惶惶三月：通胀真的来了吗?

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

- **市场通胀预期上行，实际通胀数据与通胀预期的背离扩大。**基于通胀保值债券（TIPS）所隐含的通胀预期快速上升至 2.5%附近。驱动投资者担忧通胀上行的因素有三：一是“疫苗复苏”，二是“财政主导”，三是大宗商品价格上涨。
- **持续性的高通胀理据不足，“滞涨”更加难以成立。**通胀预期的确是实际通胀的领先指标，在美国 1.9 万亿美元财政刺激方案落地和 OPEC+减产协议的推动下，二季度美国 CPI 将突破 2%。不过，财政刺激对通胀的拉动，大概率将难以持续。而且油价对通胀影响的方向存在疑问。最后，基数效应制约了通胀运行的整体形态。所以持续性的高通胀，理据不足。从十年与五年盈亏平衡通胀率看，十年盈亏平衡通胀率的上升斜率较为平缓，市场的长期通胀展望仍然稳定。至于所谓“滞涨”，就更加难以成立。
- **美联储将继续维持目前的宽松货币政策。**与历史上盯住通胀目标不同，就业成为当前美联储关注的核心目标。在新货币政策框架下，美国通胀允许在一段时间内超越 2%，以“补偿”之前持续低迷的通胀。当前，美国经济尚未完全恢复，就业仍远低于疫前水平。而且美联储认为美国并不会发生持续的恶性通胀。经济恢复增长，通胀回升至目标水平，正是货币当局乐见的现象。所以，货币政策没有转向或收紧的必要。
- **美国通胀预期上行对我国货币政策影响较小，但对金融市场的影响不可小觑。**由于主要大类资产均由美元定价，若美国形成通胀风险，将溢出到全球，对我国物价指标形成负面冲击。整体来看，对我国的溢出效应主要体现在 PPI 上，对 CPI 的影响较小。《政府工作报告》设定 3%的 CPI 通胀“上限”，为货币政策预留了充分的相机抉择空间。不过，美国通胀预期上行以及收益率曲线陡峭上升，对金融市场的影响不可小觑。一是中美利差收窄，人民币升值压力明显缓解；二是长端利率上行，资本市场的估值调整压力加大，股票价格波动加剧；三是名义价格上行，相关企业盈利改善，资本市场的风格转换加快，结构性机会与风险共存。
- **目前来看通胀更多来自于温和“再通胀”，但仍需防范“坏”通胀的来临。**2021 年，全球终于迎来疫情结束的曙光，“疫苗复苏”大幕逐渐开启。供给和需求的恢复，将使得通胀逐步靠近疫前水平，回复长期趋势，持续“超调”的可能性不高。但我们仍需防范“坏”通胀的来临。考虑到当前各国史无前例的债务规模，金融市场陷入极为脆弱和非常敏感的境地，足够令人警醒。未雨绸缪，我们要充分做好回到过去的准备。

今年以来，伴随疫苗加快接种，经济恢复前景乐观，市场的通胀预期迅速升温。驱动美国十年期国债收益率从不到 1%快速升至 1.5%，上行 50 多个基点，导致全球股票市场大幅波动。投资者心态惶惶然，对通胀上行的担忧加剧。

在全球经济迈入疫苗复苏的关口，通胀真的要来了吗?

一、驱动通胀预期上行的因素

目前，主要经济体的通胀数据持续处于较低水平，仍低于 2%的央行目标（图 1）。不过，金融市场更加关心通胀预期指标，而不是落后的实际通胀统计数据。今年 1 月美国 CPI 同比为 1.4%，2 月上升至 1.7%，基于通胀保值债券（TIPS）所隐含的通胀预期上升更快，截至 3 月 11 日，盈亏平衡通胀率已升至 2.51%。实际通胀数据与市场通胀预期的背离正在扩大（图 2）。

可见，投资者对通胀上行的担忧正在加剧，驱动这一变化的因素有三:

