

# 后疫情时代的通胀极简分析框架

## ——全球通胀追踪第1期

西部证券研发中心

2021年1月20日

分析师：雒雅梅 S0800518080002

联系人：张育浩 18548912118  
陶 冷 15000831636

风险提示：全球疫情超预期蔓延。



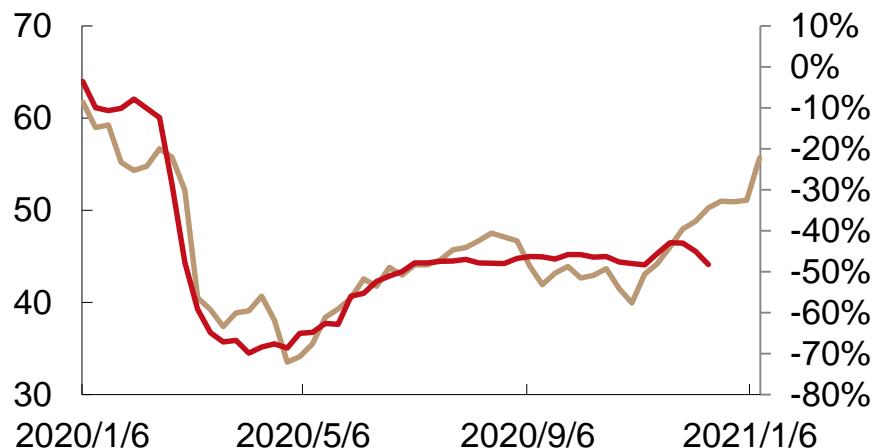
# 核心结论

- **通胀是2021年最重要的宏观变量之一**：经过2020年全球的天量宽松，目前市场对于通胀的预期明显开始升温。美国市场对于未来一年通胀的预期已经攀升至2.9%，非常接近3%。
- **通胀的货币基础已经出现，但通胀的真正回归需要实体经济的配合**：全球主要经济体广义货币增速明显上升，本轮基础货币超发效果已经显现，为通胀归来提供了货币基础。当前全球M2同比增速超过18%，仅次于2008年的历史高点22%。
- **未来通胀主要看什么？我们提供一个关于全球以及中国通胀的极简的分析框架**：**PPI看油价，CPI看服务业价格，二者互相关联**。从通胀的结构来看，如果通胀需要回归的话，弹性以及影响最大的分项是PPI中的油价以及CPI的服务业价格。
- **化繁为简，跟踪全球通胀的最重要指标是全球的出行指标**。全球航班数量和油价有着非常好的拟合关系。通胀如果回归，需要全球居民的真实出行需求配合，也就是真实的线下经济活动在后疫情时代能够回归到疫情之前的什么程度。
- **疫苗的接种节奏决定了出行情况**。当前全球疫苗接种行动正在进行，主要还是集中在高危人群。我们预计，当国内外开始对普通民众进行疫苗接种时，正是居民出行和线下消费开始大规模恢复的时间点。我们预计这个时间点在中国和欧美等主要经济体将是2021年二季度末附近，也是需要密切注意的通胀上行风险时点，另外市场也可能会提前进行定价，尤其是去年二季度中国的PPI以及美国的CPI和PPI均有低基数效应。

