

欧美通胀趋势性放缓，全球流动性将迎来改善

宏观经济深度研究报告

2023年04月13日

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	2.73	4.90	3.27
沪深300	2.57	1.27	-2.66

黄红卫

分析师

执业证书编号:S0530519010001
huanghongwei@hncasing.com

王与碧

分析师

执业证书编号:S0530522120001
wangyubi@hncasing.com

相关报告

- 1 财信宏观策略&市场资金跟踪周报 (4.10-4.14): 市场行情转暖, 继续看好 A 股 2023-04-09
- 2 大类资产跟踪周报 (03.27-03.31): 市场风险偏好持续修复, 欧股领涨权益 2023-04-07
- 3 宏观经济点评: 美国职位空缺数大幅减少, 美联储货币政策或转向 2023-04-06

投资要点

- **影响通胀的主要因素可以分为三类：供给、需求和预期。**过去长期的低通胀主要是受以下三个方面因素的影响：第一、全球化红利和技术进步有效降低了成本，从供给端为低通胀提供了保障；第二、贫富差距扩大从需求端遏制了通胀；第三、美联储长期谨慎放水稳定了通胀预期。
- **导致本轮全球通胀的原因主要有三点：一、供应链瓶颈与地缘政治危机导致的供给冲击；二、疫情后总需求大量释放加剧供不应求；三、宏观政策刺激总需求、抬升通胀预期。**70年代高通胀与本轮通胀的来源高度相似：一是能源大国减产导致大宗商品价格高企，二是扩张性的财政政策带动货币政策持续宽松导致物价水平难以控制。当前经济环境与70年代也有着明显区别：一、70年代劳动力成本上升的影响明显大于本轮通胀，1974年美国非金融企业单位劳动力成本同比增幅一度达到13.2%的峰值，显著推高了通胀，而在本轮通胀期间实际工资的下降对总体通胀起到了遏制作用；二、当前各主要发达经济体央行的独立性得到了有力的提升，通胀预期的锚定程度明显高于70年代。综合来看，再次出现类似70年代“大滞胀”的可能性较低。
- **下阶段，通胀形势在有利因素的引导下将趋于缓和，但风险犹存。**一、供应链的逐渐改善有利于通胀缓解，但考虑到地缘政治危机叠加近年来逆全球化和保护主义思潮抬头，在全球产业链重组的背景下，供应链仍然存在一定风险。二、前期释放的需求基本满足以及紧缩的货币政策降低了总需求，需求压力的改善将引导欧美通胀逐渐下降。三、近期银行业危机等风险的冲击削弱了欧美央行货币政策的可信度，通胀预期存在脱离锚定的风险。展望未来，随着紧缩性政策效应传导和供需两端改善，欧美通胀趋势性放缓的确定性较强。但是通胀预期抬升预示欧美通胀在中短期内可能难以回归央行目标。预计，即使美联储和欧央行停止加息，高利率的环境也将继续保持较长时间。
- **投资建议：**本轮通胀持续放缓的确定性较强，但在通胀放缓的过程中可能还将经历一些曲折，高通胀、低成长仍是今年全球经济的主轴。考虑到美联储加息周期大概率即将结束，预计全球流动性将在未来一到两个季度内明显改善，美元指数因加息周期结束而走弱也将阶段性利好黄金等贵金属市场。此外，欧元区通胀放缓的进度较慢，欧央行在美联储停止加息后大概率还将继续加息，这将导致我国外需持续承压，建议今年年内将关注的重点放在我国自身的经济复苏上，A股市场仍存在结构性的机会。
- **风险提示：**俄乌战争持续；海外通胀不确定性；欧美经济衰退风险。

内容目录

1 影响通胀的因素与历史回顾	4
1.1 影响通胀的三大要素.....	4
1.2 过去 40 年全球低通胀的原因.....	5
1.3 本章小结.....	7
2 本轮通胀的来源	8
2.1 当前通胀形势概述.....	8
2.2 供给冲击.....	9
2.3 需求冲击.....	11
2.4 宏观政策刺激.....	12
2.5 本轮通胀与 70 年代大滞胀的对比.....	13
2.6 本章小结.....	16
3 本轮通胀的前景	17
3.1 供应链改善将缓解通胀压力.....	17
3.2 总需求下降将引导通胀下行.....	18
3.3 欧美通胀预期存在脱离锚定的风险.....	20
3.4 欧美通胀将持续放缓但粘性仍存.....	21
3.5 本章小结.....	23
4 投资建议	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 影响通胀的三大主要因素.....	4
图 2: 中国及东盟货物出口金额(1980 年-2021 年).....	5
图 3: 美国进口商品价格指数在过去 40 年间总体稳定.....	5
图 4: 美国劳动生产率与核心 CPI 呈一定的负相关性.....	6
图 5: 美国 CPI(同比)部分细项趋势性下行.....	6
图 6: 美国中低收入群体的财富份额被持续压缩.....	6
图 7: 改革开放以来中国财富结构明显改变.....	6
图 8: 1983 年后近 20 年内美国通胀温和、经济增长稳定.....	7
图 9: 疫情大流行前 40 年, 美国货币供应整体稳定.....	7
图 10: 全球五大主要经济体 CPI 同比增幅情况对比.....	8
图 11: 2021-2022 年欧元区 PPI 快速上行.....	9
图 12: 美国非金融企业单位利润在近两年显著增长.....	9
图 13: 全球大宗商品价格指数在 2022 年全年处于高位.....	10
图 14: 能源价格上涨对推高欧美通胀起到了明显作用.....	10
图 15: 2020 年年末到 2022 年上半年, 全球供应链压力明显增大.....	10
图 16: 需求在欧美经济短期衰退后大量释放推高 CPI 增幅.....	11
图 17: 美国服务业比重未受疫情冲击的明显影响.....	12
图 18: 美国最终需求商品 PPI 与最终需求服务 PPI 走势.....	12
图 19: 疫情大流行期间美国与欧元区政策利率均处历史低位.....	12
图 20: 美国国债和抵押贷款收益率大幅上涨反映市场对通胀上行的预期抬升.....	12
图 21: 2020-2021 年欧美财政赤字显著增长.....	13

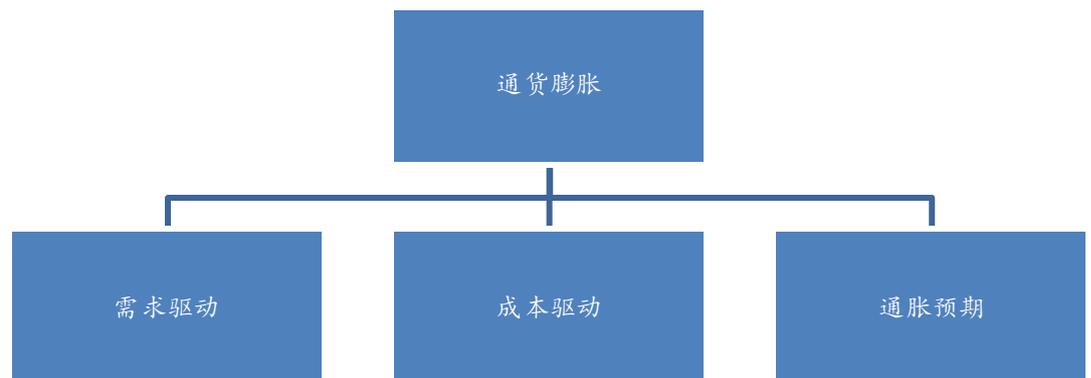
图 22: 原油价格在 70 年代经历了两次大幅上涨.....	14
图 23: 70 年代持续增长的货币流通速度推高美国通胀.....	14
图 24: 疫情大流行期间欧美央行均大幅放水.....	14
图 25: “大滞胀”期间美国单位劳动力成本经历了数轮大幅上涨.....	15
图 26: 美国实际工资水平在 2021 年后明显回落.....	15
图 27: 央行独立性较强的联邦德国在大滞胀期间通胀表现较为稳定.....	16
图 28: 当前 GSCPI 已降至负值.....	17
图 29: 美国与欧元区 PPI 同比增幅已趋势性下行.....	17
图 30: 当前原油与天然气期货价格已从高位明显回落(截至 2023 年 4 月 10 日).....	18
图 31: 2022 年下半年以来美国与欧元区能源 CPI 显著下降.....	18
图 32: 全球贸易增长整体趋缓.....	18
图 33: 全球制造业 PMI 已连续 7 个月低于荣枯线.....	18
图 34: 2021-2022 年欧美主要经济体的实际个人可支配收入明显下降.....	19
图 35: 2022 年以来美国个人支出明显收缩、个人储蓄存款规模趋势性扩大.....	19
图 36: 2022 年以来美国、英国、欧元区等主要经济体均进行了多次大幅加息.....	19
图 37: 美国消费者的中期通胀预期仍然偏高.....	20
图 38: 美国通胀不确定性仍然较强.....	20
图 39: 当前美国消费者的工资增长预期达到历史高位.....	22
图 40: 当前欧美核心通胀仍具有粘性.....	22
图 41: 每一轮美联储的大幅降息通常都伴随着较为严重的金融危机.....	23
表 1: 欧元区 HICP 能源与食品权重变化情况.....	10
表 2: 欧央行专家预测调查情况.....	21
表 3: 欧央行消费者通胀预期调查情况.....	21
表 4: 通胀下行的有利因素与不利因素梳理.....	22

1 影响通胀的因素与历史回顾

1.1 影响通胀的三大要素

通货膨胀指的是商品和服务价格的上涨，最常用的通胀指标是消费者价格指数(CPI)，它衡量家庭消费的一揽子商品和服务价格的变化。影响通胀的主要因素可以分为三类：需求、供给和预期。

图 1：影响通胀的三大主要因素



资料来源：Wind，财信证券

当总需求的增长超过总供应时，会发生需求拉动型通胀。过多的总需求量会对范围广泛的商品和服务的价格施加上行压力，并最终导致高通胀。需求增长的传导机制具体可以表现为：需求的增长为公司提高价格提供了空间，同时公司将寻求更多的劳动力来扩大生产。随着对劳动力需求的增加，公司可能将提高工资水平来吸引员工，并进一步提高产品价格以弥补增加的劳动力成本。同时，更多的就业机会和更高的工资水平会增加居民收入并刺激消费支出，从而进一步增加了总需求并扩大了公司上调价格的空间。如果以上情况在市场中普遍存在，则会引发高通胀。我国在 1988 年经历的一轮严重通胀就是典型的需求拉动型通胀，1988 年全年 CPI 同比增幅达 18.81%，这是因为在国家放开商品价格限制后，消费者对商品的需求出现非理性的增长，导致物价失控。

