

展望将于 2021 年到来的通胀周期

通胀专题系列研究二

核心结论

从经济周期来看，通货膨胀是由供给和需求的缺口来确定的，因此经济增长领先于物价增长的变化。复盘历史，中美GDP增速的低点通常都是领先通胀的低点一年以内出现。值得注意的是，这次疫情对居民收入水平的冲击不及金融危机时期，未来新冠疫苗的成功上市将会加速需求回暖。

从货币角度来看，2008年金融危机后，尽管美日欧多次进行QE和低利率，但发达国家的通胀情况依旧低迷。主要表现在：1) 货币流通速度放缓。经济低迷，私人部门对储藏货币的意愿高于支出意愿。2) 货币乘数下降。央行提供的基础货币无法创造更多的广义货币。一方面，金融危机后银行惜贷意愿加剧，流动性没有全部流向实体经济。另一方面，金融市场的分流作用，房地产、股票、债券等投资品价格上涨，而消费品价格低迷，因此表面上看狭义通胀消失。从复盘历史和实证检验来看，技术进步、全球化、老龄化和贫富差距加大是发达国家在2008年之后通胀低迷的主要因素。

我们认为这次货币超发的效果将会与之前不同。1) 今年全球财政政策与货币政策双管齐下，提高了央行投放基础货币的效率，帮助流动性更好地流入实体经济。企业和居民部门资产负债表受到的冲击弱于金融危机时期，疫情过后虽然短期投资和消费需求尚未恢复，但中期提高了通胀上升的预期。2) 货币政策中的创新型工具也帮助资金更加精准有效地流向实体企业。因此今年主要经济体的广义货币同比增速都明显上升，中国达到2017年以来的最高值，美国创下1960年以来的最高值，欧日都达到了金融危机结束后的最高值。

对于3到6个月左右的短期，我们认为疫情影响并未完全消退，通胀压力还不明显。这次疫情期间的封锁隔离导致需求受到的冲击大于供给，复苏阶段生产快于消费，短期内基础货币投放后银行信用派生的能力尚未完全恢复，再加上今年3月至今全球股市都出现了一波“流动性牛市”，造成了货币分流，所以下游需求的通胀难以快速回升。但是从6个月以上的中期来看，全球通胀有望加速回归。也就是说，2021年二季度之后有望迎来新的通胀周期。一方面，货币投放、信用派生传导到下游需求改善开始发力，另外新冠疫苗成功上市和接种将会助力全球经济复苏；另一方面，全球疫情、贸易摩擦加剧了逆全球化趋势，各国倡导制造业回流，增加生产成本，将会抬升通胀水平。

投资建议：1) 权益：利好顺周期板块。核心变量是油价，短期看需求回升，长期看供给博弈。消费方面，核心变量是疫苗进展，服务业更加受益，航空、旅游、酒店、餐饮等可选消费行业的配置性价比提升。2) 黄金：抗通胀+避险，高位震荡。3) 债券：国债收益率短期震荡，中期上行。

风险提示：疫情发展超预期；货币政策转向风险。

分析师

熊雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

张育浩
18548912118
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
陶冷
15000831636
taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

2020年8月通胀数据点评：食品价格涨幅回落，非食品和工业品价格继续改善 2020年9月9日
2020年7月通胀数据点评：通胀继续升温，下半年仍有空间 2020年8月10日
2020年6月通胀数据点评：通胀企稳回升，下半年继续复苏方向不变 2020年7月9日
2020年5月通胀数据点评：通胀短期压力仍在，需求已逐渐改善 2020年6月10日
2020年4月通胀数据点评：通胀压力继续回落 2020年5月12日
通胀专题系列研究一：2020年猪价对通胀的影响展望 2020年3月13日

索引

内容目录

1. 从经济周期角度看通胀.....	5
1.1 中国	5
1.2 美国	6
1.3 疫苗对消费侧的帮助	8
2. 从货币超发角度看通胀.....	9
2.1 货币流通速度放缓	10
2.2 货币乘数下降	11
2.3 技术进步	14
2.4 全球化	15
2.5 老龄化	17
2.6 贫富差距	19
2.7 本轮货币超发的作用有何不同?	19
2.8 小结	21
3. 核心结论与投资建议	22

