鲁证期货 LUZHENG FUTURES

通胀预期对大宗商品价格的刺激或将是强弩之末

宏观策略报告

2021/3/30

摘要：

我们在 2021 年度宏观报告中指出，新冠肺炎疫苗接种前全球供需格局是中国供给全球需求，随着疫苗大面积接种未来可能会演变为全球供给全球需求，区域间供需矛盾将会缓解，这可能导致本轮经济复苏通胀压力提前，这一点将明显区别于以往周期性复苏的通胀特征。

目前海内外供需关系错配推动大宗商品价格大幅上涨的因素正在逐步退却，通胀压力或在海外供给的持续恢复过程中获得趋势性缓解。流动性方面，尽管美联储尚未出现量化宽松规模的缩减，但是目前来看确也再没有增加量化宽松规模的理由。金融资产价格反映预期，故将明显领先于美联储货币政策对市场的预期管理，未来美联储货币宽松政策预期管理或将是 2021 年大宗商品价格最大的灰犀牛。在过去一年海外市场大水漫灌的货币政策下，巨额流动性引发的经济复苏的超强预期叠加海内外供需错配推升商品资产价格的持续走高或已透支了经济复苏后的大宗商品的上涨空间，未来通胀预期对大宗商品价格的刺激可能将是将弩之末。

李荣凯

宏观分析师

从业资格号：F3012937

投资咨询号：Z0015266

联系电话：0531-81678688

电子邮箱：lirk@luzhengqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

鲁证研究公众号:lzqhyjs

鲁证期货公众号：lzqhfwh

通胀预期对大宗商品价格的刺激或将是强弩之末

一、 流动性叠加海内外供需错配是过去一年来持续推动大宗商品价格的核心因素

回顾过去一年来大宗商品的涨势，驱动的因素是繁而多的，如果抽丝剥茧再化繁为简地对驱动因素做减法，两个因素可能是不能被减掉的。

表 1：过去一年大类资产价格涨跌幅（%）

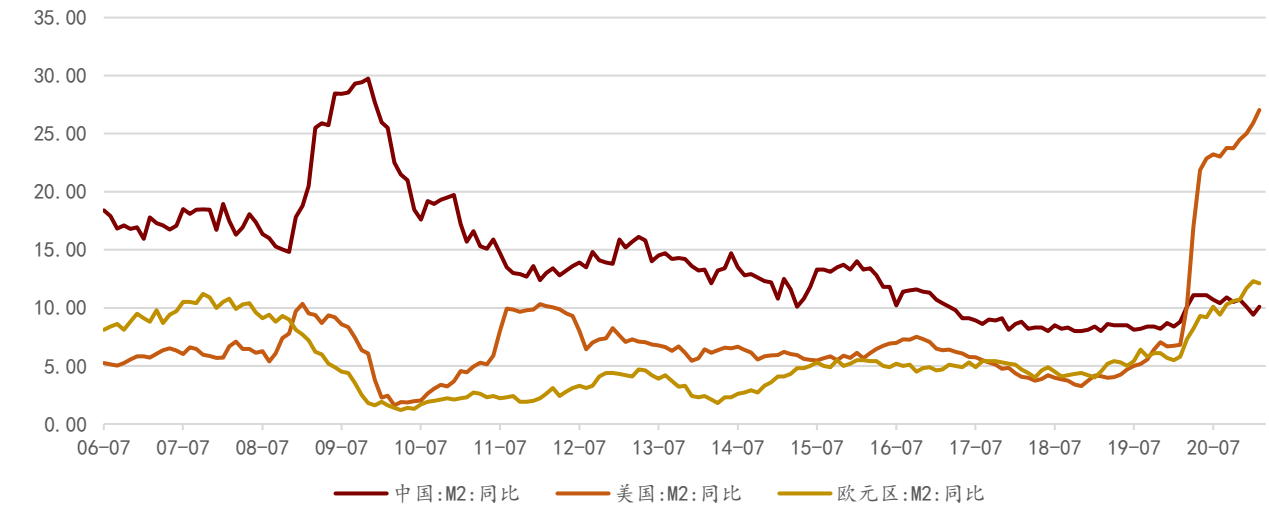
资产种类	2020.1.23	2021.03.26	涨跌幅	近3年最高点分位数
谷物板块指数	188.99	264.56	39.99%	92%
黑链板块指数	117.35	153.2	30.55%	94%
油脂板块指数	151.05	194.08	28.49%	92%
沪深300	4003.9	5037.99	25.83%	85%
有色板块指数	145.8	178.88	22.69%	92%
商品指数	146.77	177.31	20.81%	94%
农产品板块指数	149.69	180.44	20.54%	94%
工业品板块指数	145.55	175.41	20.52%	94%
化工板块指数	124.91	141.83	13.55%	90%
贵金属板块指数	129.19	144.43	11.80%	79%
10年期债券收益率	3.12%	3.19%	2.24%	96%
软商品板块指数	145.34	146.21	0.60%	91%
原油指数	139.21	122.86	-11.74%	73%

