

相关研究

《财政如何“加力提效”？——海通宏观
2023年年度展望（财政篇）》2022.12.26
《货币如何“类财政”？——海通宏观
2023年年度报告（货币篇）》2022.12.21
《美元的再“变局”——海通宏观 2023
年年度展望（海外篇）》2022.12.20

2023：货币与通胀，能否“和解”？

投资要点：

- 刚刚过去的 2022 年，“通胀”已经对全球宏观政策和大类资产构成了重要影响：因为通胀，美联储从 2022 年 3 月开始了加息步伐，美元流动性的收紧冲击全球股债、商品、资本流动和汇率；因为通胀，欧洲央行搁置经济下行的压力，果断选择了大幅加息；因为通胀，日本央行 YCC 政策也出现了松动，对日本股债、汇率都产生了重要影响。
- 展望 2023 年，“通胀”仍然是需要重点关注的一大变量，仍可能会对全球政策和资产构成重大影响。如果美国通胀压力快速消退，美元流动性的拐点会到来，2022 年受美元流动性冲击的一些大类资产的走势会出现反转；如果欧洲通胀不降温，欧洲的高利率、低增长势必会增大其债务风险；如果日本的通胀居高不下，日本央行在 2023 年有进一步松动、甚至放弃 YCC 的风险，而这对日本股债、日元汇率和全球金融机构的风险是不容忽视的。
- 我们在年度展望中已经分析过，疫情影响减小后，海外各经济体普遍出现了通胀抬升的现象，而我国人口流动逐步正常化后，通胀也是需要重点关注的变量，如果通胀压力较大，不排除对货币政策也会构成一定扰动。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

目 录

1. 疫后的通胀：有多普遍？	4
2. 通胀背后：供给是主因	6
3. 央行的选择：美欧之后，关注日本和中国	9

图目录

图 1	主要经济体 CPI 同比走势 (%)	4
图 2	主要新兴经济体 CPI 同比走势 (%)	5
图 3	主要经济体核心 CPI 同比走势 (%)	5
图 4	主要新兴经济体核心 CPI 同比走势 (%)	5
图 5	主要经济体服务类 CPI 同比走势 (%)	6
图 6	各经济体 GDP 中私人消费走势 (2019 年=100)	6
图 7	各经济体消费的恢复程度 (%，真实值和无疫情下预测值的差异)	7
图 8	从 2020 年下半年以来，大宗商品价格指数涨至高位	7
图 9	美国服务业就业的恢复速度仍然偏慢 (百万人)	8
图 10	韩国整体就业和服务相关就业人数变化 (%)	8
图 11	美国劳动力参与率比疫情之前：仍然低了 1 个百分点以上 (%)	9
图 12	越南、南非的劳动力参与率一直都没有恢复 (%)	9
图 13	劳动力参与率：韩国恢复较快，但日本和中国台湾也偏低 (%)	9
图 14	面对高通胀：美联储从 2022 年开始大幅加息 (%)	10
图 15	面对高通胀：欧央行从 2022 年下半年开始大幅加息 (%)	10
图 16	面对高通胀：日央行在 2022 年 12 月上调 YCC 上限 (%)	11
图 17	中国：核心通胀连续三年处于低位 (%)	12

2022年12月20日，日本央行上调了国债收益率控制的上限，这一操作背后的底层原因是日本通胀压力的抬升，继美联储、欧洲央行后，日本央行也成为年末最后一个与通胀“和解”的主要央行。过去的30年中，投资者主要担忧日本的“通缩”风险，而现在却要担心日本的“通胀”风险，确实是形势变了。

刚刚过去的2022年，“通胀”已经对全球宏观政策和大类资产构成了重要影响：因为通胀，美联储从2022年3月开始了加息步伐，美元流动性的收紧冲击全球股债、商品、资本流动和汇率；因为通胀，欧洲央行搁置经济下行的压力，果断选择了大幅加息；因为通胀，日本央行YCC政策也出现了松动，对日本股债、汇率都产生了重要影响。

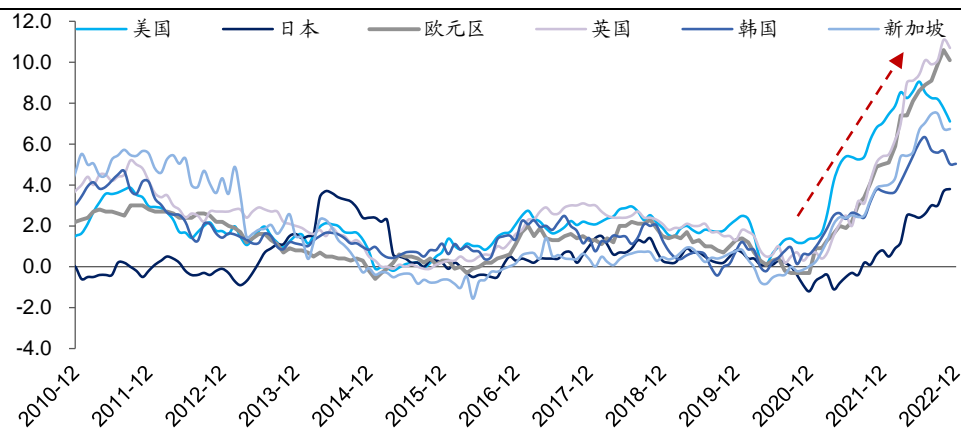
展望2023年，“通胀”仍然是需要重点关注的一大变量，仍可能会对全球政策和资产构成重大影响。如果美国通胀压力快速消退，美元流动性的拐点会到来，2022年受美元流动性冲击的一些大类资产的走势会出现反转；如果欧洲通胀不降温，欧洲的高利率、低增长势必会增大其债务风险；如果日本的通胀居高不下，日本央行在2023年有进一步松动、甚至放弃YCC的风险，而这对日本股债、日元汇率和全球金融机构的风险是不容忽视的。

