



Research and
Development Center

全球高通胀仍在蔓延和传导进程中

2022年9月2日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

全球高通胀仍在蔓延和传导进程中

2022年9月2日

- **全球通胀：上半年全球通胀依旧向着恶化方向演变。**今年上半年全球通胀普涨态势继续蔓延，向着恶化方向演变。从整体上看，发达经济体的通胀形势比新兴经济和发展中经济体的水平更严峻，发达经济体对发展中经济体的通胀传导压力增加。此外，多数经济体的能源项一同上升、涨幅居前，表明这一轮平均通胀水平的变化更多是以能源项通胀为主导因素来驱动。为构建全球通胀传导路径，我们选择美国作为通胀传导路径的构建起点，主要是因为：1) 美元具有独特的国际支付地位，2) 美国政策刺激的时点较早且力度最大，3) 美国国内滞后的供给端造成严重的供需裂口。
- **经济体间两大传导：一是大宗商品贸易的价格传导，一是跨境资本流动影响货币供应量。**1) 在国际贸易渠道上，美国进、出口差距拉大，超发货币大量留在非美经济体。美元外溢和能源市场供需失衡共同抬升以美元计价的国际大宗商品价格。在国际贸易中，大宗商品进口国会最先受到价格上涨的影响。国际市场原材料价格上升后传导到国内，就会引发经济体的通货膨胀。2) 在资本流动上，资本流动增加时，大量外币要兑换本币，对本币的需求量增加，因此本币面临升值。同时，国内政府为维持汇率而增加货币供给量，物价就有了上涨的压力。对于实行固定汇率制的经济体来说，这种影响则更为显著。
- **产业间传导：能源和农产品在短产业链的通胀传导效果更好。**首先，能源产业链的通胀传导以石油为起点，向上、下两个方向传导。1) 向上传导：原油涨价会带动上游的石油采掘、石油加工业等上涨。2) 向下传导：原油涨价会向下游的各类消费品传导，包括短产业链和长产业链。其中，短产业链的通胀传导损耗少、传导效率较高。长产业链由于多重传导损耗多、传导效率往往不高。其次，农产品沿产业链的传导大多比金属和能源的传导链条要短。其传导时的损耗较少，传导效果更好、更顺畅。我们认为食品加工业和养殖业的通胀水平可能会受到外部通胀的传导而继续上涨。
- **全球通胀恶化局势难以缓解，下半年高通胀仍在蔓延和传导进程中。**从当前全球通胀的传导方式来看，我们认为全球通胀恶化的局势暂时难以缓解，高通胀仍在蔓延和传导进程中。下半年中国面临的外部通胀压力较大，集中于能源及其采掘业、食品加工及养殖业。在全球高通胀继续蔓延的局势下，尽管国内PPI向整体CPI的明显传导有限，但不能忽视通胀的局部传导。第一，近期能源价格有回调变化，但我们认为油价的回调只是暂时的，不能轻视能源的贡献。第二，高温干旱对粮食供给的干扰风险还较大，我们认为下半年食品加工业可能存在涨价压力。
- **风险因素：美国加息进程超预期，极端天气影响超预期。**

目 录

一、全球通胀：上半年全球通胀依旧向着恶化方向演变	4
1.1 全球通胀的蔓延保持迅猛态势	4
1.2 全球通胀普涨根源主要是能源项变化	7
1.3 美国是通胀传导路径的主要起点	8
二、经济体间传导：美国放水如何影响他国通胀？	11
2.1 通胀的酝酿：美联储发行美元的两个阶段	12
2.2 传导路径一：商品价格通过进出口贸易渠道传导	12
2.3 传导路径二：资本流动增加影响国内货币供应量	16
三、产业间传导：能源与农产品传导向哪些产业？	17
3.1 能源通胀的产业传导	17
3.2 农产品通胀的产业传导	19
四、下半年全球高通胀仍在蔓延和传导进程中	21
风险因素	23

表 目 录

表 1：美国降息时点靠前、降息幅度也大	9
---------------------------	---

图 目 录

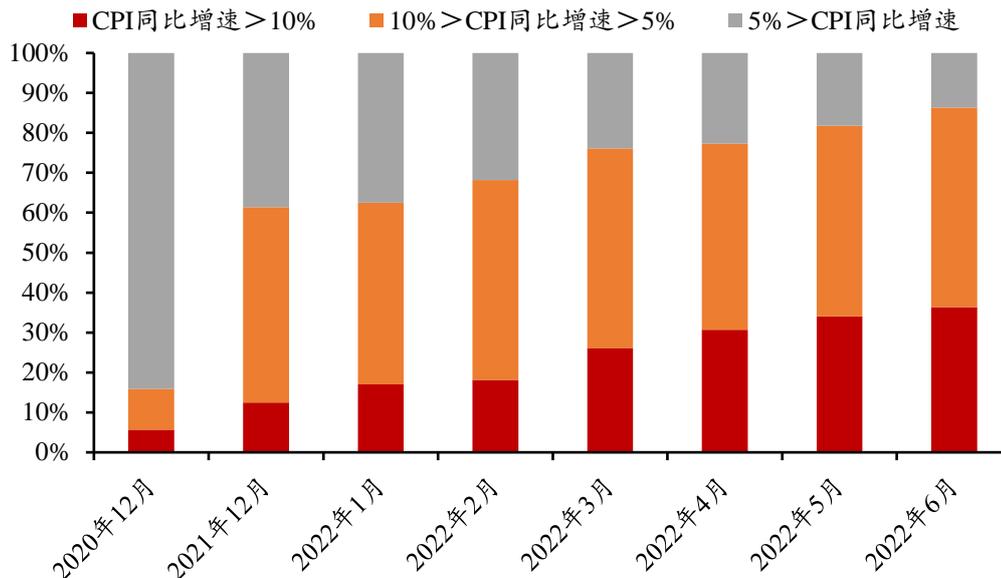
图 1：全球通胀超过 10% 的经济体占比一直在上升	4
图 2：全球各区域通胀走势	5
图 3：大多经济体整体通胀都已经超过了 8%	5
图 4：6 月 OECD 国家通胀超 10% 的国家占 31%	6
图 5：发达经济体通胀比新兴市场、发展中经济体还要严峻	6
图 6：发达经济体内部通胀走势也出现分化	7
图 7：这一轮主要经济体的普涨大多以能源为主导	7
图 8：美元在国际支付中的市场份额保持在 40% 上下波动	8
图 9：美国财政刺激的力度为全球较高水平	9
图 10：疫情出现后美国大幅降息	10
图 11：美国严重的货币超发	10
图 12：供应链压力指数还比较高	11
图 13：美国劳动参与率缺口修复比其他国家要慢	11
图 14：货币当局和各金融机构持有美国国债	12
图 15：居民的消费倾向比较高，储蓄意愿较低	13
图 16：美国进、出口增速裂口增大	13
图 17：疫情后美国进出口贸易差额不断上升	14
图 18：布伦特原油价格高位震荡	15
图 19：中国原油的对外依赖度较高	15
图 20：能源价格上升抬高了欧盟进口指数，进而影响通胀	16
图 21：外汇储备和中美利差相关性较高	17
图 22：经济体间的通胀传导图	17
图 23：原油涨价带动上游的石油采掘、石油加工业	18
图 24：PPI 生活资料和 CPI 的关联性较强	19
图 25：能源通胀传导图	19
图 26：粮食危机可能会抬高国内生猪的养殖成本	20
图 27：农产品通胀传导图	21
图 28：美国缩表速度相对来说也比较温和	22
图 29：7 月猪周期接力油价	22
图 30：下半年猪周期开启	23

一、全球通胀：上半年全球通胀依旧向着恶化方向演变

1.1 全球通胀的蔓延保持迅猛态势

上半年全球通胀向着恶化方向演变，通胀保持蔓延态势。在新冠肺炎疫情来袭后，全球通胀开始蔓延，在此过程中通胀增速超过 10% 的经济体数量一直在不断上升，显示出上半年全球的通胀蔓延态势仍向着恶化的方向演变。截至 8 月 16 日，在 IMF 公布的通胀数据中，以可追踪历史数据的 88 个经济体为基准统计，6 月 CPI 同比增速低于 5% 的经济体仅有 12 个，而 CPI 同比增速超过 5% 的经济体占比则超过了五分之四。其中，介于 5%-10% 的经济体有 44 个，约为统计基准的一半，超过 10% 的经济体有 32 个，占统计基准的 36%。不难看出，从 2020 年 12 月一直到现在，通胀同比增速超 10% 的经济体占比一直在上升，全球通胀的普涨势头还比较迅猛。

