

# 通胀：有近忧，无远虑

## ——宏观策略思考系列

### 投资要点：

#### ➤ 通胀预期是影响当前市场的主要变量

美国10年期国债收益率成为近期影响市场的重要因素。尤其是春节之后，股指表现与美债收益率之间呈现明显的负相关，每一次美债收益率的高企都伴随着市场波动加剧和重心下移。而在实际利率走低之下，美国10年期国债名义利率的上涨几乎完全反应的是对未来通胀预期的上升。

#### ➤ 回溯历史：此轮通胀相当于2010年和2016年的叠加版

回顾前两轮的价格上涨，2009到2011年价格的上涨基本来自于金融危机后，尤其是四万亿刺激下需求的拉动，而2016年的涨价则主要来自于供给侧的助力。相比较而言，此轮价格上涨同时叠加了需求和供给两端的因素，因而涨价的速度更快，幅度或更大。

#### ➤ 展望未来：通胀有近忧，无远虑

此轮价格上涨虽快速，但或难以持久，首先，从长周期来看，中国快速工业化的时期已经过去，随着经济增速中枢的下行，大宗商品的需求也将同步下降，其在2000年到2007年的长周期大行情将不可复现。而从短周期看，下游的需求难以承担上游涨价压力，从而反过来将对价格的上涨造成压力。这在光伏等部分行业已经有所反应。

而从长期看，人口老龄化、债务高企化和贫富差距化仍是中长期内压制经济需求的重要因素，经济增速中枢的下行或仍难以避免，伴随而来的是物价的趋势性走低，站在更长的历史周期中，我们更应该担心的或是通缩的到来。

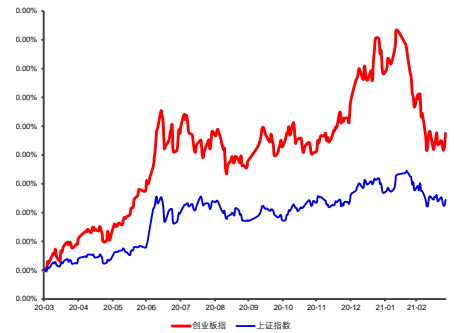
#### ➤ 策略：短期抗通胀，长期抗通缩

短期看，大宗商品价格的上涨仍在途中，有色、化工、建材、农产品等涨价品种依然值得关注，尤其在当前从“估值牛”到“业绩牛”的市场风格之下，周期板块同时兼具低估值和抬业绩双重优势。但站在更长的时间维度，在整体经济增速中枢下行之下，未来资产回报的预期或同步下行，在此背景下，一些具备长期稳定高分红、良好现金流的生意模式如水电等有望受到追捧。

#### ➤ 风险提示

货币政策收紧超预期风险，疫情反复的风险。

### 相对市场表现



张晓春 分析师  
执业证书编号：S0590513090003  
电话：0510-82832053  
邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

张晓春 联系人  
电话：0510-82832053  
邮箱：zhangxc@glsc.com.cn  
徐铮辉 联系人  
电话：0510-82832053  
邮箱：xzh@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《本周策略展望：关注涨价、低估和碳中和相关机会》
- 2、《盛宴持续，酒杯未到撤离之时》  
2021.03.18
- 3、《工业生产维持景气，消费升级销售高增》  
2021.03.16

## 正文目录

1.	通胀预期是影响当前市场的主要变量 .....	3
2.	回溯历史：此轮通胀相当于 2010 年和 2016 年的叠加版.....	5
2.1.	2010 年的需求拉动涨价 VS 2016 年的供给侧带动的涨价 .....	5
2.2.	此轮涨价叠加供需两重因素，涨价或更加快速凌厉 .....	7
3.	展望未来：通胀有近忧，无远虑 .....	9
3.1.	此轮涨价虽急速，但或难以长久 .....	9
3.2.	从长期看，通缩或更值得担忧 .....	11
4.	策略：短期抗通胀，长期抗通缩 .....	12