当总供给不足时，会发生成本推动型通胀，这是因为总供给的下降通常是由生产成本的增加引起。如果总供给下降但总需求保持不变，则通胀存在上行压力。生产成本的提高通常是由于中间产品价格（如石油或原材料）的上涨或特定行业的供应链中断导致的，而企业在单位成本提高时为了盈利，通常会减少产量并提高其商品或服务的价格，并很可能引起连锁反应。例如，石油价格上涨最初将导致汽油价格上涨，随后更高的汽油价格将使得运输费用提高，这又反过来导致商品售价的上涨。70 年代大通胀形成的主要原因之一就是成本推动，两次石油危机导致油价大幅上涨，显著提高了生产成本，从而引发高通胀。

预期也是影响通胀的重要因素，即市场对未来价格变化的预期会影响实际价格。对

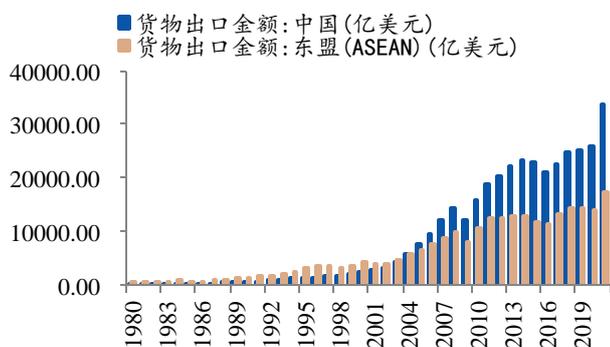
未来价格上涨的预期会影响市场主体的决策，进而影响当前的通胀形势。如果公司预期未来通胀将更高，则他们可能会更快地提高产品价格；而如果工人预期未来通胀会更高，他们可能会要求提高工资来弥补其购买力的预期损失。值得注意的是，通胀预期的锚定程度是影响未来通胀形势的主要因素。例如，如果市场预期通胀将在未来某个时点达到央行的既定控制目标，且预期稳定，则暂时的高通胀并不会导致市场参与者改变其行为方针，通胀最终大概率会回归目标水平。然而，如果市场对通胀预期的锚定程度较低，预期受事件推动而发生变化，则高通胀很可能将持续存在。因此，预期管理对于央行而言非常重要，这将决定央行控制通胀的难易程度。例如，当央行过度放水时，消费者将产生物价大幅上涨的预期，进而显著推高商品需求并强化对工资上涨的诉求，在这种情况下，通胀在短期内将难以得到有效控制。

1.2 过去 40 年全球低通胀的原因

在过去的 40 年里，除 2008 年全球金融危机等特殊时期外，无论是发达经济体还是发展中经济体，通胀形势均较为稳定。我们认为，过去长期的低通胀主要是受以下三个方面因素的影响：

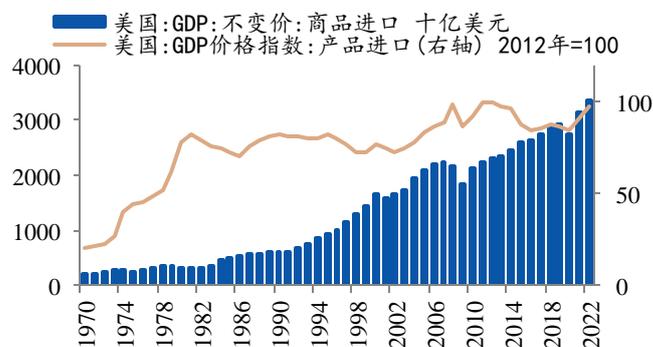
一、全球化红利和技术进步从供给端为低通胀提供了保障。随着全球化的推进，国际分工逐渐深入，全球各生产环节形成了成熟的产业链。在此背景下，企业可以将其生产线设置在低成本地区以降低成本，而进口国也可以在全球范围内寻找价格更低的商品。改革开放后，中国快速融入世界，并于 2001 年加入世贸组织之后承接了相当一部分发达经济体的制造业；近年来，东盟制造业也迎来了较快的发展。中国、东盟等地区为全球产业链提供了廉价劳动力，大幅降低了生产成本。受益于供给端成本的下降，发达经济体的进口商品价格上涨空间被压缩，通胀被长期遏制。以美国为例，20 世纪 80 年代以来，美国对进口商品的依赖度持续增加，但产品进口价格指数的整体走势平缓。1980 年美国商品进口金额（不变价）仅 3197.6 亿美元，而截至 2020 年，该数据已增长至 27446.4 亿美元。在过去 40 年美国商品进口金额显著上升的同时，美国产品进口价格指数却没有出现趋势性的增长，而是在 70-100 点之间浮动。由此可见，40 年以来美元对进口商品的购买力变化相当小，这为美国的物价稳定和低通胀水平提供了保障。

图 2：中国及东盟货物出口金额(1980 年-2021 年)



资料来源：Wind，财信证券

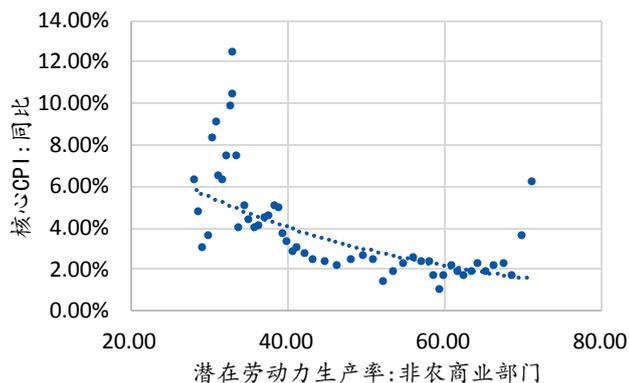
图 3：美国进口商品价格指数在过去 40 年间总体稳定



资料来源：Wind，财信证券

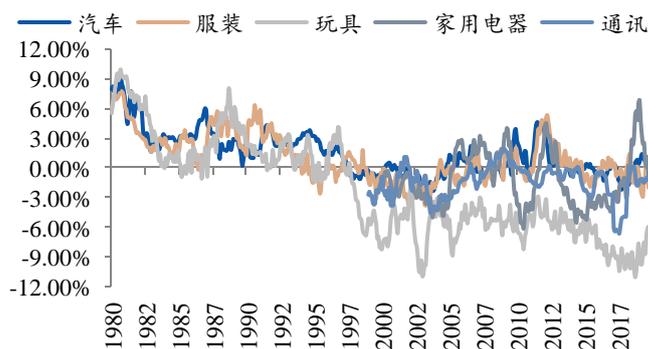
技术进步会显著提高生产效率，材料、机械、计算机及通讯技术等领域的快速发展不仅提高了生产效率、降低了单位生产成本，同时还降低了贸易成本，以上因素的共同作用降低了通胀压力。以美国为例，近 40 年以来美国非农商业部门劳动生产率与核心 CPI 一定程度上负相关，即高劳动生产率通常对应低通胀。从美国 CPI 的部分细项可以看到，近 40 年以来汽车、服装及玩具价格趋势性下行，而家用电器和通讯价格的长期变化也较小。由此可见，受益于技术进步，大部分工业制品的价格长期趋于下行或者维持稳定，这对于拉低整体 CPI 增幅起到了重要作用。

图 4：美国劳动生产率与核心 CPI 呈一定的负相关性



资料来源：Wind，财信证券

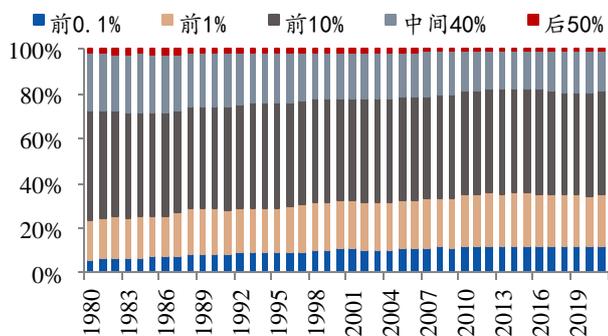
图 5：美国 CPI(同比)部分细项趋势性下行



资料来源：Wind，财信证券

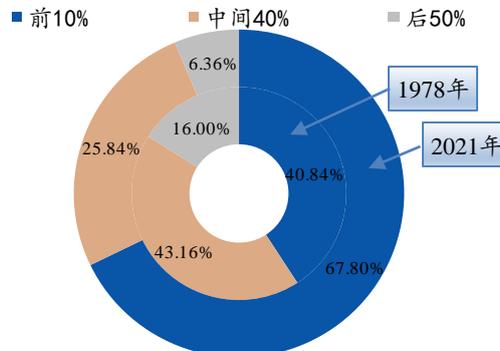
二、贫富差距扩大从需求端遏制了通胀。 财富分配不平等也是造成低通胀的重要原因之一，其对通胀的影响主要体现在需求方面。随着金融业的发展，美国和中国均存在收入分配向资本过多倾斜的现象，这导致财富向掌控资本的高收入群体集中，工薪阶层的财富占比则相应地下降。20 世纪 80 年代以来，全球主要经济体前 10% 人群的财富份额持续提升，中间 40% 和后 50% 人群的财富份额持续压缩。相比前 10% 人群，中产阶级和低收入群体的消费意愿通常更强，而贫富差距的扩大限制了这两大群体的财富增长，进而削弱了其消费能力和消费需求，这从需求端造成了低通胀。此外，收入分配的不平等也导致了工资增长缓慢，而工资水平是影响整体 CPI 的主要因素之一，这也导致了通胀长期维持在较低水平。