图 1：全球通胀超过 10% 的经济体占比一直在上升

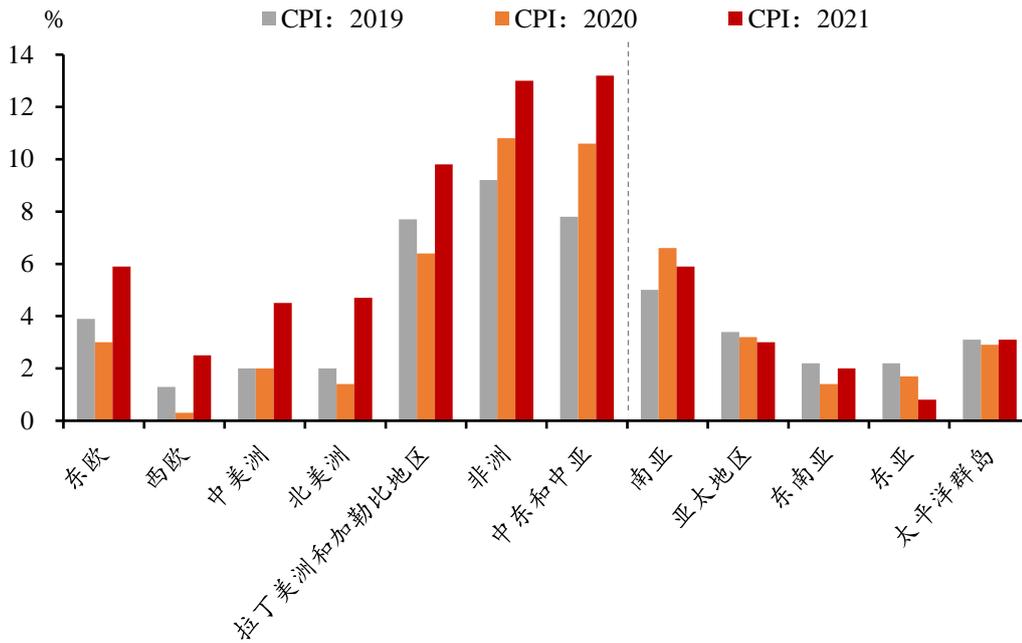


资料来源：IMF，信达证券研发中心

注：以 IMF 2022 年 6 月 CPI 不含缺失值的 88 个经济体为基准整理

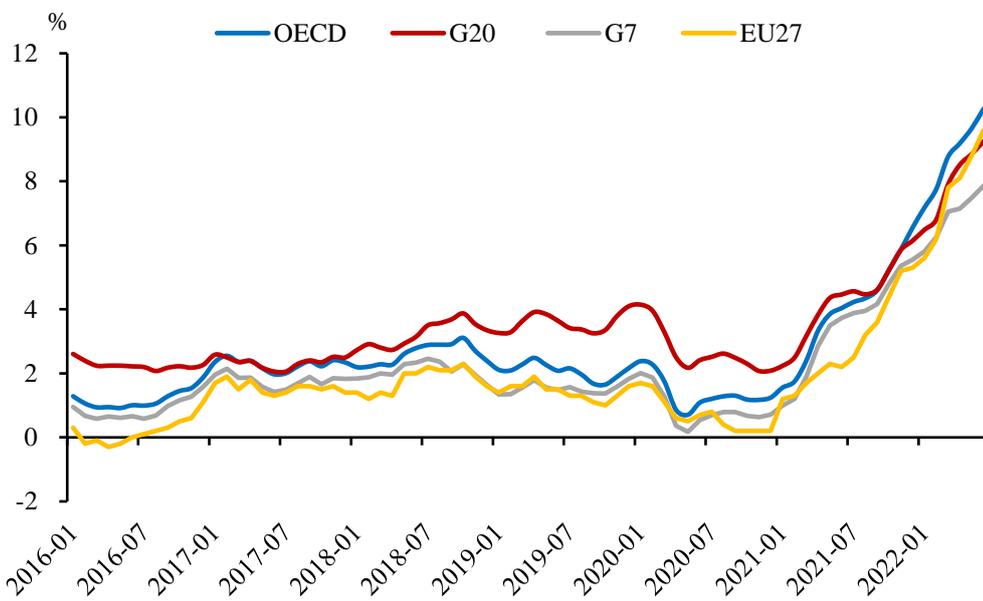
哪些地区通胀比较严峻？

1) 从各洲区域划分上看，2019-2021 年的通胀上涨主要集中于欧美地区和非洲。从 2019-2021 年的通胀变化来看，通胀的明显上涨主要集中在欧美地区，包括东、西欧和南、北美洲。这些区域 2021 年的通胀水平较 2020 年均有了明显变化，其中 2021 年中、北美洲和东、西欧的通胀增速是 2020 年的两倍多。非洲、中亚和中东地区的通胀水平自 2019 年起一路上升。在亚洲地区，除中东和中亚外，其他亚洲地区的通胀相对而言同比涨幅较小，甚至有的区域同比涨幅比 2020 年还低。在太平洋群岛区域，通胀水平的变化则相对温和。

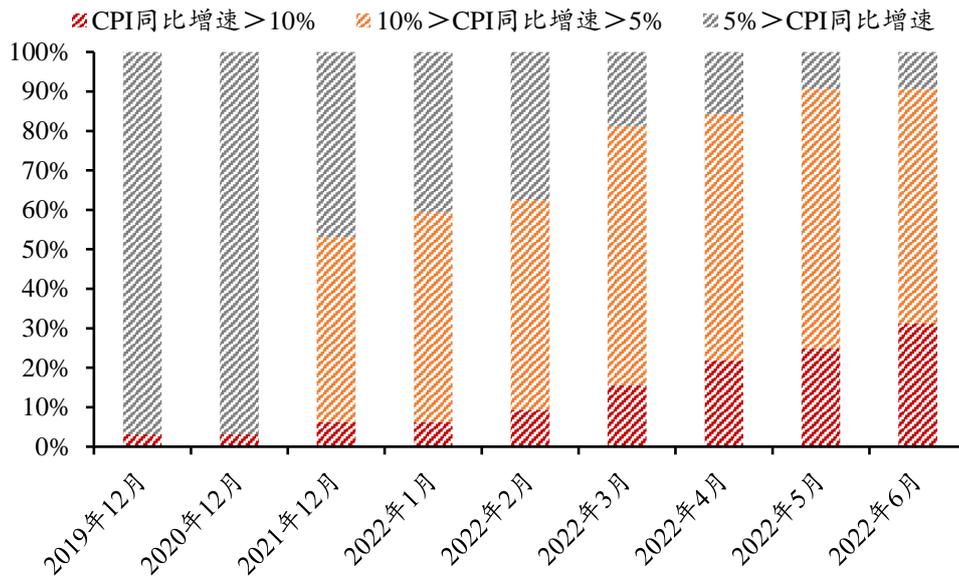
图 2：全球各区域通胀走势


资料来源: IMF, 信达证券研发中心

2) OECD、G20 等经济组织的整体通胀水平均处于较高水平。分国家组织来看，OECD、G20、G7 和欧盟国家的 6 月整体通胀水平都超过了 7%。在经济合作与发展组织 (OECD) 成员国中，根据 OECD 公布的数据，6 月同比增速在 10% 以上的经济体占总数 (不含奥地利和新西兰，共 32 个国家) 的 31%，分别是捷克、波兰、匈牙利等国家。而美国、英国等国家则主要集中在 5%-10% 的区间水平上。

图 3：大多经济体整体通胀都已经超过了 8%


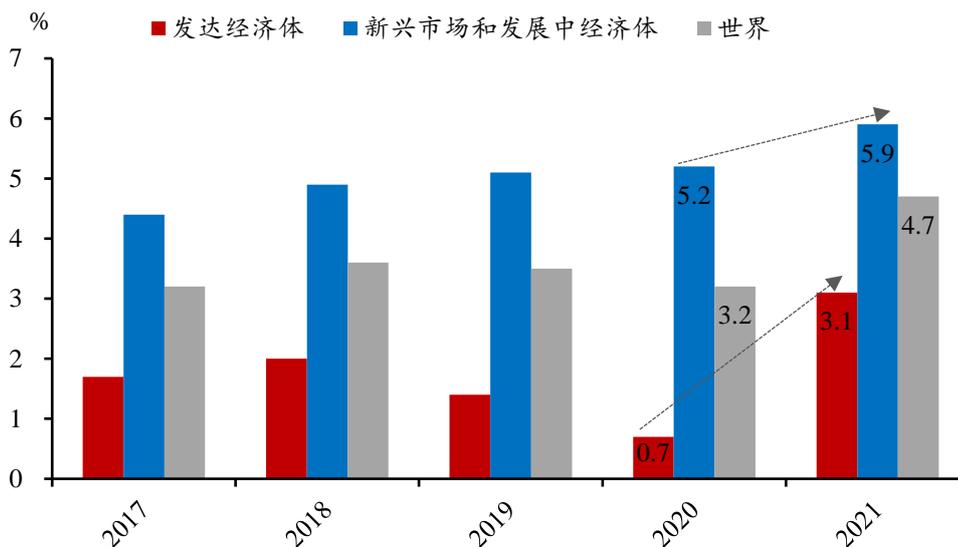
资料来源: OECD, 信达证券研发中心

图 4：6 月 OECD 国家通胀超 10% 的国家占 31%


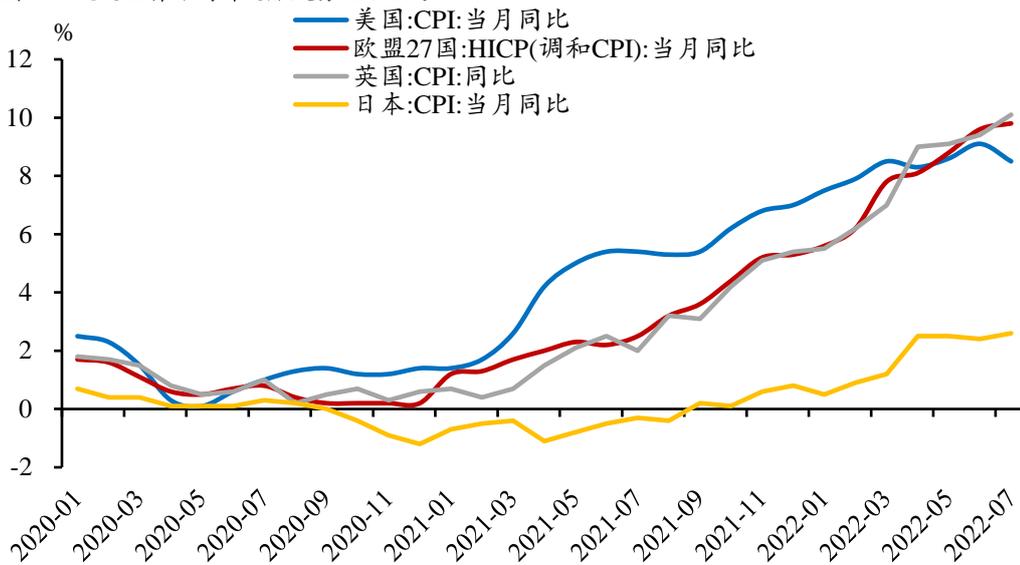
资料来源: OECD, 信达证券研发中心

注: 不含奥地利和新西兰, 共 32 个 OECD 国家

3) 发达经济体的通胀水平比新兴经济和发展中经济体的水平还要严峻。根据 IMF 的数据, 2021 年世界通胀水平达到 4.7%, 远高于 2013 年以来的水平。其中, 2021 年发达国家的通胀同比增速为 3.1%, 新兴经济体和发展中国家同比增速为 5.9%。但实际上发达经济体的整体通胀变化比新兴市场、发展中经济体还要严峻, 因为发达经济体的变化幅度远高于发展中经济体。具体来看, 新兴市场和发展中经济体的通胀从 2020 年的 5.2% 上升到 5.9%, 仅增加了 0.7 个百分点, 而发达经济体从 2020 年的 0.7% 上升到 3.1%, 增加了 2.4 个百分点, 是发展中经济体的三倍多。可见发达经济体的通胀水平比新兴经济和发展中经济体的水平还要严峻。尽管发达经济体内部也有分化, 但整体上看, 发达经济体陡峭的通胀斜率仍向发展中经济体施加通胀压力。

