

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001

邮箱

zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009

邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席宏观点评

2021年全球通胀展望：深V型还是耐克型

核心摘要：

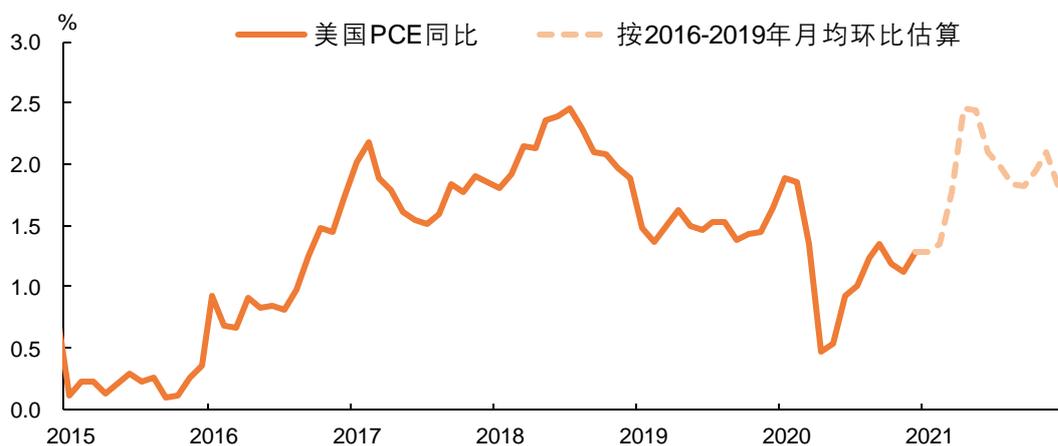
- 2020-2021年全球经济和通胀水平将以类似“V型”的走势呈现。目前，V型的左半边已经确定，现在需要讨论的是，右半边的陡峭程度和高度，即最终将呈现“深V型”（快反弹）还是“耐克型”（慢反弹）。
- 可能促进全球通胀走高的因素：1）疫苗推广与财政刺激将切实重启全球经济。历史上，自然灾害过后经济和通胀通常会V型反弹。2021年以来新冠疫苗快速问世并持续推广，全球疫情防控与经济复苏之路愈发明朗。各国在疫情后推出慷慨的财政刺激计划，企业运营与居民收入得到较多保障，疫情结束后居民消费可能迅速恢复，通胀水平可能较快上行。2）通胀预期走强或有自我实现效应。当前主要经济体实际通胀水平尚未过快走高。然而，由于经济复苏预期增强，近期再通胀交易异常火爆，通胀预期与资产价格形成正反馈，或将导致通胀水平更快走高。3）疫情后的一些中长期变化或抬升物价中枢。疫情后各国愈发重视经济安全，加大市场干预和供应链重塑，全球经济效率可能打折，生产成本和物价水平中枢可能抬升；2021年开始，多国加快实践ESG领域的投资，亦可能趋势性提高部分商品需求、抬升物价中枢。
- 可能抑制全球通胀走高的因素：1）全球经济复苏缓慢与错位。当前病毒变异对全球经济的风险仍存，即使全球疫情暂时受控，不确定性有可能侵蚀经济复苏预期、抑制消费和生产活动。疫苗推广在全球的不同步，或将导致经济复苏的错位，即使个别国家通胀率先跃升，全球通胀也很难共振走高。2）原油价格急涨趋势或难持续。原油供给侧对油价的调节能力不容忽视。目前油价已经恢复至疫情前水平，产油国或难放任原油库存不断消耗。供给端的适度调整，市场情绪的消退，均可能抑制油价继续快速上行。3）全球多边合作逐渐修复将使全球供应链的稳定性更有保障。2021年，美国重返WHO、《巴黎协定》，WTO新总干事就任，国际合作体系修复。各国或已意识到平衡经济效率与经济安全的重要性，对经济效率的“重新”眷顾，将缓解全球物价中枢抬升的压力。4）各国央行会适时调整政策以抑制真实通胀水平过快走高。不要忘了，各国央行虽在推升通胀上黔驴技穷（强马饮水难），但在抑制通胀上却可谓招数满满（牵马河边易）。
- 总结而言，2021年全球通胀水平走势大概率呈现“耐克型”，即使少数地区仍有可能出现通胀指标的“深V型”反弹。不过，物价上涨的商品分化、通胀水平的地区分化，意味着中国仍需警惕输入性通胀风险，一如近期原油相关产品价格的快速攀升，对工业品价格的明显推升所显示的那样。

2021年是新冠疫情爆发后的复苏之年。在经济复苏阶段，经济增长与通货膨胀将相互作用，经济恢复、需求反弹将拉升商品价格，而一定程度的通胀以及通胀预期又为经济活动注入强心剂。

