

什么因素会导致通胀持续超预期

——再通胀系列研究之九

□ 气候或自然条件异常导致粮食价格超预期上涨

当前拉尼娜现象已经形成并预计将持续到2021年，干旱或低温气候可能造成粮食供给收缩，加大粮价上涨压力。目前来看，拉尼娜事件造成全球粮食大幅减产概率较小，但若叠加蝗灾、草地贪夜蛾灾等自然灾害，或者原油价格大幅提振导致粮食生产和运输成本上行，粮食价格可能出现持续上涨态势。

□ 原油供给收缩超预期引发输入型通胀

油价长期低迷使得全球原油市场的博弈日趋复杂，若出现超预期事件导致原油供给收缩，油价有可能大幅度上涨并在全球范围内形成输入型通胀。我们认为，拜登上台以后伊核协议存在较大可能重返，2021年中东大规模军事冲突再现推升油价导致通胀超预期的可能性较小。

□ 美国印度基建投资落地带来需求超预期

印度未来5年1.4万亿美元的基建投资计划和拜登上任之后大规模财政刺激政策若能顺利落地，则将大幅度提振大宗商品需求，从而促成一次从原材料国到消费国的全球经济复苏共振，成为再通胀超预期的一大需求端因素。整体来看，2021年印度基建存在的资金问题将使得基建推进速度慢于计划，拜登的基建计划同样在2021年实际落地的概率较低，两者对经济及大宗商品的拉动作用有限。

□ 疫苗兑现不及预期导致供需缺口持续存在

我们认为，目前大宗商品价格的快速上涨主要由供需缺口导致：疫情蔓延导致海外生产能力受阻，但在全球“百年未有之大放水”的逆周期刺激作用下，海外需求端保持韧性。一旦疫苗大规模应用，全球的供给能力将快速修复，供需缺口弥合，通胀上行压力因而减轻。但是，如果新冠病毒变异导致疫苗失效或者疫苗接种率较低等原因使得疫苗兑现不及预期，那么全球复工复产将继续受到拖累，供需缺口迟迟难以弥合，加大通胀持续上行压力。

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

相关报告

- 1《油价掩盖了大宗商品价格的上涨——再通胀系列研究之一》2020.12.04
- 2《人民币汇率升值掩盖了大宗商品价格的上涨——再通胀系列研究之二》2020.12.05
- 3《海外还有那些商品会持续上行——再通胀系列研究之三》2020.12.07
- 4《出口产业链带动了哪些价格上涨——再通胀系列研究之四》2020.12.10
- 5《疫苗广泛应用是推动还是抑制全球通胀？——再通胀系列研究之五》2020.12.13
- 6《CPI转负是通缩吗？——再通胀系列研究之六》2020.12.16
- 7《拉闸限电对物价的影响——再通胀系列研究之七》2020.12.20

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发；中美摩擦超预期变化

正文目录

1. 气候或自然条件异常导致粮食价格超预期上涨	3
2. 原油供给收缩超预期引发输入型通胀	6
3. 美国印度基建投资落地带来需求超预期	8
4. 疫苗兑现不及预期导致供需缺口持续存在	11