图 5：发达经济体通胀比新兴市场、发展中经济体还要严峻


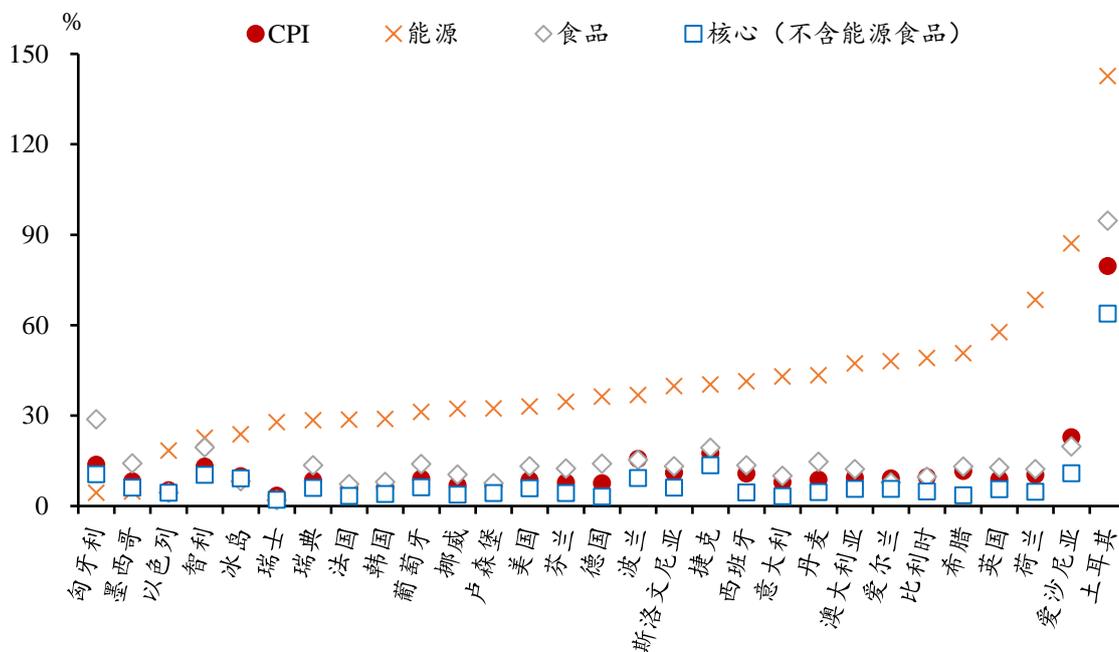
资料来源: IMF, 信达证券研发中心

图 6：发达经济体内部通胀走势也出现分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 全球通胀普涨根源主要是能源项变化

此轮全球通胀的普涨态势更多以能源为主导因素。在世界主要经济体 OECD 成员国中，7 月通胀同比增速数据显示，在 OECD 公布的 29 个成员国通胀分项中（不含奥地利、新西兰和加拿大），除匈牙利和墨西哥的食品项通胀居主要地位外，大多数国家的能源项通胀增幅均远高于食品项和核心项，甚至部分国家的能源通胀涨幅是食品项、核心项涨幅的 3—4 倍。大多经济体的能源项涨幅一同上升，表明这一轮通胀的变化更多是以能源项通胀为主导因素来驱动的，这拉动了很多国家的平均通胀水平。

图 7：这一轮主要经济体的普涨大多以能源为主导


资料来源: OECD, 信达证券研发中心

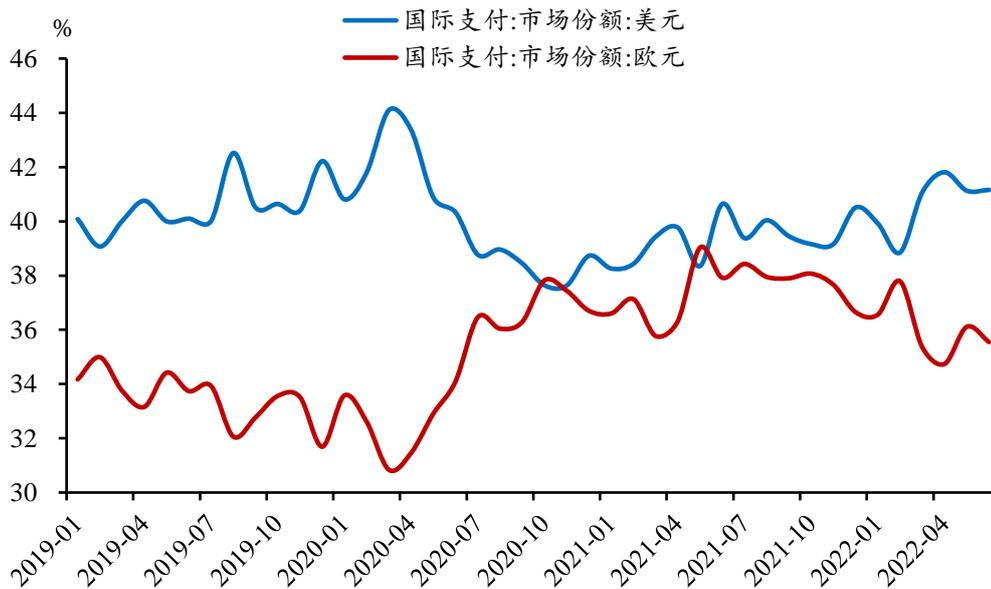
注：图示数据为 2022 年 7 月数据

1.3 美国是通胀传导路径的主要起点

我们选择美国作为我们构建通胀传导路径的起点，主要是因为美元具有独特的国际地位，且美元数量受美国国内政策刺激的影响。美国的政策变化和供给短缺都比较明显，而政策刺激和供需错配是通胀的刺激因素。综合考虑，以美国为起点构建传导路径比较适宜。

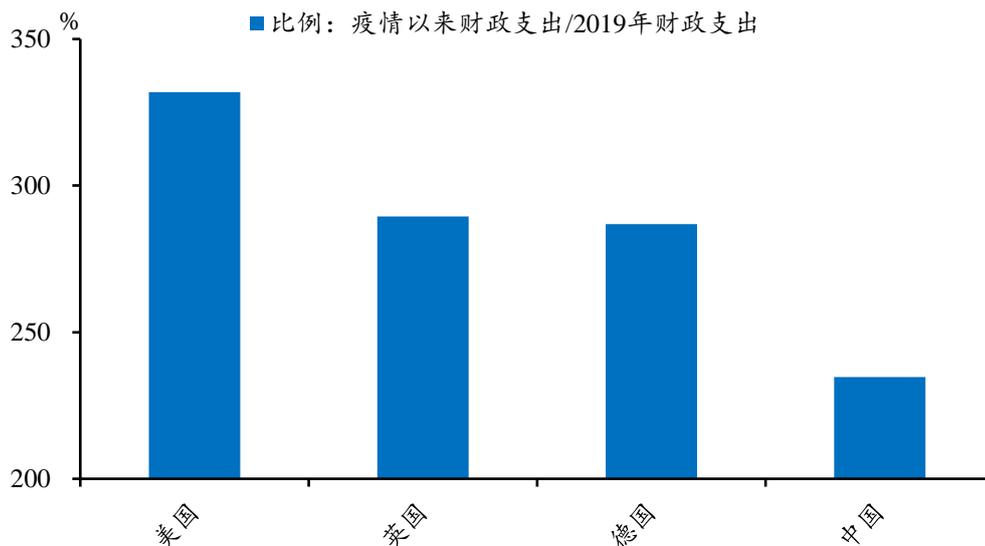
第一，美元独特的国际支付地位。美元是世界货币，各个国家都需要储备美元，因为很多国家的国际贸易都要兑换成美元来进行。自 2014 年以来，除 2020 年 10 月和 2021 年 5 月外，美元国际支付的全球排名位列第一，美元在国际支付中的市场份额也一直保持在 40% 上下波动。因此，美元的供求和涨跌会影响到世界各国的资本流动和资产价格。美元独特的国际地位，决定了美国对世界各国的影响不容忽视。因此，美国的货币政策和美元数量会影响到世界上的许多国家。

图 8：美元在国际支付中的市场份额保持在 40% 上下波动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，美国政策刺激的时点较早且力度最大。决定美元数量的是美国的货币政策，而财政政策和货币政策相辅相成，美国的政策刺激规模较大决定了其对世界的影响。1) 货币政策：美国降息时点靠前，降息幅度也大。美国在 2020 年 3 月 3 日就开启了降息，早于加拿大、英国等国家。除此之外，从降息的幅度来看，美国也是这些国家当中降息幅度最大的经济体。2) 财政政策：美国财政刺激时点较早，刺激力度也较大。美国政府早在 2020 年 3 月的时候，就开始经济刺激计划，先后多次推出财政纾困救助法案，导致政府支出大幅攀升。具体来看，美国的政府支出从 2019 年的 4.52 万亿美元跳升到 2020 年的 6.77 万亿美元。从疫情后累计财政支出与 2019 年财政支出比值来看，美国的这一比值在几大主要经济体中也位居前列。

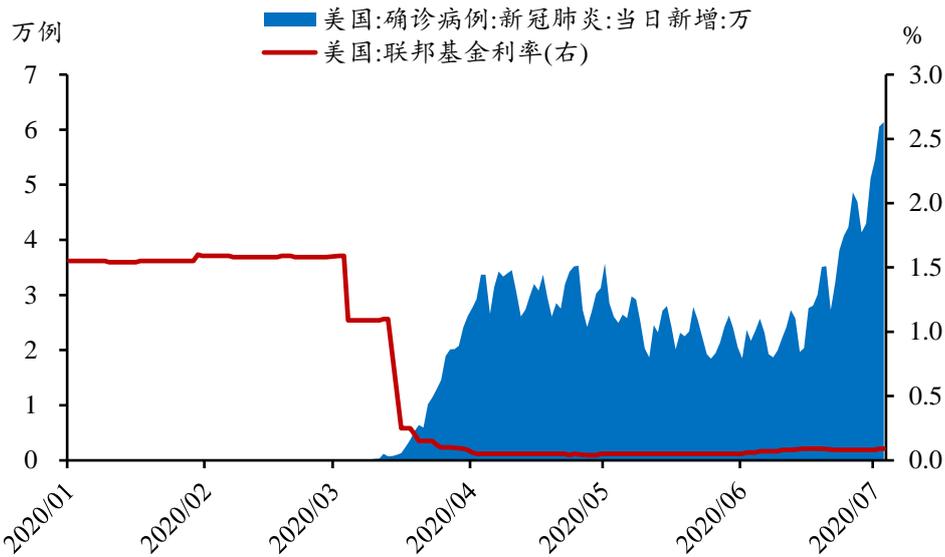
图 9：美国财政刺激的力度为全球较高水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