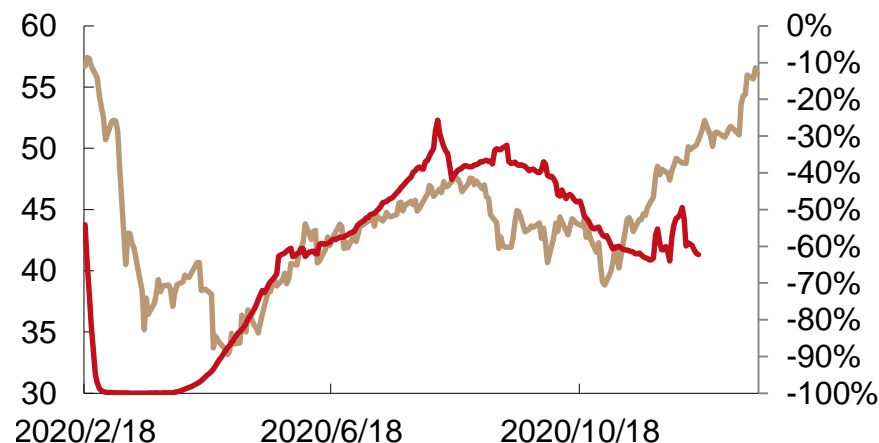
# 核心关注：高频指标

- 出行高频指标与油价存在明显的正相关性。一方面出行需求增加，代表线下消费复苏，带动个人消费支出和CPI上升；另一方面带动油价回升，推动PPI加速改善。
- 全球定期航班数量同比下降48.3%，全球餐饮活动量同比下降（7日移动平均）62%，新年假期过后出行指标出现回落，油价暂时没有大涨基础。
- 我们认为，随着疫苗接种的加速进行，未来普通民众开始大规模接种，线下消费有望迎来大幅改善，同时带动油价回升。

— 布伦特原油期货价格（美元/桶，左轴）  
— 全球定期航班数量同比变动（%，领先1个月，右轴）

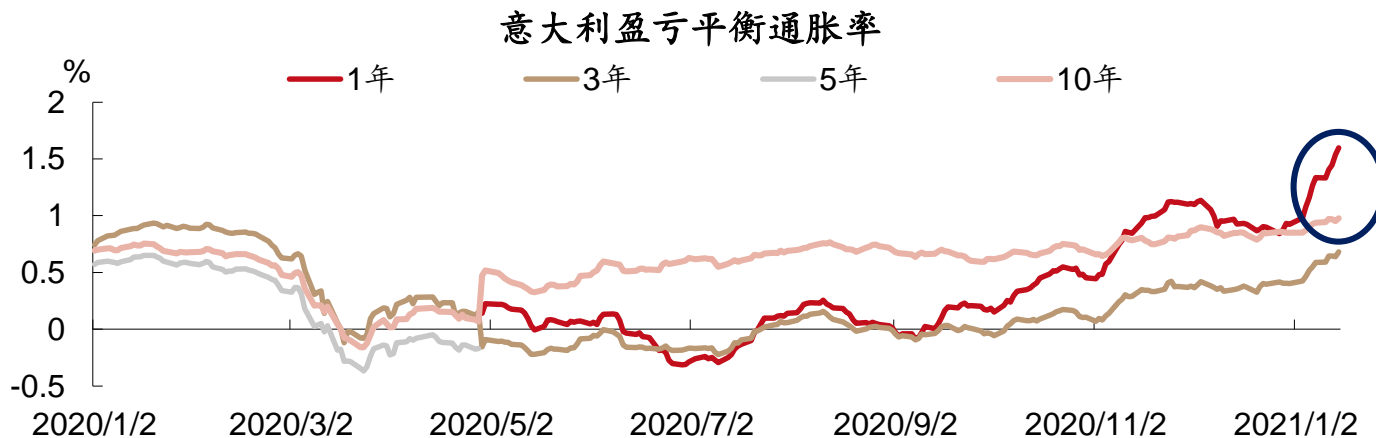
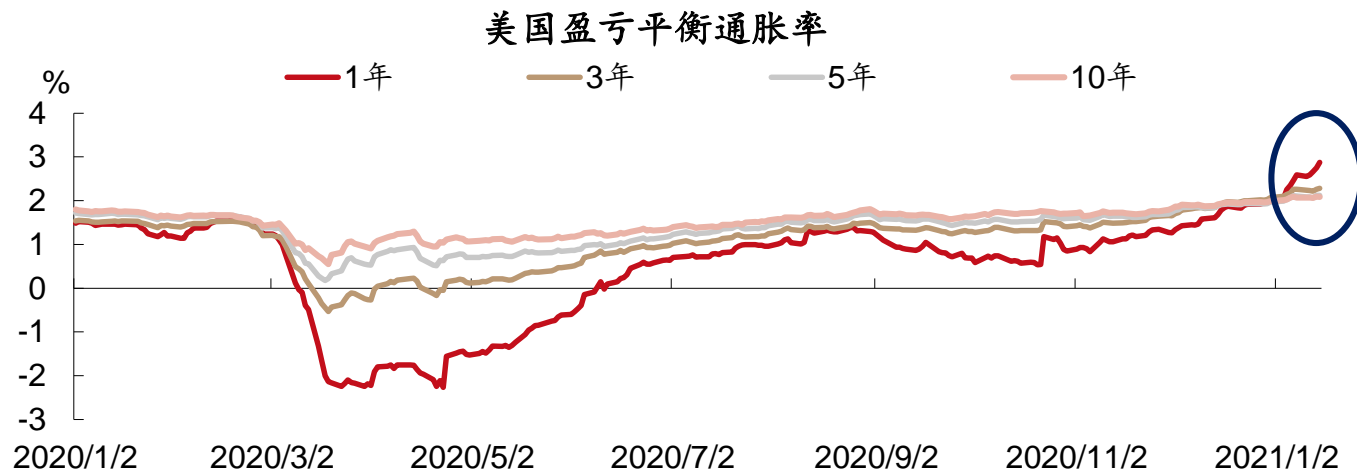