图表目录

图 1: 我国 GDP 同比增速与 CPI、PPI 同比增速的变动趋势基本一致.....	5
图 2: 我国经济增长的主要驱动力.....	6
图 3: 美国 GDP 同比增速与 CPI、PPI 同比增速的变动趋势基本一致.....	7
图 4: 美国经济增长的动力	7
图 5: 美国个人总收入二季度不降反升	8
图 6: 中国城镇居民人均可支配收入	8
图 7: 我国失业率 5 月开始下降	8
图 8: 百度搜索指数	8
图 9: 美国消费者信心指数与零售增速正相关.....	9
图 10: 中国消费者信心指数与社零增速大多数时候正相关.....	9
图 11: 美国的个人储蓄率居于历史高位	9
图 12: 中美欧日 CPI 当月同比 (%)	10
图 13: 货币流通速度下降	11
图 14: 货币政策基准利率 (%)	11
图 15: 美国货币乘数在 2008 年金融危机后大幅下滑	11
图 16: 美国货币乘数今年 6 月开始有所回升	11

图 17: 中国的货币乘数高于美日欧	12
图 18: 美国超储率	12
图 19: 日本超储率	12
图 20: 欧洲超储率	13
图 21: 我国超储率位于历史低位	13
图 22: 标普 500 回购指数与标普 500 指数	13
图 23: 美国房价指数	13
图 24: 中国房价指数	14
图 25: 欧洲、日本房价指数	14
图 26: 科技进步降低了生产成本	15
图 27: 网上零售占比逐渐提高	15
图 28: 全球贸易开放度在 2008 年达到瓶颈	16
图 29: 全球 GDP 与 CPI	16
图 30: 中国和美国之间的贸易关税	17
图 31: 我国放松计划生育政策	18
图 32: 我国出生率和出生人口不断下降	18
图 33: 中国老龄化程度逐渐提高	18
图 34: 我国老龄化率还处于全球主要经济体的中下游	18
图 35: 美国不同财富等级的家庭收入恢复情况	19
图 36: 中美日欧的广义货币同比增速 (%)	21
图 37: 美国 PCE 同比	22
图 38: 中国广义货币增长传导至通胀回升存在一年以内时滞	22
图 39: 美国广义货币增长传导至通胀回升存在一年以内时滞	22
图 40: 日本广义货币增长传导至通胀回升存在一年以内时滞	23
图 41: 欧洲广义货币增长传导至通胀的时滞效应不及中美日明显	23
图 42: CRB 商品指数反映通货膨胀水平	23
图 43: 供需结构决定油价	24
图 44: 全球主要国家定期航班数量同比降幅逐渐收窄	24
图 45: STR 中国大陆样本酒店的入住率恢复至去年八成	24
图 46: 我国观影限制放开, 影院消费开始恢复	24
图 47: 未来美元贬值支撑金价	25
图 48: 通胀上行期金价同步上行	25
图 49: 通胀水平与短期利率	25
图 50: 通胀水平与长期利率	25
表 1: 通常情况下我国 GDP 同比增速的拐点比 CPI、PPI 同比的拐点领先或同步	6
表 2: 通常情况下美国 GDP 同比增速的拐点比 CPI、PPI 同比的拐点领先或同步	7
表 3: Lei Lv, Zhixin Liu 和 Yingying Xu (2019) 回归结果	14

表 4：中美日欧的财政政策	20
---------------------	----

1. 从经济周期角度看通胀

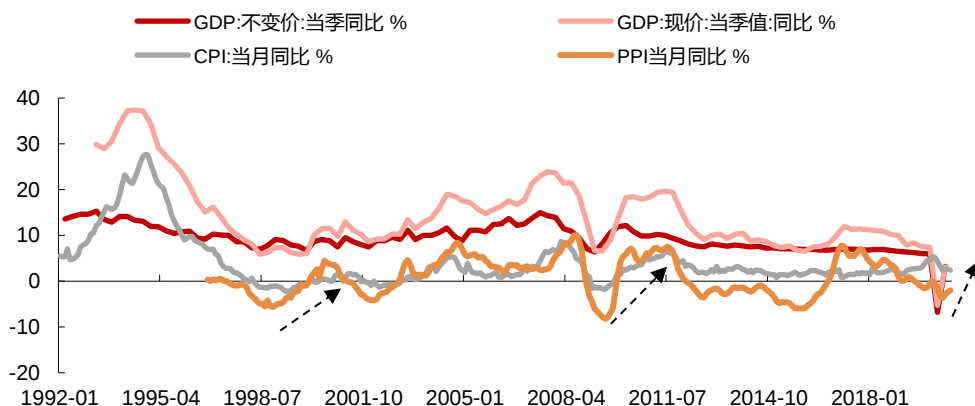
凯恩斯主义认为，通货膨胀是由供给和需求的缺口来确定的。在经济见底或者衰退之后，随着经济的复苏，市场需求回暖，需求逐渐超过供给，从而带动了物价的上涨，因此经济增长将是物价增长变化的先行指标。

