

2021年从再通胀到信用收缩

——再通胀系列研究（一）

核心观点

2021年影响资本市场的两项核心逻辑分别是再通胀（预期）与信用收缩。疫情后全球M2增长带来通胀预期，但我们认为本轮商品价格上行并非受流动性影响，从通胀常见的三种驱动因素（货币超发、供给收缩、需求拉动）看，当前均无长期可持续逻辑，本轮中美需求修复将领先全球大型经济体，2021年通胀同比增速拐点均将位于二季度，年末通胀均低于疫前水平。信用收缩方面，预计我国2021年一季度末开始信用收缩，受政策退坡影响，经济、通胀逐渐回落，映射到资产配置中，投资逻辑逐渐变为防守，大类资产将是股票紧抱龙头价值，利率债强、信用债弱的格局。

□ 全球M2增长带来通胀预期，但本轮商品价格上行并非受流动性影响

2020年H2以来，部分商品价格的快速上涨叠加央行流动性的天量投放逐渐催生市场通胀预期，然而本轮商品价格上涨并不是由流动性投放所致。实际原因一是疫后经济修复带动生产回暖继而推升商品价格上涨；二是疫情导致生产国（尤其是拉美国家）阶段性的供给收缩也对推升价格发挥了重要影响；三是白银等部分商品兼具工业与避险属性，其价格在疫情反复的过程中受益较多。综上，本轮商品价格上涨不能与流动性简单挂钩，当前的通胀预期是否可持续仍需从通胀催动的本质因素着手分析。

□ 通胀常见的三种驱动因素在当前均无长期可持续逻辑

通胀有三种常见驱动因素。一是货币超发型通胀，但发达国家金融行业发达，超发货币均囤积在金融体系内，流入存款准备金和股票市场两大蓄水池，鲜有进入实体推升通胀的案例。二是供给收缩型通胀，该类型通胀的典型诱因是由战争或自然灾害等事件性冲击使得商品供给收缩从而推升价格上涨，拜登上任后可能重返伊核协议并稳定中东局势将减少战争风险；拉尼娜效应对食品价格的阶段性推升作用同样不可持续。三是需求拉动型通胀，相较疫情前，我们认为2021年在需求端推升通胀持续上升的增量突破因素较难出现。本轮制造商去库不及零售商，制造商补库对商品价格及通胀的拉动作用相对有限；拜登所倡导的基建投资2021年大概率无法落地；房地产投资带动的资本开支增速可能于H2逐渐回落。

□ 中美通胀增速高点均位于2021年二季度

本轮中美需求修复将领先全球大型经济体，通胀同比增速高点均位于二季度，年末通胀均低于疫前水平。中国方面，受益于经济复苏和翘尾因素，CPI和PPI将在二季度达到高点，最高或触及2.4%，年末回落至1.5%。美国方面，二季度疫苗注射的推进将显著修复美国需求，2020年二季度工业生产停滞与原油下跌导致同期交通运输分项的超低基数效应进一步拉高增速，CPI和PPI增速同样在二季度触及高点，最高或突破5%，年末回落至2.1%（如油价超预期，或升至2.3%以上，但仍难超疫前水平）。

□ 我国2021年一季度末开始信用收缩，投资逻辑逐渐变为防守

2020年我国央行保就业的目标基本完成，未来需关注其首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧，三季度货币政策执行报告摘要首次提出“保持宏观杠杆率基本稳定”的措辞，体现央行关注金融稳定问题，后续稳定宏观杠杆率将逐渐成为政策重点。当前央行维持流动性紧平衡，DR007将维持宽幅震荡，甚至抬升高点，在稳定杠杆率的情况下，预计2021年一季度可能是央行紧货币的尾声与紧信用的开始，预测2021年全年M2增速回落至9.5%-10%左右，人民币信贷增速回落至11%左右，社融增速回落至10.9%左右。受政策退坡影响，经济、通胀也将是逐渐回落的走势。映射到资产配置中，投资逻辑逐渐变为防守，大类资产将是股票紧抱龙头价值，利率债强、信用债弱的格局。