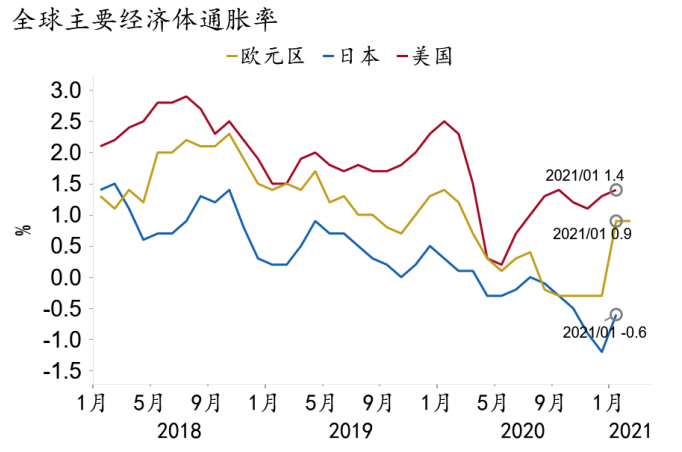
一是“疫苗复苏”。从周期的角度，美国的通胀率从去年第三季度开始回升（图 3），反映了疫情的演变对经济的影响。今年，随着疫苗接种的上升和新增确诊的回落，全球经济活动加快恢复，推升 CPI 水平，进而强化通胀上行的预期。

二是“财政主导”。去年，美国共实施了四轮疫情救助计划，总额高达 3.9 万亿美元，相当于美国 GDP 的两成。其中超过六成是对居民的现金补贴，支持消费支出回升，带动 CPI 上行。年初，拜登政府提出 1.9 万亿美元的财政刺激方案，其中包括 1 万亿美元的第五轮疫情救助计划。这一方案，正值经济复苏和就业恢复的阶段，进一步强化通胀预期。

三是大宗商品价格上涨。截至 2 月底，RJ-CRB 指数上涨 9.3%。能源和工业品涨势尤为明显，LME 锡价上涨 33.9%，WTI 原油价格上涨 29.2%，LME 铜价上涨 18.5%。其中，原油价格与美国的 CPI 走势高度相关，且存在明显的领先-滞后关系（图 4）。去年底 OPEC+会议达成新减产协议[1]，支撑全球原油价格稳步上行。加之全球经济逐步复苏，以及美国暴风雪和冻雨天气对原油产量的负面影响，原油价格明显上行。

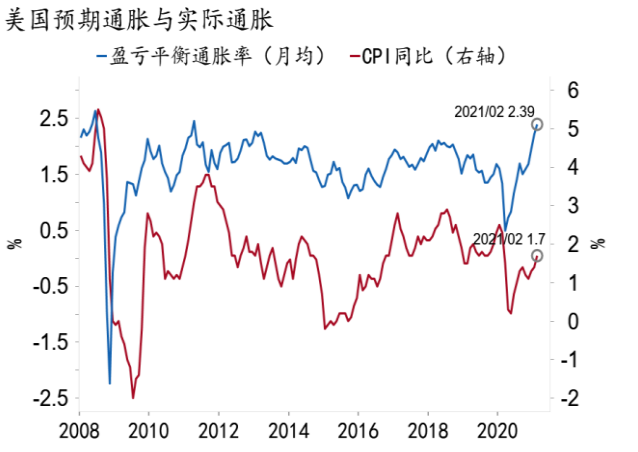
[1] 各成员国自 2021 年 1 月起每月减产 720 万桶/日并根据市场情况调整下一月产量。2021 年 1 月会议再达成协定，2-3 月，沙特阿拉伯额外减产 100 万桶/日。2021 年 3 月会议决定维持减产规模不变，沙特阿拉伯将额外减产维持到 4 月。EIA 预测，全球原油库存将以每天 60 万桶的速度下降。