我们在年度展望中已经分析过，疫情影响减小后，海外各经济体普遍出现了通胀抬升的现象，而我国人口流动逐步正常化后，通胀也是需要重点关注的变量，如果通胀压力较大，不排除对货币政策也会构成一定扰动。

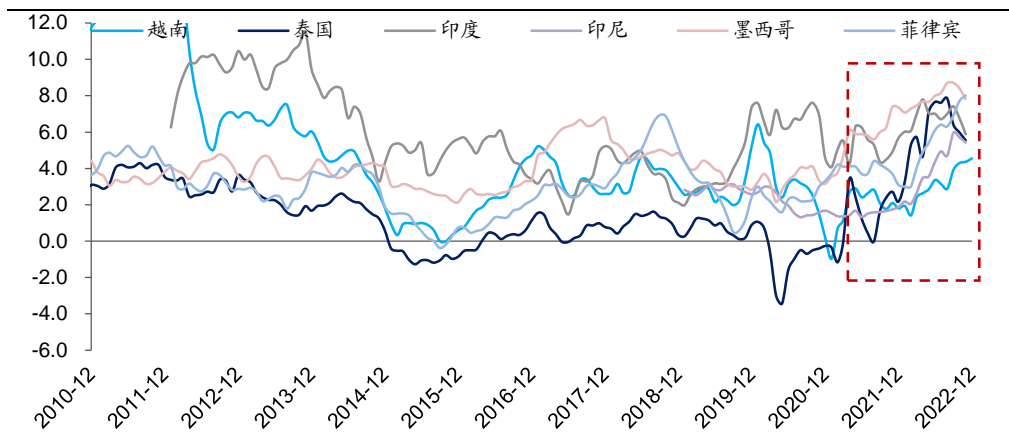
1. 疫后的通胀：有多普遍？

我们不妨先来简单看一下海外的通胀情况。从2021年以来，当疫情的影响逐渐减小之后，主要经济体的通胀都出现了比较明显的抬升。美国的通胀达到了过去40年以来的最高水平；剔除2014年的非正常情况，日本通胀达到了过去30年来的最高水平；欧元区的通胀达到了上个世纪90年代公布数据以来的最高水平，如果看德国的更长的数据，通胀已经达到了上个世纪40年代的水平。其它的发达、新兴经济体也都出现了通胀的明显抬升。

图1 主要经济体 CPI 同比走势 (%)