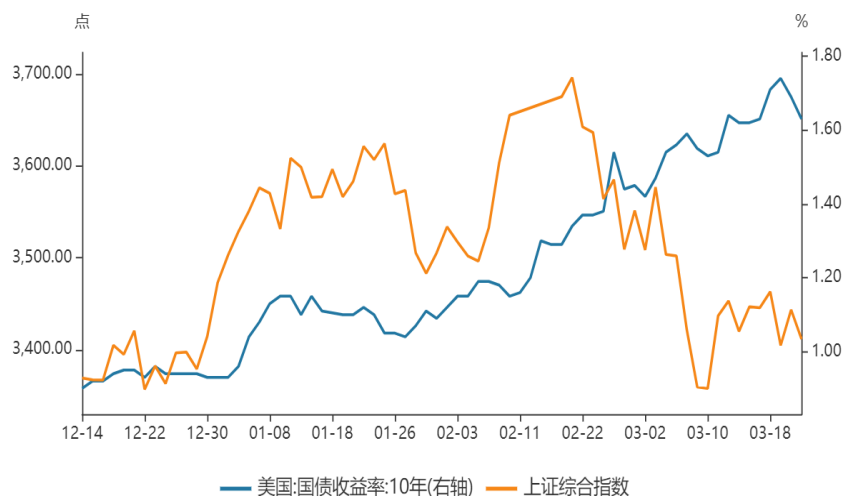
## 图表目录

图表 1:	近期，美国 10 年期国债收益率上涨成为压制市场的重要因素.....	3
图表 2:	通胀预期推升美国 10 年期国债收益率.....	4
图表 3:	主要经济体通胀有所抬头，但仍处温和区间.....	4
图表 4:	当前 CPI 尚未达到 2015 年至今的中位和均值.....	4
图表 5:	大宗商品价格近期大幅上涨 .....	5
图表 6:	土耳其、俄罗斯、巴西加息前后利率对比 .....	5
图表 7:	土耳其、俄罗斯、巴西物价 .....	5
图表 8:	大宗商品价格近期大幅上涨相当于前两轮因素的叠加.....	6
图表 9:	2010 年量价齐升 VS 2016 年价升量降.....	7
图表 10:	2010 年生产资料上涨伴随生活资料上涨，2016 年仅是生产资料上涨.....	7
图表 11:	春节档票房较 2019 年增长 33% .....	8
图表 12:	春节档观影人次较 2019 年增长 21%.....	8
图表 13:	此轮复苏叠加了前期的周期因素.....	8
图表 14:	主要大宗从去年低点以来的涨幅.....	9
图表 15:	主要基本金属对外依存度.....	9
图表 16:	中国粗钢年产量已达 10 亿吨.....	10
图表 17:	随着经济增速放缓，粗钢需求增速放缓.....	10
图表 18:	光伏组件从今年 2 月份开始上涨快速.....	11
图表 19:	全球累计确诊和新增确诊人数.....	11
图表 20:	每百人新冠疫苗接种量：全球.....	11
图表 21:	过去 20 年全球经济增速中枢下行.....	12
图表 22:	主要发达国家利率自上世纪 80 年代起趋势下行.....	12
图表 23:	美国、日本及欧盟在过去几十年 CPI 中枢下行.....	12

## 1. 通胀预期是影响当前市场的主要变量

美国 10 年期国债收益率成为近期影响市场的重要因素。年初以来，美国十年期国债收益率连续快速走高，从年初的 0.93% 一路上行至近期最高达到 1.74%，美债收益率的快速上涨也成为近期压制市场的主要因素，尤其是春节之后，股指表现与美债收益率之间呈现明显的负相关，每一次美债收益率的高企都伴随着市场波动加剧和重心下移。

图表 1：近期，美国 10 年期国债收益率上涨成为压制市场的重要因素



来源：国联证券研究所

美债收益率上涨反应通胀预期上升。美国国债收益率（名义利率）从 2020 年 4 月初的 0.62% 涨至当前 2021 年 3 月 19 日高点突破 1.74%，而在此区间，10 年期国债实际收益率 -0.29% 降至 -0.57%，由于名义利率等于实际利率加通胀预期，可见，近一年来，在实际利率走低的之下，名义利率的上涨几乎完全来自于通胀预期的贡献。通胀预期（通胀预期=名义利率-实际利率）在此期间从 0.91% 大幅上涨至 2.31%。