数据来源：文华财经，鲁证期货研究所整理

其一，海外市场流动性巨额投放引发的超强经济复苏预期。新冠肺炎疫情的快速爆发引发了全球央行，特别是美联储的货币巨额投放，对包括商品在内的所有资产都起到巨大的推动作用，这一点相信已经在金融市场中达成了广泛的共识。

如何理解这一轮放水，我们认为美联储这轮放水是史诗级。回顾过去一年，美联储资产负债表已经从2020 年 3 月上旬的 4.29 万亿美元大幅扩增到 2021 年 3 月下旬的 7.77 万亿美元，增幅达到 81.12%。美国广义货币 M2 方面，2021 年 2 月同比增速也达到了 27.04%，这一同比增速是美国自 1960 年以来的最高水平，远超 20 世纪 70 年代滞胀危机时期的同比增速高点 13.81%，以及 08 年次贷危机时期的同比增速高点 10.36%。

图 1：世界主要经济体 M2 同比变化（%）



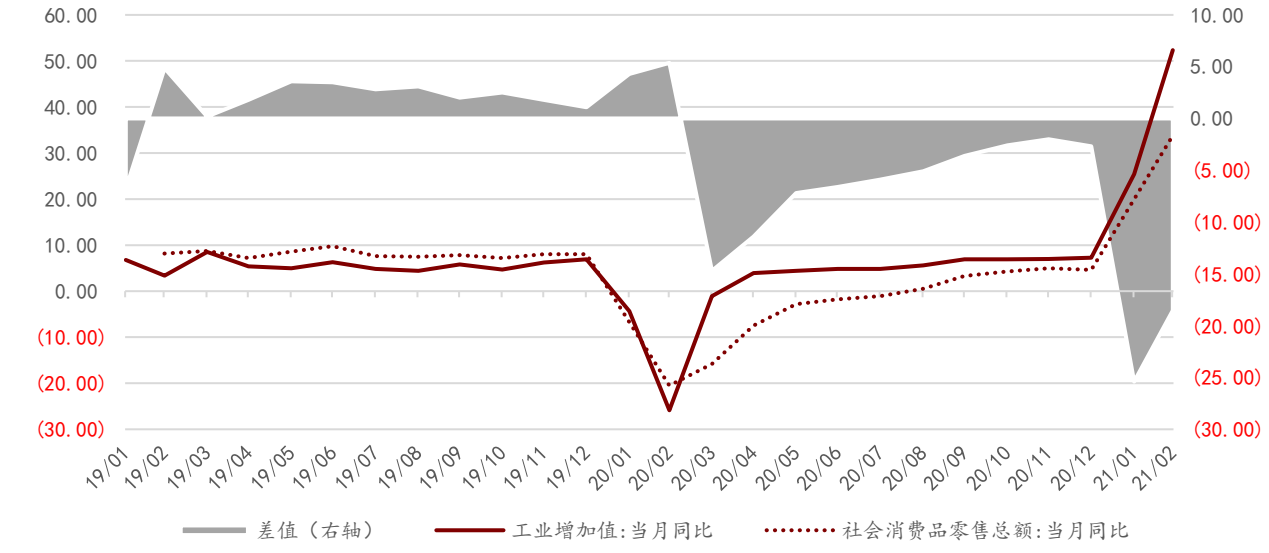
数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