图 1: 主要经济体的通胀率持续处于较低水平



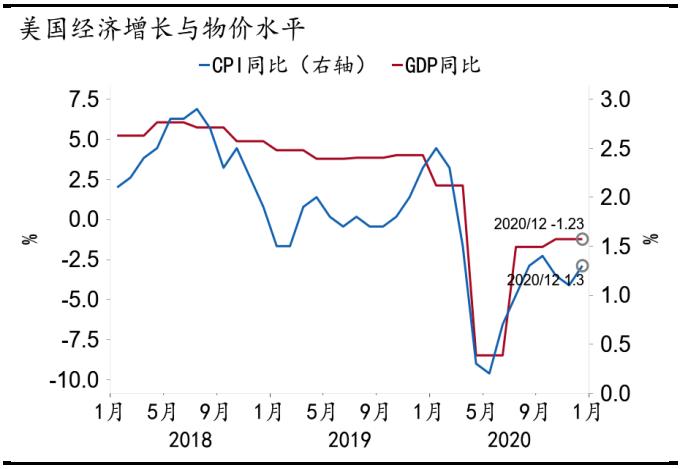
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2: 美国实际通胀与市场通胀预期背离扩大



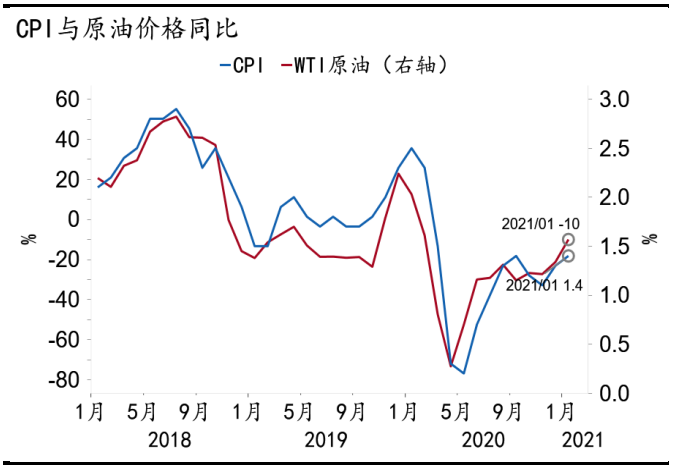
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 美国通胀率自去年第三季度开始回升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4: 原油价格与美国 CPI 走势高度相关



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

二、展望：通胀预期如何兑现?

市场对通胀上行的预期已经出现了，投资者现在担心的是通胀预期将如何兑现？是温和的再通胀，还是持续性的高通胀，或是更加可怕的“滞涨”（Stagflation）？

首先，通胀预期的确是实际通胀的领先指标（图 5），一般领先 2 至 3 个月。若这一关系继续成立的话，二季度美国 CPI 将突破 2%。**在美国 1.9 万亿美元财政刺激方案落地和 OPEC+减产协议的推动下，这一前景的可能性增加了。**一方面，9 月之前，符合条件的居民将收到 1,400 美元[2]的支票，失业人士每周还可得到 300 美元的联邦补贴。参考去年 3 月

[2] 收入小于$75,000 的居民一次性发放 1,400 美元；收入高于$75,000 的居民补贴递减，收入高于$80,000 的居民无补贴。

“关怀法案”实施后的经验，今年第二季度美国 CPI 会有较大幅度的上升。另一方面，3 月 OPEC+会议达成协议，维持原有减产计划不变。这一决定可能继续推升原油价格。截至 3 月 11 日，WTI 原油价格已升至 65 元/桶，而去年 3 月份原油价格处在历史低点[3]。

不过，财政刺激对通胀的拉动，大概率将难以持续。此轮财政刺激方案对美国居民收入的提升作用是短期的，大约半年。重要的是，随着美国经济继续复苏，进一步财政刺激的概率明显下降，必要性也将下降。所以，我们倾向于认为，财政刺激对通胀的拉升，可能是短期的，长期通胀前景仍然温和。

而且，油价对通胀影响的方向存在疑问。目前油价上行主要来自于原油供需的不均衡，特别是减产协议对供给的约束。历史上，这种约束并不稳固，油价上升刺激生产，“囚徒困境”通常导致供给增加。更重要的是，美国重回巴黎气候协议，能源消耗结构调整势必加快，石油能源的需求趋于下降。