风险提示：美国或印度基建落地超预期，驱动全球经济超预期修复；我国多项政策退出相互叠加，引发信用收缩风险。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 全球经济摆脱疫情修复，通胀向上但不可持续	4
1.1. 全球巨量 M2 增长，带来通胀预期	4
1.2. 通胀常见的三种驱动因素，目前均无持续逻辑	4
1.2.1. 货币超发、供给收缩与需求拉动是驱动通胀上行的三条主要路径	4
1.2.2. 三项因素短期内仍未出现可持续逻辑，2021 年通胀仍是需求复苏下的“修复型”上升	6
1.3. 中美通胀存拐点，高点均为 2021 年二季度	7
1.3.1. 中美补库共振	7
1.3.2. 需求修复中美欧日渐次	9
1.3.3. 中国 CPI、PPI 高点为二季度	11
1.3.4. 美国 CPI、PPI 高点均为 2 季度	12
1.3.5. 通胀交易可能在一季度末迎来拐点	14
2. 我国 2021 年一季度末开始信用收缩，投资逻辑逐渐变为防守	15
2.1. 货币政策最终目标，就业切换至金融稳定	15
2.2. 紧货币尾声与紧信用开始	16
2.3. M2、社融增速逐渐收缩，经济、通胀逐渐回落	18
2.4. 股票紧抱龙头价值，利率债强、信用债弱	20
风险提示	21

图表目录

图 1：铜价创 2013 年以来的新高（单位：美元/桶）	4
图 2：钢材价格快速上探（单位：元/吨）	4
图 3：美国 60-70 年代间货币超发驱动通胀上行（%）	5
图 4：阿根廷和巴西 80-90 年代因货币超发导致恶性通胀（%）	5
图 5：美欧日央行量化宽松形成大规模超储	5
图 6：金融危机后美欧日股市总市值迅速膨胀	5
图 7：美国因利比亚战争引发的石油危机形成输入型通胀（%）	5
图 8：我国 2019 年因猪肉供给收缩形成的通胀（%）	5

图 9: 各大经济体通胀增速变化 (%)	6
图 10: 美联储资产规模在疫情期间快速上升 (百万美元)	7
图 11: 美国货币乘数及流通速度变化	7
图 12: 本轮制造商库存去化不足, 预计补库对通胀拉动的幅度有限且作用速度较快 (%)	7
图 13: 中国产成品库存已处于底部	8
图 14: 美国库存已处于底部	9
图 15: 美国贸易依赖程度相对较低	10
图 16: 美国 2021 年 GDP 同环比预测值	10
图 17: 净出口对日本经济拉动作用较强	10
图 18: 日本工业生产与出口高度相关, 目前修复进度不理想	10
图 19: 奥运会主办国在当年二季末以及三季度中上旬消费数据均会出现抬升 (%)	11
图 20: 中国 CPI 二季度达到高点, 峰值 2.4%	12
图 21: 中国 PPI 二季度达到高点, 峰值 3.8%	12
图 22: CPI 及 PCE 不同分项的权重 (PCE 分项权重由 NBER 测算)	12
图 23: CPI 住宅分项滞后与房价相关, 与失业率较为同步 (%)	13
图 24: 交通运输分项、工业生产指数与油价同比增速拟合 (%)	13
图 25: 全球食品价格走势和美国 CPI 食品同比 (%) 高度相关	14
图 26: 疫情后美国个人收入中转移支付比例大幅上升	14
图 27: 美国 CPI 同比增速预测走势 (%)	14
图 28: 美国 CPI, PPI 走势拟合, 拐点基本一致	14
图 29: 我国央行最终目标比较多, 在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾	15
图 30: 货币政策首要目标切换影响货币政策基调	16
图 31: 5 月以来, DR007 逐步回归 7 天逆回购利率附近, 9 月后围绕逆回购利率宽幅振荡	17
图 32: 货币乘数与基础货币走势	18
图 33: 预计 2021 年 M2 增速将回归略低于 GDP 增速+CPI	19
图 34: 2021 年四个季度 GDP 增速预测值 (单位: %)	19
图 35: 中国 CPI 二季度达到高点, 峰值 2.4%	20
图 36: 中国 PPI 二季度达到高点, 峰值 3.8%	20
图 37: 近几年城投债到期量, 2021 年将出现城投债偿债高峰	21