1.1 中国

观察我国 GDP 同比增速和通胀水平（CPI、PPI）增速的来看，可以看到两者的变动趋势基本一致。而且，通常情况下，GDP 的拐点会比通胀的拐点领先半年到一年半的时间。尤其是在经济明显下行之后，GDP 的低点通常领先通胀的低点 1-11 个月不等，但都在一年以内。例如，中国在 1998 年和 2008 年经济增速见底之后，第二年 CPI 都出现了明显的上涨。1998 年，我国实际 GDP 同比增速在 6 月触及 6.9% 的周期低点后，CPI 在 1999 年 5 月达到 -2.2% 的低点，随后开始上行，而 PPI 则是在 1998 年 11 月就触底反弹。2008 年金融危机时期，我国实际 GDP 同比增速在 2009 年 3 月达到 6.4% 的低点，CPI 和 PPI 在 2009 年 7 月就都达到底部，随后进入上行周期，并在 2011 年 7 月达到周期高点。在经济大幅下行的情况下，作为逆周期调节的基建，以及受到政策刺激的地产率先恢复，叠加全球经济复苏后外需的回升，这三点使得工业品价格回暖，也就是 PPI 的逐步走强。经济好转，居民收入水平的提高带动了消费需求的复苏，因此 CPI（尤其是非食品项 CPI）会迎来上升。

2020 年由于新冠疫情的影响，我国 GDP 在 2020Q1 创下了 -6.8% 的同比增速，是 1992 年有记录以来的最低值。但随着二季度经济解封、逐步好转，PPI 已经在 2020 年 5 月触底（-3.7%），尽管 CPI 仍未见底，但是非食品项 CPI 在 7 月达到 0% 的低点。我们认为，今年下半年到明年一季度，在食品项 CPI 的高基数效应下，CPI 总体仍然呈现下降趋势，今年四季度重回 2% 以下。预计今年我国 CPI 累计同比增速大约为 2.5%，PPI 累计同比约为 -1.5%。但随着基数效应的褪去，以及下游消费需求的回暖，CPI 将在明年二季度进入上升通道，工业生产需求改善推动 PPI 转正。

图 1：我国 GDP 同比增速与 CPI、PPI 同比增速的变动趋势基本一致



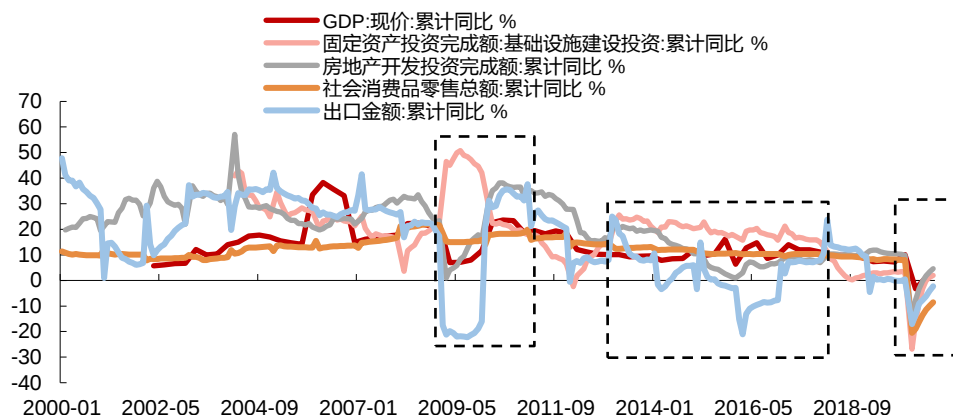
资料来源：WIND，西部证券研发中心

表 1：通常情况下我国 GDP 同比增速的拐点比 CPI、PPI 同比的拐点领先或同步

	实际 GDP	名义 GDP	CPI	CPI:非食品	PPI
高点	1993 年 3 月	1994 年 6 月	1994 年 10 月	--	--
低点	1998 年 6 月	1998 年 6 月	1999 年 5 月	--	1998 年 11 月
高点	2007 年 6 月	2007 年 9 月	2008 年 2 月	2008 年 8 月	2008 年 8 月
低点	2009 年 3 月	2009 年 6 月	2009 年 7 月	2009 年 7 月	2009 年 7 月
高点	2010 年 3 月	2011 年 6 月	2011 年 7 月	2011 年 6 月	2011 年 7 月
低点	2020 年 3 月	2020 年 3 月	--	2020 年 7 月	2020 年 5 月