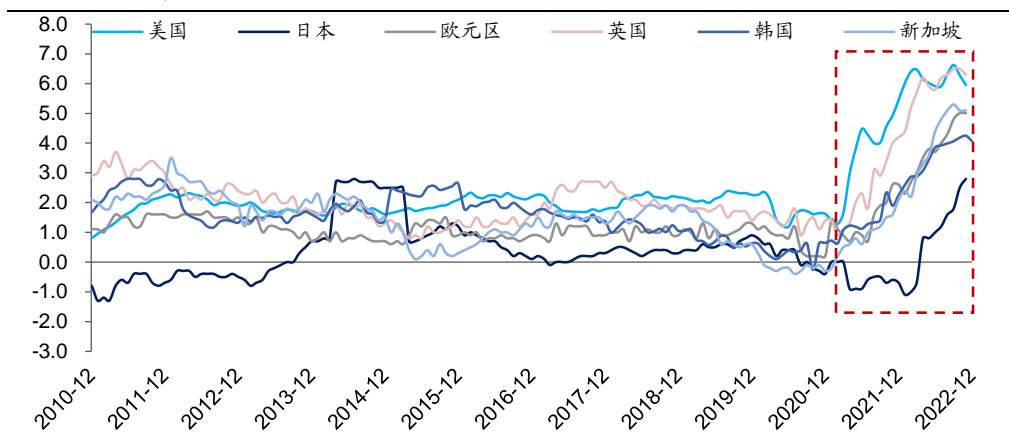


资料来源：CEIC，海通证券研究所

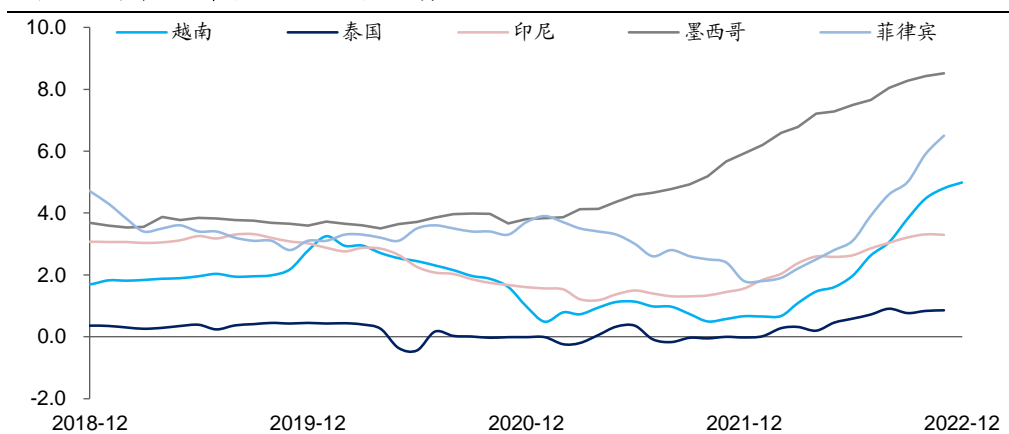
图2 主要新兴经济体 CPI 同比走势 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

如果说整体 CPI 受到了食品和能源价格上涨的影响，但如果我们剔除食品和能源来看核心通胀，美国、日本、欧元区、英国、韩国、新加坡的核心通胀，也都非常高。就连一直面临通缩风险的日本，其核心 CPI 同比也已经达到了接近 3% 的水平。

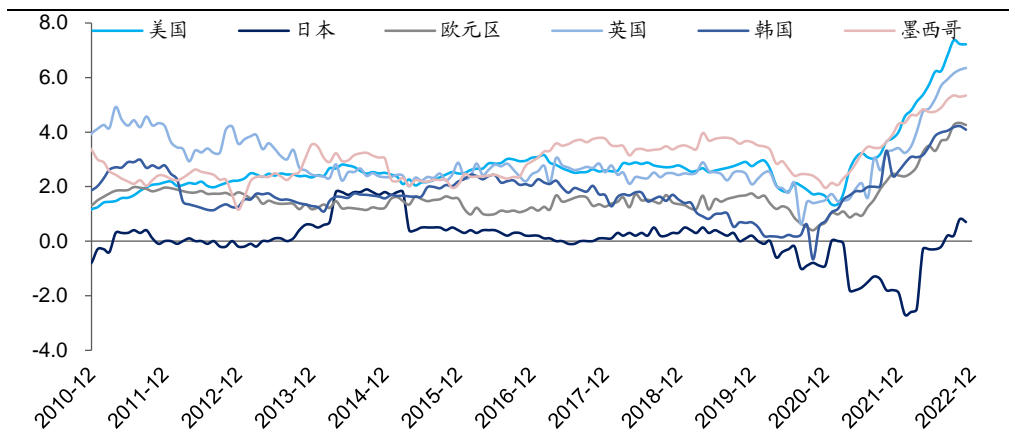
图3 主要经济体核心 CPI 同比走势 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图4 主要新兴经济体核心 CPI 同比走势 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

而核心通胀中，服务业的涨价是比较明显的。尤其是餐饮、家庭和个人服务、文化娱乐、住宿服务，普遍出现了比较明显的涨价。

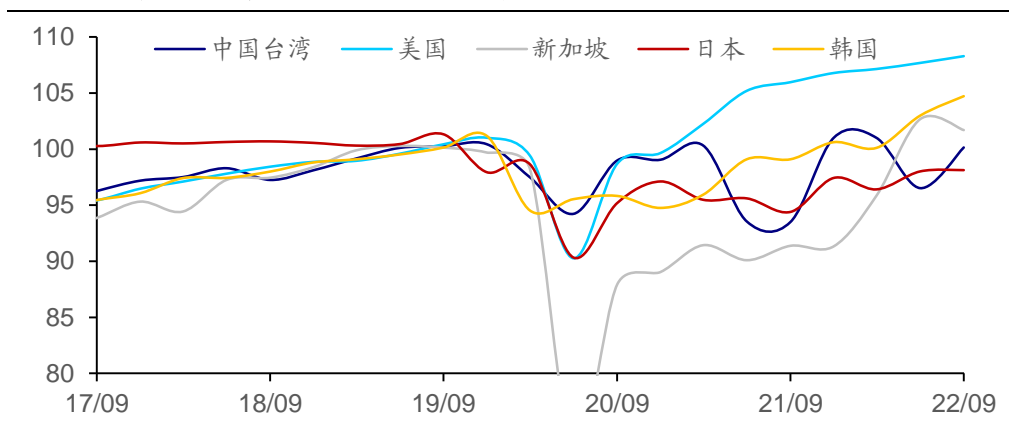
图5 主要经济体服务类 CPI 同比走势 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

