

再论通胀

证券研究报告

2021年06月03日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：汇率双边市》
2021-05-31
- 2 《宏观报告：把握大盘成长投资价值提升的窗口期》 2021-05-28
- 3 《宏观报告：5月资产配置报告》
2021-05-27

短期通胀的原因是严重供求错配。供求错配来自于疫情带来的三个特殊性：疫苗在世界各国的分配不均衡，发达国家商品需求所受影响远小于生产，劳动力市场的供给恢复慢于需求。通胀压力的拐点最终将呈现为两个信号：一个是供求错配的缓和，一个是商品库存的回升。

至少目前来看，长期通胀的需求基础并不存在。新冠疫情没有提升生产效率，没有带来潜在经济增速的提高，也没有解决贫富差距、结构分化的问题，反而降低了效率、放大了矛盾、扭曲了结构、压制了潜在增速。传统通胀的传导阻滞，最终货币形成的不是实物价格型通胀，而是资产价格型通胀。

一些推动长期通胀趋势性回升的因素开始若隐若现。拜登的大政府倾向可能改革里根政府以来以自由资本主义为基础的分配制度，通胀趋势上行的条件可能出现；供给侧也存在对推动通胀回升的长期因素，例如逆全球化和碳中和。

通胀反映在资产价格上的核心矛盾是联储和市场对于通胀的认知差异。各国央行对通胀的态度集中于短期，认为通胀是短期供应因素和基数效应的扰动，不太可能可持续，因此有必要维持大规模刺激。但资产价格的短期核心逻辑还是流动性，只要美联储表态不变，美股受益于流动性，依然维持买入。

风险提示：【美联储货币政策收紧超预期，疫情超预期，美国财政刺激超预期】

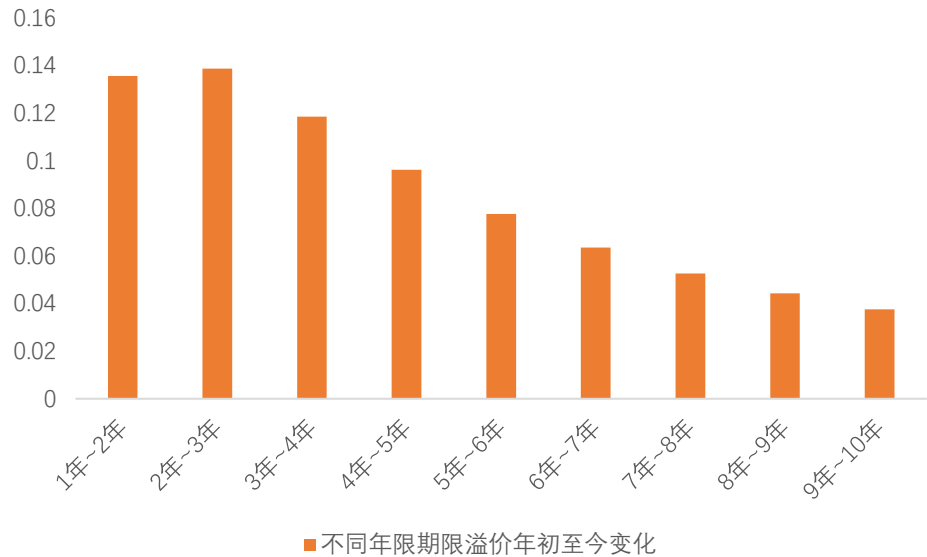


一、市场对通胀的主要分歧是通胀的持续性

短期通胀冲高已经是基本事实，但对于通胀的持续性，市场的分歧从未如此巨大。这次通胀，到底是长期中枢抬升，还是短期一次性脉冲？前财长萨默斯和一些传奇投资者站在了“通胀将持续性超预期”的观点一边，而全球主要央行和国际投行基本都站在“通胀只是暂时性现象”的观点一边。