1. 全球经济摆脱疫情修复，通胀向上但不可持续

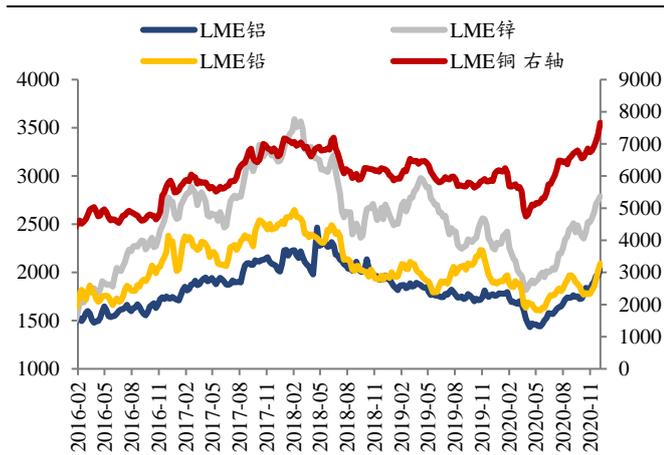
1.1. 全球巨量 M2 增长，带来通胀预期

疫情过后，美、欧、日三大经济体 M2 均呈现快速上涨态势。截至 2020 年 10 月，美欧日三大经济体 M2 增速分别达 24%、11%和 9%，预计年末美国将维持当前水平，欧、日增速仍将继续抬升。

大宗商品方面，LME 铜价 2020 年内价格上涨 25%至 7600 美元/吨上方，创 2013 年 3 月以来的新高，LME 铝价回升至 2000 美元/吨上方，达到 2018 年 10 月以来的最高值，锌、铅、镍等有色品种的价格也均修复至疫情以上水平。铁矿石期货 2020 年内价格上涨 34%，升至 931 元/吨，10 月最高触及 994 元/吨，创 2016 年 12 月以来新高，螺纹钢、线材、热轧等钢材价格均快速上探到 2019 年 5 月的水平。

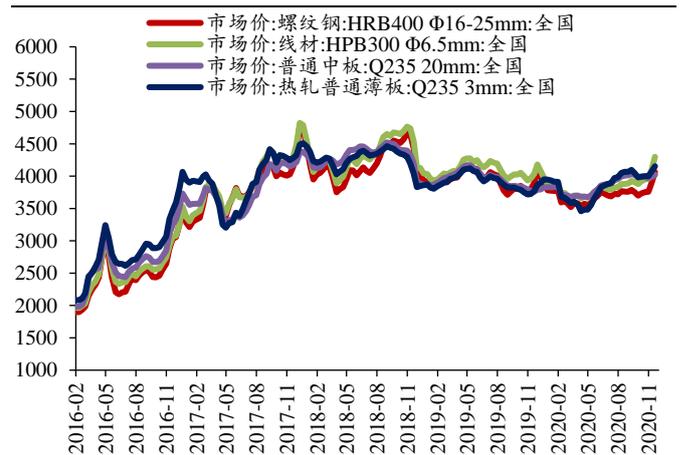
央行流动性的天量投放催生了再通胀预期，叠加新冠疫苗落地日期渐近，全球经济复苏共振预期增强，商品价格已开始提前反应。然而本轮商品价格上涨并不是由流动性投放所致。当前商品价格上涨趋势以及通胀预期是否可持续仍需从通胀催动的本质因素着手分析。

图 1：铜价创 2013 年以来的新高（单位：美元/桶）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：钢材价格快速上探（单位：元/吨）



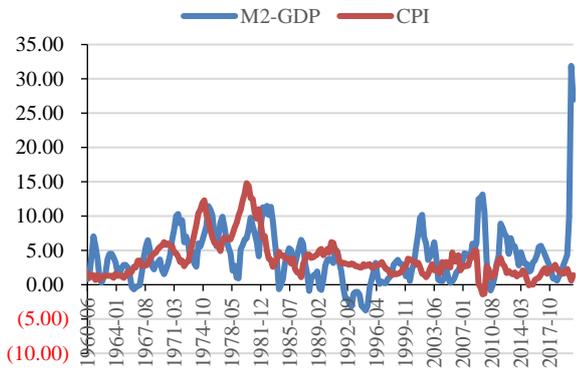
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