图表 2: 通胀预期推升美国 10 年期国债收益率



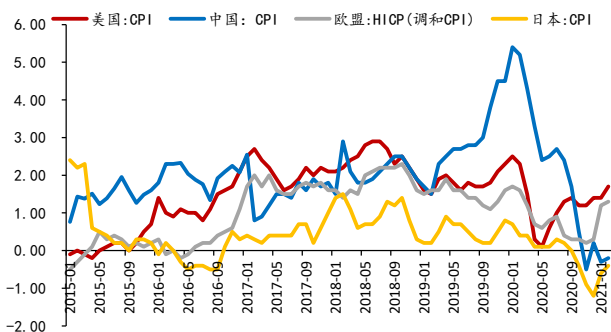
来源: Wind, 国联证券研究所

事实上，当前真实的通胀虽有所抬头，但并未真正到来。在全球主要经济体中，美国的通胀反弹的最为快速，但 2 月份 CPI 也仅为 1.7%，核心 CPI 更是只要 1.3%，离 2% 的通胀目标仍尚有距离；欧盟 CPI 同样快速反弹，但绝对值只是 1.3%；日本则仍在通缩的泥潭之中，2 月份最新 CPI 仍在负值区间，为 -0.4%；中国受翘尾因素拖累，今年前两个月 CPI 同样表现较为低迷，分别为 -0.3% 和 -0.2%。

从相对值来看，我们通过比较上述四个主要经济体的当前通胀水平和 2015 年至今的中位值和均值，发现四个主要经济体当前的 CPI 均低于这 16 年以来的均值和中位值。

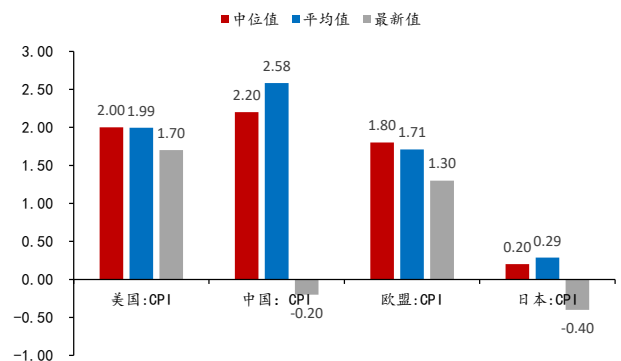
可见，不论是通胀的绝对水平还是和历史值相比的相对水平，当前通胀整体上依然处在温和区间。

图表 3: 主要经济体通胀有所抬头，但仍处温和区间



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 当前 CPI 尚未达到 2015 年至今的中位和均值



来源: Wind, 国联证券研究所

而在目前通胀水平相对温和之下，通胀预期如此高涨，主要受几方面因素推升。一是当前大宗商品价格上涨快速迅猛，尤其是基本金属价格上涨迅猛。铜、铝等多种基本金属价格都已创下历史新高。

