022 年 PPI 同比增速中枢为 4.6%，二季度到四季度分别为 5.9%、3.5%、0.5%，全年 PPI 的低点为 10 月份的 0%。

2) 油价与黑色系商品偏强情形下，假设二季度至年末原油价格中枢被推升至 120 美元/桶左右，而黑色系商品价格上行幅度在 10% 以内，预计 2022 年 PPI 同比增速的中枢 5.0%，二季度到四季度分别为 6.2%、4.2%、1.1%，全年 PPI 的低点在 10 月份的 0.7% 附近。

3) 油价偏弱情形下，假设海外地缘政治冲突上半年得以解决、伊朗回归原油市场、美国页岩油供应明显增加、或全球经济衰退风险加大，2022 年油价中枢回落至 85 美元/桶左右，预计 2022 年 PPI 同比增速的中枢 4.3%，二季度到四季度分别为 5.8%、3.1%、-0.3%，全年 PPI 的低点在 10-11 月份的 -0.6% 附近。

图表 15 2022 年 PPI 同比增速预测（更新）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

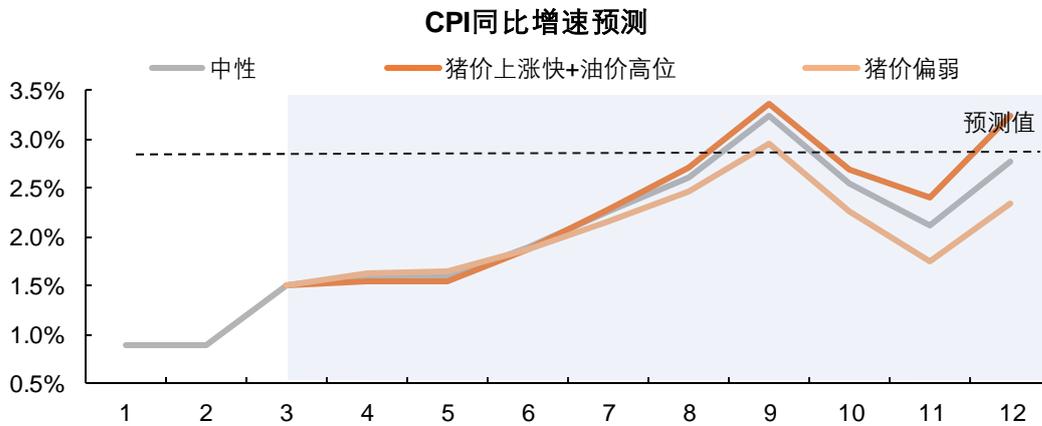
CPI 方面，中性情形下全年 CPI 中枢在 2% 左右，在 9 月和 12 月两个时点，CPI 可能“破 3”。粮食价格上涨、PPI 传导风险增强或将抬升 CPI 中枢，猪肉和原油价格的波动则对 CPI 的运行节奏产生扰动。具体看：

1) 二季度，猪肉价格或继续磨底，新一轮猪周期“蓄力”，即便原油价格抬升至 120 美元/桶附近，CPI 的同比增速也较难超出 2%，上行幅度相对温和；

2) 三季度，低基数与猪肉价格上涨或将带动 CPI 加速上行，如原油价格仍在 110 美元/桶附近高位运行，9 月的 CPI 同比增速或突破 3%；

3) 四季度，10-11 月的 CPI 增速在高基数下趋于回落，但如猪肉供需缺口加大，年末旺季猪肉价格可能加速上行，带动 12 月 CPI 二度冲高至 3% 左右。

图表16 2022年CPI同比增速预测(更新)



资料来源: Wind,平安证券研究所

五、 稳物价、防风险的相关建议

1、抓好粮食生产，确保国内粮食丰收和重要农产品稳定供应。一是，统筹疫情防控和春季农业生产，尽可能减缓疫情防控对春季粮食播种、农机通行、农资运输的负面影响。二是，做好农药、化肥等农资的保供稳价工作，适度放松对于农资生产相关化工企业的能耗双控限制，释放足量产能，保障农资价格的相对稳定。三是，以惠农政策、专项补贴、支农信贷等方式，加大对农业生产的支持力度，保护和调动农民种粮积极性。

图表17 各部门近期对粮食安全与能源安全的重视度提升

| 时间 | 部门 | 场合 | 相关内容 |
|-------|------|-----------------|--|
| 4月20日 | 国务院 | 国常会 | 部署进一步抓好春季农业生产的措施，确保粮食丰收和重要农产品稳定供应；确定能源保供增供举措，提升能源对经济社会发展的保障能力。 |
| 4月18日 | 发改委 | 4月新闻发布会 | 回答应对大宗商品价格上涨、应对全球粮食危机、化肥保供稳价等问题。 |
| 4月22日 | 央行 | 易纲行长:博鳌亚洲论坛 | 中国货币政策的首要任务是维护物价稳定。金融服务高度重视农业生产，以及煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和进口。只要确保粮食生产和能源供应，物价将稳定在合理区间。 |
| 4月21日 | 央行 | 易纲行长:国际货币与金融委员会 | 中国货币政策的首要目标是稳价格和稳就业。……金融服务高度重视农业生产，煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和进口。 |
| 4月22日 | 央行 | 落实国务院金融委工作部署会议 | 高度重视并大力支持农业生产和煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和供给畅通，保持物价基本稳定。 |
| 4月29日 | 中共中央 | 政治局会议 | 要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。 |