最后，基数效应制约了通胀运行的整体形态。去年美国 CPI 指数走势“前低后高”，整体呈“耐克型”走势。因而，去年的 CPI 价格基数将在很大程度上决定今年的通胀水平。相应地，今年美国通胀同比将呈“前高后低”，高点大概率出现在第二季度；受高基数的影响，三四季度通胀同比将有所下行。

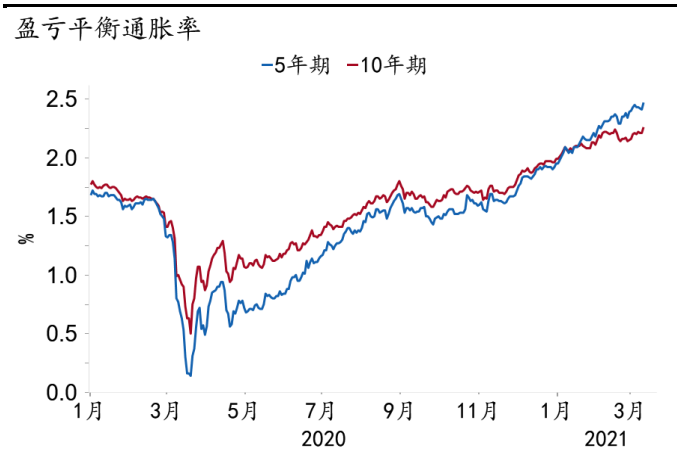
所以，持续性的高通胀，理据不足。从十年与五年盈亏平衡通胀率看，十年盈亏平衡通胀率的上升斜率较为平缓，市场的长期通胀展望仍然稳定（图 6）。至于所谓“滞涨”，就更加难以成立。美国 1970 年代的“滞涨”，表现为经济增长停滞而通胀和失业率快速上行，根源是两次石油危机导致的油价和工资螺旋式上涨对供给端的大幅冲击。现在的情况是，美国经济处于恢复增长通道，通胀虽有抬头但仍处于历史低位。同时，技术进步和全球化降低了劳动成本，“工资-物价螺旋”发生概率下降。而且，油价对消费物价的影响远小于上世纪七十年代。

图 5: 通胀预期是实际通胀的领先指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6: 长期通胀展望温和



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

[3] 2020 年 3 月，俄罗斯和沙特阿拉伯无法就减产规模达成一致，沙特阿拉伯报复性增加原油供给，导致原油价格大幅下跌。

三、美联储的货币政策会转向吗?

美联储货币政策实行“双目标”框架，即就业最大化（Maximum Employment）和物价稳定（Price Stability）。近十年来，美国的通胀一直处于较低水平。疫情冲击下，失业率大幅上升，通胀的波动依然较小（图 7）。**与历史上盯住通胀目标不同，就业成为当前美联储关注的核心目标。**

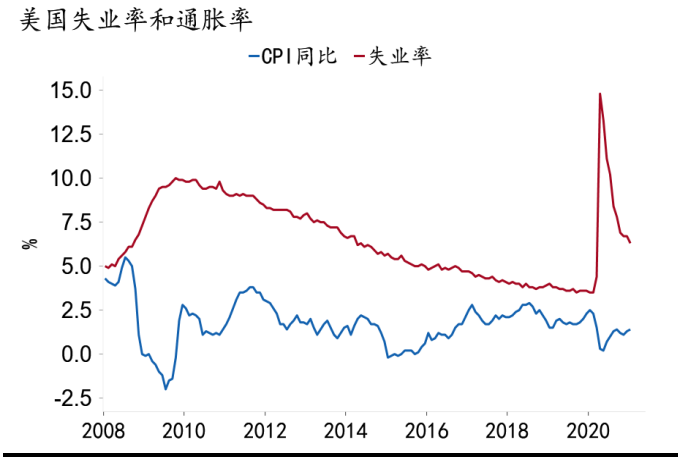
去年 8 月，美联储对货币政策框架进行了修订，将锚定 2%的“对称”（symmetric）通胀目标调整为“平均”（average）通胀目标[4]。这一调整实际上允许美国通胀在一段时间内超越 2%，以“补偿”之前持续低迷的通胀。