从当前市场对于通胀预期的定价来看：市场仍然认为通胀只是中短期的。TIPS 盈亏平衡通胀率显示核心通胀水平短期远高于美联储目标，但长期与目标持平。

图 1：不同年期限溢价年初至今变化



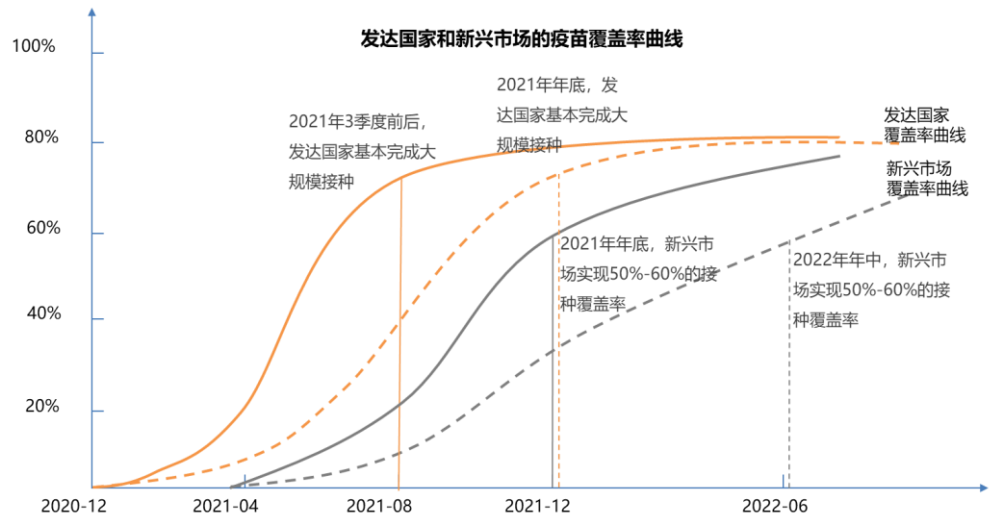
资料来源：New York Fed，天风证券研究所

二、通胀的短期性——疫情冲击后的供求错配

对于通胀的短期性，主要的观点认为这次通胀是短期的供求错配所致，因此主要表现为商品低库存下的价格高弹性，未来供给恢复正常后，商品库存将回补，价格会周期性回落。和 2008 年之后的复苏周期相比，本轮经济复苏最大区别的是严重供求错配。供求错配来自于疫情带来的三个特殊性：**疫苗在世界各国的分配不均衡，发达国家商品需求所受影响远小于生产，劳动力市场的供给恢复慢于需求。**

第一，疫苗在世界各国的分配不均衡：疫情是最大的政治，疫苗是最大的政策。疫苗的分配决定了经济复苏。发达国家（消费国）和新兴市场（生产国）、欠发达国家（资源国）的疫苗覆盖率差异在 2021 年中达到最大，对应了商品供求错配最严重的阶段。2021 年下半年，供求错配逐渐修复，但依然有缺口。