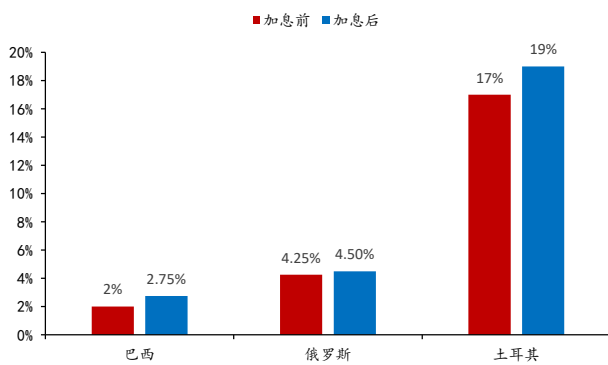
图表 5：大宗商品价格近期大幅上涨



来源：Wind，国联证券研究所

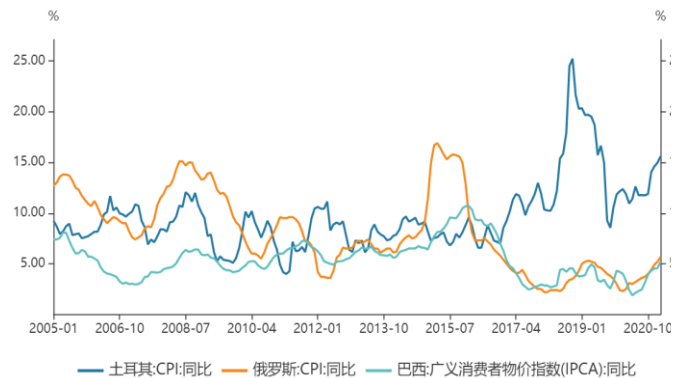
与此同时，在发达国家债券收益率高企之下，新兴市场国家汇率贬值压力增大，进入 3 月以来，随着复苏的推进、汇率贬值压力的上行，新兴市场国家掀起新一轮加息潮也导致对通胀和货币政策收紧预期斗升。3 月 18 日，土耳其和巴西在同一天宣布加息，分别加息 200 和 75 个基点；次日，俄罗斯也宣布加息 25 个基点跟进。虽然加息动机不尽相同，但通胀及资本外流风险成为促使这些国家央行行动的共同因素。

图表 6：土耳其、俄罗斯、巴西加息前后利率对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：土耳其、俄罗斯、巴西物价



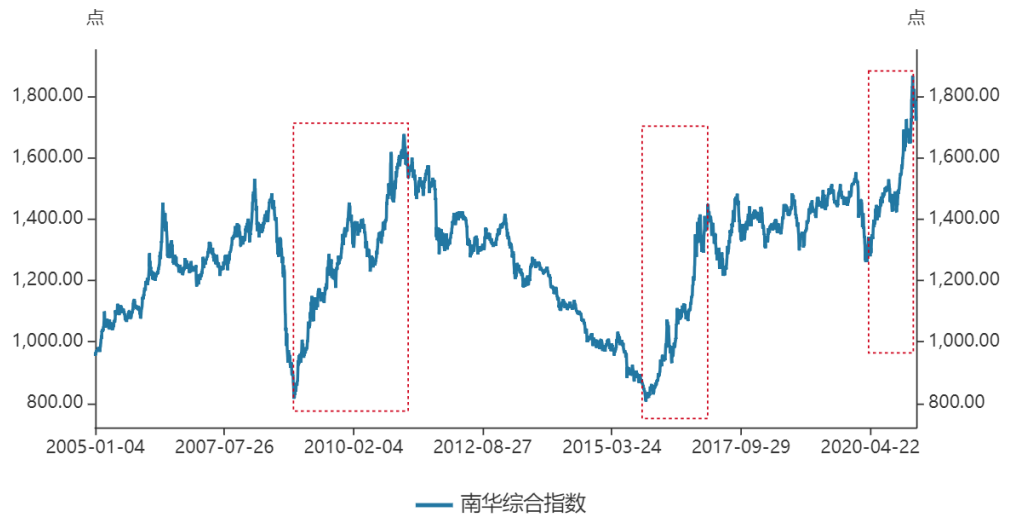
来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 回溯历史：此轮通胀相当于 2010 年和 2016 年的叠加版

### 2.1. 2010 年的需求拉动涨价 VS 2016 年的供给侧带动的涨价

此轮价格尤其是大宗商品价格的快速上涨，我们认为既有需求端，也有供给侧的因素。前者类似 2008 年金融危机后，四万亿刺激下 2009 到 2011 年年中的复苏行情，而后者正如 2016 年供给侧结构性改革下大宗商品的价格上涨。此轮价格上涨比上两轮力度更强正是同时兼具了前两轮的因素。

