



大宗涨价：从“再通胀”到 “类滞胀”



【财新网】（专栏作家 彭文生）“十一”期间海外能源商品价格显著上涨。我们发现，与今年 2 月相比，这轮大宗涨价受供给影响较为突出，比如欧洲天然气价格上涨主要是供给短缺所致。这说明广泛存在的供给冲击已蔓延至能源领域。往前看，全球生产或将同时面对供应链瓶颈、劳动力短缺、能源供应弹性下降等多重约束。我们预计这将进一步增加协同生产的难度，加大成本推动的通胀压力。

供给冲击加剧，海外资产的定价逻辑也在发生变化。2 月大宗价格上涨反映的是“再通胀”（reflation）逻辑，而眼下市场更担心的是“类滞胀”。两者虽然都是价格上涨，但区别在于前者主要由需求驱动，是经济良性循环的体现，有利风险偏好；后者主要由供给收缩所致，是经济受到负外部冲击的体现，不利风险偏好。具体来看：

本轮海外大宗涨价始于欧洲天然气。天然气是许多欧洲国家发电的主要原料之一，但这些国家又并非天然气生产国，需要从俄罗斯、挪威等地进口，其中从俄罗斯进口的比例高达 30%。三季度以来，俄罗斯遭受异常寒冷天气，国内天然气需求激增，加之工厂火灾等因素，使其对外供气受到限制。与此同时，挪威天然气工厂因为设备检修，供气受到约束，加上今年德国风力发电量不足，使得对天然气发电的需求增加，进一步加剧天然气供需矛盾。

从宏观数据可以推断出，欧洲天然气涨价主要是供给约束所致。以德国为例，7 月的工业生产指数为 94.8，比 2019 年同期低 5.5%；制造业产

业利用率为 80.9%，比 2019 年同期低 1.6 个百分点。由于工业的能耗量远高于服务业，我们可以大致推断出二季度德国的用电需求比 2019 年同期更低。但由于风能不足，对天然气需求上升，而今年 1-7 月俄罗斯出口的天然气总量为 1238 亿立方米，比 2019 年同期低 2.4 个百分点。其结果是，二季度德国从俄罗斯进口的天然气价格达到 15.3 美元/百万英热，是 2019 年同期的 5 倍。可见，供给不足（德国的风能和俄罗斯的天然气）是导致气价上涨的主要原因。

油价上涨的背后也与供给有关。一方面，OPEC 在 10 月会议上并未进一步提高增产预期。另一方面，今年美国页岩油扩产弹性下降，加上飓风的影响，加剧了市场对短期内能源供给不足的担忧。历史上，每当 WTI 油价升至 50 美元（对应布伦特油价约 55 美元）以上时，美国页岩油企业会有较强的扩产动机，一个证据是美国活跃钻机数会显著上升。但这一情况在今年并未发生。我们认为这部分与拜登上台后对化石能源行业的不友好政策有关。例如，拜登曾在其征税计划中提议，削减对传统能源企业的补贴，以此抑制化石能源、支持清洁能源发展。尽管征税计划尚未获得通过，但由此产生的预期或已对部分油企带来了负面影响。中长期来看，根据国际能源署（IEA）的预测，在全球主要经济体实现碳净零排放的目标下，煤炭和原油等化石能源的供给将持续下降。在预期影响下，美国页岩油投资和扩产意愿减弱，进而降低了原油供给。

市场如何看待本轮大宗价格上涨？从资产价格的反应看，这一次市场

更担心“类滞胀”。今年2月，海外能源商品价格也出现过较大幅度的上涨，但当时风险偏好提升，资产价格呈现“再通胀”（reflation）交易的特征，即美债收益率上升，美股上涨，其中以道琼斯为代表的周期股涨幅更多。究其原因，当时美国疫苗接种刚刚落地，加上拜登政府1.8万亿美元财政刺激即将到来，市场对经济复苏的信心大增。相比之下，过去两周风险偏好明显减弱，资产价格表现出“类滞胀”交易的特征，即美债收益率上升，美股回调，其中以纳斯达克为代表的成长股回调更多。这是因为，

- 1) 当前市场对疫苗的乐观预期已大不如年初，对疫情的讨论也从“何时实现群体免疫”变成了“如何与病毒共存”。
- 2) 市场对财政刺激政策的预期也没有年初那么强了。截至10月7日，美国债务上限问题仍未得到妥善解决，而拜登的基建计划和国会民主党人提出的3.5万亿美元的预算方案也面临阻碍。

我们预计，四季度美国将面临增长动能放缓、通胀保持高位、货币宽松退坡的宏观环境。随着供给冲击加剧通胀压力，我们预计美联储或将更加坚决地削减货币宽松。这是因为如果继续大幅宽松，可能会强化通胀预期，带来更大通胀风险。我们维持美联储将在11日宣布12月开启Taper

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27395