1.2. 通胀常见的三种驱动因素，目前均无持续逻辑

1.2.1. 货币超发、供给收缩与需求拉动是驱动通胀上行的三条主要路径

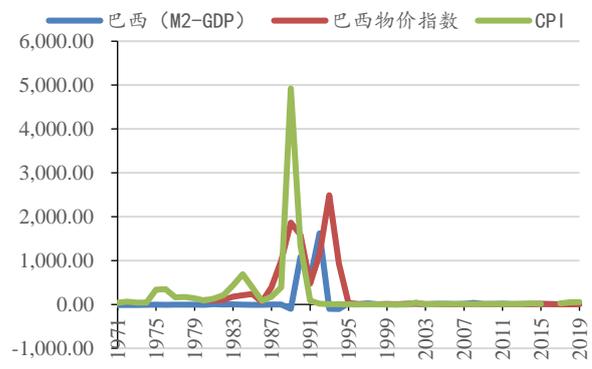
通胀有三种常见驱动因素。一是货币超发型通胀，即超额货币流入规模有限的实体经济推升价格水平上行。典型例证如 1965 年的美国，美国货币超发抬升国内通胀水平（彼时通胀还受税改因素影响）；进入 70 年代后货币超发叠加石油危机的共振进一步推升物价水平。不难发现，美国在 90 年代末起货币超发与通胀的相关性明显减弱。主要原因在于 80-90 年代起美国开始推行金融自由化大改革，制造业大量转移至日德国家，国内第二产业逐步衰落，金融行业大幅发展为超额货币流动性提供了蓄水池，使得货币超发与通胀的关联性逐步减弱。金融危机后，美、欧、日等央行大规模扩表，超发货币均囤积在金融体系内，流入存款准备金和股票市场两大蓄水池，鲜有进入实体推升通胀的案例。近年来，超发货币推升通胀的案例仅在部分金融市场欠发达的拉美经济体发生，如 80-90 年代的阿根廷与巴西在其去工业化的过程中曾出现因货币超发而导致恶性通胀的现象。

图 3：美国 60-70 年代间货币超发驱动通胀上行 (%)



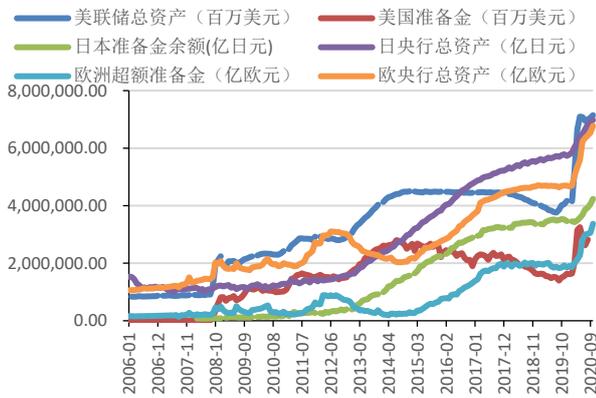
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：阿根廷和巴西 80-90 年代因货币超发导致恶性通胀 (%)



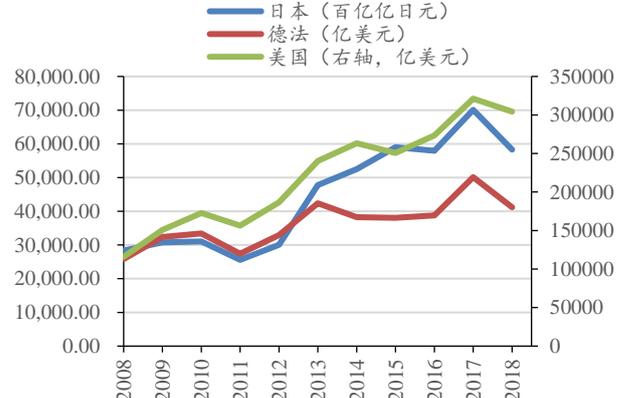
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：美欧日央行量化宽松形成大规模超储