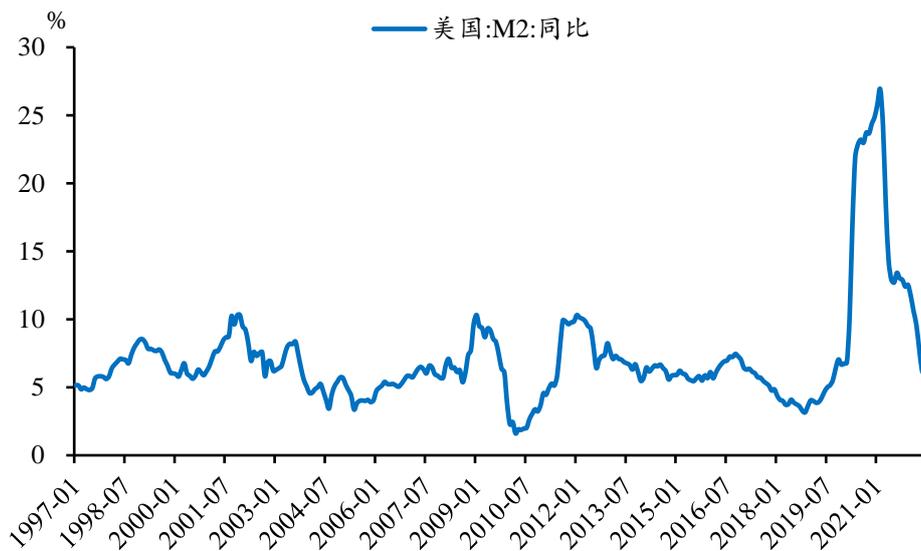
表 1：美国降息时点靠前、降息幅度也大

国别	时间	降息幅度
美国	2020/3/3	50bp
	2020/3/16	100bp
加拿大	2020/3/4	50bp
	2020/3/13	50bp
英国	2020/3/11	50bp
澳大利亚	2020/3/3	25bp
韩国	2020/3/16	50bp
新西兰	2020/3/16	75bp

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：疫情出现后美国大幅降息


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

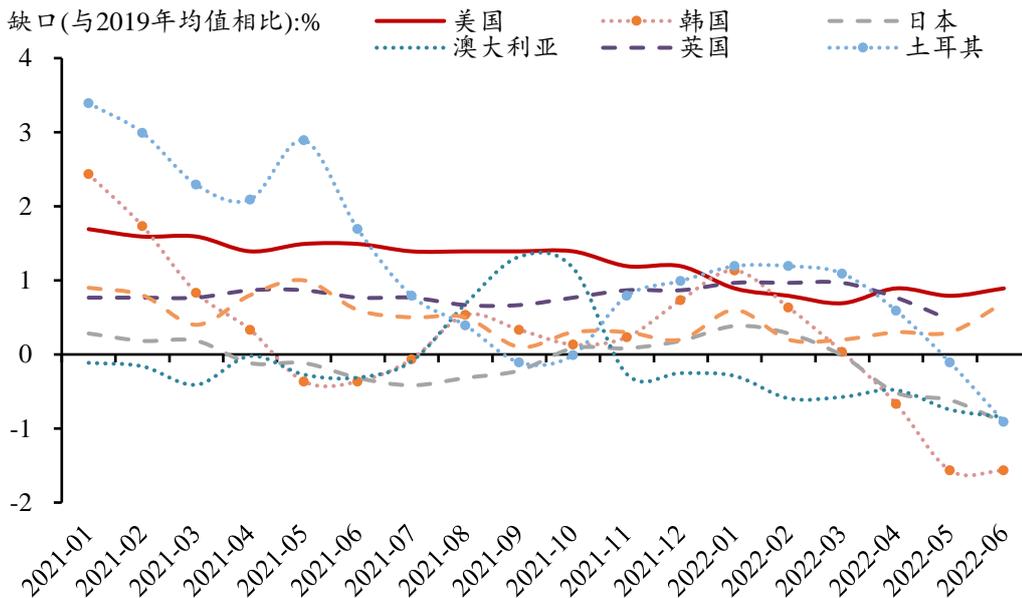
图 11：美国严重的货币超发


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，美国国内滞后的供给端造成严重的供需裂口。财政政策与货币政策相互配合的大规模刺激，旨在刺激总需求。但通胀水平的变化取决于供给与需求间的相互平衡，尤其是在总需求受政策刺激大幅增长的情况下，供给端能否与之相匹配就显得尤为重要。可以看到在供给端，美国的供给缺口也非常严重。一个是供应链问题，一个是劳动力市场供给问题。1) 在供应链上，疫情后美国的供应链压力指数最高曾偏离均值水平 4.32%，7 月该指数为 1.84%，仍高于疫情前水平。2) 在劳动力供给上，许多经济体的劳动参与率缺口自 2021 年起就不断修复，甚至 2021 年初劳动参与率缺口高于美国的国家，其劳动参与率也回弹至高于疫情前的水平，但是美国的劳动参与率缺口修复一直比较迟缓。

图 12：供应链压力指数还比较高


资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

图 13：美国劳动参与率缺口修复比其他国家要慢


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、经济体间传导：美国放水如何影响他国通胀？

我们认为从美国大规模放水到通胀在经济体间的传导，主要有两大传导路径：一个是实体层面的国际大宗商品贸易的价格传导渠道，一个是金融层面的资本流动渠道。其中，国际贸易渠道是通胀传导的主要路径，而国际资本流动渠道则是通胀传导的次要路径。

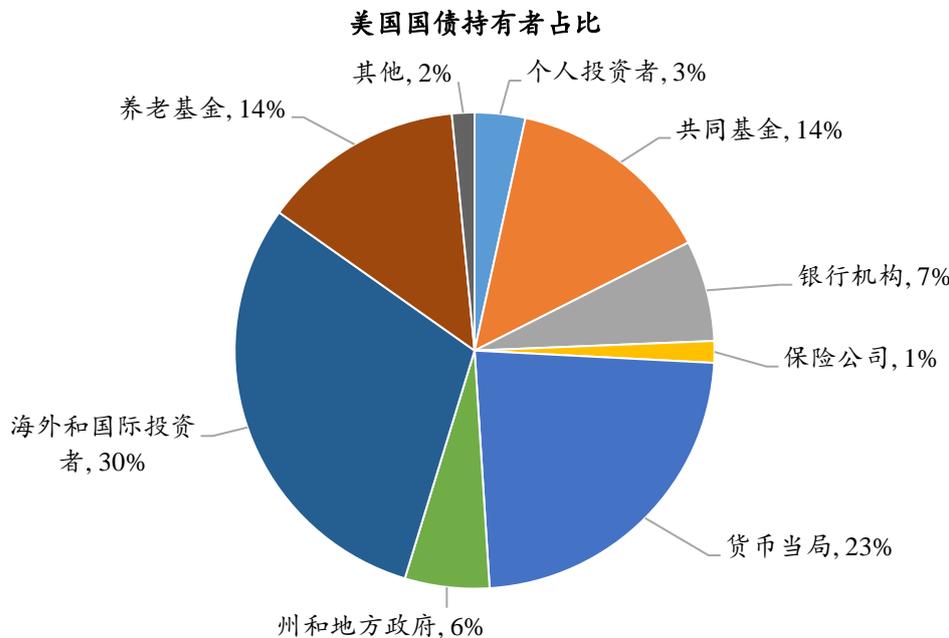
2.1 通胀的酝酿：美联储发行美元的两个阶段

美联储发行美元的方式主要是购买美国国债。在当前信用货币体系中，对任何一个现代央行来说，央行“印钞”的实现手段实际上是到市场上买入各种各样的证券化资产，比如：国债等。此轮美联储印发美元的方式主要是购买国债。也就是说，美国财政部向社会发行国债，美联储用其印刷的美元支付给财政部来购买这些国债。美国财政部获得对应的美元后，执行其预算支出，从而将基础货币注入经济体。从美国放水到超发货币流到居民和企业手中，经历了两个阶段。

1) **第一阶段是美联储和美国联邦政府间的购债行为。**疫情对许多经济体造成冲击，美国为缓解这一经济冲击增发短期国债以配合政府临时性的政府支出。同时，美联储通过购买资产（主要是购买国债和 MBS）等方式释放基础货币，增加货币供给。因此，超发货币进入出售国债和 MBS 的机构中。最后持有国债的机构主要包括货币当局、各大银行、保险公司、共同基金等金融机构。其中，货币当局持有国债的 23%。

2) **第二阶段是联邦政府发布救助计划，超发货币转移到居民和企业手里。**在美联储和联邦政府之间完成购债行为后，美元进入联邦政府账户。而美国联邦政府则利用这些美元公布了救助计划，发给居民、企业和医院等对象。这样美国超发的货币就进入了居民、企业的账户中，转化成对商品的总需求。