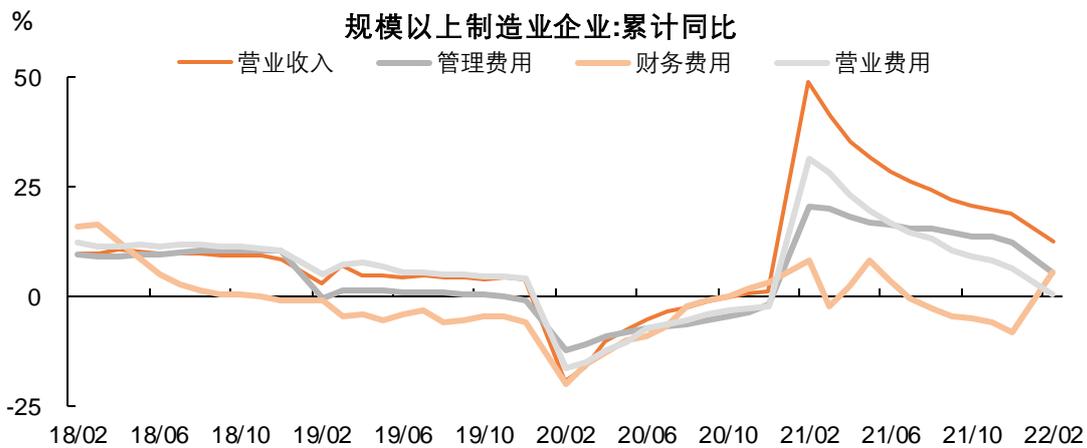
资料来源: Wind,平安证券研究所

2、立足资源禀赋，做好能源的保供稳价工作。传统能源方面，释放煤炭产能，加强煤炭清洁高效利用。推动大企业特别是国有企业释放先进煤炭产能，带头做好煤炭的保供稳价工作。落实煤炭清洁生产再贷款，以此撬动信贷，支持煤炭的清洁利

用。优化发电企业的煤电机组，提升煤炭资源的使用效率，促进节能减排。**新能源方面**，推动新能源发电基础设施建设，提升电网对新能源的消纳能力。落实碳减排支持工具对风光发电的信贷支持，推动水利基础设施尤其是发电设施的建设，在严格监管、确保绝对安全的前提下有序发展核电。同时，加快推进电网智能化改造和新能源储能配套设施建设，提升电网对新能源的消纳能力。

3、助企纾困，减缓中游企业的成本压力。财政政策加快减税降费落地，2022年计划推动1万亿的减税降费和1.5万亿的留抵退税，相关政策可进一步靠前发力，必要时加规模，加大对中下游企业支持力度。**货币政策**加强信贷支持，以支小再贷款、再贴现等形式，给予成本压力较大中下游企业定向支持，推动企业实际贷款利率下行，鼓励金融机构减少收费。**产业政策**优化企业经营环境，提升涉企服务质量和效率、简化企业生产经营审批和条件，减少企业生产经营过程中的各类摩擦成本。

图表18 减税降费、降低融资成本等政策有助于降低期间费用，有效缓解制造业成本压力



资料来源: Wind,平安证券研究所

4、审时度势，在国际经贸合作中找寻机会。俄乌冲突后，随着西方国家实施力度空前的制裁，“逆全球化”的大方向似乎进一步明晰。但短期看，美欧通胀压力高企之下，这一进程亦将受到掣肘，我国对外合作或出现新机遇。可以考虑择机增加能源和粮食进口，缓解国内保供稳价压力；进一步加强与拉美、东南亚等原材料供应地区的经贸合作，形成更加稳定、安全和自主的贸易网络，亦是全球化日益下沉为区域化后的对冲选择。此外，近期中美贸易关系或迎来“窗口期”。5月3日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布，2018年以来美国基于“301调查”对中国商品每年加征超3000亿美元关税的行动，将于今年7-8月到期，届时美国将重新评估对华关税的必要性。在高居不下的通胀压力下，美国通过降低进口成本以缓和通胀的意愿日益强烈，美国财政部长耶伦和商务部长莱蒙多均主张考虑对外削减关税。若中美之间相互削减关税，也将有益于我国部分缓解输入性通胀压力。

六、 风险提示

- 1) 国际地缘冲突的走向尚存变数，大宗商品供给与国际供应链所受冲击可能加剧。
- 2) 海外央行紧缩的力度、金融市场的波动以及海外经济下行速度，均可能超预期演绎。
- 3) 国际油价持续受地缘政治、供需平衡、金融市场波动等多重因素影响，未来走势具有高度不确定性。
- 4) 国内疫情形势发展仍有不确定性，相关供应链压力可能加剧通胀压力等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033