图表 8：大宗商品价格近期大幅上涨相当于前两轮因素的叠加



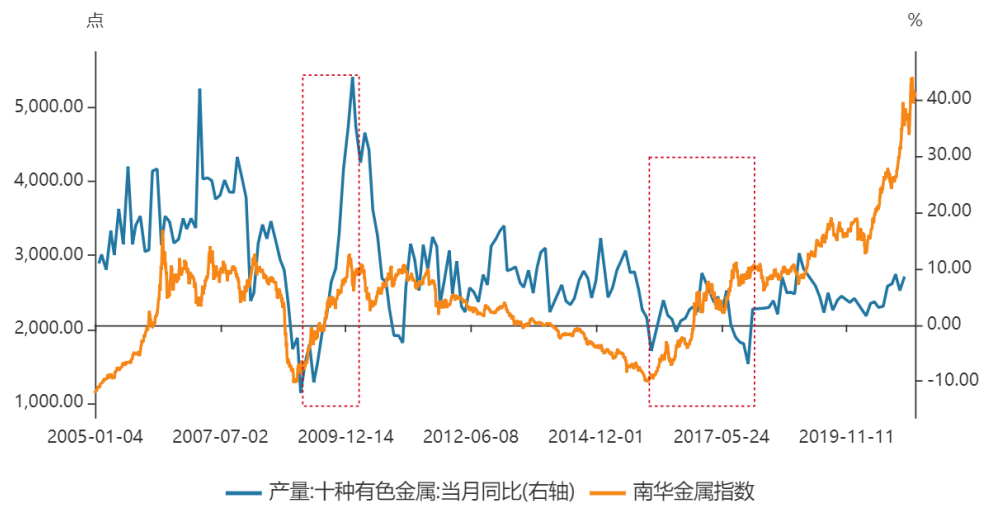
来源：Wind，国联证券研究所

价格的上涨由需求拉动，还是由供给下降造成，两者的区别在于，在需求拉动下，价格的上涨伴随着量的上行，而供给原因带来的上涨，更多呈现的是价升量稳或者是价升量降。其次，如果由需求拉动涨价，在产品涨价的顺序上，往往下游先上涨进而带动上游涨价，而供给因素造成的涨价则相反，上游价格的上涨发生在更加的早期，而如果没有足够的需求带动，甚至这种涨价无法顺利传导到下游。

以前两轮涨价为例，我们用十种有色金属的产量同比代表量的变化，以南华金属价格指数代表价格的走势，2009 到 2011 年的价格上涨伴随着产量的快速上升，2010 年，十种有色金属的产量增速最高时达到 44%；而 2016 年，在产品价格上涨之下，产量的增速呈现下行，在供给侧结构性改革之下，环保限产导致的供给收缩成为价格上涨的重要动力。



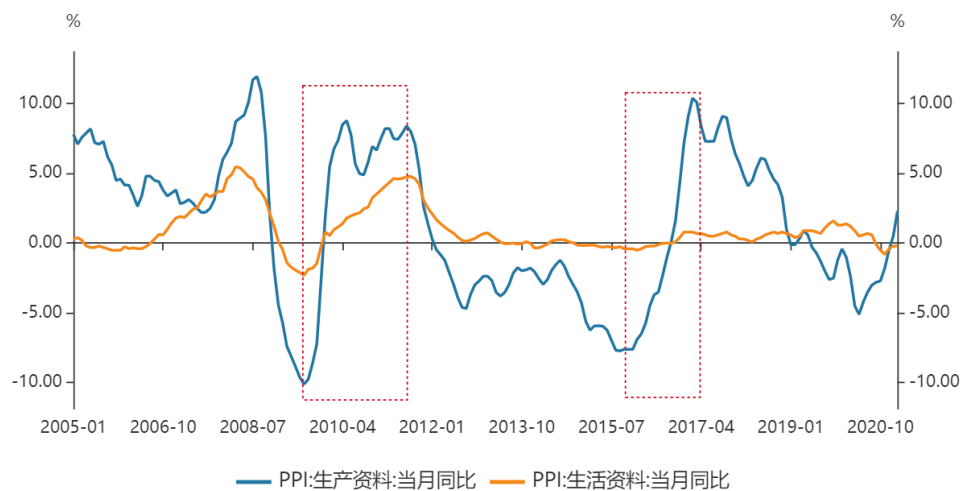
图表 9：2010 年量价齐升 VS 2016 年价升量降



来源：Wind，国联证券研究所

从涨价的顺序和结构看，金融危机后的涨价体现为 PPI 中生产资料和生活资料的同步上涨，而 2016 年的上涨，更多的只是表现为上游生产资料价格的上行，而偏下游的生活资料价格则变化并不大。