尽管货币巨量投放会直接推升资产价格，但是我们理解本轮疫情以来史诗级别的流动性投放形成了超强的经济复苏预期是本轮持续推动大宗商品价格上涨的核心因素。

其二，海内外供需错配是推动大宗商品价格上涨的另一个核心因素。过去一年宏观经济在很多方面超出了市场的预期，其中最超出预期的莫过于外贸超预期。

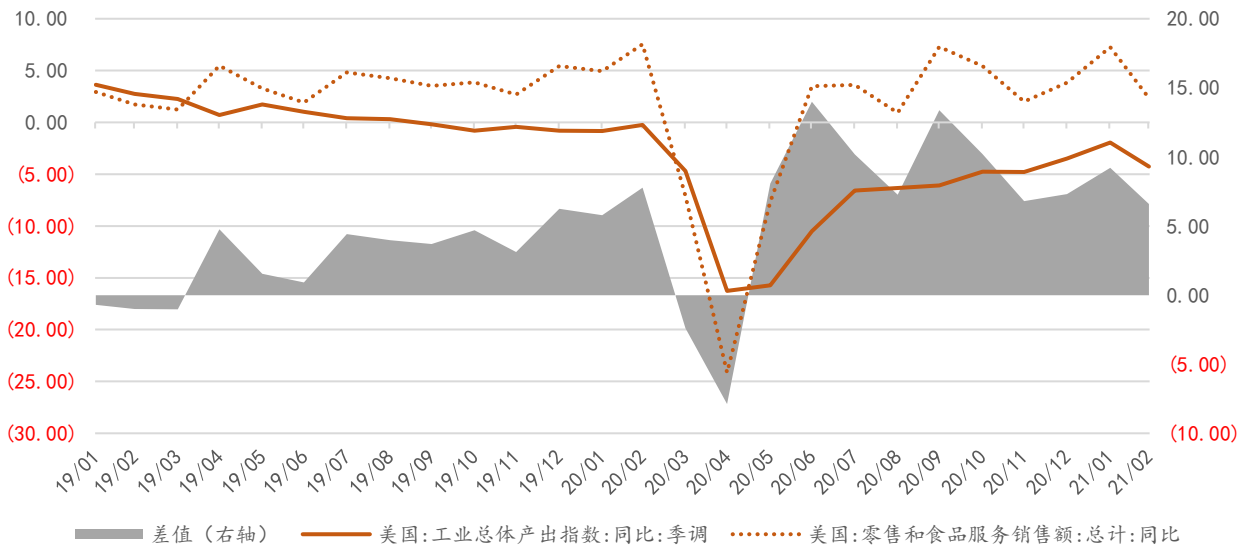
在疫情后海内外经济逐步复苏以来，中国与海外复苏情况有明显区别，中国供给恢复明显快于需求，海外刚好相反。这也是后疫情时期，海外疫情越是严峻，中国出口越是强劲，外贸恢复显著超出市场预期，因为国内和海外宏观政策在一致性地作用于中国供给端。

图 2：中国供给与需求恢复情况（%）



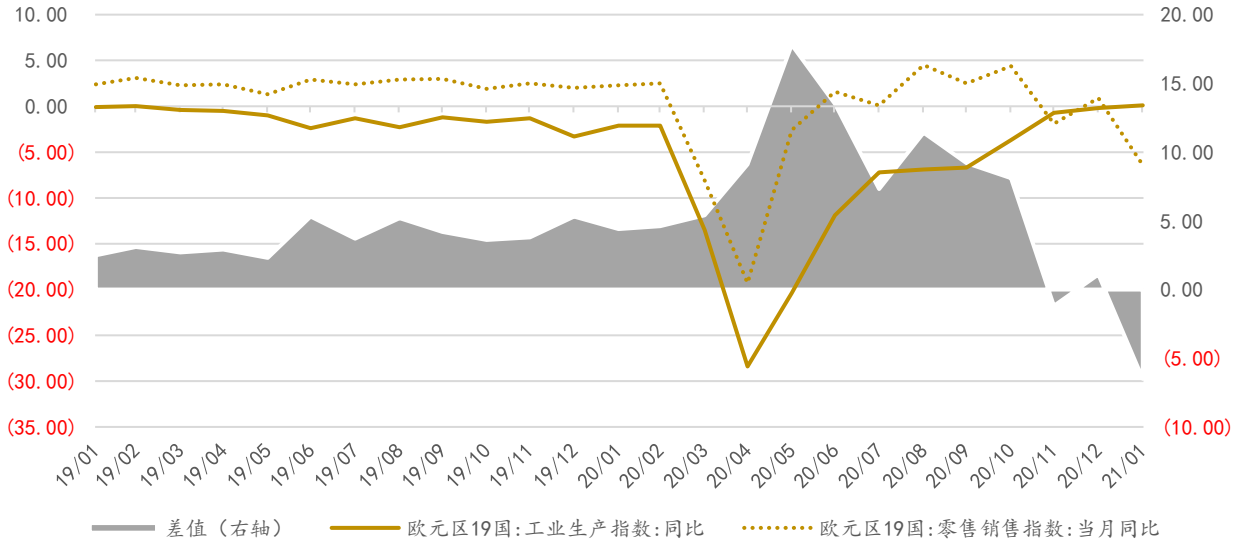
数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