图表目录

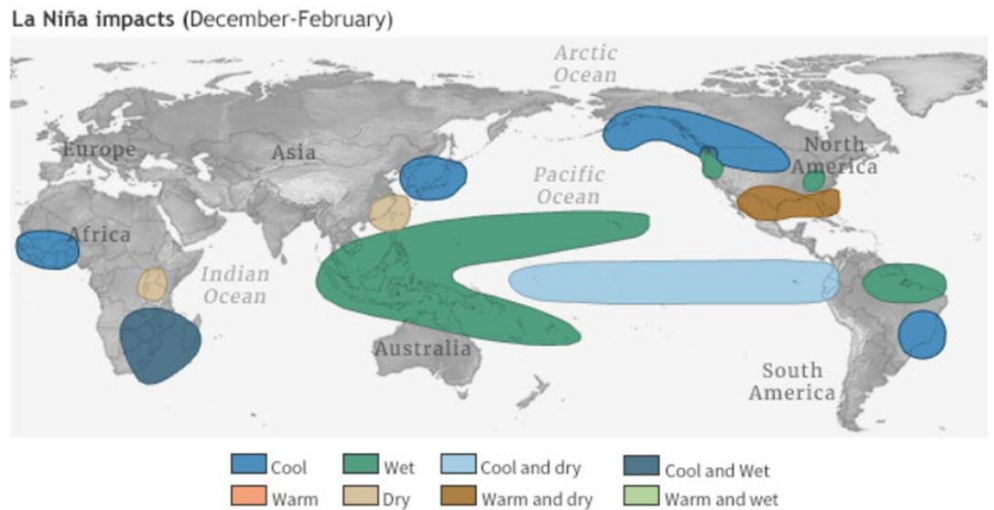
图 1: 拉尼娜现象对全球气候的影响	3
图 2: 拉尼娜造成全球大豆减产, 阿根廷尤其显著	3
图 3: 拉尼娜年份大豆价格显著上冲	3
图 4: 拉尼娜造成玉米主要产地减产	4
图 5: 拉尼娜年份玉米价格显著上行	4
图 6: 全球主要粮食品种库存比近几年保持在相对健康水平	4
图 7: 全球食物价格指数 2013 年以来保持相对稳定	4
图 8: 2003 年以来我国粮食保持连续增长态势	5
图 9: 极寒天气对国内粮食供给影响较小	5
图 10: CPI 粮食项在“猪油共振”时期出现大幅上涨	5
图 11: 原油大国 GDP 大幅收缩	6
图 12: 各国失业率水平远高于疫情前水平	6
图 13: 中东地缘政治事件成为油价上涨的重要触发点	7
图 14: 2018 年开始, 全球经济政策不确定性指数 EPU 大幅攀升	7
图 15: 印度 PPP 参与基建的热情逐年下降	9
图 16: 印度近年来财政压力稳定但高于中等收入国家水平	9
图 17: 德国企业未交付订单指数上行	11
图 18: 美国需求恢复增速领先生产 (%)	11
图 19: 全球工业品库存处于较低水平	11
图 20: CCFI 指数一路飙升	11
图 21: 越南疫情防控成功而印度防控较差	12
图 22: 越南出口表现良好, 全年经济保持正增长	12
表 1: 100 万亿卢比基建项目的建设进度安排 (百亿卢比)	10
表 2: 美国国会两院分立时, 立法成功率显著降低	10

1. 气候或自然条件异常导致粮食价格超预期上涨

气候或自然条件异常可能造成粮食生产收缩，加大粮价上涨压力。

根据世界气象组织判断，当前拉尼娜现象已经形成并预计将持续到 2021 年。在发生拉尼娜事件的冬季，我国的寒潮冷空气活动频繁，中东部地区气温易较常年同期偏低，长江以南大部地区降水易较常年同期偏少。从全球角度看，拉尼娜事件往往导致东北亚地区和非洲西岸异常寒冷，美国西南部和南美洲西岸变得异常干燥，澳大利亚和东南亚地区降水增多。拉尼娜事件可能造成导致美国、巴西和阿根廷的玉米单产下降，影响南美部分地区大豆生长，另外东北亚冻害可能造成冬小麦减产。若叠加蝗灾等自然灾害，粮价上涨超预期有可能引发全球通胀持续更长时间。