图 6：美国中低收入群体的财富份额被持续压缩



资料来源：Wind，财信证券

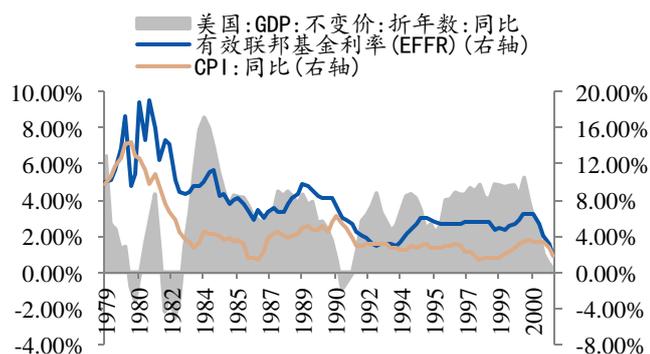
图 7：改革开放以来中国财富结构明显改变



资料来源：Wind，财信证券

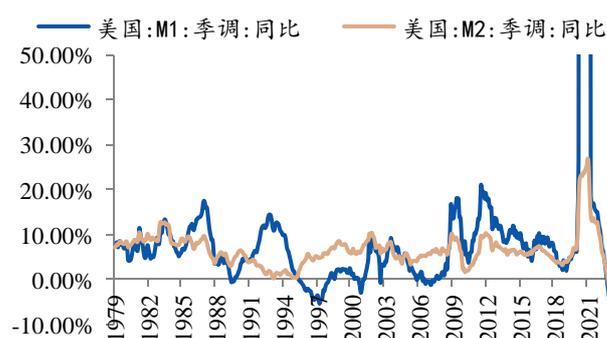
三、美联储长期谨慎放水稳定了通胀预期。美国政府在 20 世纪 70 年代曾尝试以调控工资为手段遏制通胀，但该政策对经济活动造成掣肘，同时对物价继续上涨的预期导致需求持续增大，这使得美国陷入“大滞胀”。截至 1979 年，美国 CPI 同比增长 11.3%，GDP 同比增幅仅 3.2%，滞胀形势严峻。沃尔克于 1979 年就任美联储主席后，通过以高利率为主的货币紧缩政策强力遏制高通胀。1981 年 7 月，美国有效联邦基金利率一度达到 22.36% 的峰值。沃尔克的大幅加息导致美国经济在短期内出现严重衰退，但有效降低了通胀。1983 年美国 CPI 同比增幅降至 3.2%，随后美联储开始逐渐放松货币政策，同时市场也建立了低通胀预期。此后，美国经历了近 20 年的经济扩张，即“大缓和”时期。在这一阶段，美国通胀长期维持低位，除 1991 年因受海湾战争等因素的影响陷入短期衰退外，美国经济保持稳定增长。“大滞胀”对美联储的施策思路产生了深远影响，此前美联储侧重于经济增长与就业稳定，而沃尔克的经验使美联储开始将控制通胀作为首要任务。因此，美联储长期以来对于货币政策放水持谨慎态度。其他主要发达经济体的央行也意识到管理通胀预期的重要性，纷纷效仿美联储，这在政策面稳定了预期，从而遏制了通胀上行。

图 8：1983 年后近 20 年内美国通胀温和、经济增长稳定



资料来源：Wind，财信证券

图 9：疫情大流行前 40 年，美国货币供应整体稳定



资料来源：Wind，财信证券

1.3 本章小结

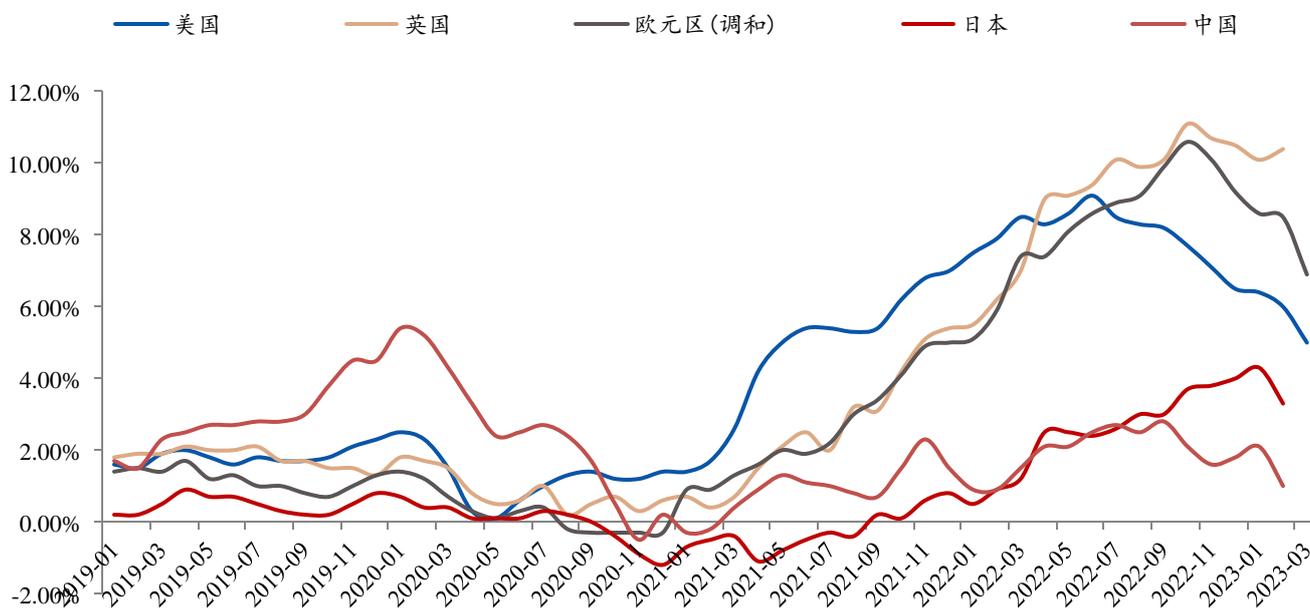
影响通胀的主要因素可以分为三类：需求、供给和预期。当总需求的增长超过总供给时，会发生需求拉动型通胀；当总供给不足时，会发生成本推动型通货膨胀；除供需两端外，预期也是影响通胀的重要因素，即市场对未来价格变化的预期会影响实际价格。在过去的 40 年里，无论是发达经济体还是发展中经济体，通胀形势均较为稳定。过去长期的低通胀主要是受以下三个方面因素的影响：第一、全球化红利从供给端为低通胀提供了保障；第二、技术进步和成本下降有利于物价稳定；第三、美联储长期谨慎放水稳定了通胀预期；第四、贫富差距扩大从需求端遏制了通胀。2020 年以来，全球疫情和地缘政治风险对全球通胀形势产生了深刻的影响，由此掀起了 40 年以来最大的通胀潮。

2 本轮通胀的来源

2.1 当前通胀形势概述

2021年以来，全球经济陷入持续的高通胀，特别是以美国、英国、欧元区为代表的主要发达经济体通胀形势严峻。美国CPI同比增幅于2022年6月达到9.1%的峰值，这是自1981年12月以来的最大增幅；英国CPI与欧元区HICP同比增幅于2022年10月分别达到11.1%和10.6%的峰值。欧美通胀水平在2022年全年处于历史高位，对全球通胀形势产生了较大影响。根据IMF的测算，2022年全球平均消费者物价同比增长达8.8%，为1997年以来的最高值。相比之下，日本和中国的通胀水平则相对较低。2022全年，中国CPI同比上涨2%，日本CPI同比上涨2.5%；2023年年初以来，中日CPI环比均有所下降。整体来看，以上五大主要经济体的通胀形势自2021年以来分化明显，欧美通胀高位运行，而中日通胀较为平稳。中日在全球通胀潮下维持低通胀的状态主要是由两国的特殊国情决定的。日本经济自90年代泡沫破裂后长期处于低增长状态，市场主体的消费与投资意愿持续低迷，这从需求端切断了日本通胀上行的动力；我国在疫情期间采取了积极的防控措施，同时坚持不搞“大水漫灌”，这有效控制了需求的过度增长，同时也稳定了通胀预期。

图 10：全球五大主要经济体 CPI 同比增幅情况对比



资料来源：Wind，财信证券

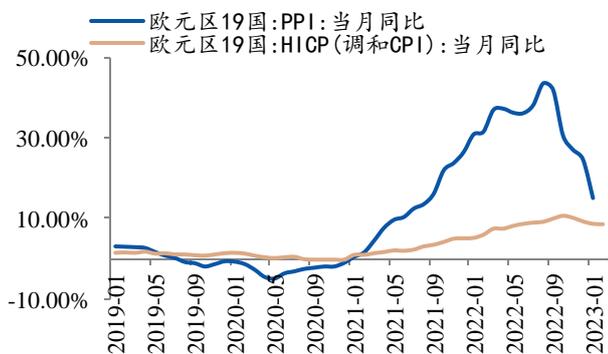
从全球通胀形势可以看到，本轮全球通胀的主体是以欧美为代表的西方发达经济体。2023年年初以来，欧美的通胀形势是较为乐观的。自2022年6月以来，欧美通胀明显缓解，截至今年3月，美国CPI同比增幅已回落至6%，欧元区HICP同比增幅也回落至6.9%，但仍然远高于欧美央行的通胀目标；英国的通胀形势相对严峻，2月CPI同比上升10.4%，且在连续三个月环比下降后再次回升。在通胀缓解的背景下，欧美央行均在3

月决定继续加息以期巩固前期政策效果、加快达到控制目标。中国、美国和欧元区是全球最大的三个经济体，因此欧美通胀形势是影响全球经济的关键因素，也是我们需要重点跟踪的对象。

2.2 供给冲击

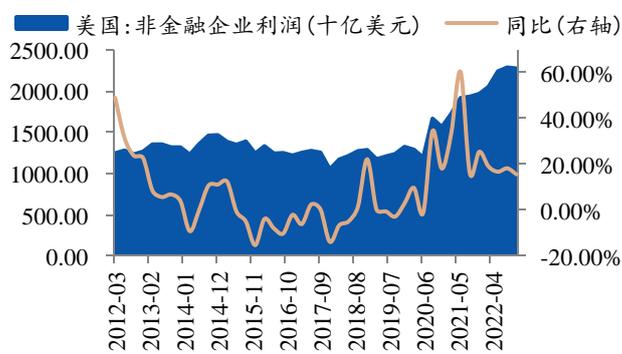
供不应求导致本轮高通胀的最主要原因。疫情大流行初期，各国为了遏制疫情的扩散，均不同程度上采取了封控措施，生产能力因此被显著削弱。由于持续数十年的及时生产，许多产业链严重缺乏弹性，因此在疫情冲击下全球产业链面临前所未有的压力。以美国的汽车行业为例，汽车行业在过去 20 年间对美国整体通胀几乎没有贡献。然而由于疫情大流行期间临时停产以及半导体短缺造成的延误，美国机动车价格在 2021 年第二季度至 2022 年第三季度期间持续上涨。2022 年 4 月，美国新机动车和二手机动车 CPI 达到 23.5% 的峰值，带动整体 CPI 上涨 2.17%（按权重 9.22% 计算）。在欧元区，2021-2022 年间 PPI 对通胀的传导速度相比历史上明显更快。当供应受限时，企业可以更轻松地将增加的成本转嫁给客户，从而迅速推高 CPI。在高通胀环境下，企业更关注总价格增长并将其纳入定价决策，这使得企业的单位利润有所增加。以美国为例，非金融企业单位利润同比增幅一度在 2021 年第二季度达到 40% 的峰值。在此背景下，部分未直接受到供应链瓶颈冲击的企业也会提高定价，而这又进一步推高了通胀。

