

再通胀：让子弹再飞一会

——再通胀系列研究之十六

核心观点

我们曾前瞻性地提出2021年宏观节奏为“从再通胀到信用收缩”，商品、周期类股票将有良好表现，目前正在持续兑现。再通胀进行时，商品仍有涨价空间，通胀拐点可能要等到二季度末疫苗大规模应用之后，现阶段顺周期板块仍具备一定投资价值。其中，在通胀高点来临之前，受益于上游价格向中游传递、疫后行业集中度提高等逻辑，中游行业表现将好于上游，安全边际更高，长期来看相对收益也更高。

□ 再通胀源自供需缺口

我们认为，供需缺口是本轮大宗商品价格屡创新高的决定性因素。只要海外供需缺口没有弥合，商品价格就有涨价动力，全球范围内大规模的疫情复发也难以阻挡价格上涨。疫情蔓延之初，海外生产能力受阻但需求保持韧性，供需缺口显著存在，只能不断消耗工业品库存，并加大对于中国等供给能力修复快国家的进口力度；现阶段，疫苗正在加速落地，海外生产能力正在积极复苏，而全球工业品库存位于相对低位，一轮新的补库周期已然开启，全球补库共振下逻辑工业品需求仍有较强支撑，供需缺口仍然存在，价格拐点尚未到来，商品仍有涨价动力。

□ 货币超发并不进入实体只催生资产价格泡沫

货币超发并不一定引发实体经济通胀，尤其是金融危机之后，货币超发与通胀之间的相关性明显减弱，其原因是两大蓄水池发挥作用：其一，超额准备金。美、欧、日等央行大规模扩表，但很大一部分资金以超额准备金的方式留在央行的账户当中。其二，金融市场。还有一部分超发货币流入金融市场，推升资产价格，如股票市场、房地产市场等，引发“广义通胀”。疫情之后，全球开启百年未有之大放水，以美国为代表的全球股票总市值迅速膨胀、房产价格快速拉升，吸收了大量冗余流动性。

□ 疫苗大规模应用可能是通胀拐点

疫苗对全球供给的修复作用强于需求，因此疫苗的大规模应用将缓解供需矛盾并带来通胀拐点。一是从各国疫后经济的修复特征来看，需求自然修复速度往往领先于供给。在发达国家需求已恢复或接近恢复正常但供给仍同比萎缩的情况下，疫苗注射对供给的边际改善作用更强。二是从全球注射结构看，发达国家疫苗注射进度领先新兴市场国家，而新兴市场是全球范围内重要的原材料供给国，二者疫苗注射进程错位也将推升通胀，疫苗大规模应用并惠及新兴市场国家后将有效缓解供需矛盾。

□ 再通胀进行时大类资产偏向商品和周期类股票

我们曾在《从再通胀到信用收缩》中提出，再通胀过程中商品及周期类股票将有良好表现，目前持续兑现。金属方面，铁矿石价格在去年12月创8年新高、铜、锡价于近日创8年新高。原油方面，WTI现货突破60美元，超额收复疫前失地（近日油价走高还受益于德州寒潮令美国近1/3页岩油产能停滞）。贵金属方面，银价表现活跃，11月末至今涨幅超20%。农产品（大豆、玉米等）和周期股（石化、金属、纸业等）同样有较为突出的表现。此外，通胀预期下利率也有上行空间。美国10年期国债收益率近期上行至1.3%，兑现我们此前对于美债利率上半年快速上行的判断，预计Q2末10年期国债收益率将逼近年内高点，可能为1.5%-1.6%（可参考报告《财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期》）。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@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