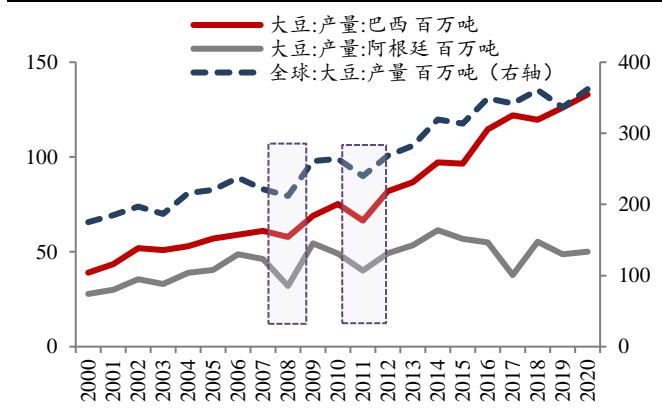
图 1：拉尼娜现象对全球气候的影响



资料来源：NOAA，浙商证券研究所整理

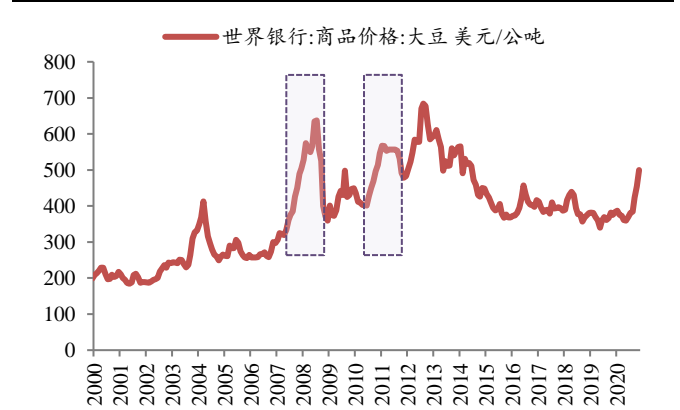
分品种来看，大豆在低温和干旱气候下会延迟成熟，株矮叶小，结荚数量减少，最终影响大豆单产，2007 年 8 月~2008 年 5 月和 2010 年 6 月~2011 年 5 月两次中等强度的拉尼娜现象均造成全球大豆减产，巴西和阿根廷均受到显著影响。相应地，大豆价格在 2008 年和 2011 年出现了显著上行。

图 2：拉尼娜造成全球大豆减产，阿根廷尤其显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

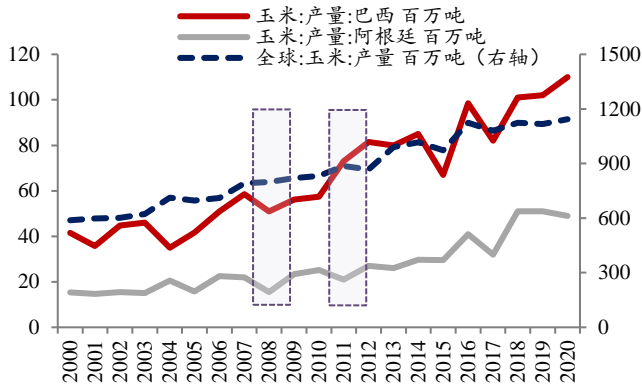
图 3：拉尼娜年份大豆价格显著上冲



资料来源：Wind，浙商证券研究所

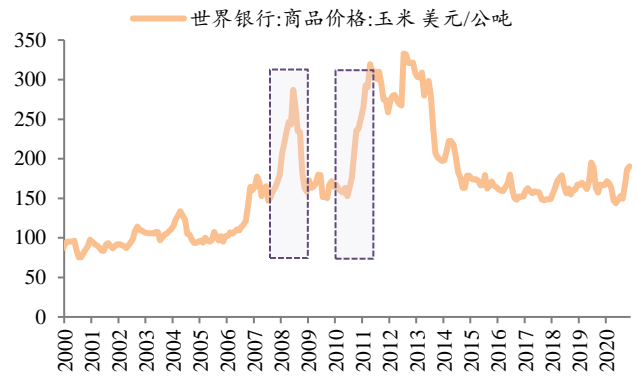
玉米产量和价格受气候条件影响同样较为显著。2007年8月~2008年5月的拉尼娜现象造成全球玉米主产地巴西和阿根廷玉米的减产；2010年6月~2011年5月的拉尼娜现象时期，阿根廷玉米产量又一次显著下行。因此，玉米价格在2008年和2011年均出现大幅度增长。