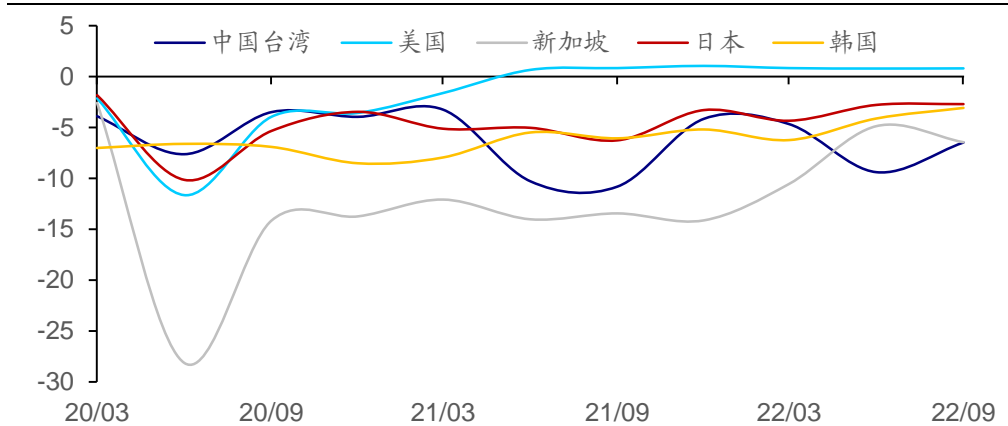
2. 通胀背后：供给是主因

为何会出现消费的通胀？如果看终端的消费需求，其实并没有那么强劲。从主要经济体的需求端来看，只有美国在疫情之后消费总量超过了疫情之前的增长通道，这主要是因为美国在面对疫情冲击，采取了直接给居民大量“发钱”的政策，居民的收入和财富不仅没有受损，反而受益于疫情，保障了消费能力，所以美国的通胀压力也是主要经济体中最大的。

其它经济体或是给居民有补贴，但量比较少，或是没有补贴，所以居民就业和收入还是受到了疫情的冲击，消费能力受到了影响。即使疫情之后，其它经济体的消费水平并没有回到疫情之前的增长轨道，而是明显低于疫情之前。像日本，从2021年开始总量经济和消费增速都已经陷入低增长，但通胀压力还是明显抬升。

图6 各经济体 GDP 中私人消费走势 (2019年=100)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

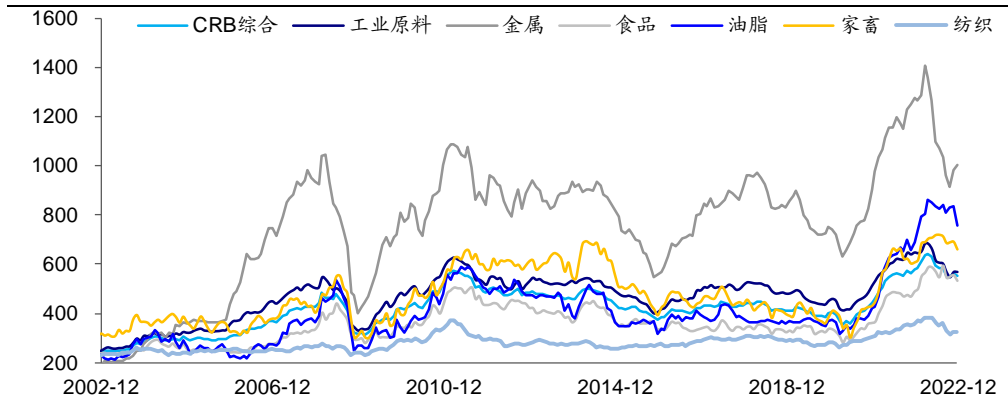
图7 各经济体消费的恢复程度（%，真实值和无疫情下预测值的差异）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

所以需求端的变化，并不能完全解释全球的通胀现象。对于绝大部分经济体来说，我们还是要看疫情之后供给端的变化。供给端有几个因素对通胀是有重要影响的。

一是大宗商品成本的上涨。2020年的货币刺激对全球房地产等资产价格的推升作用较大，房地产市场的繁荣也刺激了大宗商品的需求，而供给端受到疫情和地缘政治风险的影响较多，所以2020年下半年以来，大宗商品价格出现了普遍涨价。大宗涨价提高了经济各个领域的运营成本，所以全球的核心通胀、服务业通胀也从2021年以来普遍上涨。

但是2022年一季度之后，大宗商品价格普遍出现了回落，而截至四季度，不少经济体的核心通胀和服务类通胀并没有明显降温的趋势。这说明，仅仅从成本上升，不能完全解释核心通胀的压力。

图8 从2020年下半年以来，大宗商品价格指数涨至高位


资料来源：CEIC，海通证券研究所

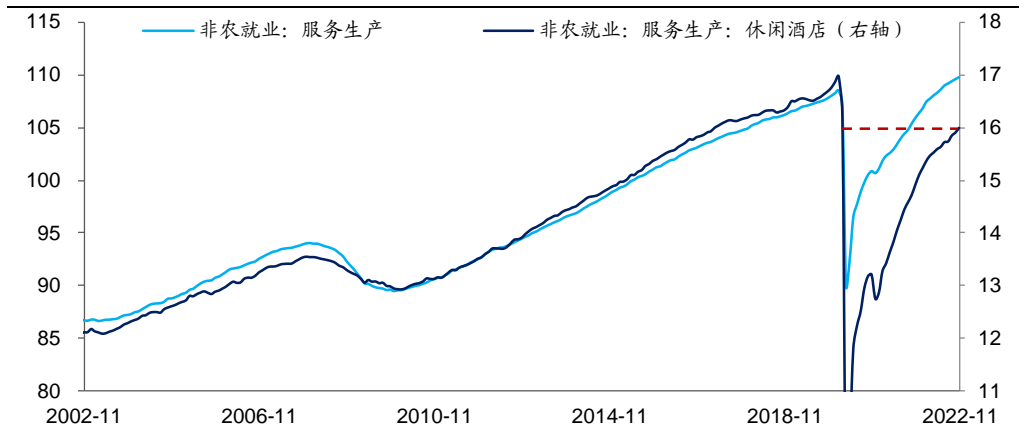
二是供给端的“非正常”收缩，恢复需要一定的过程。首先要区分一点，疫情对于消费、尤其是服务业消费供给端带来的冲击，和以往经济的周期性衰退带来的供给端冲击是不一样的。在经济自然衰退的情况下，居民就业和收入受到影响，导致需求不足，消费供给端缓慢出清。而在疫情的冲击下，需求端是骤降的，不仅就业和收入受到影响的居民消费能力下降，本身有消费能力、有消费意愿的居民因为出行受到限制，也无法释放消费需求。所以疫情对需求端构成了“非正常”的、“阶段性”的压制。在这样的情况下，供给端的企业经营者，面临需求“跳降”，也出现了“非正常”的快速出清。