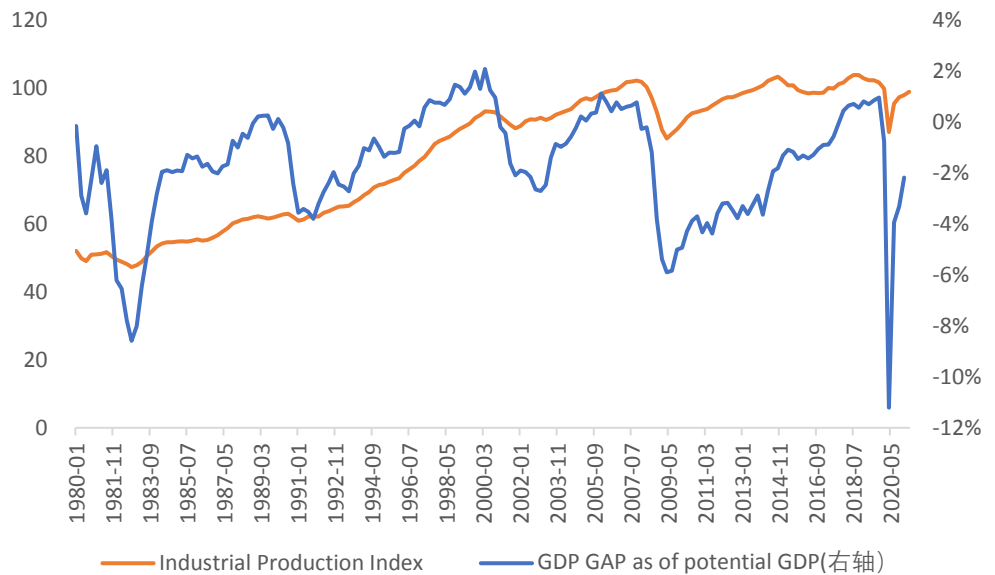
图 2：新兴国家和新兴市场的疫苗覆盖率曲线



资料来源：天风证券研究所绘制

第二，生产和需求的恢复不均衡：本轮疫情后，全球总需求曲线恢复很快。2008年金融危机，美国花费3年时间才使GDP回到危机前（2007年12月），而中国依靠四万亿财政刺激，保持了同比6%以上的高增长。本轮疫情后，美国依靠大规模的财政和货币刺激在今年一季度已回到疫情前（2020年一季度）水平，中国则凭借良好的疫情防控措施在去年实现经济的正增长。

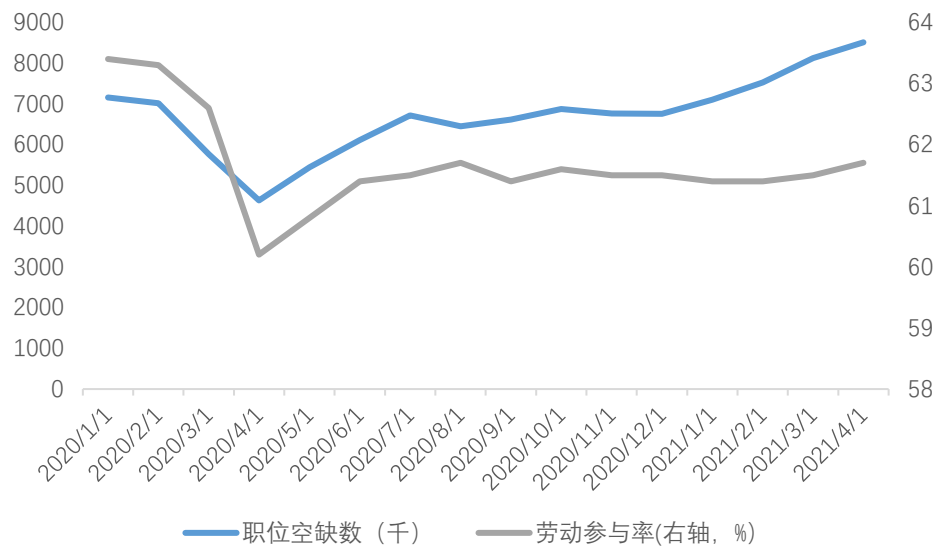
图 3：美国经济较快修复



资料来源：Fred，天风证券研究所

第三，劳动力市场的供求错配：4月非农就业弱于预期，但JOLTS数据创历史新高，显示美国就业市场整体呈现供不应求的状况。感染疫情的担忧和不断的失业补助拖累就业市场的恢复。当前来看，一方面随着服务业的快速恢复，部分劳动力被重新吸引回就业市场，但随着新一轮失业救济于2021年3月底开始发放，美国就业市场供给的拖累仍然存在。