图 4：拉尼娜造成玉米主要产地减产



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：拉尼娜年份玉米价格显著上行

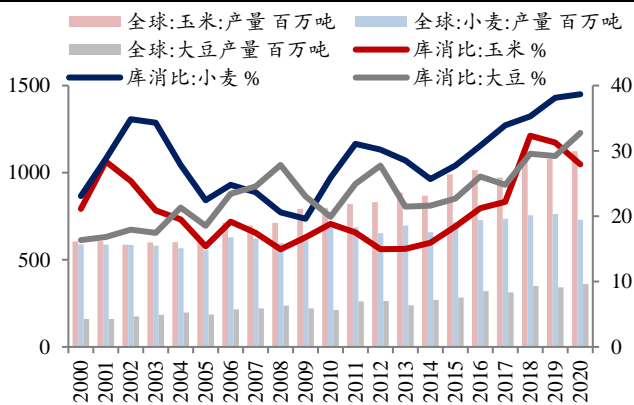


资料来源：Wind，浙商证券研究所

上一次全球性的粮食危机发生在 2007~2008 年，当时除了拉尼娜事件等自然条件异常导致农产品的产量有所收缩之外，原油价格高企使得许多国家投入大量农产品发展生物燃料，供需失衡导致全球粮食库存走低、价格飞涨。随着农业现代化的不断推进，各国农业生产防范自然灾害的水平也在逐渐提高，主要粮食品种产量保持稳中有升的态势，2013 年之后库存消费比维持在相对健康水平，因此 2013 年之后全球粮食价格也保持相对稳定。

整体上来看，拉尼娜事件造成全球粮食大幅减产的概率较小，由此引发的全球通胀超预期可能性也较小。但若叠加蝗灾、草地贪夜蛾灾等自然灾害，或原油价格大幅提振导致粮食生产和运输成本上行，粮食价格可能出现持续上涨态势。

图 6：全球主要粮食品种库存比近几年保持在相对健康水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：全球食物价格指数 2013 年以来保持相对稳定

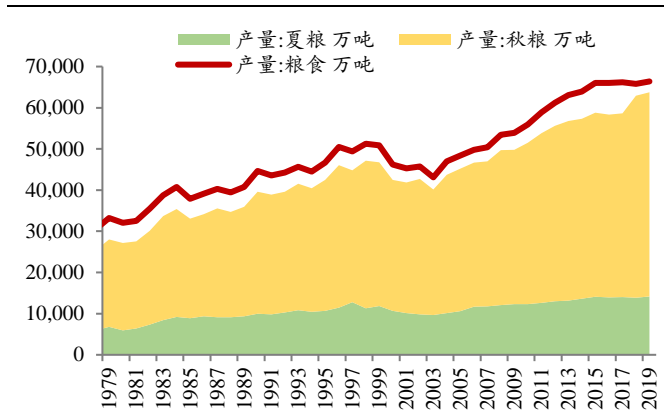


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从我国的经验来看，拉尼娜事件对我国粮食生产影响较小。出现拉尼娜事件的几年中，我国粮食供给并未受到显著影响，2003 年以来我国粮食产量保持连续上涨态势，因

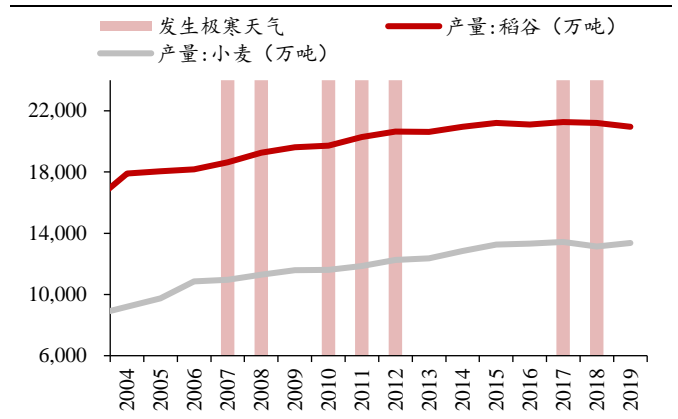
此供给端压力较小，不过冷冬期间的“屯粮”需求可能小幅拉动粮价上涨。实际上，2004年我国粮食价格形成机制改革推进之后，CPI 粮食项仅在“猪油共振”时期出现大幅上行，其他时期粮价基本保持温和上涨。