— 布伦特原油期货价格（美元/桶，左轴）  
— 全球餐饮消费量同比变动：7日移动平均（%，领先1个月，右轴）



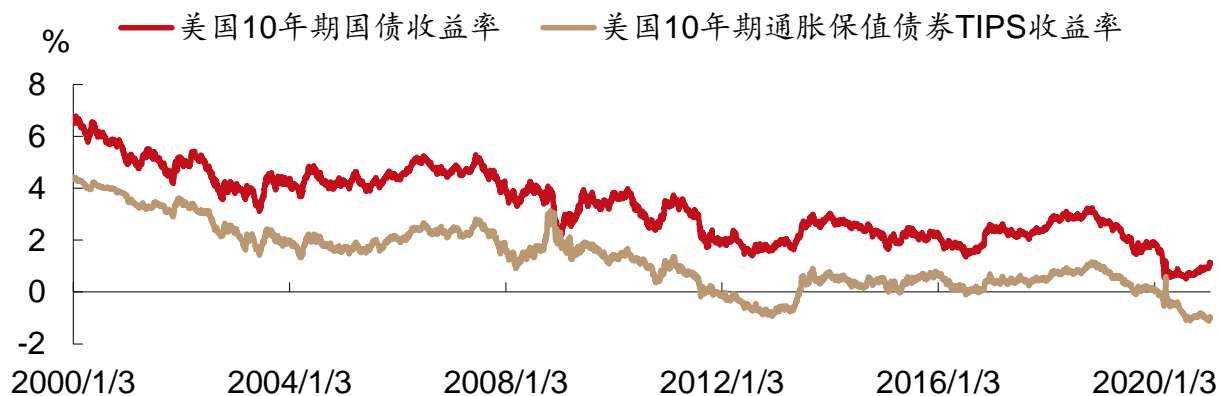
# 预期：欧美的通胀预期

- 美国市场对未来1年通胀预期已达到2.88%，在2020/12/30开始超过2%。
- 意大利市场对未来1年通胀预期已达到1.6%，在2021/1/5开始超过1%。
- 目前1年期短端预期超过了长端预期。



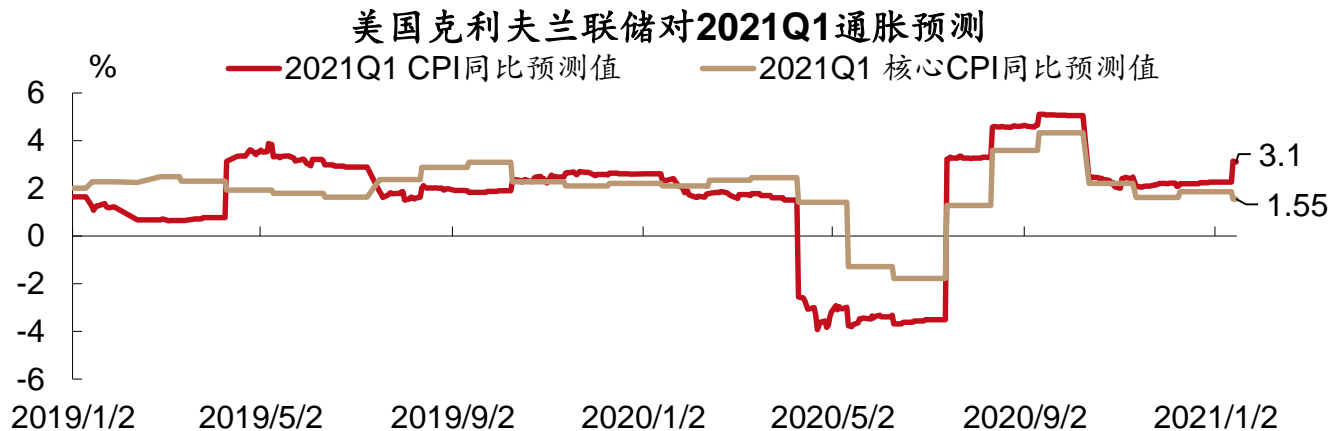
# 预期：美国的通胀预期

- 美国10年期国债收益率为1.08%，较上月末上升0.17%，1月6日突破1%。
- 美国10年期TIPS债券收益率为-1.02%，较上月末上升0.07%。
- 10年期债券市场隐含的通胀预期达到2.11%，较上月末上升0.1%。