图 3：美国供给与需求恢复情况（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

图 4：欧元区供给与需求恢复情况（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

除了上述因素外，过去一年低利率导致资产价格重估、企业和居民加杠杆、补库行为和实际需求好转等因素均对大宗商品价格起到一定的推动作用，但是这些因素对大宗商品价格的影响最终指向到流动性和供需关系，后者两个因素决定了过去一年来大宗商品价格的持续走升。

二、通胀压力或在海外供给的持续恢复过程中获得趋势性缓解

自美联储史诗级别的放水以来，市场关于通胀的讨论便没有停止，但是客观来看货币超发并不必然导致通胀，关键还是看是否能够有供需方面的缺口，后者不应当被忽视。

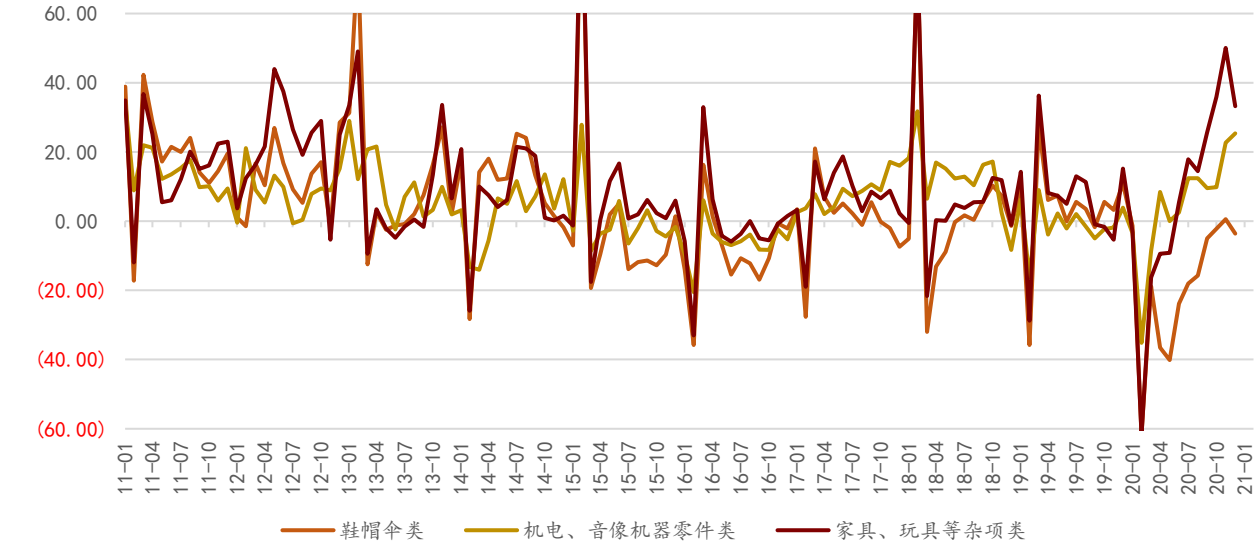
在 2021 年 1 月 5 日鲁证研究微信公众号发表的《把握通胀的节奏与预期，期待海内外经济交易复苏》中我们指出，站在 2020 年末展望 2021 年以下方面需要注意：

首先，海外方面供给恢复空间较大，消费水平大致已经恢复到疫情前水平，甚至从个别月份的美国和欧元区的宏观数据来看，消费已经超过了疫情前水平。中国方面消费恢复还有一定空间，但供给端恢复已经恢复到疫情前水平，甚至已经超过去年同期水平。