资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 2：我国经济增长的主要驱动力



资料来源：WIND，西部证券研发中心

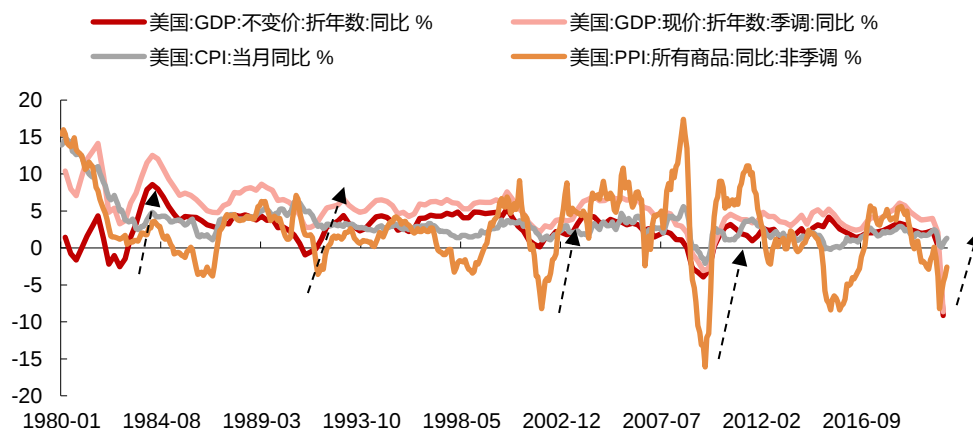
1.2 美国

观察美国，我们同样可以发现，美国 GDP 同比增速的拐点比通胀的拐点领先一年或者同步。在美国经济衰退后，通胀的低点在 GDP 的低点出现后的一年内看到，尤其是进入 2000 年后，GDP 的拐点基本只领先通胀的拐点一个季度左右。例如，2001 年由于互联网科技泡沫引起的经济衰退，美国实际 GDP 在 2001 年 12 月最低达到 0.15% 的同比增速，CPI 和 PPI 在 2002 年 1 月就见底回升。2008-2009 年金融危机后，美国实际 GDP 同比增速在 2009 年 6 月达到 -3.92% 的底部，CPI 和 PPI 在 2009 年 7 月就触底反弹，11 月回到正增长。CPI 在 2011 年 9 月最高达到 3.9%，PPI 在 2011 年 6 月最高达到 11.1%。

美国是这次疫情最严重的国家，目前累计确诊超过 700 万人，位居世界第一。但每日新增确诊人数已经从 7 月峰值的 8 万人明显下降至现在的 4 万多人。二次疫情爆发中最严重的加利福尼亚州、佛罗里达州、德克萨斯州目前也已经大幅好转。2020 年二季度，美国 GDP 环比下降 31.7%，是二战以来的最低值。美国 PPI、CPI、核心 CPI 也都分别在 2020 年 4 月、5 月、6 月达到了最低值，并开始回升。美国通胀水平更快触底，主要是因为美国在疫情尚未完全控制的时候过早重启经济，因此导致了 7-8 月的二次疫情，拖累了三季度的复苏进度。我们预计今年美国 CPI 累计同比大约为 1.2%。我们预测新冠疫苗在今年四季度得到美国 FDA 的批准，明年一季度开始在美国接种。消费有望迎来更加强劲的复苏，我们认为从 2021 年二季度开始美国的通胀中枢将会逐渐抬升，若疫苗进展和经济复苏超预期，明年下半年美国的通胀水平有