当前，美国经济尚未完全恢复，就业仍远低于疫前水平。今年 2 月，美国失业人数仍高达 573 万人。其中，临时性失业人数随着疫情冲击的消退而快速下降，从去年 4 月的 1,800 万高点下降至 223 万人，但仍高于次贷危机时期的临时性失业人数高点（189 万人）；永久性失业人数并未随着疫情的改善而下降，反而持续上升，从 2 月的 130 万人一路升至 350 万人（图 8）。

就业形势是美联储坚持鸽派立场的主要原因。3 月 5 日，鲍威尔在华尔街日报就业峰会上重申，经济离就业和通胀目标还有一段距离，美联储将继续维持目前的宽松货币政策[5]。

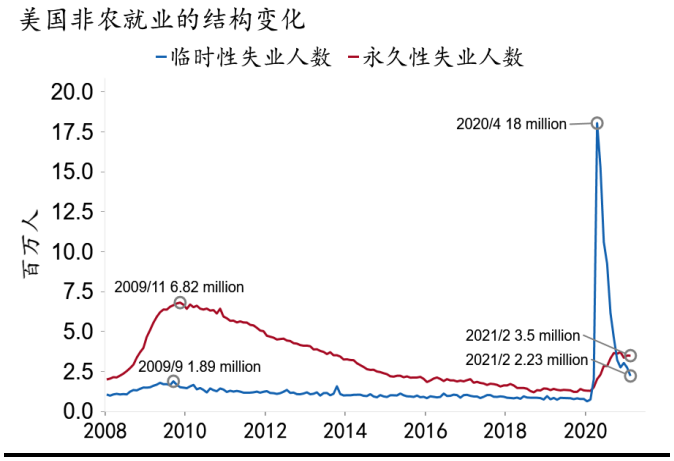
重要的是，美联储认为美国并不会发生持续的恶性通胀，这点与我们的判断一致。在老龄化、智能科技和全球化的影响下，长期价格展望承受下行压力。有趣的是，经济恢复增长，通胀回升至目标水平，正是货币当局乐见的现象。所以，货币政策没有转向或收紧的必要。

图 7: 美国通胀一直处于较低水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8: 美国就业持续低迷



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

[4] PCE（Personal Consumption Expenditures）指数的年均变化为 2%。

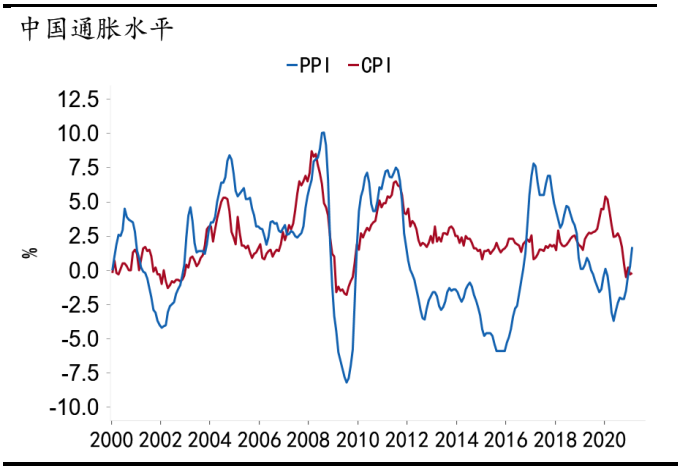
[5] 将联邦基金利率维持在零区间，维持每月至少 800 亿美债、400 亿美元 MBS 的购债规模。

四、对我国货币政策及金融市场的影响

目前我国 CPI 和 PPI 仍处于历史较低水平（图 9），由于主要大类资产均由美元定价，若美国形成通胀风险，将溢出到全球，对我国物价指标形成负面冲击。**整体来看，对我国的溢出效应（Spillover Effect）主要体现在 PPI 上，对 CPI 的影响较小。**