其次，新冠肺炎疫苗大面积接种前，全球供需格局仍将是中国供给全球需求，尽管供需总量缺口可能不容易看到，但是区域间供需缺口可能比较明显。进一步再往后看，随着疫苗大面积接种，海外供给端或加速恢复，全球供需结构或将演变成全球供给全球需求，区域间供需矛盾将会有所缓解。

最后，货币超发是通胀的必要非充分条件，还需要看供需方面是否有总量缺口以及区域之间的供需错配。由于海外供给修复前全球不同经济体之间可能存在区域供需错配，本轮全球经济复苏可能会导致通胀压力提前，这可能与以往经济周期性复苏有明显区别。

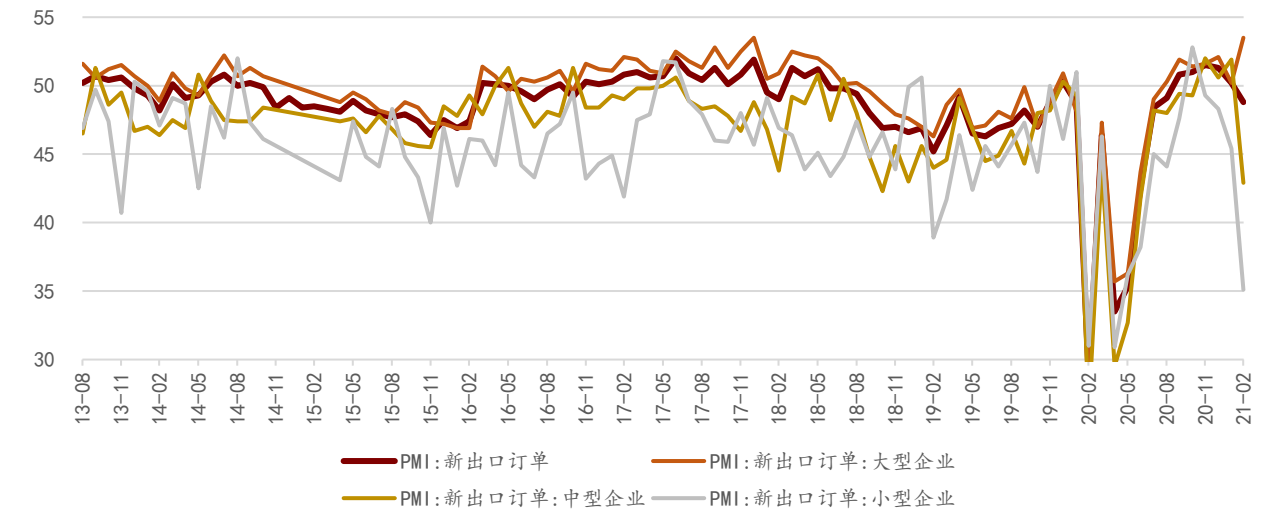
图 5：HS 编码：主要集装箱运输出口金额当月同比（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

从集装箱出口统计数据来看，目前部分数据已经出现了拐头或接近拐头的迹象。此外在 PMI 新出口订单分项数据上我们也能发现，出口环比势头在走弱，特别是中、小型企业方面。