图 11：2021-2022 年欧元区 PPI 快速上行



资料来源：Wind，财信证券

图 12：美国非金融企业单位利润在近两年显著增长



资料来源：Wind，财信证券

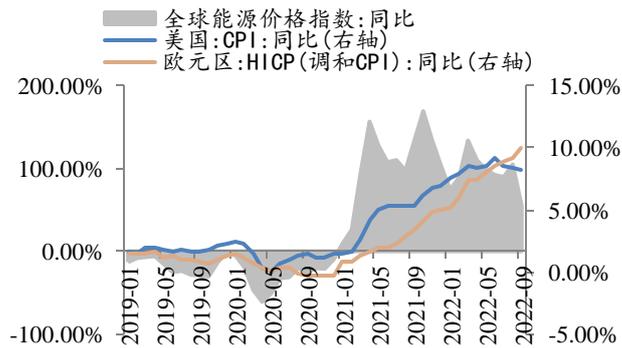
在后疫情时代，全球经济开始复苏，由于需求恢复叠加供应链持续中断，2021 年能源和大宗商品的价格大幅上涨。在能源价格已经上涨的情况下，于 2022 年 2 月爆发的俄乌冲突显著推高了全球大宗商品价格，这也加剧了全球通胀。俄罗斯是世界第三大石油生产国和第二大天然气生产国，在冲突爆发之前，来自俄罗斯的天然气占欧盟天然气总消费量的近 40%。随着俄罗斯削减供应，叠加干旱等气候因素的影响，欧洲的电力和供暖价格大幅上涨。此外，由于俄罗斯和乌克兰均为世界上最大的粮食生产国，因此全球粮食供应同样受到冲击，食品价格也随之高涨。能源和粮食价格的上涨对欧洲的影响最为直接，2022 年欧元区能源 HICP 相比 2021 年上涨 37%，影响整体 HICP 上涨 4.04 个百分点（按权重 10.93% 计算）。值得注意的是，欧央行赋予能源项目在 HICP 中更大的权重（2021 年为 9.5%，2022 年为 10.93%）也反映了能源价格对欧元区通胀影响的扩大。

图 13：全球大宗商品价格指数在 2022 年全年处于高位



资料来源：IMF，财信证券

图 14：能源价格上涨对推高欧美通胀起到了明显作用



资料来源：IMF，Wind，财信证券

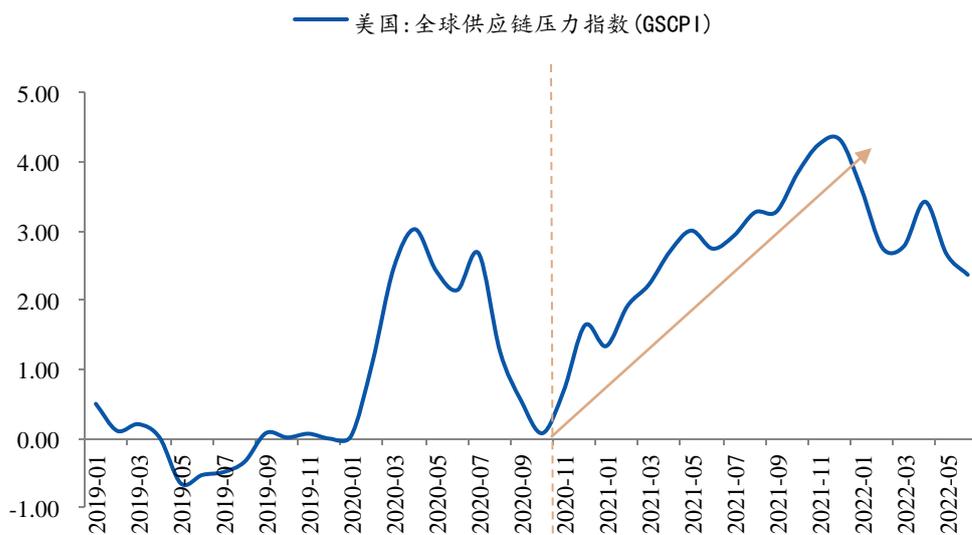
表 1：欧元区 HICP 能源与食品权重变化情况

项目	2019	2020	2021	2022	2023
能源	10.13%	9.85%	9.50%	10.93%	10.23%
食品	19.02%	19.07%	21.76%	20.89%	19.98%

资料来源：欧盟统计局，财信证券

此外，供应链中断的持续性比预期的要更加严重。在美国食品药品监督管理局于 2020 年 12 月批准首批新冠疫苗之后，市场曾普遍预期全球供应链将在 2021 年一季度得到改善。然而，根据纽约联储全球供应链压力指数(GSCPI)，全球供应链在 2021 年年初反而出现恶化。这主要是由于 Delta 和 Omicron 毒株的冲击一定程度上推迟了全球供应链的正常化，再叠加全球航运能力受限以及俄乌冲突的持续升级，全球供应链承压的情况一直持续到 2023 年年初。因此，供应链瓶颈在引发本轮通胀的过程中发挥了关键作用，并且仍然是近期通胀演变的关键因素。

图 15：2020 年年末到 2022 年上半年，全球供应链压力明显增大

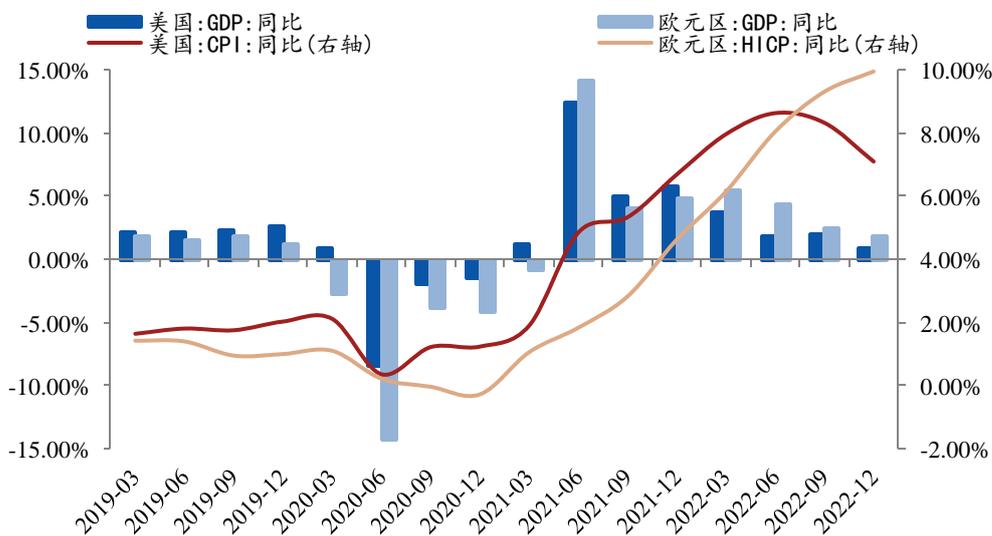


资料来源：Wind，财信证券

2.3 需求冲击

从需求端来看，因疫情而积压的需求在后疫情时代迅速释放，加剧了供不应求。与2008年全球金融危机前夕相比，全球经济和金融体系在疫情大流行之前并未出现明显失衡和系统性风险；此外，虽然美国和欧元区GDP在2020年上半年大幅下降，但这也是欧美历史上持续时间最短的经济衰退之一。欧美经济增速于2020年第三季度开始从底部回升，因此企业、家庭和个人并没有出现长期的信贷中断。这意味着，需求增长的潜在动力相当强。2020年年初，全球各主要经济体的CPI同比增幅出现很大程度的回落，这表明在疫情大流行初期，需求走弱超过了供应下滑；而从2021年开始，欧美通胀明显回升，这反映出随着经济强劲复苏，供不应求成为市场常态。在此背景下，欧美近两年通胀持续高企。

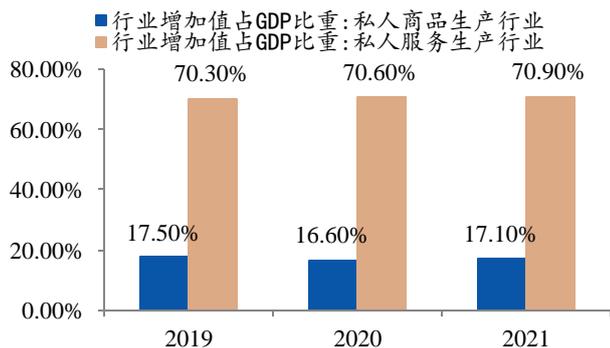
图 16：需求在欧美经济短期衰退后大量释放推高 CPI 增幅



资料来源：Wind，财信证券

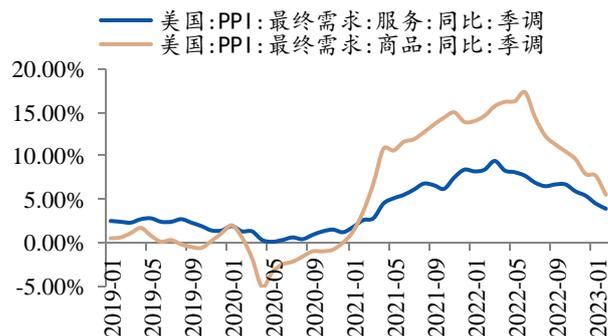
值得注意的是，大幅增长的商品需求和弹性较低的服务需求共同推高了本轮通胀。以美国为例，疫情大流行期间，全球供应链中断的范围由服务业迅速蔓延至各大产业链，市场服务的需求也明显转移到对商品的需求，因此商品价格显著上涨；但与此同时，服务价格并未因此下降。服务业在美国的需求结构中占比相当高，再加上美国经济因疫情而衰退的时间较短，因此需求结构并未出现长期性的变化。2021-2022年，美国最终需求商品PPI相比最终需求服务PPI明显上涨，服务价格的涨幅虽然不及商品，但也呈上行趋势。随着后疫情时代的到来，需求结构开始恢复到疫情前的状态，商品价格将回归正常，但服务价格并不会出现显著下降，这也使得通胀维持高位。