图 8：2003 年以来我国粮食保持连续增长态势



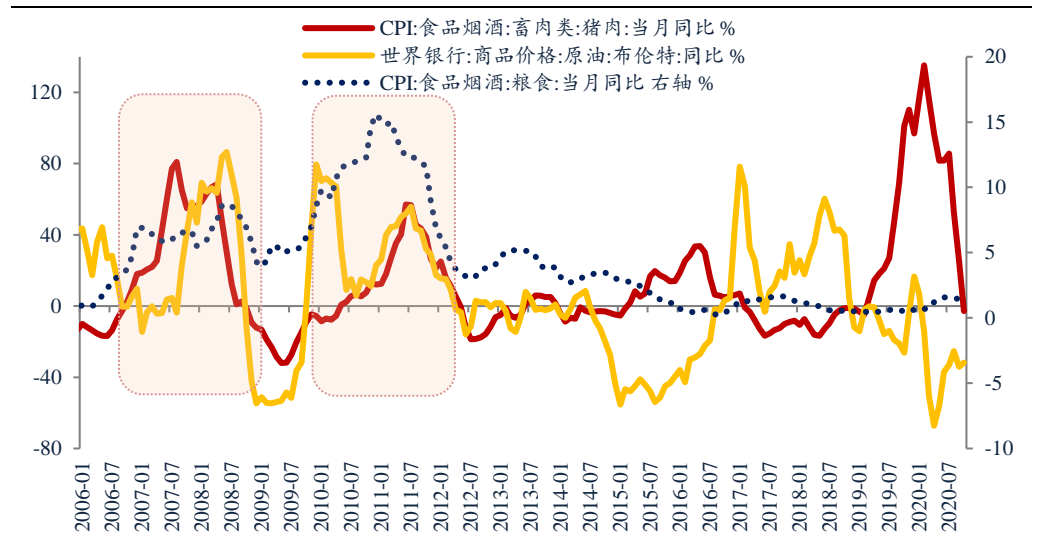
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 9：极寒天气对国内粮食供给影响较小



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：CPI 粮食项在“猪油共振”时期出现大幅上涨



资料来源：WIND, 浙商证券研究所

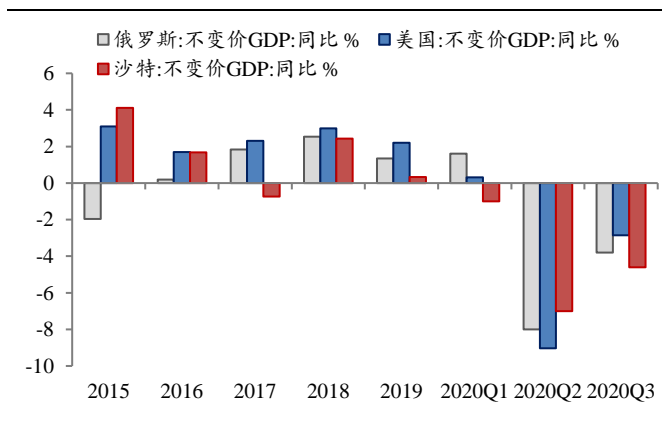
2. 原油供给收缩超预期引发输入型通胀

关于原油价格的博弈日趋复杂，若出现超预期事件（如中东局部战争）导致原油供给收缩，那么原油价格有可能大幅度上涨并在全球范围内形成输入型通胀。

2020 年全年原油市场处于低价、低产的状态，原油大国的经济状况受到较大冲击，俄罗斯、沙特等中东国家的 GDP 大幅收缩。2021 年全球经济复苏预期较强，疫苗广泛应用之后原油消费有望迅速提振，产油国俄罗斯、伊拉克、尼日利亚先后表达了在 2021 年增产的意愿，阿联酋也曾表示目前减产协议下的配额有失公允。因此，在原油需求复苏的大背景下，各产油国有偏离协议增加产能的动力。