在经济自然衰退后的恢复阶段，收入和就业的改善是缓慢的，所以供需错配的压力相对较小，通胀是缓慢抬升。而疫情之后的恢复阶段，人口流动限制减少，本身有能力消费的这部分需求会出现快速跳升，需求端的恢复速度会更快一些。而这样短期内供需错配的压力就会变得更大，通胀压力也会更大。

所以，像美国部分服务业的供给端，现在也没有恢复到疫情之前的状态，行业工资和价格都出现了明显上涨；韩国的批发零售、住宿餐饮、文体娱乐等领域就业距离疫情之前的水平还相差甚远，这些都是供给端恢复缓慢的体现。

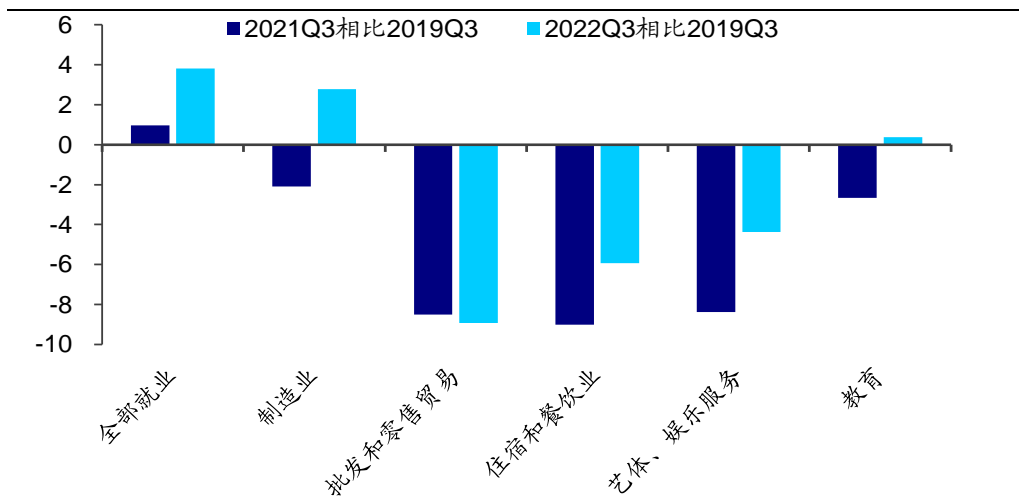
而从经济学角度说，涨价是供给端修复的重要条件。因为价格是市场的信号，价格上涨，意味着该领域的供需存在错配，增加供给有利可图，才会带来供给的修复。而如果不经历涨价，供给端的修复也会有限。就像典型的猪周期，猪价上涨，带动养殖户增加养猪，而如果猪价不涨或者下跌，养殖户增加供给的动机就会偏弱，道理是一样的。

图9 美国服务业就业的恢复速度仍然偏慢（百万人）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图10 韩国整体就业和服务相关就业人数变化（%）