1 《2021 从再通胀到信用收缩》

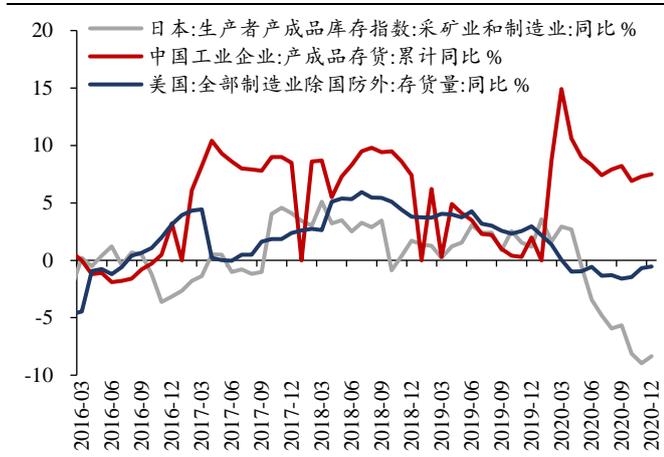
2020.12.02

再通胀交易结构会在通胀高点前切换

在通胀高点来临之前，再通胀交易结构将发生切换。一季度末之前，传统周期股、铜和原油等传统大宗商品将继续呈现再通胀交易行情，但伴随全球工业生产能力修复，供需缺口弥合，上游商品新涨价动力趋弱，再通胀交易结构在通胀高点前将发生切换。受益于上游价格向中游传递、疫后行业集中度提高等逻辑，中游行业表现将好于上游，安全边际更高，长期相对收益也更高。从长周期维度来看，美元处于贬值周期将对大宗商品价格产生一定支撑，但未来商品价格能否走出一波长牛还需要观察美国基建计划等不确定性变量。

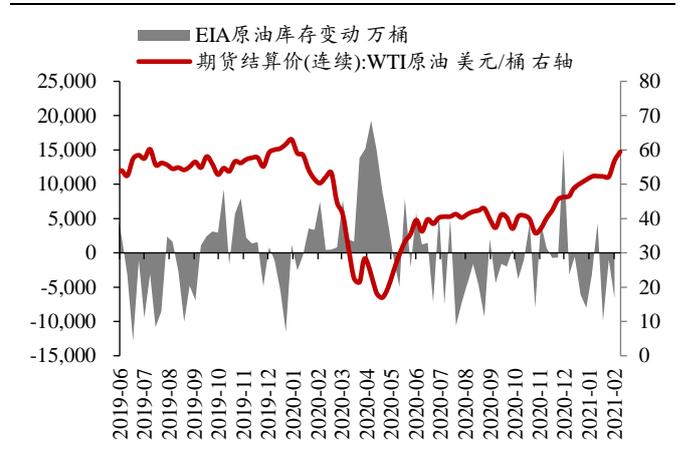
风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效；非洲猪瘟超预期扩散。

图表1：中、美、日库存触底回升



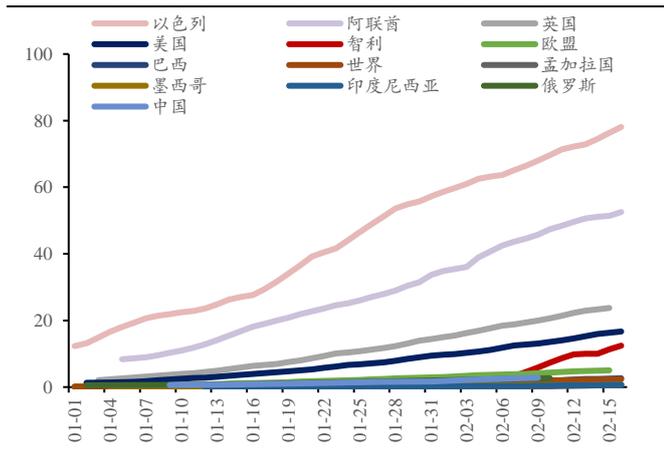
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图表2：原油价格向上突破



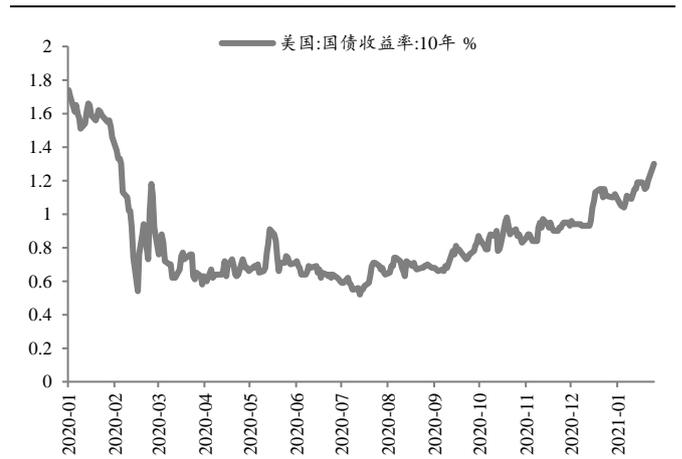
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图表3：发达国家预计二季度末之前疫苗实现大规模应用



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图表4：美债收益率二季度末可能达到1.5%以上



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风

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_18005