2020年新冠疫情对全球经济造成直接破坏，疫情初期恐慌情绪还曾引发了全球金融市场巨震。全球多国随后实施了力度空前的逆周期调节，货币“放水”、财政“撒钱”，几乎“倾其所有”。即便如此，2020年新冠疫情使得世界经济陷入自第二次世界大战以来最严重的经济衰退。这也意味着，2020-2021年全球经济以及通胀水平将以类似“V型”的走势呈现。目前V型的左半边已经确定，现在需要讨论的是，右半边的陡峭程度和高度，即最终将呈现“深V型”（快反弹）还是“耐克型”（慢反弹）。

由于基数原因，2021年全球通胀指标很可能会“自然”走高。以美国为例，受新冠疫情影响，2020年美国个人消费物价支出指数（PCE）同比仅为1.28%，其中4-6月PCE月同比均低于1%。我们用2016-2019年PCE月环比平均值（0.15%）推算，假设2021年PCE每月按此速度匀速增长，则2021年4-6月PCE月同比预测值分别为2.46%、2.45%和2.10%，2021年PCE年同比预测值为1.8%，正好与美联储最新预测的2021年PCE年同比相吻合。IMF在2020年10月预测，2020年全球通胀率将从2019年的3.9%降至2.8%，而2021年将反弹至3.3%。

图表1 2020年低基数会使2021年美国通胀“自然”走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 2016-2019年美国PCE月环比平均为0.15%。

上述测算提供了一个2021年美国乃至全球通胀发展的基准。在此基础上，或有一系列因素导致全球通胀水平更快发展、升得更高。

首先，新冠疫苗推广与各国财政刺激将切实重启全球经济。通常来说，经济或金融危机属于内生性冲击，企业信心会受到持久而深刻的冲击，经济复苏阶段或持续较长时间。而2020年新冠疫情是一个外生性冲击，疫情阴霾若能尽快驱散，经济活动和通胀水平可能更快反弹。这与历史上自然灾害过后经济和通胀会“V”型反弹的惯常模式基本一致。一方面，2021年以来，新冠疫苗快速问世并持续推广。截至2月20日，全球已有近90个国家开始接种新冠疫苗，已接种数目达2亿剂，其中美国和英国每百人接种人数已分别达到18人和25人左右，有望在今年二季度左右实现“群体免疫”。各国防疫政策与疫苗推广的效果持续显现，全球疫情防控与经济复苏之路愈发明朗。另一方面，各国尤其发达经济体在疫情后推出慷慨的财政刺激计划。据IMF统计，发达经济体仅2020年推出的“财政礼包”规模占各国GDP的比重平均达到12.7%，而美欧等国在2021年仍将继续扩大财政支持。财政刺激对实体经济的帮助更加精准，居民收入和企业运营得到较多保障。疫情结束后居民客观消费能力与主观消费意愿共存，消费可能迅速恢复，通胀水平可能较快上行。

图2 2020年发达经济体在疫情后推出慷慨的财政刺激计划



资料来源: IMF, 平安证券研究所

其次，近期再通胀交易火爆，通胀预期走强或有自我实现效应。当前，主要经济体实际通胀水平尚未过快走高。例如，美国 2021 年 1 月消费者价格指数（CPI）同比增幅为 1.4%，欧元区 1 月通胀指标（HICP）同比为 0.9%。然而，由于市场对经济复苏的预期增强，市场风险偏好回升，促使股票、原油等风险资产价格不断走高。今年 2 月中旬，美股三大指数皆创历史新高，原油期货价格站上 60 美元/桶创近一年以来新高，铜价则创近 10 年以来新高。资产价格的攀升显著快于经济活动的修复，又反向加强市场对通胀的预期。2 月 19 日，美国 10 年期国债收益率跃升至 1.34%，创 2020 年 2 月以来新高。通胀预期与资产价格的正反馈，造就了异常火爆的再通胀交易。而通胀预期具有某种程度上的自我实现效应，或将导致真实商品价格水平即通胀水平的更快走高。

最后，新冠疫情后的一些中长期变化或将抬升物价中枢。例如，新冠疫情后各国愈发重视经济安全和韧性，鼓励部分供应链尤其制造业回流本土。经济安全的反面是经济效率，若各国出于安全考量而加大对市场的干预以及供应链的重塑，则全球经济效率可能打折，生产成本和物价水平中枢可能抬升。又如，2021 年开始，多国或处于新一轮库存周期或产能周期的起点，一旦疫情缓解或解除，消费需求的快速反弹与复工复产的平稳推进之间，容易出现阶段性的需求缺口，形成物价上行的压力。再如，2021 年开始，全球多国加快实践包括清洁能源在内的 ESG 投资，美国或将推行大规模“气候变化与基建”计划，中国已树立“碳达峰、碳中和”目标。这些亦可能趋势性地抬高全球对部分商品的需求，继而助推通胀水平走得更高（近期价格走高的“铜博士”就是一个典型例子）。