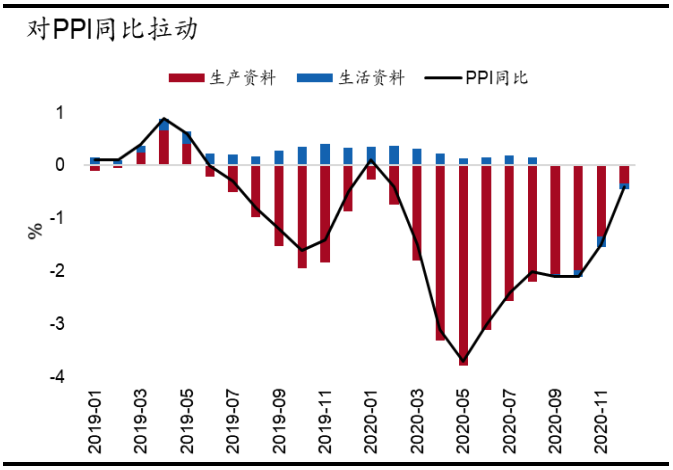
究其原因，我国 PPI 的主要构成是生产资料价格（图 10），而大宗商品价格与生产资料价格之间有较好的领先-滞后关系（图 11）。大宗商品价格上行将形成“输入型通胀”[6]，拉动 PPI 持续上行。

图 9: 我国通胀率仍处在历史较低水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10: 生产资料是我国 PPI 变化主要驱动力



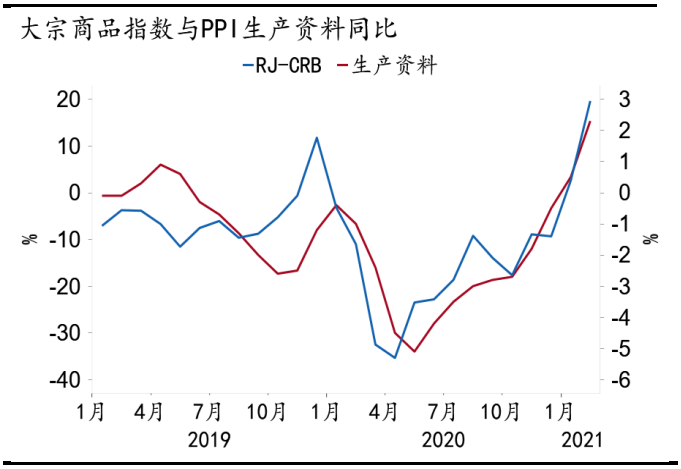
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美国通胀上升对我国 CPI 的直接影响有限。原油价格上行，主要影响 CPI 非食品项中的居住（水电燃料）与交通和通信（交通工具用燃料）。这两项无论是从权重还是拉动力来说，对整体 CPI 的扰动有限。

因此，今年我国 CPI 大概率将保持温和上涨，全年中枢将处于 1.5%附近。一方面，我国 CPI 的主要驱动因素为食品项（图 12），自 2018 年起，我国 CPI 持续处于“猪周期”中。去年 CPI 持续下行主要是源于猪肉供给恢复叠加高基数效应所导致的猪肉价格同比快速下行。在供给持续增加下，今年猪肉价格将整体低于去年，对 CPI 形成下行压力。另一方面，从有效需求来看，今年在有效防疫及疫苗推广下居民信心恢复，国内消费需求逐渐复苏释放，服务性消费景气度将从低位回升，支撑核心 CPI 持续向上修复（图 13）。**结合能源、食品和核心 CPI 来看，今年我国 CPI 将随着经济的稳定恢复上升，并处于合意的通胀区间。**