# 预期：美国的通胀预期

- 当前美国克利夫兰联储对2021年Q1美国CPI同比增速的预测值为3.1%，较上月末上调了0.84%；对核心CPI同比增速的预测值为1.55%，较上月末下调了0.31%。
- 当前美国圣路易斯联储对美国5年-5年远期通胀率的预测值为2.11%，较上月末上调了0.08%。

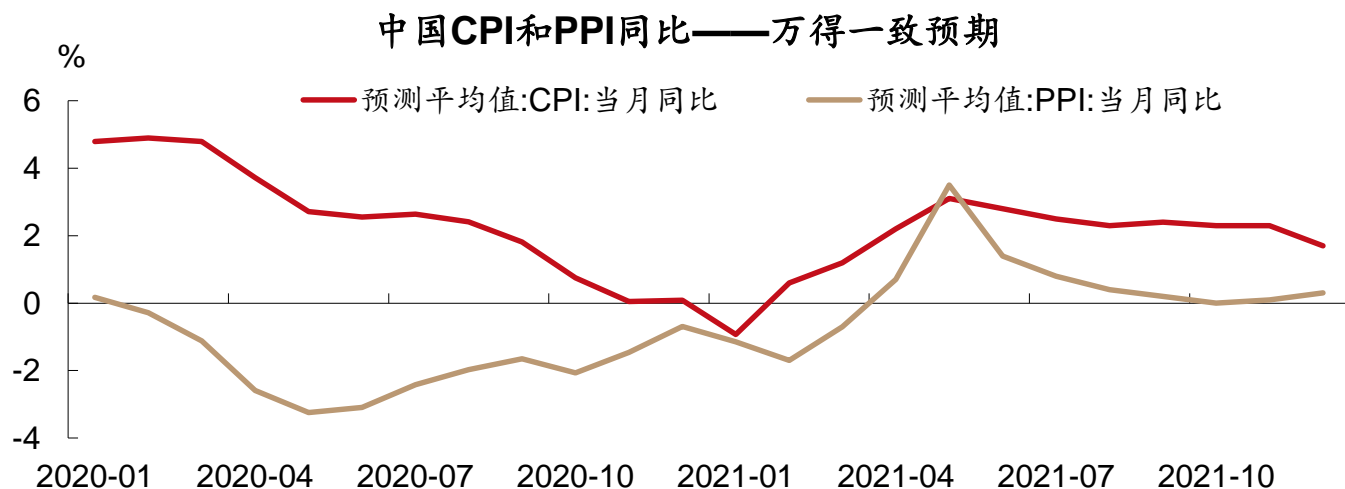
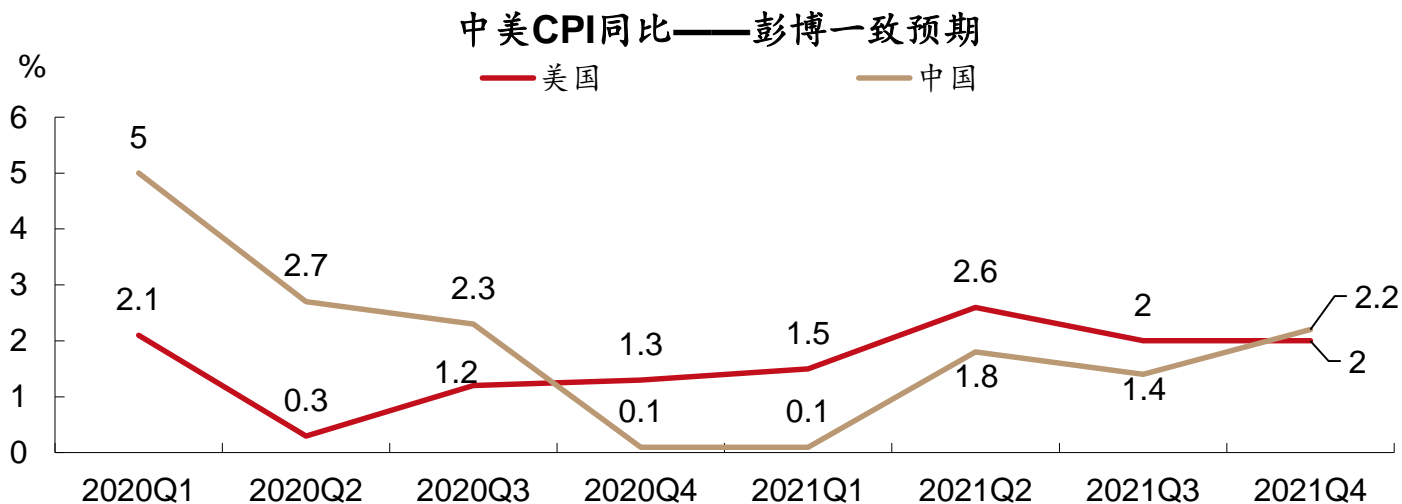


