

惶惶三月：通脹真的來了嗎？

- **市場通脹預期上行，實際通脹資料與通脹預期的背離擴大。**基於通脹保值債券（TIPS）所隱含的通脹預期快速上升至 2.5% 附近。驅動投資者擔憂通脹上行的因素有三：一是“疫苗復蘇”，二是“財政主導”，三是大宗商品價格上漲。
- **持續性的高通脹理據不足，“滯漲”更加難以成立。**通脹預期的確是實際通脹的領先指標，在美國 1.9 萬億美元財政刺激方案落地和 OPEC+ 減產協定的推動下，二季度美國 CPI 將突破 2%。不過，財政刺激對通脹的拉動，大概率將難以持續。而且油價對通脹影響的方向存在疑問。最後，基數效應制約了通脹運行的整體形態。所以持續性的高通脹，理據不足。從十年與五年盈虧平衡通脹率看，十年盈虧平衡通脹率的上升斜率較為平緩，市場的長期通脹展望仍然穩定。至於所謂“滯漲”，就更加難以成立。
- **美聯儲將繼續維持目前的寬鬆貨幣政策。**與歷史上盯住通脹目標不同，就業成為當前美聯儲關注的核心目標。在新貨幣政策框架下，美國通脹允許在一段時間內超越 2%，以“補償”之前持續低迷的通脹。當前，美國經濟尚未完全恢復，就業仍遠低於疫前水準。而且美聯儲認為美國並不會發生持續的惡性通脹。經濟恢復增長，通脹回升至目標水準，正是貨幣當局樂見的現象。所以，貨幣政策沒有轉向或收緊的必要。
- **美國通脹預期上行對我國貨幣政策影響較小，但對金融市場的影響不可小覷。**由於主要大類資產均由美元定價，若美國形成通脹風險，將溢出到全球，對我國物價指標形成負面衝擊。整體來看，對我國的溢出效應主要體現在 PPI 上，對 CPI 的影響較小。《政府工作報告》設定 3% 的 CPI 通脹“上限”，為貨幣政策預留了充分的相機抉擇空間。不過，美國通脹預期上行以及收益率曲線陡峭上升，對金融市場的影響不可小覷。一是中美利差收窄，人民幣升值壓力明顯緩解；二是長端利率上行，資本市場的估值調整壓力加大，股票價格波動加劇；三是名義價格上行，相關企業盈利改善，資本市場的風格轉換加快，結構性機會與風險共存。
- **目前來看通脹更多來自於溫和“再通脹”，但仍需防範“壞”通脹的來臨。**2021 年，全球終於迎來疫情結束的曙光，“疫苗復蘇”大幕逐漸開啟。供給和需求的恢復，將使得通脹逐步靠近疫前水準，回復長期趨勢，持續“超調”的可能性不高。但我們仍需防範“壞”通脹的來臨。考慮到當前各國史無前例的債務規模，金融市場陷入極為脆弱和非常敏感的境地，足夠令人警醒。未雨綢繆，我們要充分做好回到過去的準備。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

今年以來，伴隨疫苗加快接種，經濟恢復前景樂觀，市場的通脹預期迅速升溫。驅動美國十年期國債收益率從不到1%快速升至1.5%，上行50多個基點，導致全球股票市場大幅波動。投資者心態惶惶然，對通脹上行的擔憂加劇。

在全球經濟邁入疫苗復蘇的關口，通脹真的要來了嗎？

一、驅動通脹預期上行的因素

目前，主要經濟體的通脹資料持續處於較低水準，仍低於2%的央行目標（圖1）。不過，金融市場更加關心通脹預期指標，而不是落後的實際通脹統計資料。今年1月美國CPI同比為1.4%，2月上升至1.7%，基於通脹保值債券（TIPS）所隱含的通脹預期上升更快，截至3月11日，盈虧平衡通脹率已升至2.51%。實際通脹資料與市場通脹預期的背離正在擴大（圖2）。

可見，投資者對通脹上行的擔憂正在加劇，驅動這一變化的因素有三：

一是“疫苗復蘇”。從週期的角度，美國的通脹率從去年第三季度開始回升（圖3），反映了疫情的演變對經濟的影響。今年，隨著疫苗接種的上升和新增確診的回落，全球經濟活動加快恢復，推升CPI水準，進而強化通脹上行的預期。