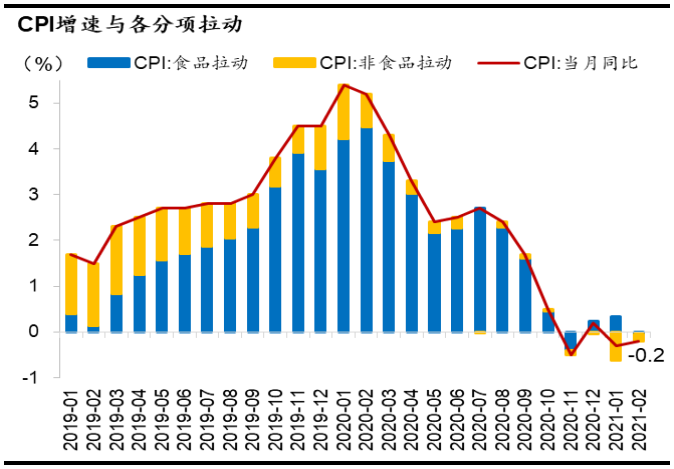
[6] 在油价大幅上升的预期下，我们调升 2021 年中国 PPI 预测值：整体趋势仍然保持“前高后低”的判断，但将中枢值从《从头越：2021 年宏观经济与资本市场展望》中的 1.0%升至 1.5%。

图 11: 大宗商品价格领先于 PPI 生产资料



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12: 食品项是我国 CPI 变化的主要驱动力



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

与美国不同，我国货币政策实行的是“多目标”框架[7]，主要为价格稳定、经济增长、充分就业、国际收支平衡等。面对后疫情时期的经济复苏，回归中性将成为货币政策的基调。《政府工作报告》强调政策“不转急弯”，处理好恢复经济和防范风险的关系将成为央行的工作重心。《政府工作报告》设定 3%的 CPI 通胀“上限”，为货币政策预留了充分的相机抉择空间。

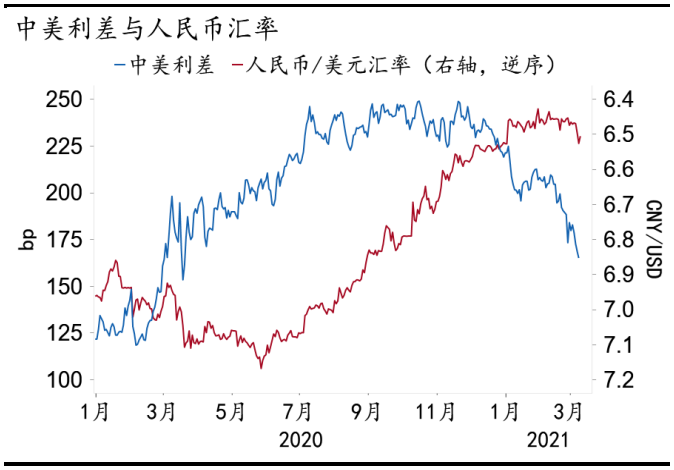
不过，美国通胀预期上行以及收益率曲线陡峭上升，对金融市场的影响不可小觑。一是中美利差收窄，人民币升值压力明显缓解（图 14）；二是长端利率上行，资本市场的估值调整压力加大，股票价格波动加剧；三是名义价格上行，相关企业盈利改善，资本市场的风格转换加快，结构性机会与风险共存。

图 13: 我国 CPI 与核心 CPI 持续下行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14: 中美利差回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

[7] 《中国人民银行法》中，货币政策目标为保持货币价值稳定，以促进经济增长。央行前行长周小川撰文表示，我国货币政策目标既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标，也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。

五、结语：好通胀，坏通胀

2021 年，全球终于迎来疫情结束的曙光，“疫苗复苏”大幕逐渐开启。通胀预期先于经济复苏，呈现出快速上升的势头。市场普遍担心，各国脆弱的经济均无法再承受通胀的再度冲击。值得庆幸的是，目前看来通胀上升更多来自于经济恢复带来的温和“再通胀”。供给和需求的恢复，将使得通胀逐步靠近疫前水平，回复长期趋势，持续“超调”的可能性不高。

但我们仍需防范“坏”通胀的来临。进入新世纪，全球经济经历了“次贷危机”和“新冠疫情”两次重大冲击。可以预见，“疫苗复苏”将带来通胀预期上行，考虑到当前各国史无前例的债务规模，金融市场陷入极为脆弱和非常敏感的境地，也足够令人警醒。未雨绸缪，我们要充分做好回到过去的准备。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%

持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间

卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标

同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若

落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话：(852) 3900 0888　　传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。