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

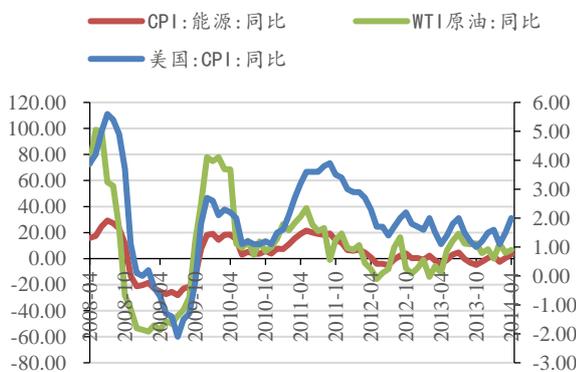
图 6：金融危机后美欧日股市总市值迅速膨胀



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

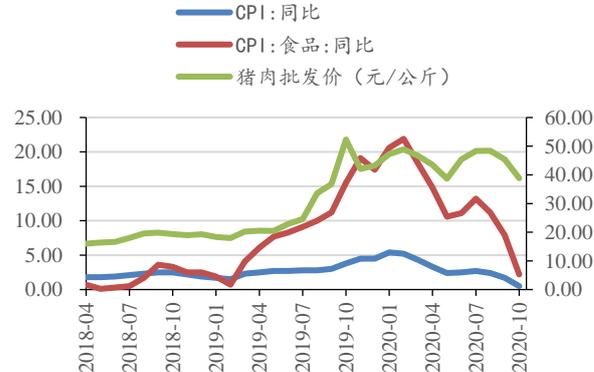
二是供给收缩型通胀，该类型通胀的典型诱因是由战争或自然灾害等事件性冲击使得商品供给收缩从而推升价格上行，典型例证中，美国方面如 70 年代美国石油危机导致通胀飙升，2011 年由利比亚战争引发的中东地缘政治风险曾在当年大幅推升油价，并在美国国内形成输入性通胀，美国 CPI、能源 CPI 以及交通运输 CPI 都在当年大幅攀升。我国在 2019 年曾经历非洲猪瘟冲击猪价带来的大幅通胀。

图 7：美国因利比亚战争引发的石油危机形成输入型通胀 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：我国 2019 年因猪肉供给收缩形成的通胀 (%)

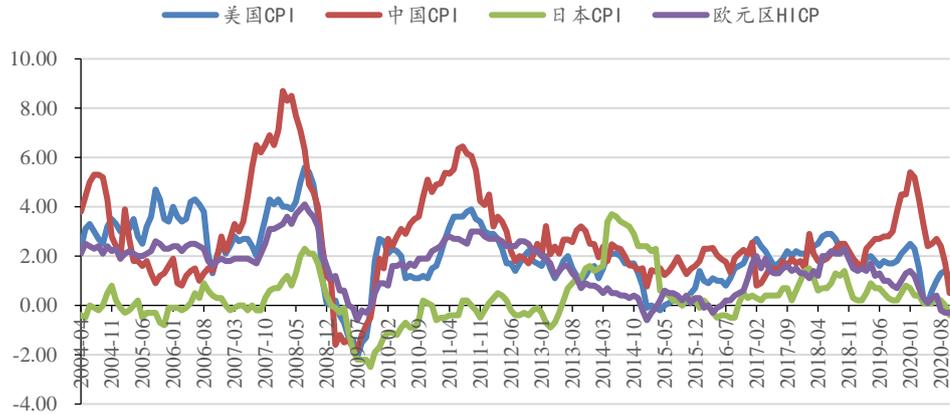


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

三是需求拉动型通胀，这一类型的通胀通常由经济发展或复苏阶段需求缓慢抬升所引发，通常较为温和。在需求端没有外生刺激且生产要素未出现重大变化的情况

下，该类型通胀较少超过前期高点。如 2008 年金融危机后，美国 CPI 最高曾修复至 3.9%，但仍未达到危机前 5.4% 的高水平；欧洲、中国同样呈现类似现象。中美欧日四大经济体中仅日本在 2014 年的通胀超过 2008 年高点，主要原因为彼时日本提升消费税大幅拉升消费成本。

图 9：各大经济体通胀增速变化（%）



资料来源：WIND，浙商证券研究所

1.2.2. 三项因素短期内仍未出现可持续逻辑，2021 年通胀仍是需求复苏下的“修复型”上升

整体来看，我们认为上述三项驱动通胀抬升的因素在 2021 年均未出现可持续的逻辑变化，2021 年的通胀仍将是需求复苏背景下的“修复型”上升。以美国为例：

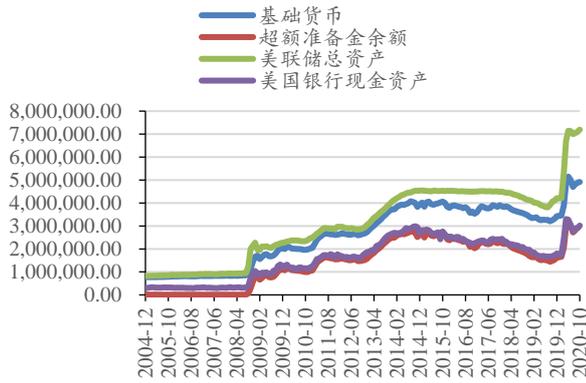
预计 2021 年的美国通胀仍将由需求拉动的温和型通胀，虽然年中可能因基数效应导致同比高增，但年末仍将回至正常水准，难以持续性超疫前水平。

从供给收缩角度来看，2021 年作为拜登上任的首年，预计外交政策不会过于激进，整体国际关系以修复为主线，导致供给收缩的战争性事件出现概率较小。拜登及其任命内阁成员的外交思路与奥巴马相近，其上任后可能重返伊核协议并稳定中东局势，预计近日伊朗核科学家遭遇暗杀事件不会对油价产生持续性扰动。除此之外，拉尼娜效应可能对食品价格产生阶段性推升作用，但同样不可持续。

从货币推升角度来看，美国 2020 年确实存在显著的货币超发现象。由于美联储的扩表导致基础货币供给大量增加，当前 M2 同比增速已超过 24%。但正如上文所述，美国 M2 高增不必然带来通胀，金融市场逐渐成为流动性的蓄水池，同时央行投放资金最终返回央行成为超额准备金，疫情以来的流动性刺激同样不例外，2020 年 2 月-8 月，美联储资产总规模增加 28325 亿美元，其中财政存款增加 12198 亿成为财政冗余暂未进入实体，基础货币增加 13629 亿。基础货币中 11613 亿美元成为美国银行的现金资产以超额准备金的形式存放联储账中，换言之，流入实体的基础货币规模仅 2000 亿美元。未来货币是否将流入实体经济推升通胀本质仍然取决于需求层面。

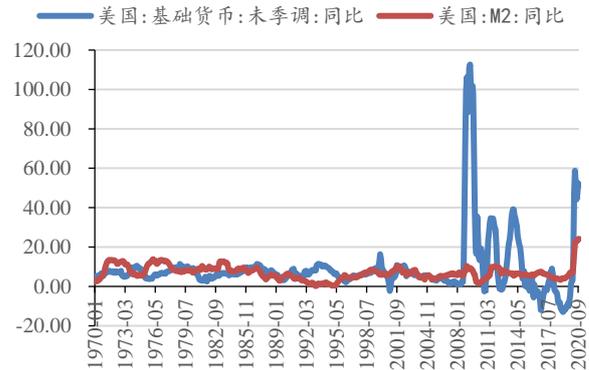
从需求复苏角度来看，相较疫情前，我们认为 2021 年在需求端推升通胀持续上升的增量突破因素较难出现（将于下文美国 CPI 部分详述）。制造商补库带动资本开支本身并非长期的破局逻辑，且本轮去库过程中制造商去库不及零售商，补库对通胀的拉动作用有限且作用时间相对较短（疫情导致去库速度较快）；拜登所倡导的基建投资 2021 年大概率无法落地；房地产投资带动的资本开支增速可能于 H2 逐渐回落。

图 10：美联储资产规模在疫情期间快速上升（百万美元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 11：美国货币乘数及流通速度变化