图 4: 美国职位空缺 vs 劳动参与率



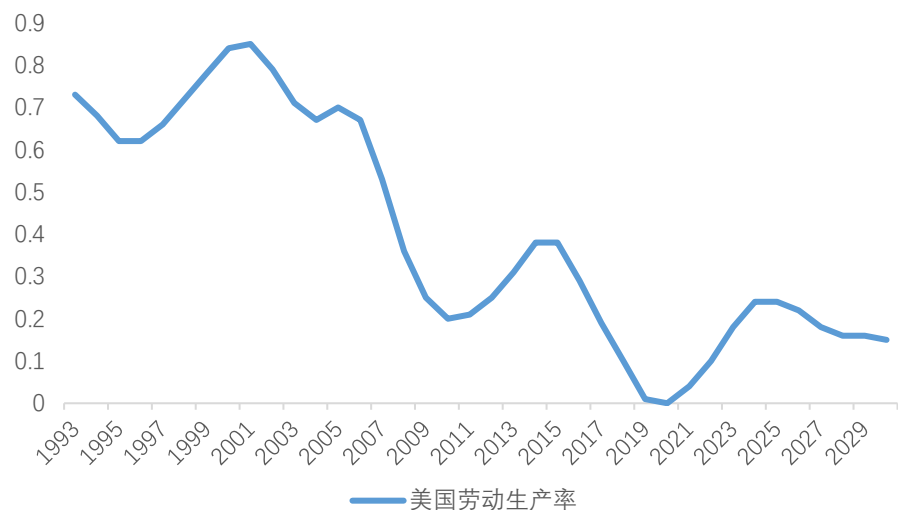
资料来源: WIND, 天风证券研究所

三、主要表现为资产价格型通胀——从货币到需求的传导通道阻滞

至少从短期来看, 长期通胀的需求基础并不存在。

新冠疫情没有提升生产效率, 没有带来潜在经济增速的提高, 也没有解决贫富差距、结构分化的问题, 反而降低了效率、放大了矛盾、扭曲了结构、压制了潜在增速。我们预计美国经济最快在 2021 年四季度实现产出缺口转正, 在 2022 年复苏放缓后回到新的潜在增速水平, 但这个新的水平将会低于疫情前。

图 5: 美国劳动生产率



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

具体而言, 传统的通胀传导需要企业投资和居民消费、房地产投资这几个渠道。对企业来说, 短期的资本开支会在 2021 年会得到修复, 但效率下降、负债上升会抑制长期资本开支的空间, 并影响到居民的长期收入预期。对居民来说, 根据纽约联储今年 4 月的调查结果, 3 月经济补助中的大部分被用于储蓄和偿还债务, 仅有不到四分之一被用于花费; 42% 被用于储蓄, 去年以来三轮补助的储蓄率整体呈上涨趋势。其中低收入人群因为消费结构

中刚性比例更高（生活必需品），去年 7 月开始消费水平即高过疫情前；高收入人群出行服务消费（娱乐、旅游）占比更高，受到疫情限制更多，消费意愿恢复较慢，且为了应对疫情带来的不确定性，预防性储蓄意愿较强。整体而言，目前 13%左右的美国居民储蓄率与上世纪七十年代的水平相当，其中很大一部分是预防性储蓄，且集中在高收入人群。疫情后，居民的被动性储蓄不会很快转化成消费是一个普遍模式，预防性储蓄的上升反映了居民长期收入预期下降和结构性失业问题。美国房地产销售随着长端美债利率的上升已经连续三个月回落，其中独栋户型销售下滑幅度明显，房屋库存开始回升；另外，这一轮地产投资周期，只有中高收入家庭加杠杆，对全球大宗来说影响有限。

图 6：美国纽约联储对居民储蓄率在三轮财政刺激后的储蓄率

| How Households Use Their Stimulus Checks | | | |
|--|------|---------|-------|
| Stimulus Round | 1 | 2 | 3 |
| Reporting month | June | January | March |
| Average percentage spent | 29.2 | 25.5 | 24.7 |
| Average percentage saved | 36.4 | 37.1 | 41.6 |
| Average percentage toward debt | 34.5 | 37.4 | 33.7 |