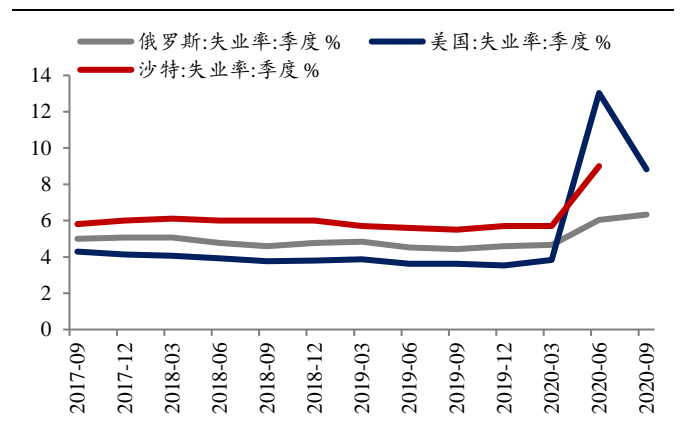
另一方面，由于页岩油生产成本较高，美国不希望原油价格持续低迷。原油虽称不上美国的支柱产业，但整个石化产业链提供了大量的就业岗位，拜登上任后面临的最大难题之一就是位于历史高位的失业率和持续走低的劳动参与率，如何使得石油工人走向工作岗位是下一任美国总统不得不考虑的问题。综上所述，原油市场格局的博弈日趋复杂，目前原油大国之间并未发生较大分歧，但若因利益纠纷发生冲突，甚至出现局部战争等超预期事件，那么原油价格上涨存在较大可能性。

图 11：原油大国 GDP 大幅收缩



资料来源：Wind，浙商证券研究所

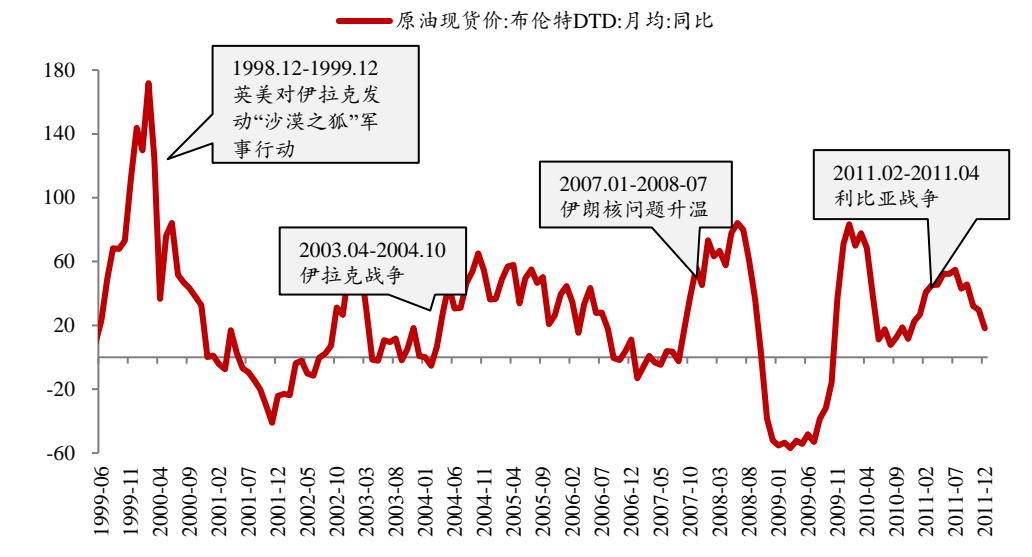
图 12：各国失业率水平远高于疫情前水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