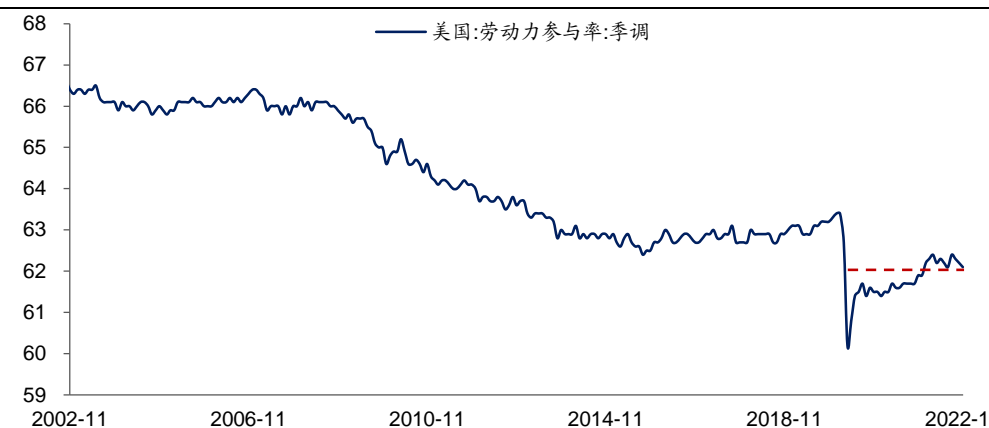


资料来源：CEIC，海通证券研究所

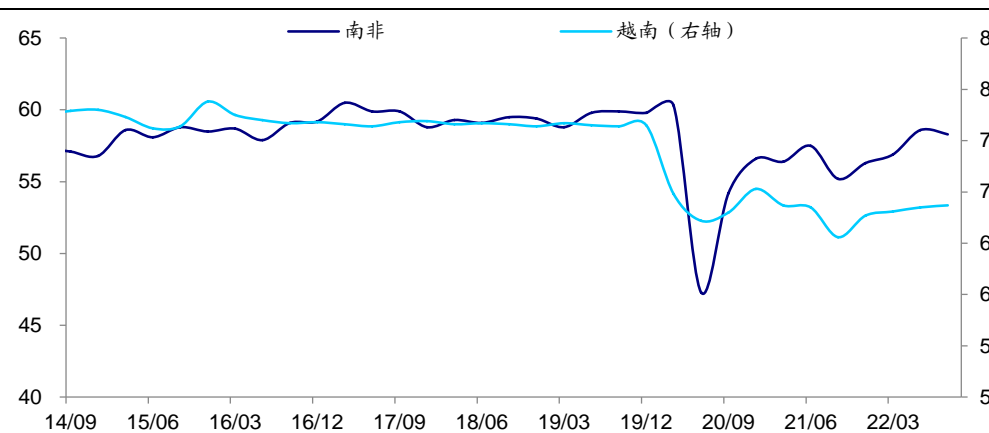
三是劳动力参与意愿的下降。疫情持续不断，也会影响到居民的工作意愿，例如出门工作要承担被感染的风险，市场需要为这种风险进行“补偿”，所以美国一些接触类的服务业工资上涨幅度是比较大的。经过疫情之后，部分年龄大的居民可能会选择提前退休，这是美国劳动力参与率偏低的一个重要原因。

而事实上，经过疫情后，劳动力参与率下降的情况不仅仅在美国存在，像越南、南非、中国台湾等地区的劳动力参与率也没有恢复到疫情之前。经过疫情之后，居民是否会快速回到劳动力市场，或者愿不愿意回到原来的城市工作，这也是需要关注的。

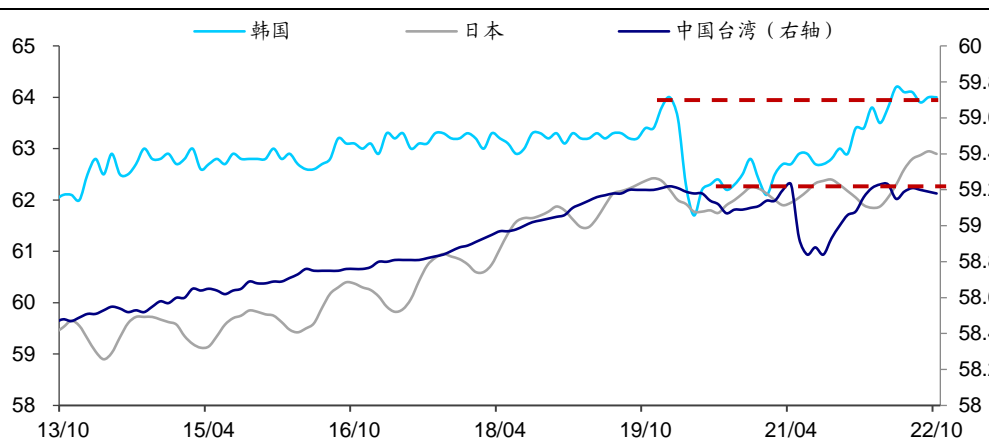
而这些供给端的限制，有些是阶段性的冲击，有些是长期的冲击，恢复需要一个过程，就会带来通胀的压力。就像美联储，在2021年的时候认为是供给端主导了涨价，可是就算到了现在，美国的劳动力参与率水平也没有回到疫情之前，供给端的恢复仍然较慢，而应对眼前的通胀，也只能被迫加息。

图11 美国劳动力参与率比疫情之前：仍然低了1个百分点以上 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图12 越南、南非的劳动力参与率一直都没有恢复 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图13 劳动力参与率：韩国恢复较快，但日本和中国台湾也偏低 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