图 14：货币当局和各金融机构持有美国国债



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 为 2022Q1 数据

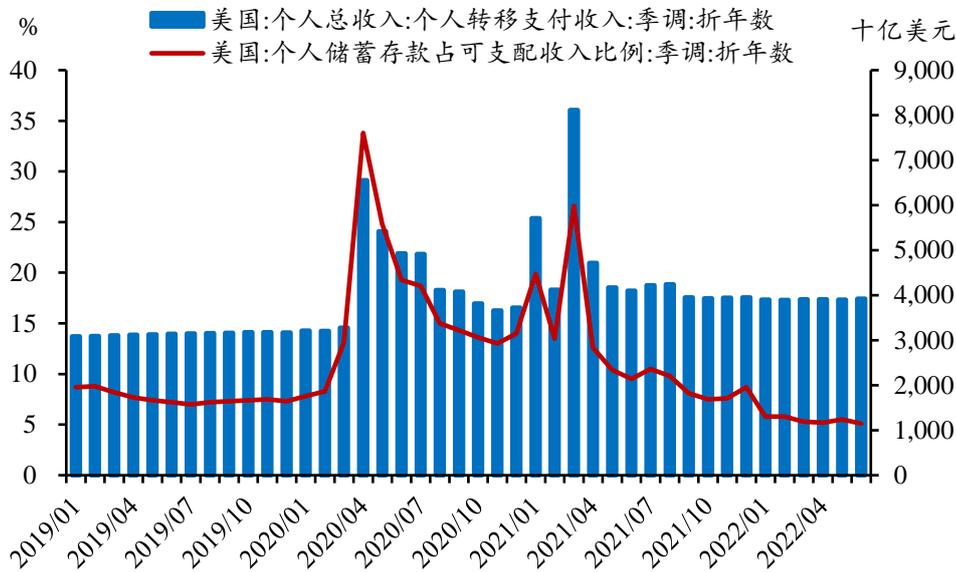
2.2 传导路径一：商品价格通过进出口贸易渠道传导

此轮大宗商品价格上涨既有美元超发因素，也有供需失衡因素。

1) **美元超发因素：美国大量贸易逆差导致美元外溢至非美经济体，过剩美元抬高国际市场上大宗商品的价格。**美联储刺激下，居民可支配收入增加，对商品或服务的需求也高增，而疫情不确定性制约了市场供给。在国内供给与需求错配的情况下，只能通过进口来补充国内消费。又因为美国出口能力受到制约，因此美国的进出口贸易差额就在不断上升。当美国居民用新的美元购买海外商品、服务和资产时，新印美元就会被支付给非美国人，变成海外美元。在贸易逆差的情况下，大量美元外溢至非美经济体。美元超发货币后，美国货币供给量大幅度增加，造成美元贬值，以美元标价的国际大宗商品价格会不断攀升。

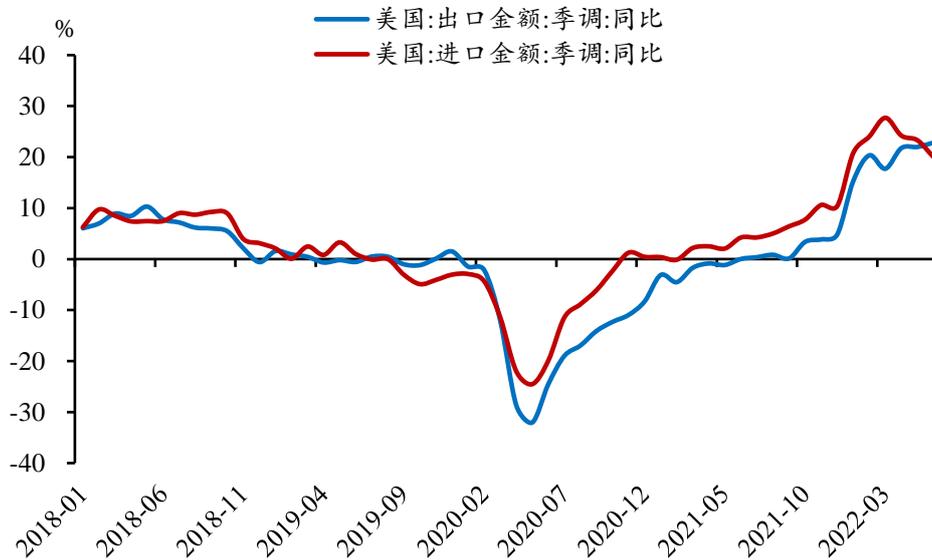
2) 供需失衡因素：极端自然灾害和异常气候加剧能源成本上涨，国际市场原油、原材料、粮食等大宗商品价格上涨。需求端上，2021年以来，多国遭受了自然灾害，如：美国的暴风雪、欧洲的洪涝、南美巴西的干旱及我国的异常降水，一系列的自然灾害和气候异常使得全球能源需求快速上升。供给端上，疫情期间能源库存整体消减紧缺，例如石油输出国组织及其盟友（OPEC+）石油减产、伊朗原油出口受阻、能源供给不足加剧供需失衡等因素导致大宗商品价格大幅上涨。

图 15：居民的消费倾向比较高，储蓄意愿较低



资料来源：Wind，信达证券研发中心

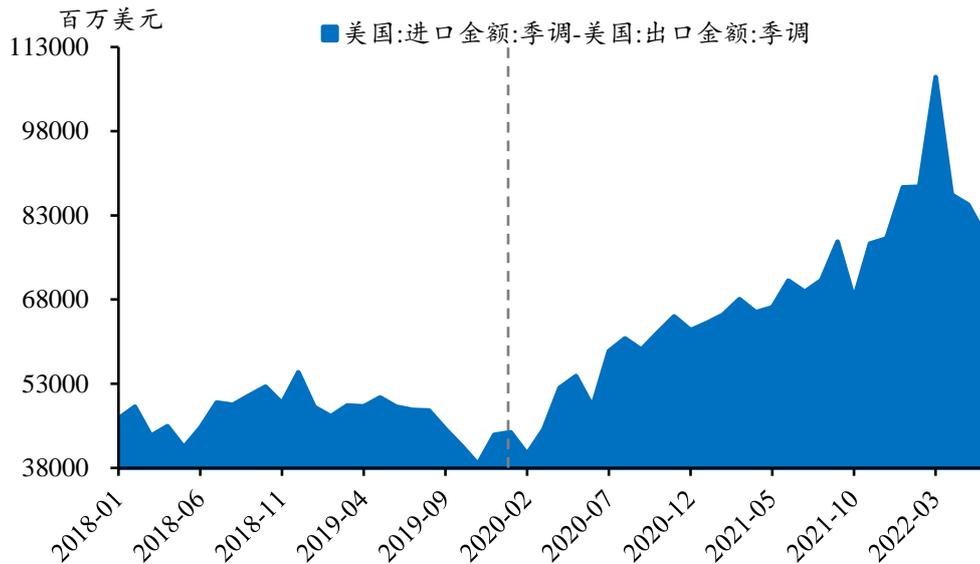
图 16：美国进、出口增速裂口增大



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：2021年数据使用两年复合增速

图 17：疫情后美国进出口贸易差额不断上升



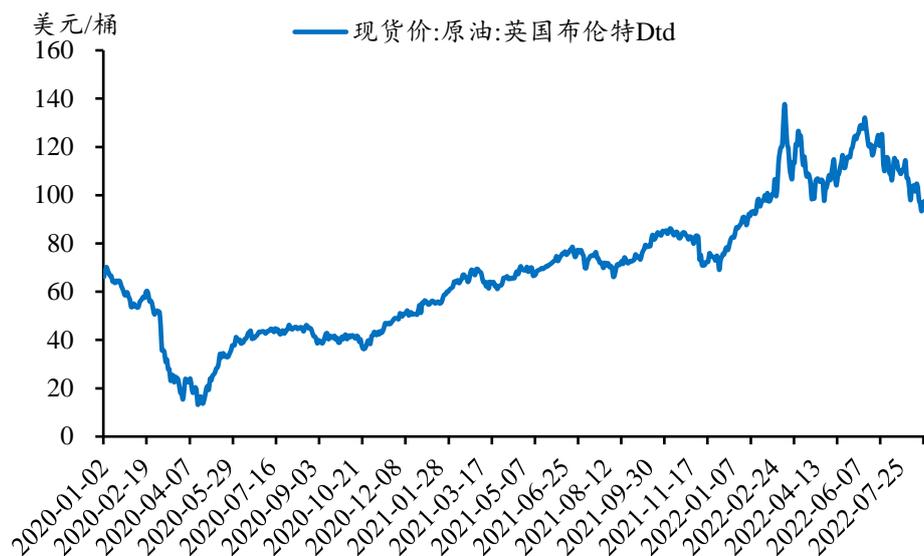
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

通胀传导路径之一就是**通过大宗商品的贸易，将大宗商品的价格上涨传导到进口国，进而引发通胀。**

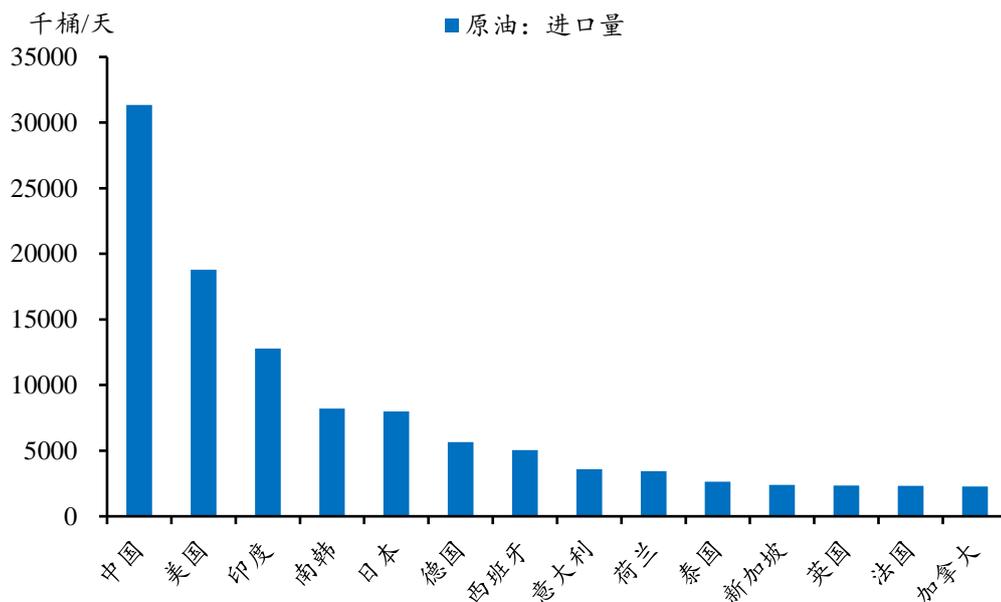
1) **大宗商品价格变化主要通过进出口贸易方式传导至大宗商品进口国，从而引发经济体的通货膨胀。**国际贸易渠道就是指价格和总需求如何在开放经济体之间传导通胀。具体来说，就是通货膨胀在经济体之间通过进出口贸易的方式进行传导。出口方面，一国国内发生通货膨胀，会抬高出口商品的价格，从而通过出口的方式转移到其他国家。进口方面，是指国际商品市场上发生某种价格变化后，导致本国依赖于这些进口品的行业生产成本提高或者供给减少，从而引起本国商品价格上涨而发生通货膨胀。这里所说的进口品通常是某种重要的初级商品，如石油、原材料和粮食。