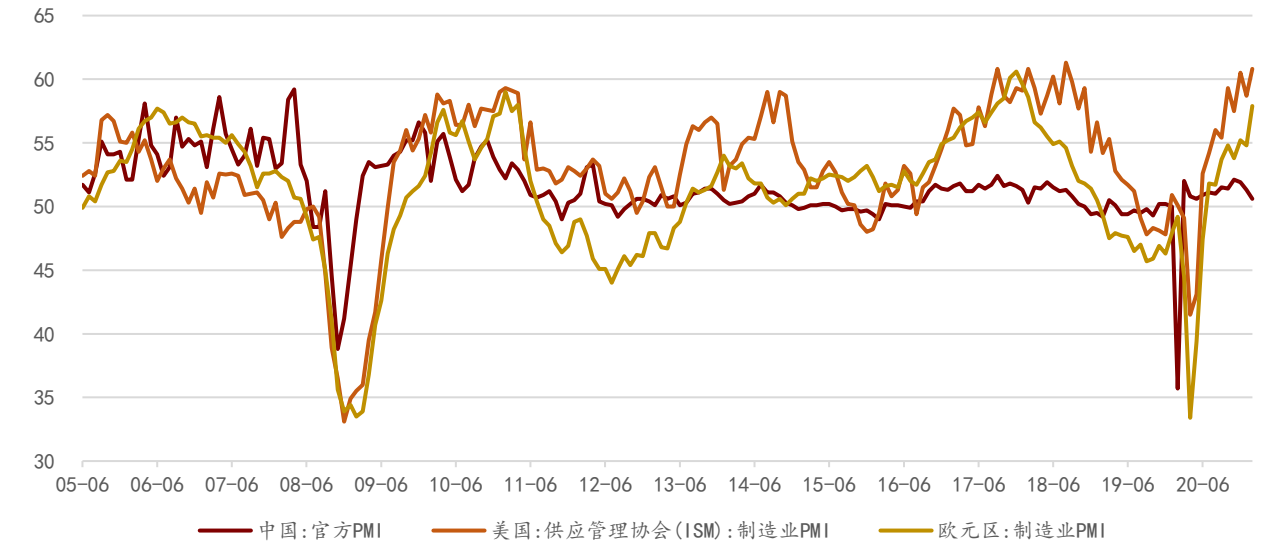
图 6：PMI 新出口订单分项（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

进一步对比海内外市场制造业景气度情况，我们可以看出中国制造业景气度环比走弱的阶段大致对应海外市场制造业环比恢复的阶段。

图 7：全球主要经济体 PMI（%）



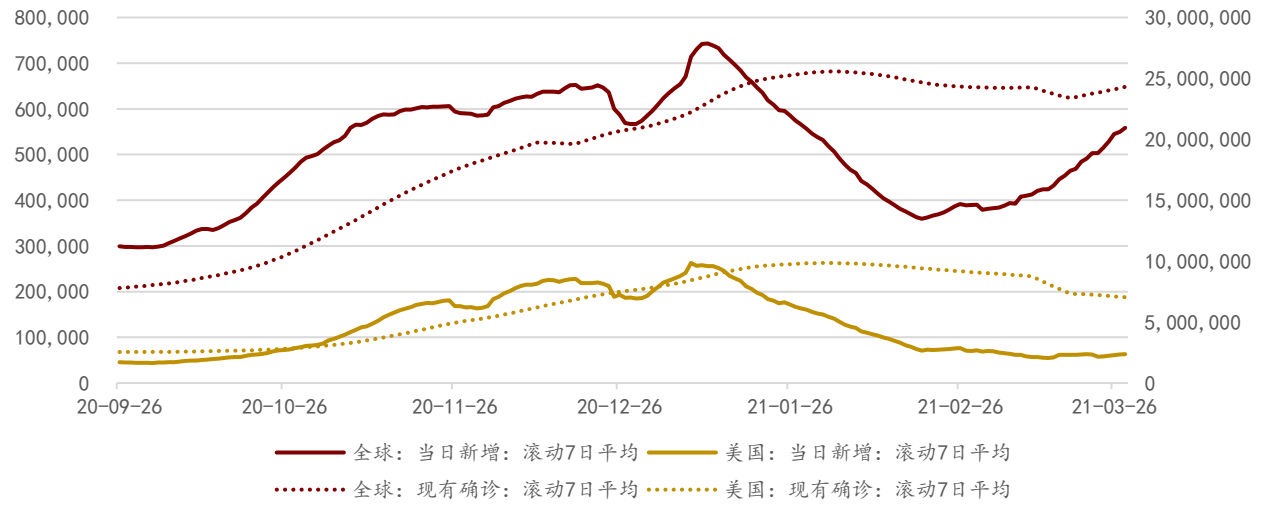
数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

就需求方面我们认为，随着海外供给端的逐步恢复，全球供给 VS 全球供应下需求因素并不会对通胀压力形成实质性扰动。首先，疫情爆发后西方国家更多通过财政救济来解决居民有效需求不足的问题，随着海外经济的逐步恢复，面对不断上升的债务负担西方国家对居民救济政策延续性或面临较大的掣肘。其次，无论是不幸感染新冠肺炎病毒的群体、疫情影响下收入下降甚至是失业造成的可支配收入下降的群体，还是受受新冠肺炎疫情影响后预防式储蓄的群体来说，其后续的消费能力势必会受到影响，这将阻碍经济复苏阶段有效需求的恢复。最后，本次疫情进入后续阶段，世界范围内困扰经济长期增长的因素将进一步凸显，如人