图 17: 美国服务业比重未受疫情冲击的明显影响



资料来源: Wind, 财信证券

图 18: 美国最终需求商品 PPI 与最终需求服务 PPI 走势

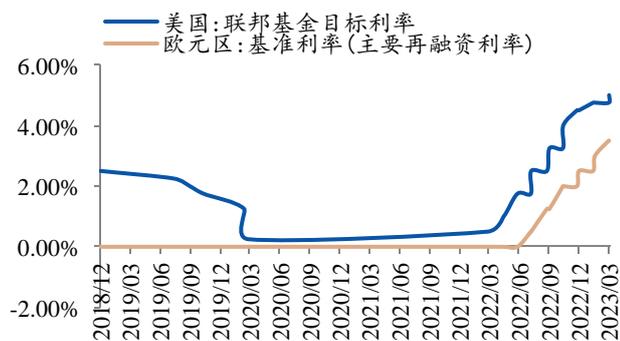


资料来源: Wind, 财信证券

2.4 宏观政策刺激

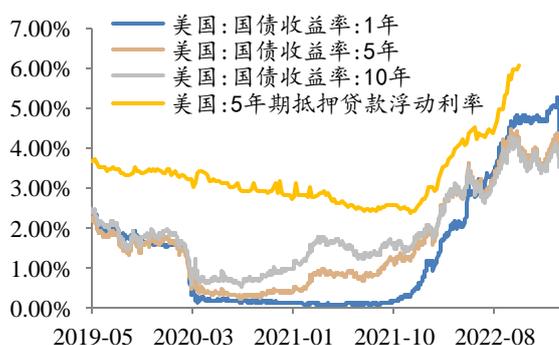
全球疫情大流行期间，欧美央行实施宽松的货币政策和积极的财政政策，为其经济复苏提供了有力支撑，但同时也显著推高了通胀。货币政策方面，美联储于 2020 年 3 月连续 2 次降息，将联邦基金目标利率下调 150 个基点，并制定了无限量宽松政策以及支持个人和公司的各种信贷计划。货币政策的大力度放水显著抬升了通胀预期，美国国债和抵押贷款收益率于 2021 年大幅上涨反映了市场对通胀上行的强烈预期。自 2011 年欧债危机爆发后，欧元区已经长期保持低利率，因此欧央行在疫情期间延续了超宽松货币政策，基准利率维持不变，政府债券收益率也保持低位。

图 19: 疫情大流行期间美国与欧元区政策利率均处历史低位



资料来源: Wind, 财信证券

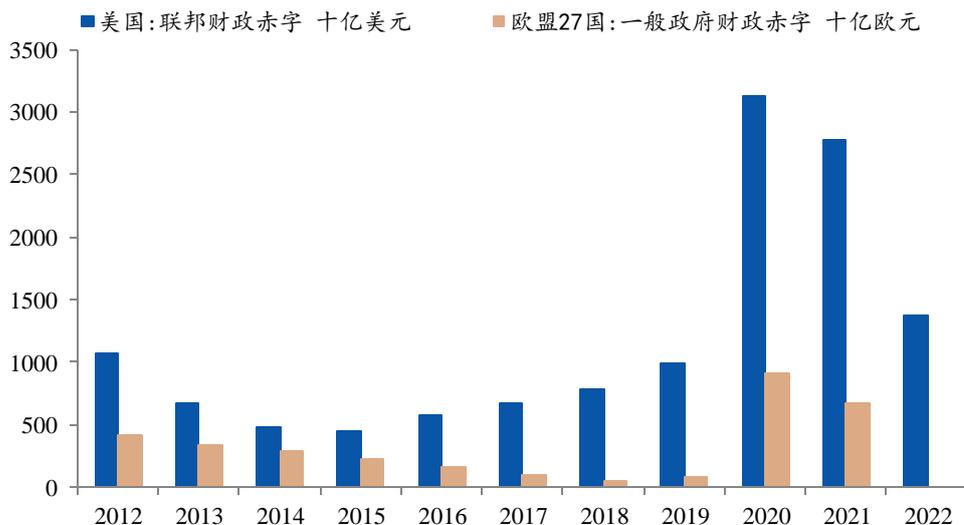
图 20: 美国国债和抵押贷款收益率大幅上涨反映市场对通胀上行的预期抬升



资料来源: Wind, 财信证券

在财政政策方面，美国实施了大量积极的财政支持措施，包括增加失业救济金和向家庭发放现金等，这些财政措施对总需求的增长起到了明显的刺激作用，直接促成了美国在 2021-2022 年间的通胀上升。欧元区主要是通过各种形式的补偿计划进行财政刺激，如欧央行于 2020 年 3 月宣布启动紧急抗疫购债计划 (PEPP)，目的是进一步支持货币政策的传导机制。此外，欧盟 2020 年 7 月就经济复苏计划达成协议，该计划提供的款项高达 7500 亿欧元，这也需要超宽松的货币政策来提供支撑。

图 21：2020-2021 年欧美财政赤字显著增长



资料来源：Wind，财信证券

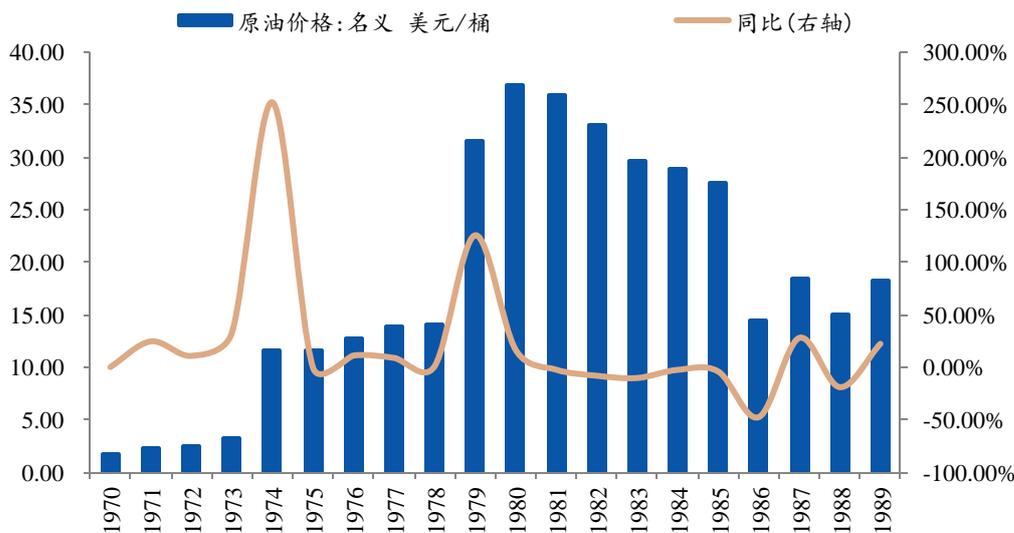
总体来看，欧美宽松的货币政策和积极的财政政策主要从需求端和预期两个方面刺激了通胀上行，其中通胀预期抬升不仅推高了当前通胀水平，还增加了通胀粘性，使得未来通胀难以下降。

2.5 本轮通胀与 70 年代大滞胀的对比

20 世纪 70 年代是各主要发达经济体陷入大滞胀的特殊时期，当前全球经济形势与其相比有一定的相似之处，但也有重要区别。

70 年代高通胀的主因之一是欧佩克禁运和伊朗革命引发的两次石油危机，这点与本轮通胀的情况高度相似。1973 年 10 月，以沙特阿拉伯为首的欧佩克成员国宣布对第四次中东战争期间支持以色列的国家实施石油禁运，禁运对象包括美国、英国、加拿大、荷兰以及日本等。到 1974 年 3 月禁运正式结束时，全球石油价格从每桶约 3 美元涨至每桶近 12 美元，涨幅接近 300%。本次石油危机对全球政治和经济产生了较为深远的影响，诸多国家的能源价格大幅上涨。1978 年 1 月，伊朗爆发革命，随后伊朗和伊拉克爆发两伊战争，这导致国际油价再次飙升。油价的上涨提高了生产资料成本，间接导致了粮食价格的上涨，这也进一步推高了美国等主要发达经济体的通胀，引发了 70 年代末到 80 年代初的经济衰退。与 70 年代基本相同，2022 年爆发的俄乌冲突导致俄罗斯减产石油和天然气，欧佩克随后也宣布减产。在此背景下，全球大宗商品大幅增长，通胀也随之高企。可见，重要能源出口国因地缘政治冲突而减产所造成的能源价格飙升对于引发 70 年代大滞胀与本轮全球通胀均起到了关键作用。

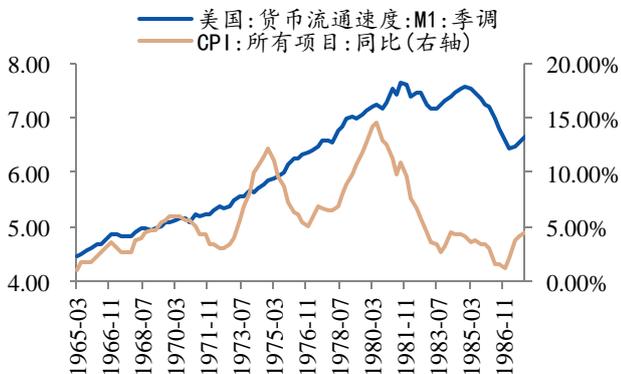
图 22：原油价格在 70 年代经历了两次大幅上涨



资料来源：Wind，财信证券

70 年代的另一个特点是扩张性的财政政策带动货币政策持续宽松，使得央行难以有效控制通胀，这与本轮通胀也有相似之处。70 年代，美联储在稳定就业和经济增长的双重目标指导下，以扩张性的财政政策来实现低失业率和经济增长。随着财政压力的加大，美联储采取了宽松的货币政策以协调财政赤字。然而，由于货币供给过度，货币流通速度持续增长，总需求也因此明显增加，进而引发高通胀。1981 年第三季度，美国 M1 流通速度达到了 7.64 的峰值，同期 CPI 同比增幅也达到 1980 年以来的次高点。与 70 年代类似，本轮通胀期间欧元区和美国均采取了补贴、减税等积极的财政政策。2022 年以来，美国逐渐削减财政支持力度，财政政策回归常态化，这有效引导了通胀下行；而欧洲由于大宗商品价格的高企导致低收入群体的日常生活面临较大困难，各国政府被动加大财政支持力度。在美联储进入加息周期后，欧央行也跟进加息，但是其紧缩的货币政策与积极的财政政策相背离，这影响了控制通胀的效果。由此可见，可信的货币政策和长期可持续性的财政预算是需要相互支撑的。

图 23：70 年代持续增长的货币流通速度推高美国通胀



资料来源：Wind，财信证券

图 24：疫情大流行期间欧美央行均大幅放水



资料来源：Wind，财信证券

虽然本轮通胀与 70 年代有相似之处，但当前的经济环境相比 70 年代也存在明显的变化。最主要的区别有两个：一、劳动力成本大幅上升是导致 70 年代高通胀的重要原因，但并非本轮通胀的主要推动力；二、当前欧美央行的独立性相比 70 年代明显增强。

从 60 年代中期开始直到 80 年代初，美国劳动力成本持续上升，对整体通胀产生了直接影响。劳动力成本的显著上涨主要是由于 1965 年之后食品价格的快速上涨导致居民对工资提出了更高的要求，再加上工资指数化政策（如美国的生活成本调整条款）曾在 70 年代广泛推行以保持消费者的购买力，推动了工资-价格螺旋上升。此外，美国的工资调控政策因为政府与工会矛盾的激化而失效也导致了劳动力成本一度失控。美国非金融企业单位劳动力成本同比增幅一度在 1974 年 12 月达到 13.2% 的峰值。可见，在“大滞胀”期间，美国的工资-价格螺旋相当严重。2022 年，IMF 在了一项关于通胀-价格螺旋的分析中提到，在本轮高通胀时期观察到的实际工资下降对总体通胀起到了遏制作用，减少了价格上涨的压力。值得注意的是，虽然当前的工资-通胀螺旋上升压力相比 70 年代较小，但这不代表其对整体通胀的重要性被削弱。由于市场主体越来越具有前瞻性，因此预期对通胀的影响比当前实际价格水平更大。居民对未来工资水平的预期越高，则工资-通胀螺旋上升压力越大，货币政策控制通胀的难度也更大。