历史上，暴恐袭击、地缘冲突，政局不稳等因素都可能在一段时期内推动国际油价上涨，市场尤其关心全球原油重要输出地区——中东的地缘局势。上世纪 70 年代以来，第四次中东战争、第五次中东战争、伊拉克战争、巴勒斯坦-以色列冲突、伊朗核问题、利比亚战争等中东地缘政治事件经常成为油价上涨的重要触发点。以 2011 年利比亚战争为例，2 月 17 日战争爆发之时布伦特原油价格为 103 美元/桶，短短 53 天后布油价格上涨至 127 美元/桶，上涨幅度超过 20%，当年同比涨幅约为 40%。

图 13：中东地缘政治事件成为油价上涨的重要触发点



资料来源：WIND,浙商证券研究所

图 14：2018 年开始，全球经济政策不确定性指数 EPU 大幅攀升



资料来源：WIND,浙商证券研究所

目前来看，2021 年中东大规模军事冲突再现的可能性较小。拜登上台以后的外交政策将致力于恢复国际协议并加强与盟友的关系。新的国务卿和总统国家安全事务助理人选——布林肯和沙利文都曾参与过当年伊核协议的谈判，是该协议的坚定支持者，伊核协议存在较大可能重返。总而言之，中东局势恶化导致原油价格上涨进而使通胀超预期的可能性较小。

3. 美国印度基建投资落地带来需求超预期

若美国和印度基建投资落地，将大幅度提振大宗商品需求，促成一次从原材料国到消费国的全球经济复苏共振，全球通胀将持续更长周期。

印度未来 5 年 1.4 万亿美元的基建投资计划和拜登上任之后大规模财政刺激政策若能顺利落地，两国基建超预期推进并产生共振，则从需求侧拉动大宗商品价格上涨，带动拉美、俄罗斯等资源禀赋型国家经济复苏。此类国家大多产业链单一，国内收入上升后将提振进口需求，继而带动中国、越南等加工制造型经济体出口规模增长。这一场景的实质是美国加金砖国家带动全球经济复苏，叠加新冠疫情期间宽松货币政策尚未退出，从需求侧拉动通胀水平上升。

印度总理莫迪在 2019 年宣布在 2020-2025 年施行总额 100 万亿印度卢比（折 1.4 万亿美元）的国家基础设施管网（National Infrastructure Pipeline，以下简称 NIP）基建计划，以实现到 2024 年国内生产总值达 5 万亿美元的目标。对比 2008-2017 年的 10 年间，印度在基建方面的总投资只有 1.1 万亿美元，因此这一雄心勃勃的投资计划如能落地，将大幅拉动需求。

表 1：100 万亿卢比基建项目的建设进度安排（百亿卢比）

基建领域	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	其他	合计
能源	233.6	441.5	442.4	468.1	497.8	466.8	139.8	2690.0
道路	332.6	383.3	357.0	252.8	240.8	332.7	134.8	2033.8
铁路	133.4	262.5	308.8	273.8	221.2	167.9	0.0	1367.6
港口	13.4	18.1	20.6	15.9	7.7	10.0	35.5	121.2
机场	18.7	21.7	24.8	21.3	25.4	5.1	26.4	143.4
城市	298.2	462.2	404.1	234.9	217.2	159.9	142.9	1919.3
数字通信	78.4	61.8	54.5	38.7	38.1	38.1	0.0	309.7
灌溉/水利	114.5	200.6	175.7	137.4	115.3	70.5	80.6	894.5
农村基础设施	140.3	176.8	210.8	111.9	107.1	27.1	0.0	773.9
农业设施	3.6	3.9	3.6	1.9	1.2	0.6	153.9	168.7
社会基础设施	56.6	78.3	85.0	55.3	46.1	25.9	46.0	393.4

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_525



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn