



## 宏观研究

**【粤开宏观】我们需要的不是通胀本身，而是通胀背后的经济良性循环**

2026年03月10日

## 投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**近期报告**

《【粤开宏观】中国出口高增背后的两个故事》2026-03-10

《【粤开宏观】殊途难同归——油价上涨能否助推物价合理回升？》2026-03-10

《【粤开宏观】美伊冲突再审视：走向何方？对全球经济和资产价格影响几何？》2026-03-08

《【粤开宏观】如何理解2026年财政政策安排？》2026-03-05

《【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号》2026-03-05

**摘要**

近期，中东局势骤然紧张带动国际油价剧烈波动，布伦特原油一度逼近120美元/桶。油价飙升不可避免地会向国内PPI和CPI传导，根据历史数据测算，油价同比每上涨10%，或分别推升国内PPI和CPI同比0.4和0.1个百分点。（详见《殊途难同归——油价上涨能否助推物价合理回升？》）

表面上看，这似乎与2026年《政府工作报告》中“推动价格总水平由负转正、消费价格合理温和回升”的政策方向不谋而合。但必须厘清的是：油价推涨物价，绝不等于“物价合理回升”。

**风险提示：**美伊冲突局势超预期、国际油价变化超预期



## 目 录

一、宏观政策目标的意义，不在数字本身，而在数字背后所代表的微观主体的真实处境 .....	3
二、区分通胀来源：“好通胀”和“坏通胀”截然不同 .....	3
三、物价低迷背景下，输入性通胀可能带来意外的有利影响 .....	4
四、政策应对：不被表面数据所迷惑，从供给端缓冲、微观主体纾困、宏观政策定力三方面协同发力 .....	4



## 一、宏观政策目标的意义，不在数字本身，而在数字背后所代表的微观主体的真实处境

2026年4.5%—5%的经济增速目标，追求的不是靠无效投资和库存积压堆出来的产出数字，而是企业主动扩大投资、居民愿意增加消费，经济内生循环真正转动起来。同理，2%左右的通胀目标，也不是单纯地推高物价，而是通过温和通胀打破“物价低迷→消费投资推迟→经济不振”的负向循环，让企业盈利改善、居民收入增长成为可持续的常态。

换言之，我们需要的不是“通胀”本身，而是通胀背后所映射的那套经济正常运转的逻辑。政策的核心目标，是重建并维护“企业能盈利、居民有就业有收入、社会对未来有信心”这一完整的激励机制。

## 二、区分通胀来源：“好通胀”和“坏通胀”截然不同

有必要区分通胀的不同来源，我们不需要供给短缺推上去的滞胀，不需要货币滥发推上去的恶性通胀，也不需要资产价格猛涨但实体经济没起来的结构性泡沫。供给收缩推上去的物价，不是经济向好的信号，其结果往往是“滞胀”，即物价上去了，经济却更差了。货币超发推上去的物价，虽然短期能制造繁荣幻觉，长期却以恶性通胀和财富再分配的代价收场。资产价格猛涨而实体经济原地踏步的结构性泡沫，也只会加剧贫富分化、积累金融风险。

我们真正期望看到的，是需求拉动型的、温和的物价回升。需求回暖带动企业扩产，企业盈利改善带动居民就业和收入企稳，微观主体信心修复又进一步支撑消费和投资。在这个正向循环中，物价温和上行不是政策刻意制造的结果，而是经济重新良性运转之后的自然体现。这才是“推动价格总水平由负转正、消费价格合理温和回升”的真正含义。

油价上涨推动PPI和CPI同比回升，看似与“推动物价合理回升”的政策目标不谋而合，但实际上存在明显错位。当前国内物价持续低迷主要源于有效需求不足，期望的物价回升是“需求拉动型通胀”，而油价上涨引发的是“成本推动型通胀”或“输入性通胀”，源自供给冲击。

油价推涨物价会带来四方面不利影响。

其一，成本推动型通胀会增加居民生活成本，尤其是中低收入群体受冲击较大。同样是物价上升，需求拉动型通胀往往伴随居民收入增加，对居民生活水平的影响存在一定对冲；成本推动型通胀则是直接增加居民生活成本，居民“痛感”会更明显一些。能源和食品在低收入家庭消费支出中占比较高，油价上涨推动交通出行成本和食品价格（通过农资和物流渠道）上升，对低收入群体的实际购买力侵蚀更为显著。

其二，中下游企业可能面临原材料价格上涨和终端需求不足的双重挤压，利润下滑、预期转弱。油价上涨沿产业链向下传导，交通运输成本、化工原料成本、农业生产资料成本全面抬升。但在当前终端需求不足背景下，中下游企业很难将增加的成本有效转嫁给消费者，结果是其利润进一步被压缩。即使部分成本最终传导至消费端，在居民收入预期偏弱、消费信心不足的背景下，也将进一步抑制消费需求，同样不利于企业营收和利润。

其三，输入性通胀会弱化我国的贸易条件，加大外汇流出压力，不利于人民币汇率



**稳定。**贸易条件是一国出口商品价格与进口商品价格的比率，衡量了一单位出口商品能换回多少进口商品，反映了一国的对外贸易状况和交换效益。中国是全球最大的原油进口国之一，2025年进口量达5.8亿吨。油价上涨引发进口价格上升、贸易条件弱化，意味着我国需要消耗更多的国内资源和出口更多的产品，才能维持原有的进口规模。同时，油价上涨导致能源进口支出显著增加，加大经常账户压力，对外汇储备和汇率稳定构成潜在挑战。

**其四，供给冲击导致的通胀上行，可能对货币政策进一步发力稳增长形成制约。**当前经济恢复基础仍不稳固，需要适度宽松的货币政策予以支持，市场对降准降息有较高预期。但如果油价上涨推动CPI同比明显回升，尤其是一旦进入2%以上的区间，央行在降准降息时可能面临维护物价稳定的舆论压力和沟通成本，增加货币政策操作的复杂性和难度，干扰宏观调控的正常运行。

### 三、物价低迷背景下，输入性通胀可能带来意外的有利影响

在此前中国通胀中枢较高的时间段，油价上涨等输入性通胀带来的通常是不合意的负面冲击，尤其是一旦与“猪周期”发生“猪油共振”，将导致通胀高企。但在当前物价持续低迷的背景下，输入性通胀可能会形成一些“阴差阳错”的有利影响。

**其一，提振通胀预期，缓解物价持续低迷的自我强化。**近年来我国物价持续低迷，GDP平减指数同比连续11个季度为负，PPI同比连续41个月为负，CPI同比明显低于2%的通胀目标，使得微观主体的通胀预期偏低。这种预期一旦固化，将使得企业推迟投资、消费者推迟购买，进一步压低需求，导致物价难以有效回升。油价上涨带来的PPI和CPI同比回升，即使本质上不是需求好转的信号，也能在一定程度上打断这种预期的自我实现过程，强化推动物价合理回升的政策效果。当前日本走出1990年代初泡沫破灭后的通缩泥潭，一定程度也受益于疫情期间全球供应链紧张以及近几年日元汇率大幅贬值所引发的输入性通胀压力，这在客观上提振了居民的通胀预期。

**其二，改善上游企业经营状况，降低实际利率，拉动投资。**虽然成本推动型通胀可能对中下游行业形成不利冲击，但也有助于能源、化工等上游行业率先企稳，改善企业盈利和员工收入，为促进经济良性循环注入有生力量。此外，PPI同比回升，有助于降低实际利率（名义利率-通胀率），减轻企业债务负担，提振信贷和投资需求。

**其三，增加财政收入，缓解地方政府债务压力，扩展财政政策空间。**一方面，增值税、资源税等税收收入与价格水平高度相关，PPI同比回升意味着工业品交易环节的税基扩大，有助于增加财政收入。另一方面，物价回升推高名义GDP增速，有助于改善地方政府负债率指标（债务/GDP），缓解债务压力，为积极财政政策提供更大空间。

### 四、政策应对：不被表面数据所迷惑，从供给端缓冲、微观主体纾困、宏观政策定力三方面协同发力

**首先，供给端增强能源安全，平滑国际油价波动对国内的冲击。**一是灵活运用战略石油储备。在油价处于相对低位时加大储备吸纳，在油价急剧飙升时适时释放储备投放市场，起到“削峰填谷”的稳定器作用。二是利用好成品油定价机制的缓冲功能。中国现行的成品油价格机制设有“天花板价”等安排，当国际油价超过每桶130美元时，国内成品油价格不再跟涨，这一机制在极端情形下能削弱国际油价向国内终端价格的传导



程度。三是**加快推进能源进口来源多元化和替代能源发展**。拓展与俄罗斯、中亚、非洲和南美等地区的能源合作，加快风电光伏新能源装机和储能建设，推进交通领域电气化替代，降低经济对国际油价冲击的敏感度。

其次，**对企业和居民进行定向纾困和补贴，稳经营主体、保基本民生**。一是对受冲击的中下游行业和中小企业实施定向纾困。油价上涨对交通运输、物流、化工下游、农业种植等行业冲击最为直接。可以考虑阶段性减免这些行业的部分税费负担，或通过专项补贴、贷款贴息等方式帮助企业渡过成本高企的阶段，防止出现大面积经营困难和失业。二是对中低收入群体实施定向补贴。能源和食品价格上涨具有显著的累退效应，对低收入家庭冲击最大。可以适时提高低保标准、发放一次性价格补贴或消费券，既保障民生底线，又能通过边际消费倾向较高的群体将资金快速转化为消费需求。

最后，**宏观政策保持战略定力，关注核心 CPI 和产出缺口，加强预期管理**。面对油价上涨等供给冲击，只要冲击是暂时性的、没有引发“工资—物价”螺旋上升，货币政策就不宜过早作出紧缩反应。当前中国经济面临的主要矛盾是有效需求不足，货币政策的主线任务仍是保持流动性充裕，促进社会综合融资成本低位运行，加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。同时，有关部门有必要加强预期管理，避免市场或公众对数据和政策误读。例如，统计部门在发布 CPI 和 PPI 数据时，可更加突出核心 CPI 的变化趋势，帮助市场准确解读价格形势。央行也可通过货币政策执行报告、新闻发布会等渠道，明确向市场传递“当前物价回升主要由外部供给冲击驱动，不改变货币政策适度宽松的政策取向”，稳定市场预期，防止金融市场对政策方向产生不必要的猜疑和波动。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)