图 25：“大滞胀”期间美国单位劳动力成本经历了数轮大幅上涨



资料来源：Wind，财信证券

图 26：美国实际工资水平在 2021 年后明显回落

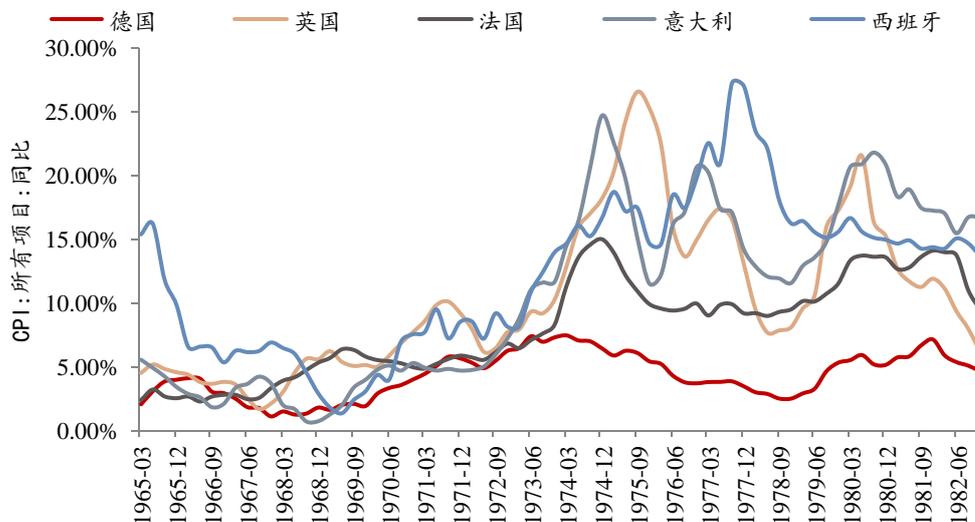


资料来源：Wind，财信证券

与 70 年代相比，当前各主要发达经济体央行的独立性得到了有力的提升。美联储在 70 年代独立性较弱，这是因为时任美联储主席伯恩斯过于顺从白宫的政治需要，且时任美国总统尼克松极力推行通过货币宽松来拉低失业率的政策。由于伯恩斯积极配合尼克松的施策思路，美联储实质上成为白宫的附庸，高度政治化导致美联储的独立性被严重削弱。美联储在“沃尔克时刻”后快速恢复了市场信誉，其独立性在经历了如实施通胀目标制、区间目标制等一系列制度改革后显著增强。与美国类似，在 70 年代的欧洲，除德意志联邦银行相对独立外，英国、法国、意大利、西班牙等主要欧洲国家的央行均很大程度上受到政府的制约，因此独立性较差。70 年代，英法意等国的 CPI 长期保持两位数的同比增幅，而联邦德国的 CPI 稳定在 5% 左右，这反映了央行的独立性对于控制通胀的重要意义。与 70 年代相比，当今欧央行的独立性已经得到了欧盟条约的保障。央行的独立性增强为实现通胀目标提供了保障，因此当前欧美市场对于通胀预期的锚定程度明

显高于 70 年代。需要看到的是，当前欧美央行独立性存在再次被削弱的迹象。

图 27：央行独立性较强的联邦德国在大滞胀期间通胀表现较为稳定



资料来源：Wind，财信证券

2.6 本章小结

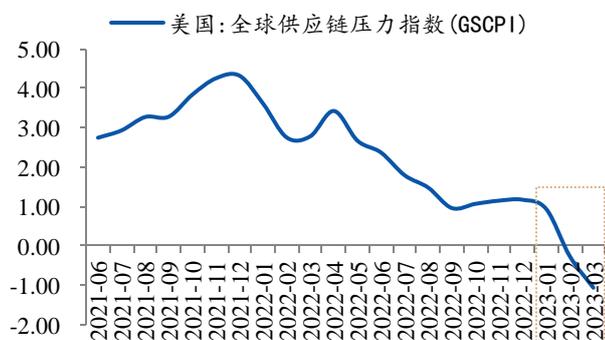
2021 年以来，美国、英国、欧元区等西方主要经济体通胀持续走高，美国 CPI 同比增幅于 2022 年 6 月达到 9.1% 的峰值，英国 CPI 与欧元区 HICP 同比增幅于 2022 年 10 月分别达到 11.1% 和 10.6% 的峰值。欧美通胀水平在 2022 年全年处于历史高位，对全球通胀形势产生了较大影响。导致本轮通胀的原因主要有三点：一、供给冲击。疫情大流行导致的供应链瓶颈和地缘政治危机导致的大宗商品价格高企从供给端推高了通胀。二、需求冲击。在后疫情时代，总需求的大量释放叠加供给冲击，加剧了供不应求的形势。三、货币宽松和财政刺激。欧美央行于疫情期间实施宽松的货币政策和积极的财政政策，刺激了需求增长，同时也抬升了通胀预期。通过与 70 年代“大滞胀”时期对比我们发现，当前全球经济形势与其具有相似之处，但也有重要区别。70 年代高通胀与本轮通胀的来源高度相似：一是能源大国减产导致大宗商品价格高企，二是扩张性的财政政策带动货币政策持续宽松导致物价水平难以控制。虽然本轮通胀与 70 年代有相似之处，但当前的经济环境相比 70 年代也有了明显的变化。最主要的区别有两个，一是 70 年代的劳动力成本上升的影响明显大于本轮通胀，二是各主要发达经济体央行的独立性得到了有力的提升。综合来看，欧美经济再次出现类似 70 年代“大滞胀”的可能性较低。值得注意的是，目前工资-价格螺旋上升的风险有所上升，美联储和欧央行的独立性也面临再次被削弱的风险，欧美通胀的进一步缓解可能会遇到一定阻力。

3 本轮通胀的前景

3.1 供应链改善将缓解通胀压力

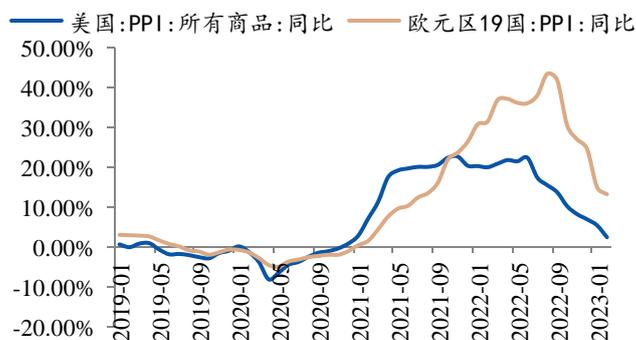
供应链的逐渐改善对于通胀的进一步缓解具有积极意义。供应链的改善也有助于降低通胀，特别是中国政府于 2022 年 12 月优化防疫政策，复工复产进程迅速推进，对改善全球供应链起到了积极作用。GSCPI 在 2022 年已整体趋于下行，且这一趋势在 2023 年内可能会继续保持；截至 2023 年 3 月，GSCPI 已降至-1.06，这表明全球供应链压力明显缓解。供应端的变化对生产者价格的传递更为直接，因此 PPI 是衡量供应端对通胀影响的最佳指标。截止 2023 年 2 月，美国 PPI 从 22.4% 的峰值降至 2.4%，欧元区 PPI 从 43.5% 的峰值降至 13.2%，这表明欧美供应链瓶颈已明显缓解。如果没有新的内外部冲击，预计欧美 PPI 将继续维持下降趋势。

图 28：当前 GSCPI 已降至负值



资料来源：Wind，财信证券

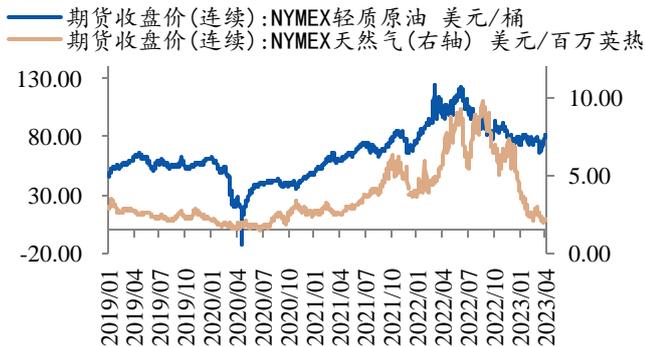
图 29：美国与欧元区 PPI 同比增幅已趋势性下行



资料来源：Wind，财信证券

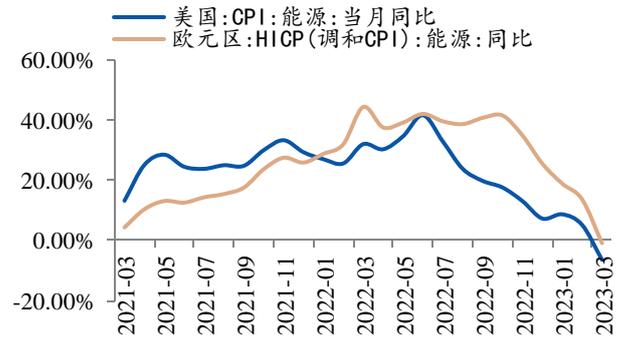
后续更为稳定的能源和粮食价格也将有利于通胀缓解。2022 年大宗商品价格的总体趋势是上半年因俄乌冲突爆发而飙升，但随后逐渐下降。粮农组织食品价格指数在 2022 年 3 月见顶，布伦特原油价格在 2022 年 5 月见顶。当前，能源价格相比 2022 年期间已经显著下行，叠加 2022 年能源价格高企的基数效应，高通胀的形势有望得到明显缓解。期货市场价格表明，虽然市场预计 2023 年能源价格仍可能高于 2020 年前的水平，但不会再达到 2022 年的峰值。美国通过金融手段以及补充战略石油储备，截至 2023 年 2 月，其能源 CPI 同比增幅已从 2022 年 6 月 41.6% 的峰值降至 5.2%。受益于能源价格破位下行，2023 年 3 月美国能源 CPI 同比下降 6.4%，欧元区能源 HICP 同比下降 0.9%，这是自 2021 年年初以来的首次同比下降。尽管全球供应链压力指数和天然气价格并未像以上其他指标一样在 2022 年第二季度见顶，但它们也呈显著的下行趋势。