2) **原油通过国际大宗商品的进出口贸易渠道，将能源价格传导到大宗商品进口国内。**大宗商品是很多国家生产活动的原材料，涉及的产业范围较广，因此大宗商品的价格变化会影响众多大宗商品贸易国。具体来看，大宗商品价格上涨的影响存在不对称性，它一方面增加了能源出口国的收入，另一方面却给能源进口国带来了输入性通胀。因为国际大宗商品价格的抬升会通过能源贸易渠道直接抬高能源项的同比涨幅，增加能源进口国的上游通胀压力。大宗商品价格飙升推高了各地的通胀，加剧了俄乌冲突爆发前就已出现的通胀走势。以欧洲国家为例，欧盟能源高度依赖进口，因此能源进口价格的增加会抬升其国内的物价水平。

3) **中国的原油进口位列第一，进口原油的商品价格抬升，输入性通胀压力增加。**当本国对进口产品的需求缺乏弹性时，只能被动接受进口商品的价格上涨。长期以来，我国许多原材料及中间产品都需要从国外进口。且我国对原油的进口占我国进口总额的比例较大，因此我国进口必然受到国际市场价格影响。再加上，我国对这些进口原材料却存在刚性需求，导致我国不能因国际大宗商品价格的上涨而大量减少中间产品的进口，最终体现为输入性通货膨胀。我国作为原油第一进口大国，上游通胀的输入不可避免，但与别国不同之处在于，我国 CPI 并不直接包含能源项，因此能源对我国通胀的影响主要反映在 PPI 上。

图 18：布伦特原油价格高位震荡


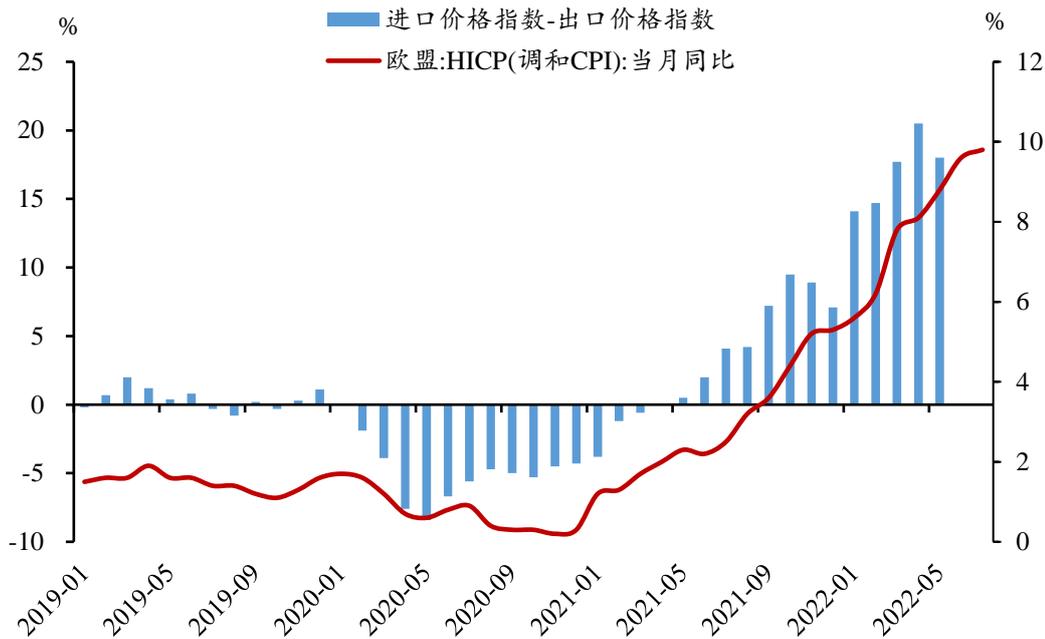
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：中国原油的对外依赖度较高


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

注: 为 2019-2021 年汇总数据

图 20：能源价格上升抬高了欧盟进口指数，进而影响通胀



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 传导路径二：资本流动增加影响国内货币供应量

美国的量化宽松政策除了通过大宗商品的进出口贸易将价格因素传导至世界各地外，还会通过影响国际间的资本流动向其他经济体传导通胀，该路径是通过影响货币供应量进行的通胀传导。

一个经济体的货币供应量由两部分决定，一个是国内信贷，一个是外汇储备。国内信贷由该经济体央行直接或间接控制，外汇储备包括以外商直接投资为代表的外国资本流入、贸易差额以及外国贷款。其中，外汇储备规模由央行为了支持与本国有关的其他国家货币汇率而决定购买的黄金和外币资产总额决定，主要用于维持本国货币对外汇率水平需要，外汇储备变化由货币市场内在的需求和供给不平衡引起。

1) 美国宽松货币政策引起的资本流动会通过外汇储备变动影响国内货币供应量，进而导致国内通胀压力上升。美国实施量化宽松的货币政策后，美元会通过资本投资等方式流向新兴经济体或其他国家，主要体现在直接投资、证券组合投资等流入量增加上。当国际资本流入时，会用大量的外币兑换本币，对本币的需求量增加，因此本币会升值。此时，国内政府为了维持既定的汇率会向市场抛售大量本币。当市场上的货币供给量变多了，物价就有了上涨的压力。尤其对于实施固定汇率制的国家来说，外汇储备对国内货币供给量的影响将被放大，从而引起国内的通货膨胀。

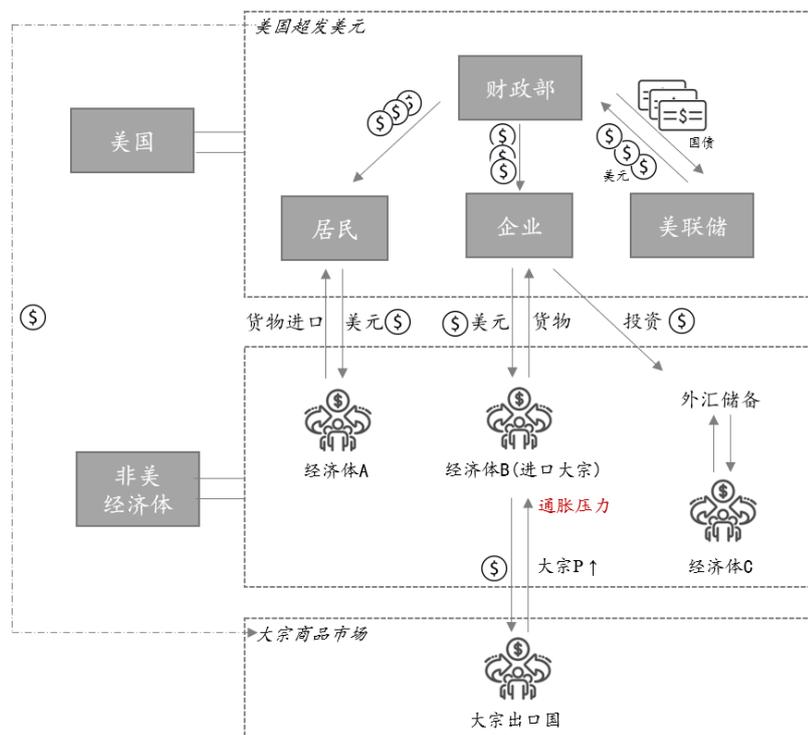
2) 中国外汇储备增加或与国内信贷共同向通胀施压。我国外汇储备主要包括国际贸易顺差、外国直接投资、人民币升值预期造成的“热钱”流入以及外国贷款等部分，而我国的美债持有量长期处于高位，占据了外汇占款的主要部分。同时，在美国量化宽松货币政策实施的背景下，与美国零利率相比，我国利率水平在国际市场上具有较强的竞争力，因而吸引了国际直接投资国际热钱的逐利性流入，推高了我国国内基础货币量，与国内信贷共同加剧了国内通货膨胀水平。

图 21：外汇储备和中美利差相关性较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22：经济体间的通胀传导图



资料来源: 信达证券研发中心

三、产业间传导：能源与农产品传导向哪些产业？

3.1 能源通胀的产业传导

石油价格的上涨是整个能源产业链价格上涨的重要根源。能源产业链的通胀传导以石油为起点，向上可带动上游开采、加工业等行业，向下可传导至下游各类消费品。

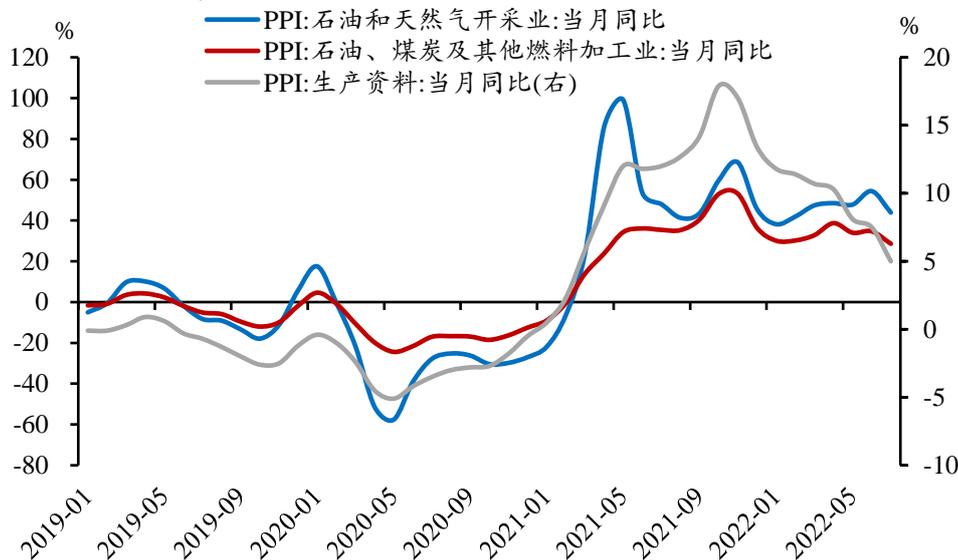
第一，原油涨价向上传导会带动上游的采掘、加工业等行业价格上涨。原油生产离不开上游的开采和加工，所以油价的上涨对于石油开采与加工有着非常直接的利好效应，这属于需求拉动型的通胀传导。油价上涨会带动石油开采、石油加工等行业价格先行上涨，所以当能源价格上涨时，能源相关的开采加工业就会受益。传导链条为：原油价格-石油采掘-石油加工。具体而言，自2020年初布伦特原油价格中枢不断抬升后，石油开采先于石油加工PPI反弹。

第二，原油涨价向下传导，会影响下游各类消费品的通胀水平，下游各类消费品产业链可分为短产业链和长产业链。两种产业链的通胀传导效率有差异：

1) 短产业链的通胀传导损耗少，因此能源通胀的传导效率较高。若能源价格上涨，则与能源相关且成本转嫁能力较强的消费品会率先涨价。这种转嫁能力与传导链条的长短有关联，对于“原油—成品油”这类短产业链，下游直接面对消费者，中间并不存在多重传导引起的损耗，因而原材料成本向CPI传导压力大。首先，原油价格会提高以石油为原料的有机化工产品成本，还会引起以燃油为动力生产的工业品出厂价格上浮。其次，成品油作为动力燃料直接进入最终消费。成品油的价格上涨会继续向着下游的链条传导，主要体现在两个方面，链条一是能源价格对交通项的价格传导，原油价格上涨，带动CPI交通工具用燃料同比上涨，从而推升交通和通信项CPI上涨；链条二是能源价格向居住项的价格传导，向我国居住项的传导主要是因为居住项包含水、燃气等能源相关项目。

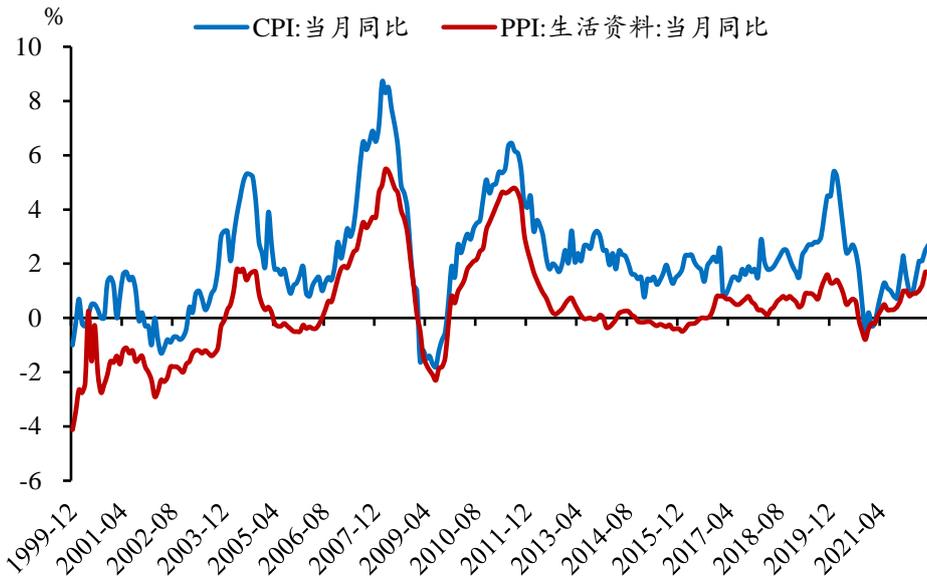
2) 长产业链由于多重传导损耗多，通胀的传导效率往往不高。能源产业链涉及产业较多，从初步的原油到化纤，再到橡胶和塑料，链条较长。而通胀传导效率和传导产业链长度往往密不可分。因此，与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，这在CPI中早有明显体现。反过来，产业链越长，通胀传导时损耗越多，传导效果越差。能源价格上涨，会通过制造业的生产链条向更下游的化学制品和机械设备制造传导，但由于产业链过长，损耗更多，因此传导效率并不高。尤其是下游消费需求不够好的时候，长产业链的传导基本上都会碰到传导障碍。**整体来看，能源向CPI的下游消费品的整体传导有限。**

图 23：原油涨价带动上游的石油采掘、石油加工业



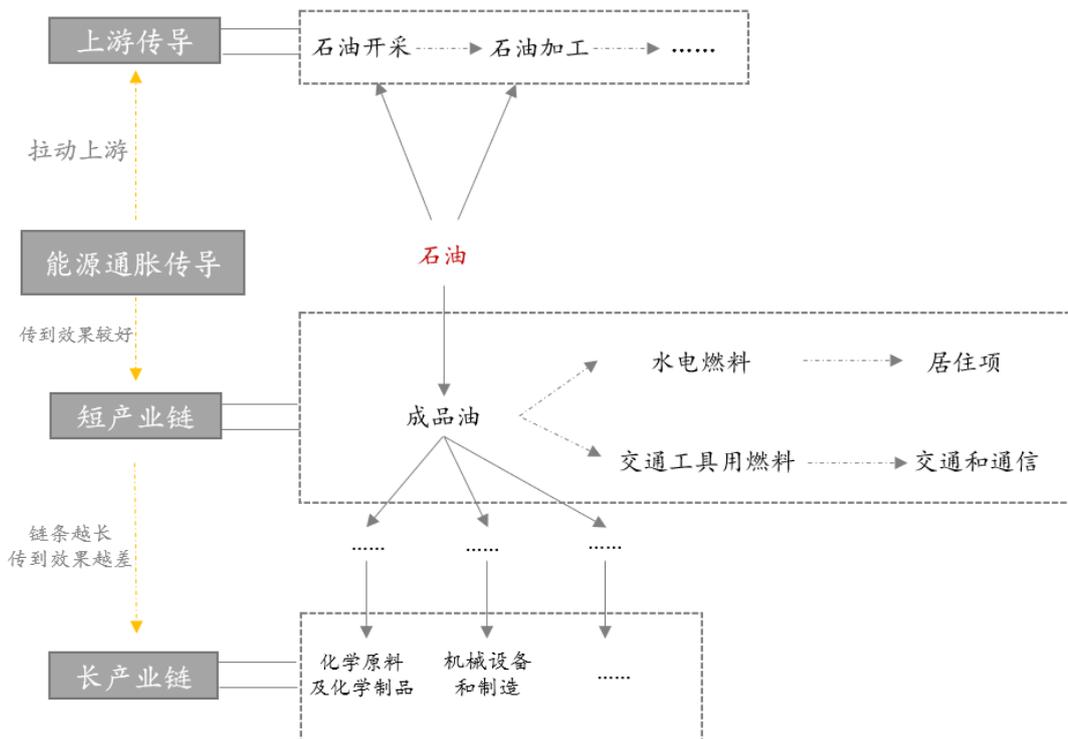
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 为中国数据

图 24: PPI 生活资料和 CPI 的关联性较强


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 为中国数据

图 25: 能源通胀传导图


资料来源: 信达证券研发中心

3.2 农产品通胀的产业传导

农产品通胀传导的特点: 农产品沿产业链的传导大多比金属和能源的传导链条要短、损耗较少。大多数初级农产品的产业链传导比金属和能源产业链的传导要更短，因此其传导时的损耗较少，传导效果更好、更顺畅。农产品通胀产业链较为特殊，一是粮食和肉类等是 CPI 的直接构成，因此成本传导更加顺畅；二是其产业链短，传导效

果更好。即使部分农产品要经过一定加工才成为消费品，但其产业链也较短，传导损耗并不大。以豆油为例，豆油产业链极短，仅存在大豆到豆油这一通胀传导的系数损耗，因此大豆价格的上涨很容易向豆油价格传导，并直接影响最终消费价格。

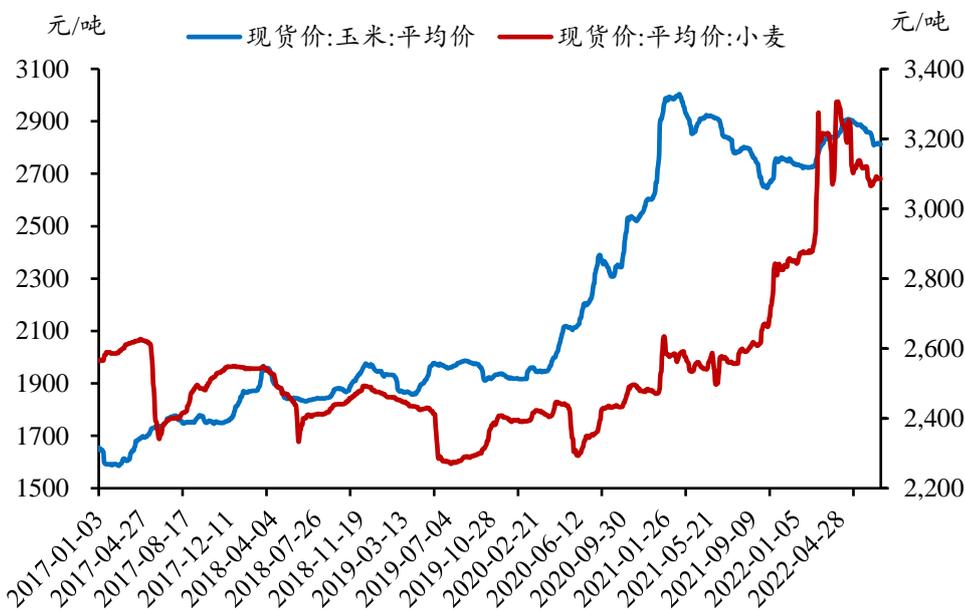
首先，基础农产品价格上涨或将拉动食品加工业和相关产品的价格。当基础农产品价格上涨时，会抬升食品加工业的成本，因此加工业价格上涨。接着可能会影响终端产品的价格，但对终端产品的价格影响程度还要取决于下游的需求。此传导链条为：基础农产品价格-食品加工业 PPI-终端产品，因此基础农产品的价格既可能会传导至食品加工业 PPI 上，也可能会带动相关终端产品的价格上涨。

其次，基础农产品价格上涨可能会通过抬升养殖业影响下游 CPI。饲料供应是生猪养殖产业链的上游，饲料成本在养殖过程当中非常重要。大多饲料由基础农产品加工而成，因此基础农产品涨价，其加工产品有涨价压力。饲料原料价格居高不下，对养殖成本有一定影响，也造成了肉类价格的上涨。传导链条为：基础农产品价格-养殖饲料-养殖成本-肉类 CPI，因此基础农产品的价格可能会通过养殖业成本影响肉类价格，影响食品项 CPI。

