

2023 年全球通胀会明显降温吗，中长期走势如何？

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

当前美欧及诸多新兴经济体通胀高企，主要有三个推动因素：首先，2020 年全球疫情爆发，产业链扰动影响供给，而各国推出大规模财政刺激政策，则带动需求强劲反弹。供需错位下，一些国家自 2021 年二季度起物价开始较快上涨。其次，货币政策大放水后，美国等经济体房价大幅上行。这导致在美国 CPI 中权重最大（2021 年占比 33.2% 左右）的房租价格明显上涨，2022 年 5 月美国住宅 CPI 同比达到 6.9%。最后，2022 年 2 月俄乌战争爆发，直接推高全球能源价格。其中，2022 年上半年 WTI 原油均价升至 101.5 美元/桶，远高于去年同期的 62.2 美元/桶，同比涨幅达到 63.2% 可以看到，地缘因素影响下，能源价格剧烈上涨正在成为推高欧洲通胀的首要原因。

展望未来，就第一个因素而言，当前各国已普遍放松疫情防控，产业链扰动现象正在逐步缓解，而大规模财政刺激带动的需求高增也将进入尾声。其中，美国家庭储蓄规模已回到常态水平附近，这意味着前期财政补贴下激增的家庭购买力将会转弱。另外，高通胀已触发美联储大幅加息，进而引领全球金融环境收紧，也会进一步抑制居民消费需求。由此，2023 年商品市场供需错位对通胀的推高效应会明显减弱。与此同时，美联储大幅加息已对美国房地产市场形成压力，未来美国房租价格涨势也将随之明显放缓。

再看俄乌战争。目前这场战争已引发西方对俄罗斯实施全面制裁，而且制裁还在升级过程中。但这场战争基本将控制在乌克兰境内，其他欧洲国家乃至美国直接卷入的风险较小。同时，这场战争已将国际原油价格推高到 120 美元/桶附近的高位。考虑到俄罗斯可将将对欧原油出口转向印度和中国，实际产量降幅不会太大，加上欧佩克和美国页岩油都在增产，因此从供需平衡角度看，2023 年国际原油价格进一步大幅上升的可能性较小。即使 2023 年上半年国际原油均价达到 120 美元/桶，同比涨幅也将降至 18.2%，较今年上半年回落 45 个百分点左右。

这样来看，最迟到 2023 年中，全球高通胀有望明显降温，其中美国、欧盟的 CPI 同比涨幅有望降至 4.0% 左右。2023 年下半年将延续下行势头。事实上，国际货币基金组织在今年 4 月的全球经济展望中预测，2023 年发达经济体通胀率将从今年的 5.7% 降至 2.5%，新兴及发

展中经济体通胀率将从今年的 8.7% 降至 6.5%（后者主要是受土耳其、俄罗斯等少数国家通胀率畸高影响）。

我们认为，接下来再现上世纪 70 年代全球持续高通胀的风险不大。主要原因是疫情扰动影响将是短期的，目前看会控制在 2-3 年之内；70 年代三次中东战争及 80 年代初两伊战争连续爆发，全球原油产量受到严重影响，是带动国际原油价格从 1970 年 1.67 美元/桶持续上升至 1981 年 32.5 美元/桶的主要原因，期间升幅达到 18.5 倍！当前的俄乌战争对全球原油价格的推升作用无法与之相比。

中长期全球通胀态势如何？我们认为通胀中枢或将有一定幅度抬高，全球经济很可能告别“三低一高”时代。主要原因在于，当前全球化正处于调整期，这意味着支持此前全球温和通胀的关键因素受到削弱。2001 年中国加入 WTO，出口开始持续大规模增长，“中国制造”对全球商品市场供需平衡带来重大影响，成为抑制全球通胀的重要因素。但在中美经贸摩擦及本次疫情之后，全球化势头遭遇顿挫，产业链本土化、区域化抬头。这将带动成本上升，进而推高全球消费品价格。

另外，2008 年以来美欧实施超宽松货币政策，政策利率长期处于低位，资产负债表大幅扩张。这在推高资产价格的同时，会对消费品市场带来怎样的长期影响难有定论，特别是在全球化对消费品价格的抑制作用减弱之后。我们判断，未来 5-10 年，全球 CPI 同比涨幅有可能从过去 20 年的年均 3.9% 升至 5.0% 左右，其中美欧等发达经济体 CPI 同比控制在年均 2.0% 以内的难度上升（过去 20 年年均 1.8%），欧美央行货币政策也将易紧难松。未来全球经济很可能在延续 2008 年全球金融危机后低增长特征的同时，更多面临如何抑制通胀的问题。由此，全球经济将结束此前的“三低一高”时代（低增长、低通胀、低利率、资本市场持续高位上行）。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。