3. 央行的选择：美欧之后，关注日本和中国

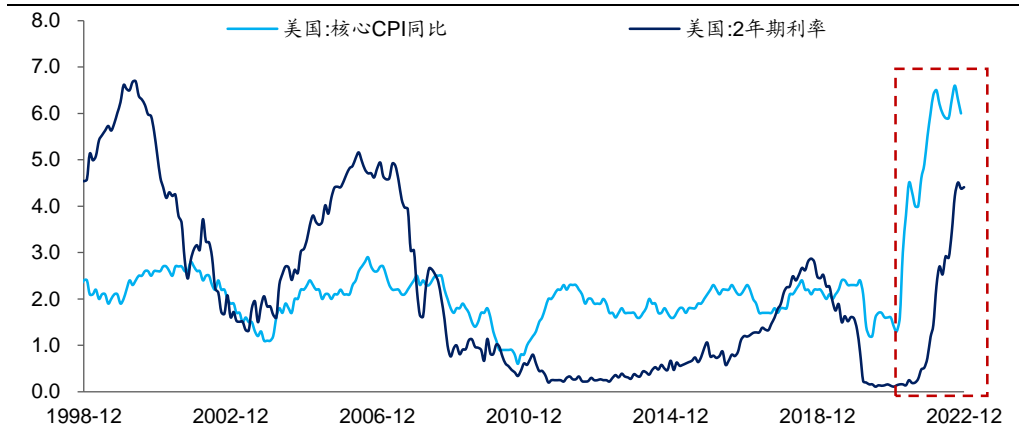
通胀是宽松的“暂停键”，从2022年开始，各主要央行都纷纷开启收紧货币政策，对之前被推高的资产价格产生较大影响。展望2023年，各经济体的通胀压力仍然是值得关注的，不管是通胀降温还是升温，仍会对货币政策和资产表现产生重要影响。

迫于高通胀的压力，美联储从2022年3月开始大幅加息，大幅收紧货币政策。当

前美国核心 CPI 同比仍然高达 6%，而两年期国债利率只有 4.4%，名义利率水平和通胀之间仍有较大的差距。所以预计美联储 2023 年仍会继续加息，甚至之后将利率维持在高位一段时间。

目前市场已经消化了大部分美联储的加息影响，2022 年全球股债、商品、汇率等多种资产都受到了美元流动性收紧的影响。从趋势上来看，2023 年美国通胀或延续降温，有希望看到美元流动性拐点的出现，对市场的冲击也会减弱。但短期内仍需要关注美国通胀能否快速回落，对美元流动性压力的缓解需要一定的耐心。

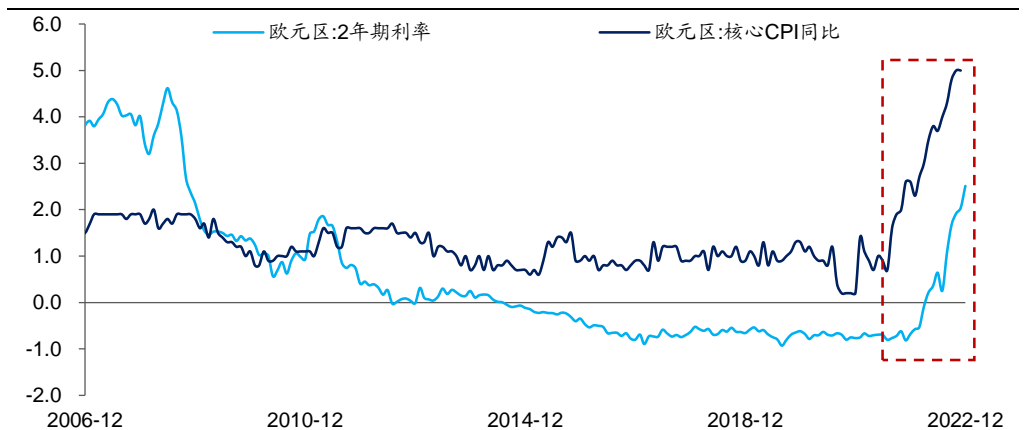
图14 面对高通胀：美联储从 2022 年开始大幅加息（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

面对经济下行、通胀上行的滞胀局面，欧洲央行态度是很果断的，从 2022 年 7 月开始大幅加息。当前欧元区核心通胀水平仍有 5%，而两年期的利率水平只有 2.5%，预计欧央行在 2023 年或继续抬升利率、控制通胀。但和美国强劲的需求端不同，欧洲经济的快速下行，使得其对加息的承受能力更弱，2023 年需要关注欧洲高利率、低增长带来的债务风险。

图15 面对高通胀：欧央行从 2022 年下半年开始大幅加息（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

市场对美国和欧洲的货币政策调整已经有了较为充分的预期，相比之下，我们认为 2023 年日本央行和中国央行的货币政策态度变化，需要重点关注。

2022 年 12 月 20 日，日本央行在 12 月议息会议中宣布调整 YCC（收益率曲线控制）政策，将 10 年期国债利率波动上限提高至 0.5%。日本央行这一操作的背后，直接的原因是应对日益增加的市场“空债”情绪，缓解自身的购债压力。但更底层的原因是日本日益上升的通胀压力，因为如果通胀一直在低位，市场对利率上行的预期也会较弱。

截至 2022 年 11 月，日本剔除新鲜食品和能源后的核心 CPI 同比已经达到了 2.8%，上次出现这么高的水平是在 2014 年，但 2014 年那次是日本上调消费税带来的一次性冲

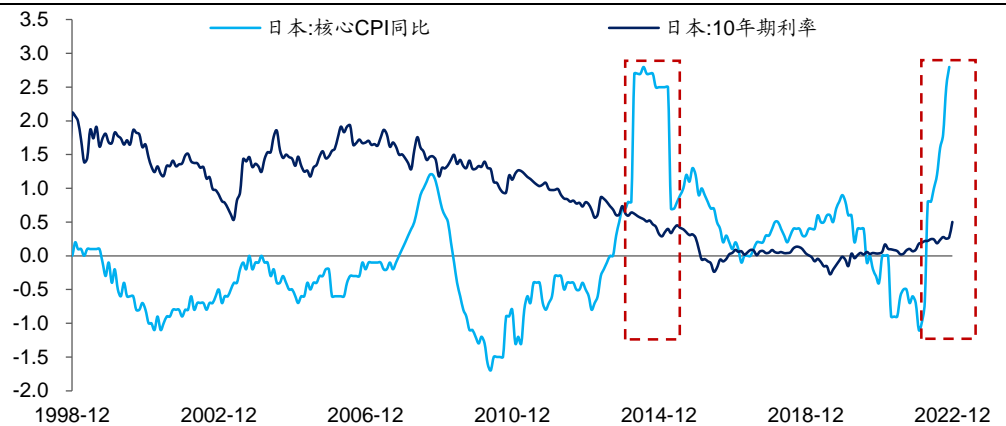
去。如果将 2014 年这种情况剔除，当前日本的核心通胀水平已经回到了 1992 年的水平，即 20 年最高水平。尽管日本央行一再强调通胀压力主要来自原材料价格的上涨，日本工资收入没有明显抬升，但欧元区的通胀压力主要也不是来源于需求，而是来自原材料价格的上涨和供给端的约束。

对于日本央行来说，有两个选择，一个是继续维系 YCC，不再上调利率上限，等待通胀能够自然回落。但这样短期内市场对于日本国债的持有意愿仍会偏弱，日本央行仍需要大量购买国债，而目前日本央行持有的国债比例已经超过了 50%，如果通胀迟迟不降温，这一比例还得继续上升。

另一个选择是日本央行继续上调利率上限，甚至在 2023 年有放弃 YCC 的可能性，但这样做的冲击是巨大的。因为日本央行维持那么多年的低利率，刺激了债市和股市的泡沫，而利率的抬升会对资产价格产生重要影响。同时，和欧洲的情况类似，利率从负值或 0 值附近的抬升，会带来债券类资产比较大的资本利得损害，导致金融机构的持仓出现明显亏损。日本央行报表显示，截至 2022 年 9 月底的半年，日本央行持有的日本国债已经出现了 8700 多亿日元的亏损。而日本国债利率在 12 月又上行了 22 个 BP，后续如果继续上行，全球金融机构在日本国债上的损失是值得关注的。

无论日本央行在 2023 年如何选择，都是值得重点关注的。

图16 面对高通胀：日央行在 2022 年 12 月上调 YCC 上限 (%)



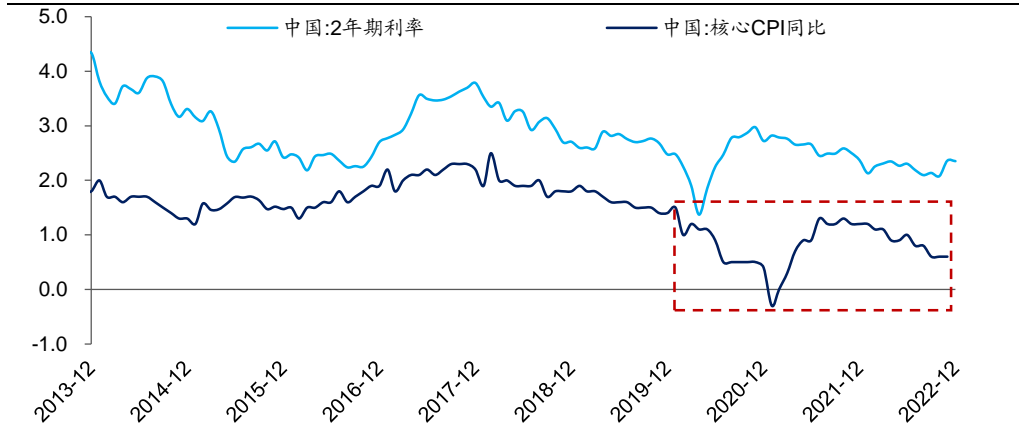
资料来源：CEIC，海通证券研究所

对于中国来说，2023 年也会面临通胀压力的抬升，尤其是核心通胀。关于我国的“再通胀”问题，我们在年度展望中已经介绍过。我国的核心通胀水平已经连续 3 年在低位徘徊，这主要是因为疫情冲击较大，人口流动一直未回到正常水平，对需求端构成了“非正常”压制。

过去三年，我国服务类行业可以说是经历了一场深度的、持久的供给侧改革，市场化程度较高的行业的供给端在大量出清，而当前的供给端匹配的是被疫情过度压制的偏低的需求端，一旦后续人口流动逐步正常化，一部分有消费能力的需求会被释放出来，海外经历的原材料成本上升、劳动力恢复偏慢的问题，也会体现出来，我国的通胀、尤其是服务类通胀也会面临一定的压力。

如果通胀压力明显抬升，会不会扰动我国的货币政策，这是 2023 年值得关注的。在出口和地产需求偏弱的情况下，我国需求端的复苏会比较缓慢，所以预计我国货币政策大幅收紧的可能性较低。但如果通胀压力较大，可能也会对公开市场的操作、银行间的利率水平构成一定扰动。当然短期内，疫情对经济的冲击仍然较大，货币政策仍会维持稳健宽松，但随着通胀的回升，确实是需要关注通胀的问题。

图17 中国：核心通胀连续三年处于低位（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。