图表 10：2010 年生产资料上涨伴随生活资料上涨，2016 年仅是生产资料上涨



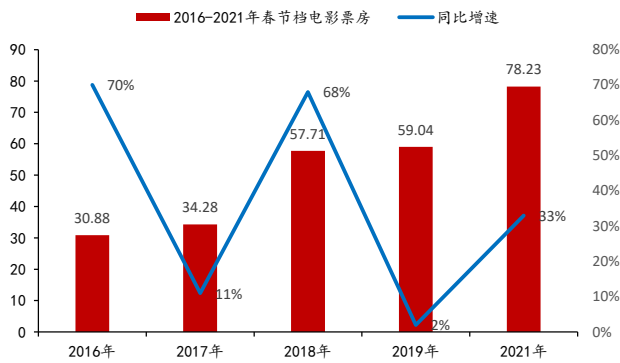
来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2. 此轮涨价叠加供需两重因素，涨价或更加快速凌厉

而这轮价格的上涨则兼具以上两种因素。从需求端看，进入后疫情时代，在低基数和人们生活逐渐回归常态之下，需求回升显而易见，如前文所述十种有色金属的产量同比逐渐回暖，此外，补偿性需求相当旺盛，过年春节档观影人次和票房明显复苏，而根据某旅行平台数据显示，目前的清明假期机票预订量已经是 2019 年同期的 1.3

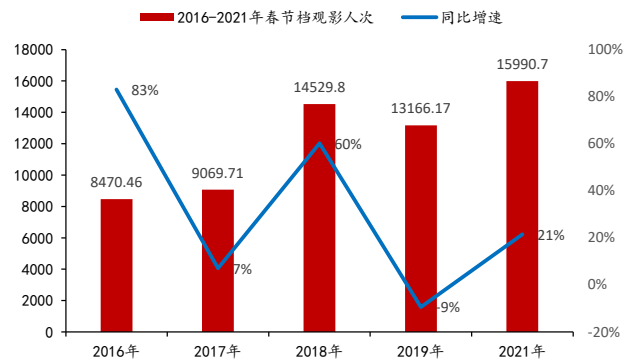
倍。去哪儿平台数据显示，目前五一期间出行的机票预订量已经达到 2019 年同期的 2 倍，受供需关系影响，机票价格也随之回归。

图表 11：春节档票房较 2019 年增长 33%



来源：Wind，国联证券研究所

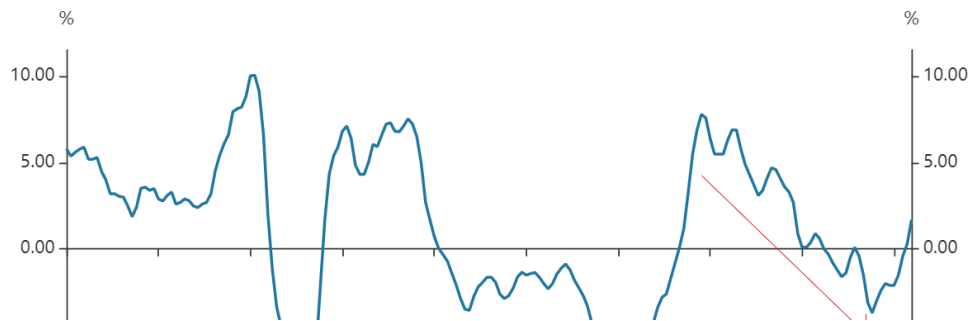
图表 12：春节档观影人次较 2019 年增长 21%



来源：Wind，国联证券研究所

而从供给端看，一方面，从纵向看，在疫情之前，通过观测 PPI 指标，可以看出，2018 年初到 2019 年底，经济已经持续调整了两年时间，2019 年底，经济呈现出阶段性的补库存需求，但受疫情中断，供给端持续出清，使得供给端进一步紧缺。

图表 13：此轮复苏叠加了前期的周期因素



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\\_18680](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18680)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>