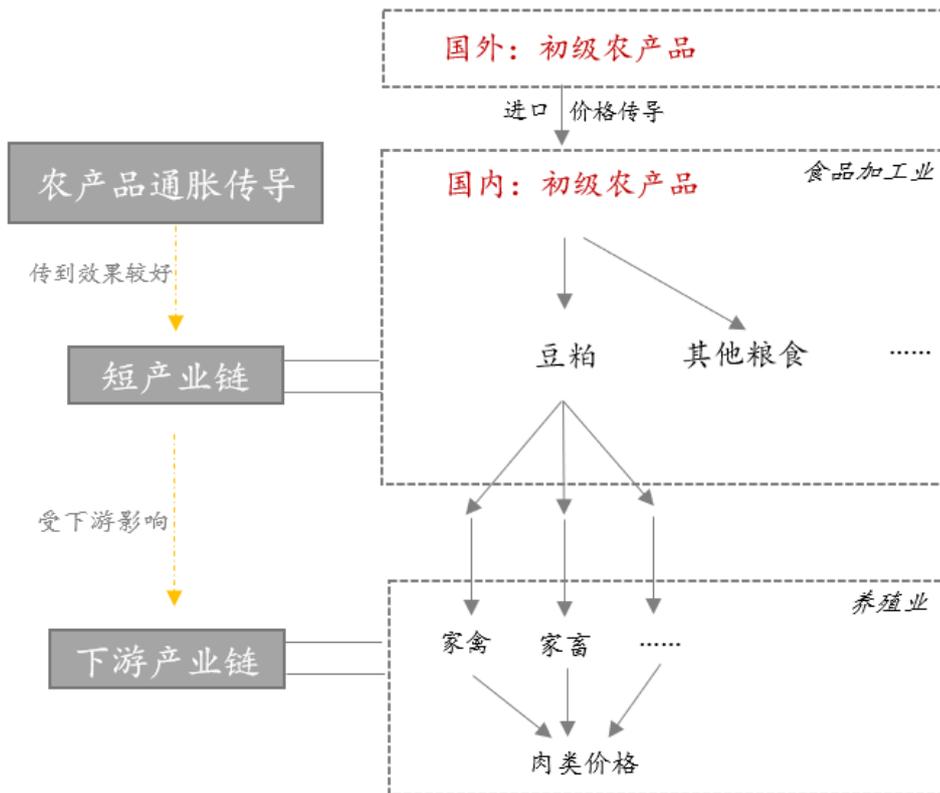
粮食危机下，基础农产品通胀压力可能向粮食依赖度较高的国家和产业传导。粮食危机影响了粮食的供给，导致粮价上涨。对于墨西哥等粮食进口依赖度较高的国家来说，粮食危机会抬高其国内的食品端通胀压力。玉米和豆粕等基础农产品是生猪的重要饲料，尤其是玉米占比较大，所以生猪养殖的成本会受到玉米价格的影响。大豆同样如此，大豆价格成本上涨易于通过豆油价格向终端消费传导，因而也会直接对国内 CPI 带来一定影响。而且“大豆—豆油”这类短产业链传导效率损耗不高、传导压力大。

受到世界多地极端高温的影响，我们认为下半年食品加工业和养殖业的通胀水平可能会受到外部通胀的传导而继续上涨。根据经济参考报消息，7月以来，欧洲各地出现高温现象，多个国家气温突破历史纪录，英格兰各地普遍出现农作物歉收。欧盟委员会预测，受干燥天气影响，今年小麦、大麦、玉米等谷类作物的总产量将比去年减少 2.5%。由于许多地区出现极端高温，全球粮食价格上涨风险还比较大。我们认为粮食危机还会向下游养殖业成本端传导，基础农产品的通胀压力可能会向猪周期的饲养成本端传递，加大生猪养殖业的价格波动。

图 26：粮食危机可能会抬高国内生猪的养殖成本



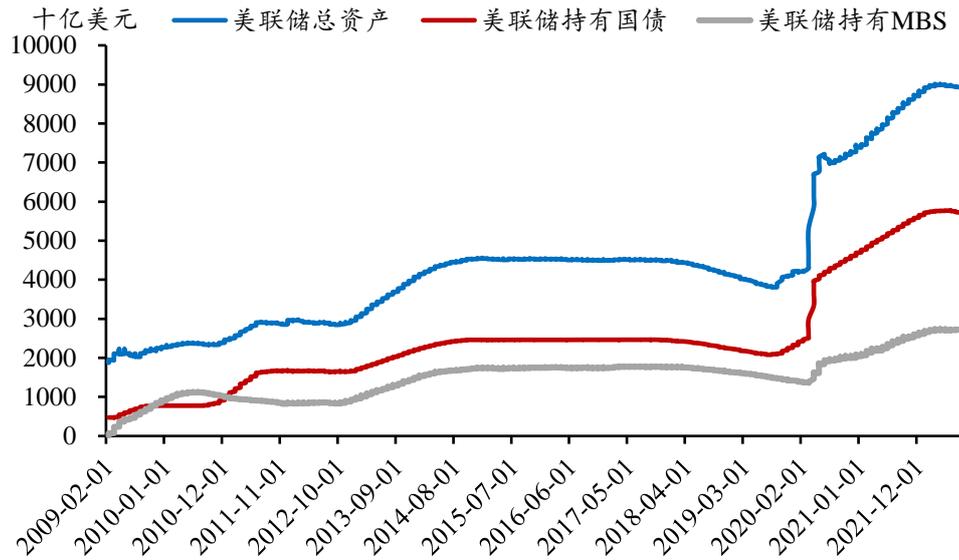
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：农产品通胀传导图


资料来源：信达证券研发中心

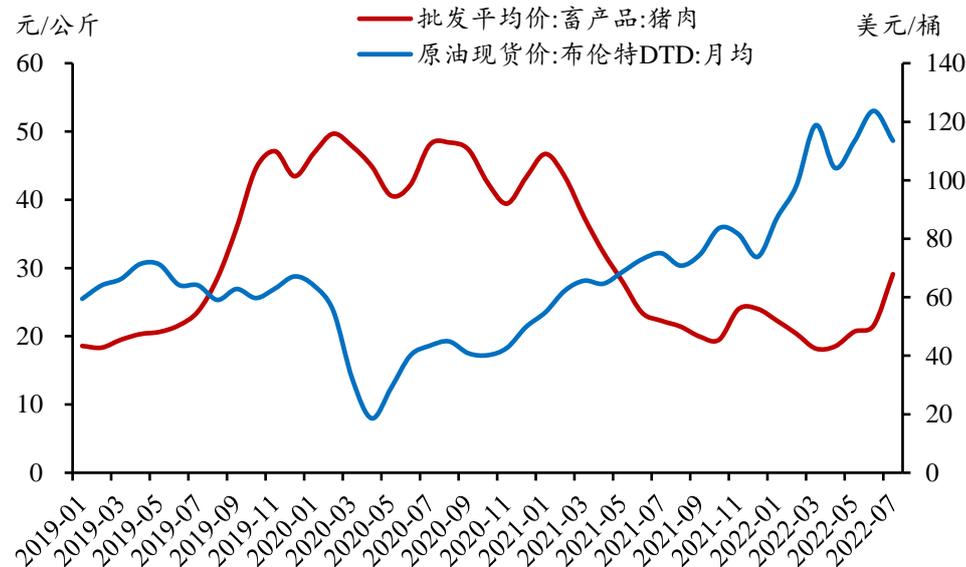
四、下半年全球高通胀仍在蔓延和传导进程中

全球通胀恶化局势暂时难以缓解。从当前全球通胀的传导方式来看，我们认为全球通胀恶化的局势暂时难以缓解。第一，美国虽然已经进入加息和缩表周期，但是加息对通胀的遏制作用一直都不明显，而且缩表的速度相对来说也比较温和。第二，当前油价出现回落，但我们认为8月能源项的贡献下降只是暂时的，未来油价还有上涨空间。第三，美国开启加息周期后，劳动力市场的供给修复偏慢，供应链压力仍未恢复到疫情前。因此，全球通胀蔓延的恶化局势在年内可能还会继续。

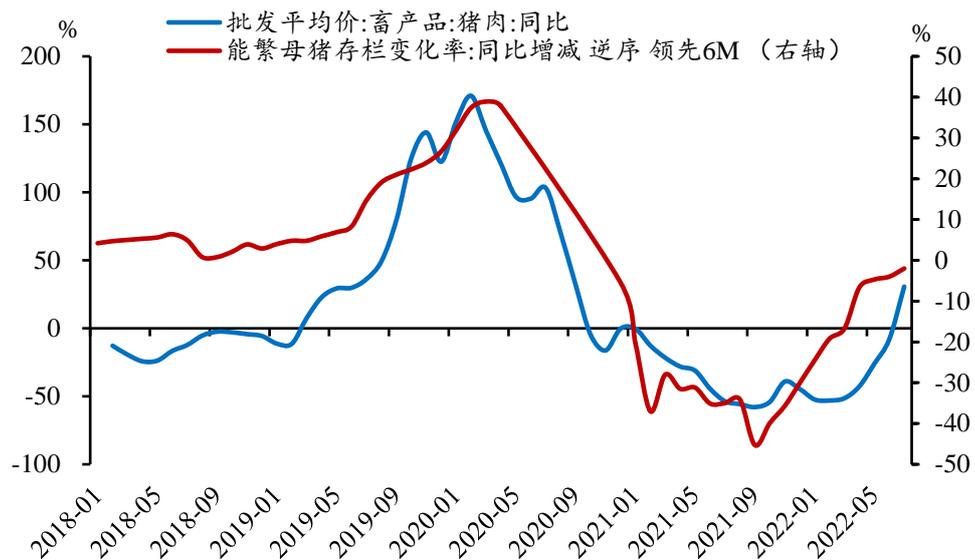
图 28：美国缩表速度相对来说也比较温和


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年中国面临的外部通胀压力较大，集中于能源及其采掘业、食品加工及养殖业。在全球通胀局势恶化且主导因素为能源时，8月油价回调扰乱了人们对未来价格的预期，国内PPI向整体CPI的明显传导或难出现，但难掩全球高通胀蔓延给国内通胀带来的外部压力，这种压力主要体现在。第一，全球的能源价格变化，近期有回调变化，但是仍然在比较高的位置，我们认为油价的回调只是暂时的，后续还有上升空间。一是IEA的8月石油报告分析显示未来几个月OPEC+的产量不太可能大幅增加，二是在电力短缺引发的气转油潜在需求推动下，石油的需求量还有上升空间。短期内，能源向其他产业的传导还是在继续进行当中，不能轻视能源的贡献。第二，我国很多地区乃至美国、欧洲部分地区均出现了持续高温或高温干旱天气，高温干旱对粮食供给的干扰风险还较大，我们认为下半年食品加工业可能存在涨价压力。

图 29：7月猪周期接力油价


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30：下半年猪周期开启


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

美国加息进程超预期，极端天气影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。