很大的概率会超过 3%。

图 3：美国 GDP 同比增速与 CPI、PPI 同比增速的变动趋势基本一致



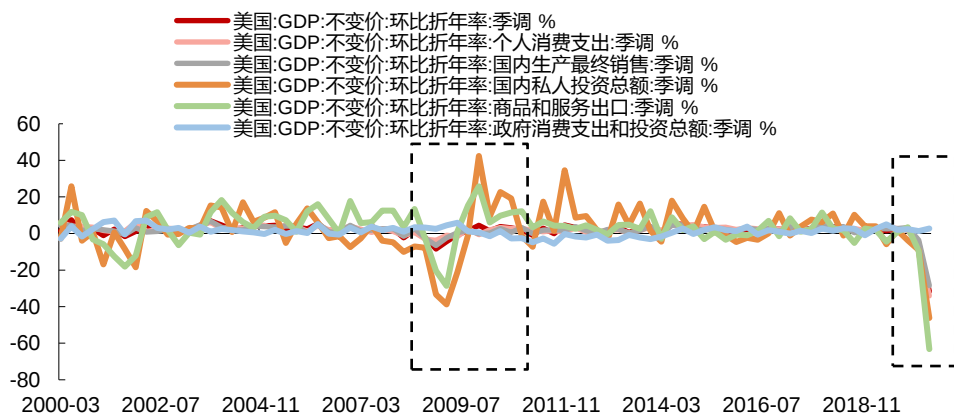
资料来源：WIND，西部证券研发中心

表 2：通常情况下美国 GDP 同比增速的拐点比 CPI、PPI 同比的拐点领先或同步

	实际 GDP	名义 GDP	CPI	PPI	核心 CPI
低点	1982 年 9 月	1982 年 9 月	1983 年 7 月	1983 年 1 月	1983 年 6 月
高点	1984 年 3 月	1984 年 3 月	1990 年 10 月	1990 年 10 月	1991 年 1 月
低点	1991 年 3 月	1991 年 3 月	1992 年 1 月	1991 年 10 月	1992 年 9 月
高点	2000 年 6 月	2000 年 6 月	2000 年 3 月	2001 年 1 月	2001 年 11 月
低点	2001 年 12 月	2001 年 12 月	2002 年 1 月	2002 年 1 月	2001 年 11 月
高点	2003 年 12 月	2005 年 3 月	2008 年 7 月	2008 年 7 月	2006 年 9 月
低点	2009 年 6 月	2009 年 6 月	2009 年 7 月	2009 年 7 月	2010 年 10 月
高点	2015 年 3 月	2018 年 6 月	2018 年 6 月	2018 年 7 月	2018 年 7 月
低点	2020 年 6 月	2020 年 6 月	2020 年 5 月	2020 年 4 月	2020 年 6 月

资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 4：美国经济的成长动力



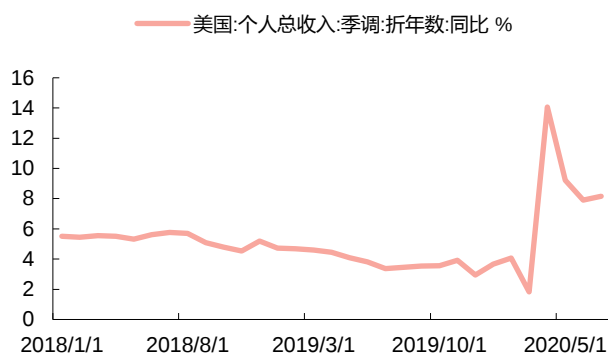
资料来源：WIND，西部证券研发中心

1.3 疫苗对消费侧的帮助

未来新冠疫苗的成功上市将会加速通胀的到来。如果疫苗能成功上市使用，将会显著提振消费者信心，从而带动消费复苏，导致通胀水平的回升。

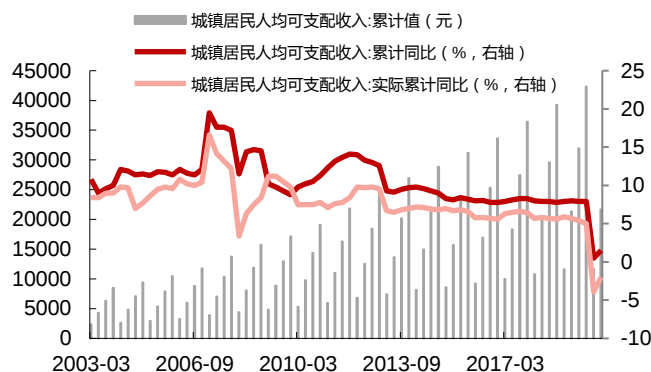
一方面，从消费能力来看，居民部门的收入在这次疫情中受到的影响相对较小。由于美国的万亿财政刺激法案，直接发放补助给居民，因此美国居民的个人收入在疫情中反而上升。今年4月美国个人总收入环比增长12.21%，同比增长14.06%。5-6月略有回落，但7月又环比增长0.35%，5-7月同比增速维持在8%左右。中国方面，城镇调查失业率已经从2月的高点6.2%下降到8月的5.6%，百度搜索指数显示“失业金领取条件”的搜索频率从3月高点回落到了—般水平，“找工作”的搜索频率也从1月底和3月底的高位下降。从收入角度来看，我国城镇居民人均可支配收入在第二季度同比增长2.63%，比第一季度的0.5%上升了2.13个百分点。

图 5：美国个人总收入二季度不降反升



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 6：中国城镇居民人均可支配收入



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：我国失业率 5 月开始下降

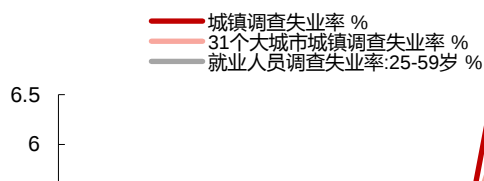


图 8：百度搜索指数



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_2285