口增长水平下降、资本投入边际效应递减、缺乏颠覆性的技术进步、贫富分化加剧等，因此在需求方面看到引发全球范围内的供需错配的需求增量是比较困难的。

此外，随着新冠肺炎疫苗逐步接种全球再度爆发疫情的概率已然不大，但是由于新冠肺炎疫苗在全球范围内不均衡接种，新冠肺炎新增和确诊病例在美国方面已经呈现下降趋势，但是全球方面的数据近期再次出现趋势性向上的态势。展望未来，从新冠肺炎疫苗产能、生产数量、分配和接种速度因素来看，新冠肺炎疫情对经济的影响或持续存在，2021 年全球经济的复苏或将在常态化疫情防控下进行，这将对后续消费的恢复造成较为较为长期的影响。

图 8：近半年全球和美国新冠肺炎蔓延情况（新增左轴，现有右轴）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

因此，进入到 2021 年的后疫情阶段，全球实际需求恢复到疫情前尚存在较大的不确定性，故更难以展望在全球供给恢复阶段需求能对通胀形成实质性的扰动。

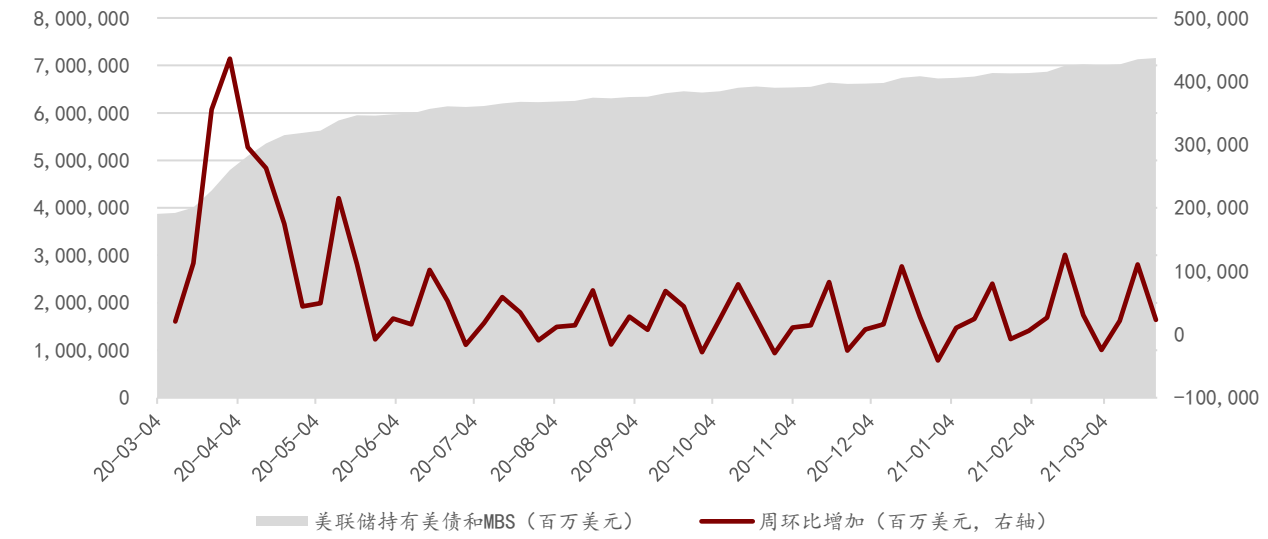
综上，我们认为本轮疫情以来海内外供需错配推动大宗商品价格大幅上涨的因素正在逐步退却，随着海外市场供给端的恢复，通胀压力或在海外供给端的持续恢复过程中获得趋势性缓解。

三、美联储货币宽松政策收敛的预期管理将是 2021 年大宗商品价格最大的灰犀牛

目前海内外货币政策的已经出现的较为明显的分化，中国方面广义货币 M2 和社会融资规模同比增速在去年 7 月份和 11 月份相继见顶回落，目前基本可以认为中国方面本轮金融扩张周期已经见顶。