注：5年-5年远期通胀，即从今天起的5年后开始，第6-10年的通胀预期水平。

资料来源：Bloomberg，WIND，西部证券研发中心

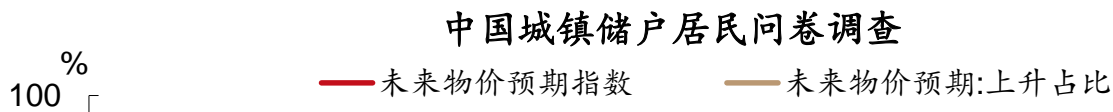
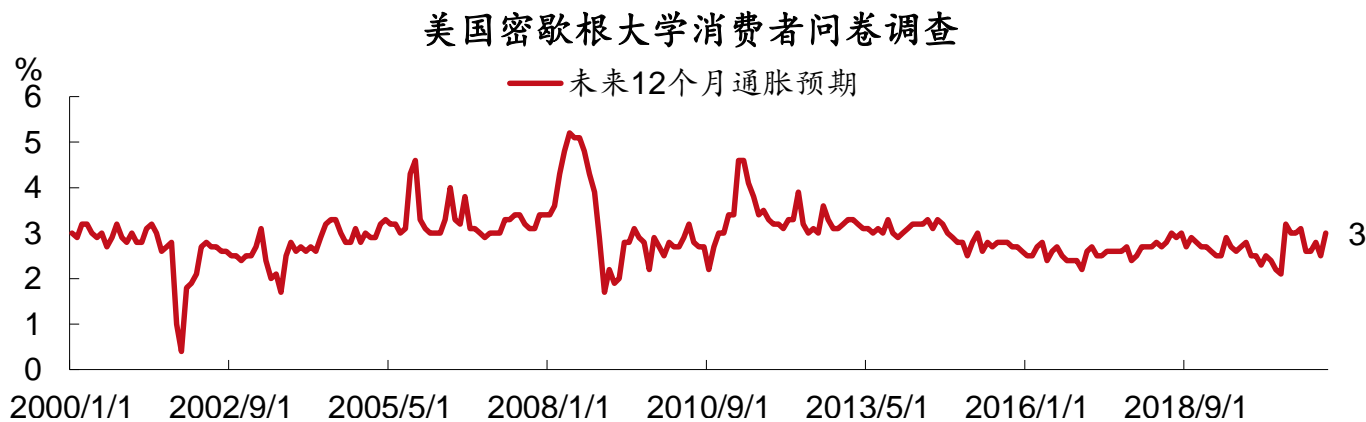
# 预期：市场预期

- 根据彭博，市场对美国和中国在2021年的CPI同比一致预期分别为2%、1.6%。
- 根据万得，市场对中国在2021年的CPI和PPI同比一致预期分别为1.2%、1.9%。



# 预期：居民预期

- 美国密歇根大学调查显示，2021年1月美国消费者对未来12个月的通胀预期从上月的2.5%上升到本月的3%。
- 中国城镇储户居民问卷调查显示，2020年三季度，中国城镇居民对未来物价预期指数为62.2%，较二季度上升了3.9%；受访者中认为未来物价会上涨的占比上升了4.4个百分点至29.7%。



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\\_32](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32)