图 30: 当前原油与天然气期货价格已从高位明显回落(截至 2023 年 4 月 10 日)



资料来源: Wind, 财信证券

图 31: 2022 年下半年以来美国与欧元区能源 CPI 显著下降



资料来源: Wind, 财信证券

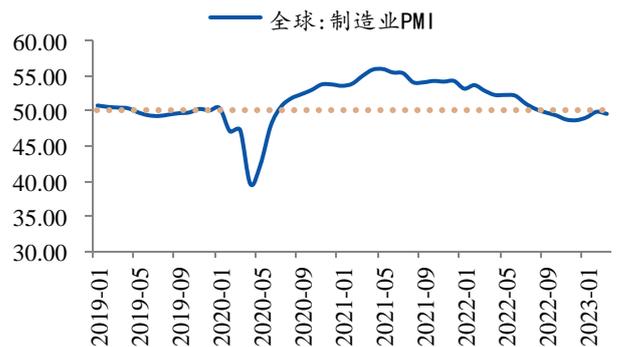
全球供应链仍然存在一定风险。当前, 全球供应链结构正在经历长期转变。2008 年金融危机以来, 全球贸易的增长整体趋缓, 再叠加全球新冠疫情大流行、俄乌冲突以及中美贸易摩擦等事件的影响, 逆全球化和保护主义思潮开始抬头, 各经济体更倾向于以牺牲全球价值链的高效率为代价来保障安全。自 2022 年 9 月以来, 全球制造业 PMI 持续低于荣枯线也反映了全球产业链复苏动力仍然偏弱。在全球产业链重组的背景下, 供应链瓶颈可能将长期存在。此外, 持续升级的俄乌冲突以及欧佩克减产等因素对能源及大宗商品价格的影响或将长期存在。2023 年 3 月以来, 原油与天然气价格均有再次回升的迹象, 这尤其对欧元区形成相当大的通胀压力。尽管当前全球主要发达经济体的 CPI 对能源价格变化的敏感度较低, 但能源价格仍然能够通过其他领域来间接影响通胀, 例如因能源价格走高而导致的生产资料成本和航空票价上涨将推高核心 CPI。由于欧洲的能源高度依赖进口, 其在未来几年很可能将继续面临能源价格上涨的压力。

图 32: 全球贸易增长整体趋缓



资料来源: Wind, 财信证券

图 33: 全球制造业 PMI 已连续 7 个月低于荣枯线



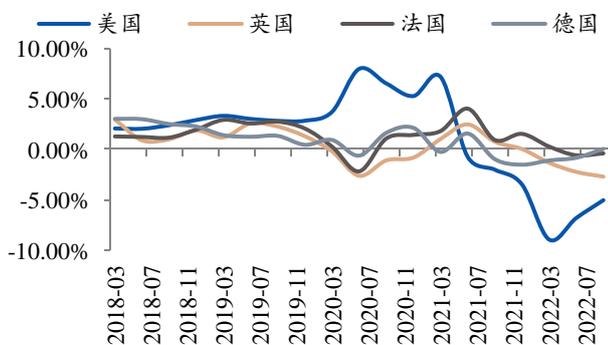
资料来源: Wind, 财信证券

3.2 总需求下降将引导通胀下行

总需求下降引导欧美通胀逐渐下降。随着疫情期间积压的需求逐渐得到满足, 总需求会随之降温。此外, 对通胀高企的预期虽然会在短期内刺激消费的增长, 但长期的高通胀环境会对需求起到抑制作用, 这是因为更高的物价侵蚀了家庭实际收入, 而收入水

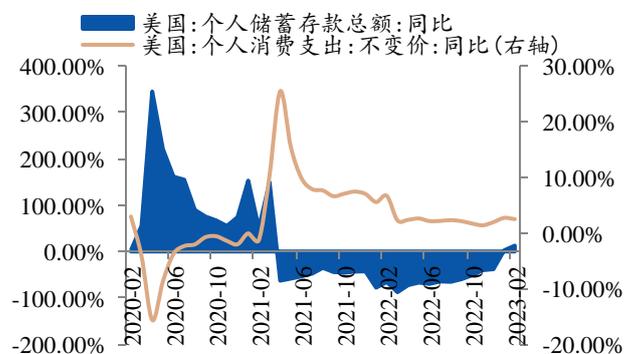
平的下降会显著降低需求，这将导致总需求进一步下降。总需求的走弱将放缓物价增速，从而拉低通胀。另一方面，由于通胀高企，美国、英国、欧元区、加拿大、澳大利亚等主要发达经济体均于 2021 年相继开启货币政策紧缩周期，通过改变前瞻指引、调整债券持有规模和提高政策利率等方式收紧了货币政策，这对于遏制总需求起到了重要作用。除了收紧货币政策外，美国政府还提高了税率以降低企业利润，由于通胀更多地反映在企业利润上，而非劳动力成本上，如果企业利润下降，通胀也将随之缓解。此外，随着财政政策提供的救助计划到期，居民也会更倾向于控制支出和增加储蓄，总需求对物价的压力进一步下降。值得注意的是，由于美国劳动力市场仍然紧张，欧元区就业情况也趋于稳健，收入水平的提高可能导致消费者对商品的需求再次上升，商品通胀的粘性或将因此增大。

图 34：2021-2022 年欧美主要经济体的实际个人可支配收入明显下降



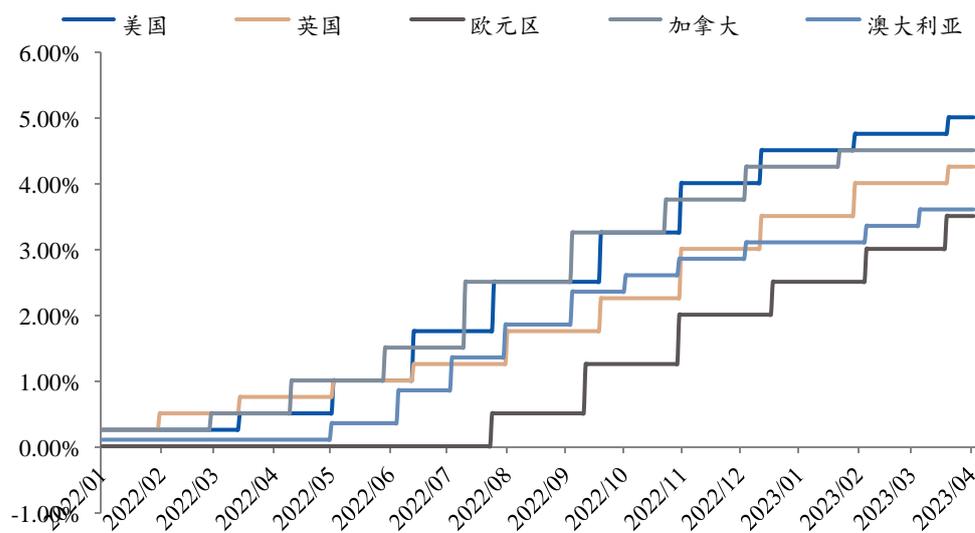
资料来源：Wind，财信证券

图 35：2022 年以来美国个人支出明显收缩、个人储蓄存款规模趋势性扩大



资料来源：Wind，财信证券

图 36：2022 年以来美国、英国、欧元区等主要经济体均进行了多次大幅加息



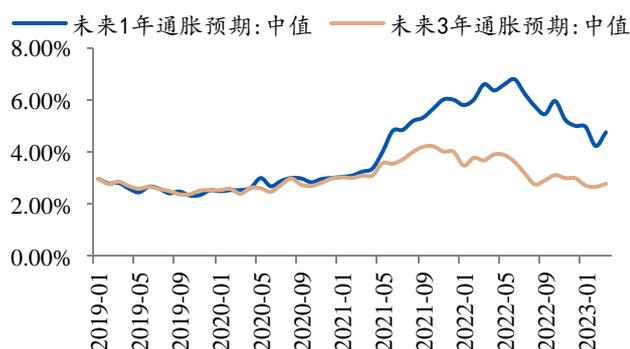
资料来源：Wind，财信证券

3.3 欧美通胀预期存在脱离锚定的风险

当前市场主体的通胀预期存在脱离锚定的风险，这是因为近期欧美经济基本面遭受的一系列冲击削弱了央行货币政策的可信度。一旦预期脱离锚定，通胀将变得更持久、更难以回到目标水平。

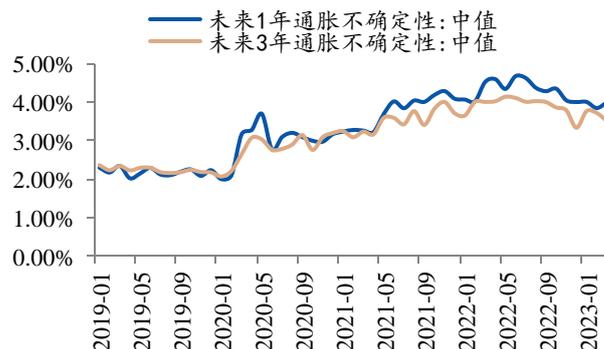
对美联储而言，通过设定通胀目标来锚定通胀预期是其长期以来稳定通胀的重要手段，但由于美联储对于经济增长、就业稳定和控制通胀三大目标缺乏明确界定，再加上全球疫情大流行以来美联储的货币政策更加依附于财政政策，独立性有所削弱，这导致美联储货币政策的可信度下降。纽约联储的调查数据显示，截至 2023 年 3 月，美国消费者对未来 1 年的通胀预期为 4.75%，对未来 3 年的通胀预期为 2.78%，较 2 月的数据均有所上升，且明显高于美联储的政策目标。值得注意的是，消费者对未来通胀不确定性的预期也较强，说明消费者高度警惕对通胀上行和美联储判断失误的风险，这也反映出通胀预期出现反复的可能性较大。此外，纽约联储的数据还显示，美国消费者的家庭收入增速预期已连续 3 个月下降，这很可能导致未来消费和投资支出减少。通胀的高粘性叠加消费者信心走弱，美国陷入滞胀的可能性加大。