前文我们提到本轮美联储的放水可谓是史诗级别，后续美联储的表态和操作自然成为市场关注的焦点并对资产价格产生显著影响。就目前来看，尽管目前美联储出现量化宽松规模的缩减，但是客观上确也没有再增加量化宽松的规模的理由。

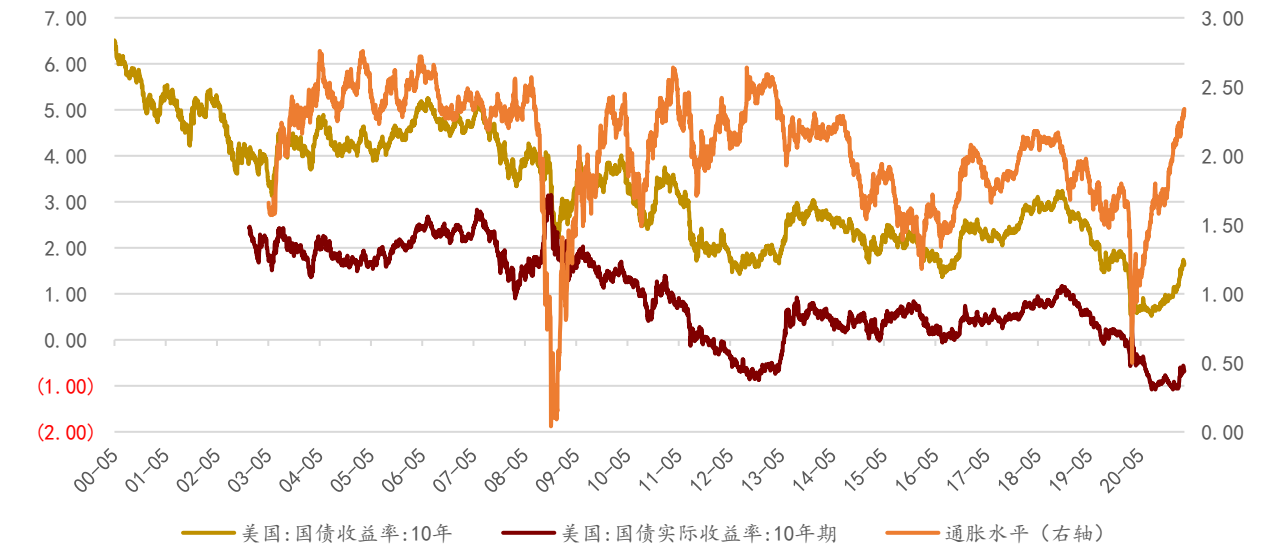
图 9：美联储持有美债和 MBS 总量与环周变化（百万美元）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

尽管目前 2020 年美联储对货币政策框架进行了调整，显示货币政策对通胀的容忍度上升，但是从美国通胀指数国债方面的数据来看，10 年期美债交易出来的通胀率已经接近 2.5%。

图 10：10 年期美债与通胀水平（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

图 11：美债收益率与国际金价（%，$）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

金融资产价格反映预期，故资产价格的走势将明显领先于美联储货币政策对市场预期的管理。从近期的资产价格走势特征来看，市场对于美联储货币政策进入到观察期，黄金价格持续走弱或许已经暗含这一因素，需要警惕。

四、结论

流动性巨额投放引发超强经济复苏预期叠加海内外供需错配是过去一年来推动商品价格的核心因素。目前本轮疫情以来海内外供需错配推动大宗商品价格大幅上涨的因素正在逐步退却，随着海外市场供给端的恢复，通胀压力或在海外供给的持续恢复过程中获得趋势性缓解。美联储方面，尽管尚未出现量化宽松规模的缩减，但是目前来看确也没有再增加量化宽松规模的理由。金融资产价格反映预期，故将明显领先于美联储货币政策对市场的预期管理，美联储货币宽松政策的边际收敛或将是大宗商品价格最大的灰犀牛，未来需要警惕。

结合目前大宗商品价格绝对位置来看，再去讨论商品多头价格的安全边际的意义可能已经不大。过去一年海外市场大水漫灌的货币政策下，经济复苏的超强预期叠加海内外供需错配推升商品资产价格的持续走高或已透支了经济复苏后的商品价格，后续通胀预期对大宗商品价格刺激或将是将弩之末。

免责声明

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。