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 12：本轮制造商库存去化不足，预计补库对通胀拉动的幅度有限且作用速度较快（%）



资料来源：WIND, 浙商证券研究所

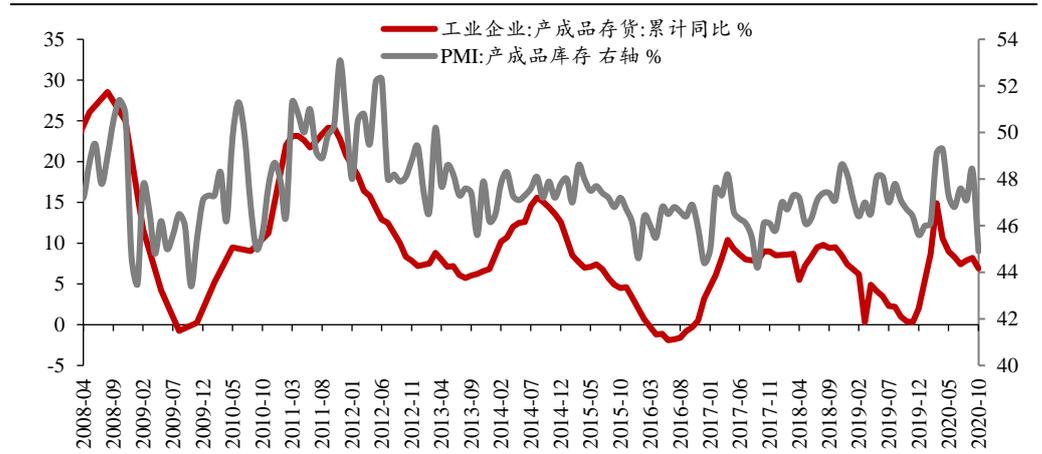
1.3. 中美通胀存拐点，高点均为 2021 年二季度

1.3.1. 中美补库共振

目前中美产成品库存均处于相对底部，在 2021 年全球经济确定性复苏的大背景下，中美即将迎来一轮补库共振。

中国工业产成品库存疫情期间短期挤压后逐渐去化，目前已处于底部逐渐回升，11 月中采 PMI 库存分项已在反弹。疫情发生后中国率先推动复工复产，工业产成品库存被动积压，但随着国内大循环逐渐畅通，内需外需持续改善，库存逐渐去化。

图 13：中国产成品库存已处于底部



资料来源：Wind，浙商证券研究所

中国新一轮弱补库蓄势待发。我们预计 2021 年经济增长将保持积极修复态势，消费、地产投资等内需有较强表现，中国供给优势持续加强、海外需求确定性回暖的背景下，出口有望保持高景气度。在 2020 年 PPI 筑底、企业盈利转正、营业收入向好的背景下，基于较强的需求预期，我们预计 2021 年工业生产将会加速，产能利用率和工业增加值同比也将改善，有助于进入新一轮补库周期。**目前库存已位于底部，即将开启去库向补库的切换**，但本轮逆周期政策定力较强，坚持“房住不炒”，难有行业像地产可以带动上下游众多行业形成补库共振，未来可能是一轮较弱的补库周期。

美国库存总额已处于底部。当前美国需求相对旺盛，但由于供给能力不足导致库存被动去化，当前库存总额同比增速已降至-5%，仅次于 09 年 9 月和 02 年 1 月的库存周期尾端，预计即将开启补库。但美国未来一轮补库将与过去存在两大差异：

一是当前的供给收缩并非生产商主动收缩，而是疫情期间生产停滞导致的被动供给收缩。这意味着，**一旦疫情结束，本轮补库周期的启动速度较快。**

二是本轮库存周期下，不同库存商品存在较为明显的分化。零售商库存去化程度明显高于制造商库存。主要原因在于 2020 年美国财政刺激主要修补对象是居民资产负债表，居民收入未受疫情影响，需求相对旺盛带动零售商库存快速去化；财政刺激为企业输血有限，导致投资活动暂停，制造商库存去化不足。

一季度由于美国疫情较难平复，供给能力尚未修复，可能主要依靠进口填补库存缺

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_1110