图 37：美国消费者的中期通胀预期仍然偏高



资料来源：Wind，财信证券

图 38：美国通胀不确定性仍然较强



资料来源：FRBNY，财信证券

欧洲方面，欧央行从 2022 年 7 月开始的货币紧缩周期一定程度上抑制了通胀预期的进一步上升，但总体来看欧元区的通胀预期仍然偏高。欧央行 2023 年第一季度 SPF（专家预测调查）数据显示：虽然长期预测相对稳定，但未来 1 年 HICP 预测为 3.6%，未来 1 年和 2 年的核心通胀预期分别为 3.3% 和 2.5%，均高于欧央行的通胀目标。此外，消费者通胀预期比专家预测更不稳定，未来 1 年和 3 年的消费者预期分别为 4.6% 和 2.4%，消费者对控制通胀的信心走弱可能导致中长期通胀预期脱离锚定，进而阻碍通胀的进一步缓解。欧元区通胀冲击主要来源于外部是其通胀预期偏高的重要原因，如生活资料的供应瓶颈以及俄乌冲突对居民情绪产生负面影响。由于市场主体通常具有前瞻性，如果预期脱锚，雇员可能会向雇主寻求进一步的通胀补偿，这又加剧了工资-价格螺旋上升的风险，导致通胀难以进一步缓解。以上因素对核心通货膨胀的传递是具有持久性的，这可能导致通胀预期脱锚和实际通胀增长之间的恶性循环。

表 2：欧央行专家预测调查情况

项目	2022 年 Q1	2022 年 Q2	2022 年 Q3	2022 年 Q4	2023 年 Q1
未来 1 年 HICP	1.8%	2.8%	3.6%	4.8%	3.6%
未来 1 年核心 HICP	1.7%	2.3%	2.9%	3.4%	3.3%
未来 2 年 HICP	1.8%	1.9%	2.2%	2.4%	2.2%
未来 2 年核心 HICP	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%
未来 5 年 HICP	2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
未来 5 年核心 HICP	1.9%	1.9%	2.2%	2.1%	2%

资料来源：ECB，财信证券

表 3：欧央行消费者通胀预期调查情况

项目	2022.12	2023.01	2023.02
未来 1 年通胀预期：均值	6.6%	6.2%	5.8%
未来 1 年通胀预期：中位数	5.0%	4.9%	4.6%
未来 3 年通胀预期：均值	4.6%	3.8%	3.9%
未来 3 年通胀预期：中位数	3.0%	2.5%	2.4%

资料来源：ECB，财信证券

3.4 欧美通胀将持续放缓但粘性仍存

整体来看，随着政策引导和供需两端改善，欧美通胀趋势性放缓的确定性较强。然而，由于欧美央行的货币政策对预期的控制效果有所削弱，再叠加地缘政治局势动荡增加供应链压力，通胀粘性仍然较强，中短期内可能难以回归政策目标。

美国的通胀压力主要来源于服务业，同时服务业增加值也是占美国 GDP 比重最大的一部分，因此工资-价格螺旋对与提高美国通胀粘性起到了较大的作用。目前，美国商品通胀下行的趋势已经形成，劳动力市场供需失衡的情况也有所改善。美国今年 2 月职位空缺数收报 993.1 万人，这是自 2021 年 7 月以来美国职位空缺数首次低于 1000 万人；此外，美国劳动力参与率也于今年 3 月升至 62.6%。如果后续美国的劳动力市场能够延续冷却的趋势，总需求和劳动力成本将进一步下降并拉低通胀水平。值得注意的是，当前美国职位空缺数仍明显高于疫情爆发前的水平，失业率也于 3 月再次下降。此外，纽约联储的调查显示，美国消费者对未来通胀和工资增长的预期仍然居高不下。因此，美国服务业通胀进一步改善的空间仍有待观察，如果服务业通胀未来没有出现明显下行，则总体通胀水平将难以回归通胀目标。

与美国不同的是，欧洲的通胀压力主要来源于供应链瓶颈，而欧央行紧缩的货币政策并不能通过直接解决供应链瓶颈问题来降低通胀，而是只能通过压缩总需求以适应受限的总供给。但是，供应链瓶颈在欧元区相当严重，核心通胀也具有较大粘性，因此紧缩的货币政策难以平衡供给端的外生性限制，这意味着如果欧央行继续推行目前的货币政策，对通胀的进一步遏制效果可能不足，但欧元区经济将很可能由增速放缓转变为停滞甚至衰退。

图 39：当前美国消费者的工资增长预期达到历史高位



资料来源：FRBNY，财信证券

图 40：当前欧美核心通胀仍具有粘性



资料来源：Wind，财信证券

基于影响通胀的三大要素，我们结合相关数据对影响通胀的因素进行了梳理。通过综合评估，我们认为，随着紧缩性货币政策效应的传导，目前需求端对美国 and 欧元区的压力已经明显缓解；受益于全球供应链的逐渐恢复，供应端压力也明显缓解。因此，欧美通胀趋势性放缓的确定性较强。需要看到的是，目前仍然存在部分不利因素。第一、两大经济体均面临通胀预期脱锚的风险，对通胀上升的预期会影响消费者的当前行为，进而对通胀的进一步放缓形成阻力。第二、美国的服务业供需失衡仍然较为严重，增加了美国通胀的粘性。第三、欧元区此前的通胀缓解主要是受益于能源价格下降，但能源价格的波动性较强，且俄乌冲突持续冲击欧洲供应链，这增加了欧元区通胀的不确定性。从货币政策的角度来看，欧美央行紧缩的货币政策已难以进一步降低市场对通胀的中短期预期，预期脱锚的风险仍然较大，同时持续的加息也加大了经济衰退的风险。因此，当前美联储和欧央行均面临通胀高粘性和经济衰退风险的两重困境，货币政策的紧缩力度可能需要大到足以导致经济衰退，才可能将通胀预期调整到目标水平。考虑到货币政策的滞后性（通常为两个季度以上），欧美央行的紧缩政策对经济的负面影响可能比预期要更为严重。

表 4：通胀下行的有利因素与不利因素梳理

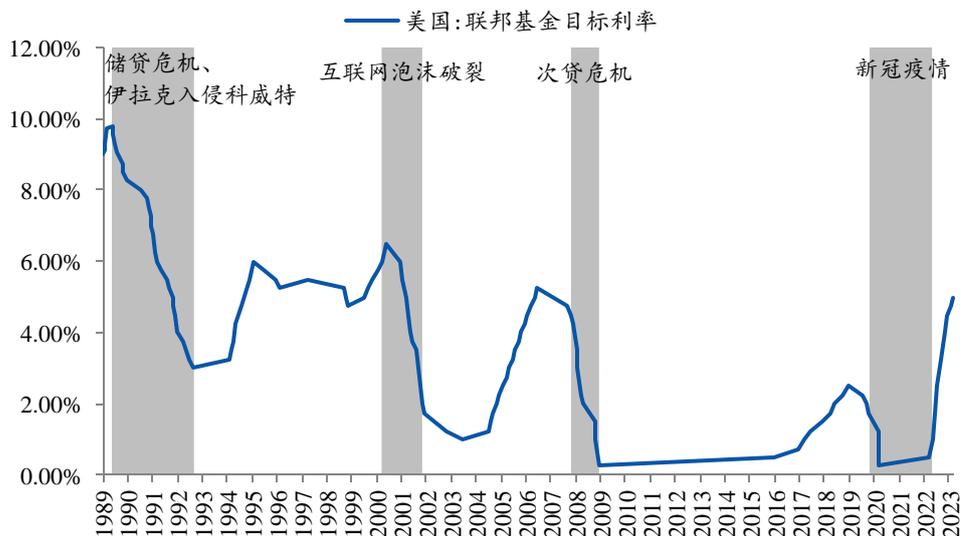
三大要素	有利因素	不利因素
供给端	中国复工复产	俄乌冲突持续
	能源价格下降	欧佩克减产
	美国劳动力市场冷却	服务业劳动成本上涨
需求端	疫情积压需求基本释放	货币紧缩难以持续
	紧缩性政策减少总需求	工资上涨刺激需求
	实际收入下降遏制需求	美国住房需求未减
预期	长期通胀预期稳定	中短期通胀预期上升
		未来房价与工资收入预期上升
		经济衰退与美联储政策转向预期抬升

资料来源：Wind，财信证券

值得注意的是，由于银行业风险频发以及美国劳动力市场趋于冷却，当前市场普遍预期美联储将在年内降息，这也释放出了美国经济衰退预期抬升的信号。美联储的本轮

加息周期建立在美国经济强劲复苏的基础之上，而如果美国经济面临经济衰退的风险，美联储则很可能将放弃通胀控制目标，以牺牲信誉为代价调整货币政策。如果美联储货币政策转为宽松，欧央行很可能也将因为经济衰退风险的增大而跟进转向。从历史情况来看，近年以来美联储的历次大幅降息均伴随着严重的经济危机。因此，如果美联储如期在今年年内进行降息操作，很可能暗示新的经济危机将要出现，需要保持警惕。

图 41：每一轮美联储的大幅降息通常都伴随着较为严重的金融危机



资料来源：Wind，财信证券

3.5 本章小结

下一阶段，通胀形势在有利因素的引导下将趋于缓和，但风险犹存：一、供应链的逐渐改善对于通胀的进一步缓解具有积极意义，但考虑到近年以来逆全球化和保护主义思潮抬头，在全球产业链重组的背景下，供应链仍然存在一定风险。二、前期释放的需求基本得到满足以及紧缩的货币政策降低了总需求，需求压力的改善将引导欧美通胀逐渐下降。三、由于近期欧美经济基本面遭受的一系列冲击削弱了欧美央行货币政策的可信度，通胀预期存在脱离锚定的风险，而一旦预期脱离锚定，通胀将变得更持久、更难以回到目标水平。通过综合评估影响通胀的三大要素，我们认为，欧美通胀的需求端和供给端压力已明显减弱，但通胀预期有脱锚的风险，核心通胀的粘性也较强。展望未来，随着紧缩性政策效应传导和供需两端改善，欧美通胀趋势性放缓的确定性较强，但通胀预期抬升预示着欧美通胀在中短期内可能难以回归政策目标。我们预计，即使美联储和欧央行停止加息，高利率的环境也将继续保持较长时间。

4 投资建议

本轮欧美通胀延续下行趋势的确定性较强，但在通胀放缓的过程中可能还将经历一些曲折。美国通胀放缓所面临的阻碍较少，但劳动力成本上涨和预期脱锚的压力仍然较大；欧央行对通胀的控制力相对较弱，这是因为欧元区持续受到地缘政治危机的外生性

影响。因此，即使欧美央行下阶段停止加息，也大概率将继续维持高利率以引导通胀继续回归目标，高通胀、低成长仍是今年全球经济的主轴。考虑到美联储加息周期大概率于 5 月结束，预计全球流动性将在未来一到两个季度内明显改善，美元指数因加息周期结束而走弱也将阶段性利好黄金等贵金属市场。此外，欧元区通胀放缓的进度较慢，欧央行在美联储停止加息后大概率还将继续加息，这将导致我国外需持续承压，建议在今年年内将关注的重点放在我国自身的经济复苏上，A 股市场仍存在结构性的机会。

5 风险提示

俄乌战争持续升级；海外通胀不确定性仍存；欧美经济衰退风险加大。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438