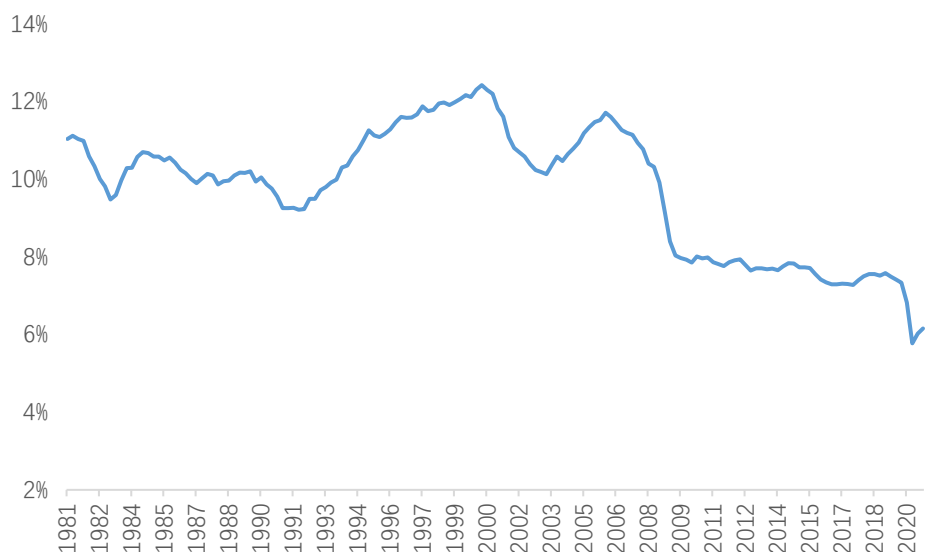
Source: New York Fed Survey of Consumer Expectations (SCE).

Notes: Round 1 results are based on 1,423 respondents to the June 2020 special SCE survey who reported receiving a stimulus check. Rounds 2 and 3 results are based on 1,062 and 1,007 respondents to the January and March 2021 Core SCE surveys, respectively, who received or expected to receive second- and third-round stimulus checks.

资料来源：NY FED，天风证券研究所

疫情成为了发达经济体实践财政货币化的契机。美联储资产负债表将近 8 万亿美元，比 2019 年末增长了接近 4 万亿美元。由于传统货币-通胀的传导渠道阻滞，导致经济增长内生动能不足的因素并未得到改善，货币依然难以形成大规模资本投入。上世纪末美国货币的资本形成比例是 10-12%，本世纪货币的资本形成比例只有 5-6%。传统通胀的传导阻滞，最终货币形成的不是实物价格型通胀，而是资产价格型通胀。