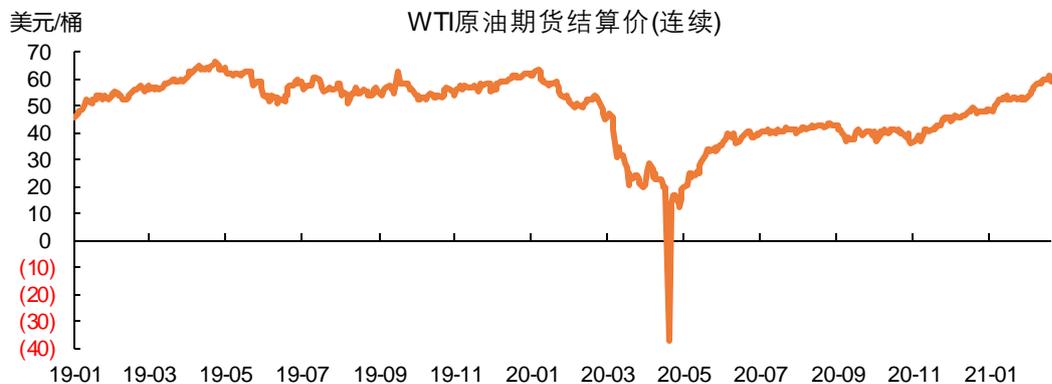
不过，仍有一系列因素可能抑制 2021 年全球通胀水平过急过快走高。

一是，新冠病毒变异和疫苗供给问题或致全球经济复苏缓慢与错位。据英国最新统计，全球目前存在大约 4000 种新冠变异病毒，其中英国、南非等地区发现的部分病毒已表现出更强破坏性。2020 年下半年变异新冠病毒已经对欧美等地区形成扰动，一定程度上拖慢了全球经济复苏节奏。当前，新冠病毒变异对全球经济的风险仍存，在变异病毒的传播速度、检测难易、致死率以及疫苗对变异病毒的有效性等方面，各国已经公布的相关研究与结论均较为有限。在此背景下，即使全球疫情暂时受控，不确定性仍有可能侵蚀经济复苏预期，抑制消费和生产活动。此外，新冠疫苗推广在不同地区进展有别，目前欧盟的疫苗推广明显落后于美国和英国；而由于发达国家对新冠疫苗的垄断，发展中地区的疫苗供给分化更加严重。疫苗推广在全球的不同步，或将导致经济复苏的错位，即使个别国家通胀水平率先跃升，全球通胀水平仍将难以实现共振走高。

二是，原油价格急涨趋势或难持续。全球经济复苏预期加强后，原油需求预期提升，加之风险资产配置需求提升，是近期油价急涨的催化剂。目前，主要产油国对石油供应偏克制以期价格修复，叠加近期美国德州严寒天气影响生产，导致原油供给（预期）偏紧，是本轮油价上涨的基本面。事实上，主要产油国相继达成减产协议，亦是 2020 年 3 月以来油价维持涨势的基础。但是，“成也萧何，

败也萧何”，原油供给侧对油价的调节能力不容忽视。在目前油价已经恢复至疫情前水平的背景下，产油国或难放任原油库存不断消耗。例如，在每桶油价破 60 美元后，即有消息称 OPEC+ 正考虑于今年 4 月之后放松对供应的限制。未来一段时间，供给端的适度调整，市场情绪的消退，均可能抑制油价继续快速上行，继而油价对全球工业品价格和全球通胀形成的压力可能得以缓解。

图表3 原油价格已恢复至疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，全球多边合作逐渐修复将使全球供应链的稳定性更有保障。2021年以来，美国新任总统拜登表现出参与国际合作、团结盟友的热情，美国重新加入 WHO、重返《巴黎协定》，WTO 新总干事亦在美国的支持下顺利就任，国际多边合作体系逐渐修复。随着 RCEP、中欧投资协定等重量级协议签署，中日韩协定加速推进，中、美、英等国对加入 CPTPP 持开放态度，未来区域性经贸合作可能继续加强。中美元首于新春对话，近期美国在中美关系上提到“耐心”、“一个中国”、“合作”等，或意味着中美经贸合作有望修复，未来国际经贸合作的信心或将重拾。这些均体现了各国或已意识到，平衡经济效率与经济安全的重要性，对经济效率的“重新”眷顾（这正是疫情前全球分工与工作的主旋律），将会缓解因全球供应链摩擦或阻滞导致全球商品价格中枢抬升的压力。

四是，各国央行会适时调整政策以抑制真实通胀水平过快走高。疫情以前美欧等发达国家的通胀水平长期低于 2% 的目标线，疫情后通胀指标走高可以预见，因此催生了多国央行对通胀目标的重新审视和市场引导。美联储在 2020 年 9 月推出“平均通胀目标制”，表示将允许通胀水平在一定时间内适度超过 2%。欧央行亦在进行类似探索。但这份“容忍”不应被解读为全然的“纵容”。尤其考虑到，若通胀水平真得上行过快，将对金融稳定和收入分配造成冲击，各国央行自然不会对通胀置之不理。而各国央行在引导通胀预期上的谨慎，并不代表其缺乏对抗通胀的工具和手段。事实上，各国央行有足够能力和空间，通过预期管理甚至提前退出或收紧货币政策，以控制过急过快的通胀走

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_17948