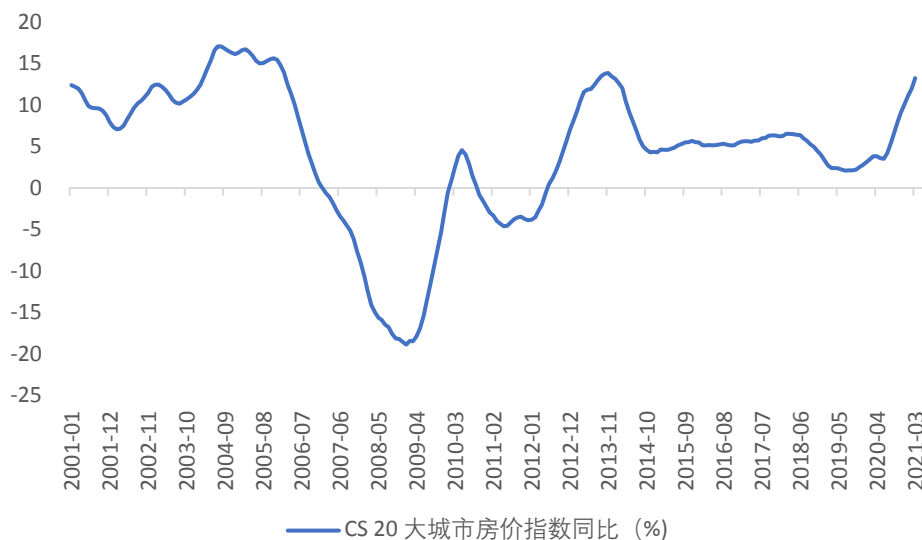
图 7：美国资本形成存量比 M2 存量



资料来源：WIND，天风证券研究所

穷人的支票转化为消费，富人的支票转化储蓄，最终转变为金融市场的流动性，推升资产价格上涨。核心资产的价格不断创新高。去年至今标普 CS20 大城市房价指数上涨了 12%，道琼斯指数从去年 3 月 23 日底部上涨了 102%。

图 8: CS20 大城市房价指数



资料来源: FRED, 天风证券研究所

四、短期通胀压力的拐点——观察大宗商品的顶部信号

如果认为通胀是由低基数和供给不足导致的短期现象，只体现为商品的库存周期，而不影响长期产能，那么通胀压力的拐点最终将呈现为两个信号：一个是供求错配的缓和，一个是商品库存的回升。以铜和原油为例，供给端的差异体现在铜和油的价格涨幅差异上。疫情过后铜价创下历史新高，而油价仅是 2008 年 6 月历史高点的一半。

图 9: 铜价 vs 油价



资料来源: WIND, 天风证券研究所

对于原油而言，美国页岩油革命爆发后，原油市场长期产能过剩。OPEC 剩余产能大约有 700 万桶/日。后续随着库存去化、油价回升，这部分剩余产能可能重回市场。疫情对原油市场的主要需求-交通运输冲击较大，这导致原油市场库存处于历史相对高位，而铜库存一度非常紧张。

图 10: 铜库存 vs 原油库存



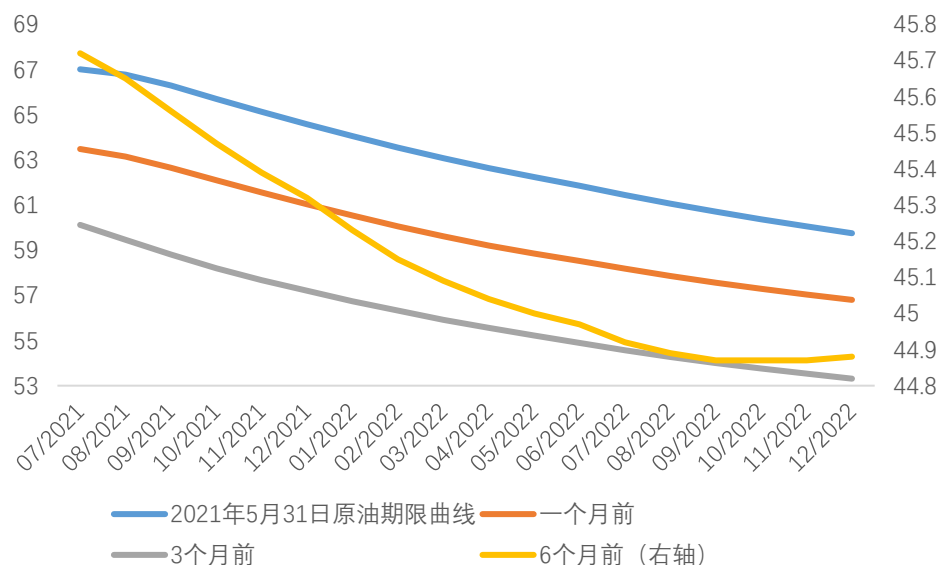
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2021年5月,铜价了突破2011年的高点,上涨斜率接近2009-2011年的上轮牛市。次贷危机后的铜牛是金融属性和工业属性共振的结果,本轮铜价的上涨同样受这两股力量推动。与次贷危机后铜牛不同的是,本次疫情后铜的供求错配很大程度上来源于供给端的约束而非需求端的高增。

从历史来看,铜价的见顶信号有三类:第一类是供求矛盾的缓解,具体表现为经济复苏的放缓和粗炼费用的回升;第二类是美债实际利率的上行;第三类是供给面的改善。4月中美制造业PMI都出现了高位回落。下半年随着铜矿供给增量的释放和制造业复苏的放缓,供求错配对铜的商品属性支撑将有所下降,对应铜的粗炼费用可能会开始回升,铜价的拐点可能随之出现。

原油方面,根据EIA 5月月报,原油市场供给将在Q3跟上需求。期货市场的原油曲线显示近端价格高于远端价格,表明市场认为当前紧张的供需面将在未来得到缓解。

图 11: 不同时间的原油期限曲线 (NYMEX 轻质低硫原油)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

五、通胀的长期性担忧——历史性转折的若隐若现

整体而言，正如美联储一再强调的那样，大部分的通胀压力可能都是暂时的和一次性的，比如低基数、疫情造成的复苏不均衡、劳动力市场供给不足、疫苗的分配不均等。但是仍然有一部分供给短缺带来的通胀压力可能会继续存在，比如精铜矿的长期产能不足、车规级芯片的结构性短缺等。在一些非常重要的基础材料等领域，确实可以看到供应限制的持续性。

但另一类对通胀的长期性担忧就更具有历史性。

需求端来看，导致通胀走低的因素依然存在：发达国家人口老龄化、生育率下降仍在加剧；全球创新主要聚焦于商业模式，硬件投入尚未形成提高社会生产效率的质变；技术进步和全球化提高了效率，但有损公平，政府必须要付出更多努力关注弱势群体。

但推动长期通胀趋势性回升的因素开始若隐若现。拜登上任 100 天内，总共推出了 6 万亿美元的财政刺激计划（纾困、基建、税改计划），类似于当年罗斯福的新政（New Deal）和约翰逊的伟大社会（Great Society），无疑是一次凯恩斯主义的回归，“大政府的时代”的呼之欲出，是对 40 年前里根革命的一次反革命。一旦美国政府开始左转，改革里根政府以来以自由资本主义为基础的分配制度，通胀趋势上行的条件可能出现。

尽管拜登有意愿改革财富分配制度，包括提高富人和大企业的所得税率，提高最低工资，传统基建拉动就业，增加对中低收入者的转移支付等。但具体来看，历史上的基建投资计划（罗斯福新政、约翰逊伟大社会）曾伴随通胀的走高，但随着基建投资内涵的改变和规模作用的减弱，基建对通胀的影响在下降；历史上美国税收政策在调解美国财富分配呈下降态势。加税大部分时候能缩小贫富差距，但改善也仅仅是短暂的。

此外，美国两党、社会的政治观点极化让这项改革变得困难重重（共和党反对将最低工资提升至每小时 15 美元，即是政治极化的一个缩影）。从资金使用来看，传统基建和人力资本投资将让劳动者相对受益，其落地概率较大，贫富差距得以暂时缩小。新能源基建将让科技公司相对受益、高耗能的传统企业相对受损，抬高能源成本也将加大贫富差距；由于遭到了共和党利益相关者的强烈反对，预计落地规模较小。

两党的共识可能是对大型科技企业的反垄断执法，国会考虑迫使科技巨头将它们占据主导地位的在线平台与其他业务部门分开，由民主党人领导的众议院司法委员会反垄断小组委员会准备提出全面改革，这可能在长期会鼓励创新（如同 1970 年代 IBM 被分拆），提高社会劳动生产率，改善财富分配机制。收入分配的均衡化在长期会带来通胀的走高和利率中枢的上升，并可能扭转过去四十年贫富差距拉大带来的长期通缩局面。

图 12：加税期间贫富差距

0.52

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_19918