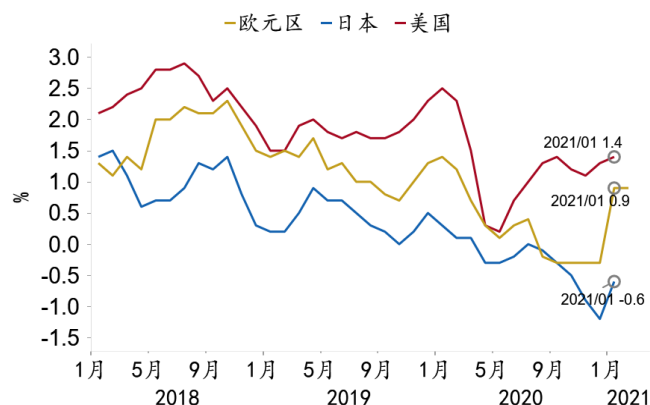
二是“財政主導”。去年，美國共實施了四輪疫情救助計畫，總額高達3.9萬億美元，相當於美國GDP的兩成。其中超過六成是對居民的現金補貼，支持消費支出回升，帶動CPI上行。年初，拜登政府提出1.9萬億美元的財政刺激方案，其中包括1萬億美元的第五輪疫情救助計畫。這一方案，正值經濟復蘇和就業恢復的階段，進一步強化通脹預期。

三是大宗商品價格上漲。截至2月底，RJ-CRB指數上漲9.3%。能源和工業品漲勢尤為明顯，LME錫價上漲33.9%，WTI原油價格上漲29.2%，LME銅價上漲18.5%。其中，原油價格與美國的CPI走勢高度相關，且存在明顯的領先-滯後關係（圖4）。去年底OPEC+會議達成新減產協定¹，支撐全球原油價格穩步上行。加之全球經濟逐步復蘇，以及美國暴風雪和凍雨天氣對原油產量的負面影響，原油價格明顯上行。

¹ 各成員國自2021年1月起每月減產720萬桶/日並根據市場情況調整下一月產量。2021年1月會議再達成協定，2-3月，沙烏地阿拉伯額外減產100萬桶/日。2021年3月會議決定維持減產規模不變，沙烏地阿拉伯將額外減產維持到4月。EIA預測，全球原油庫存將以每天60萬桶的速度下降。

圖 1: 主要經濟體的通脹率持續處於較低水準

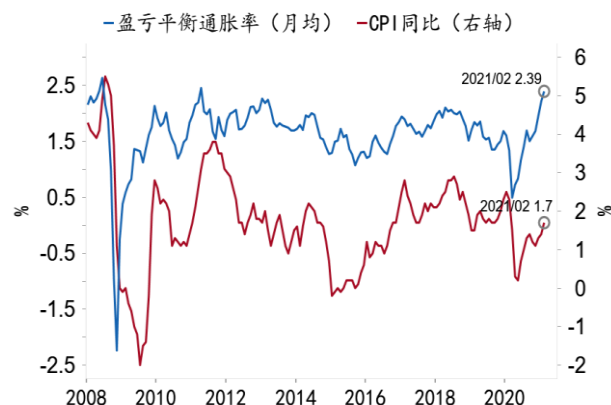
全球主要经济体通胀率



資料來源: Macrobond、招商銀行研究院

圖 2: 美國實際通脹與市場通脹預期背離擴大

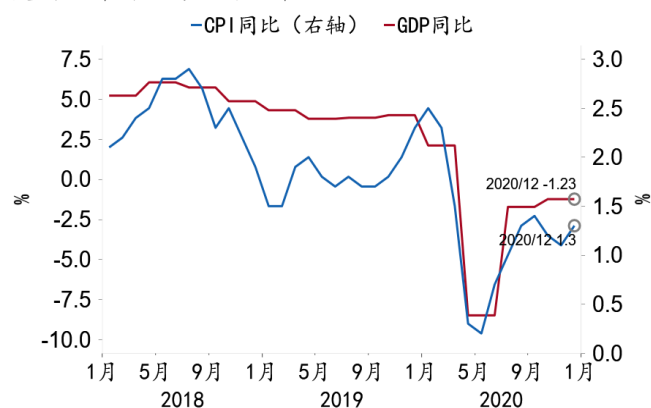
美国预期通胀与实际通胀



資料來源: Macrobond、招商銀行研究院

圖 3: 美國通脹率自去年第三季度開始回升

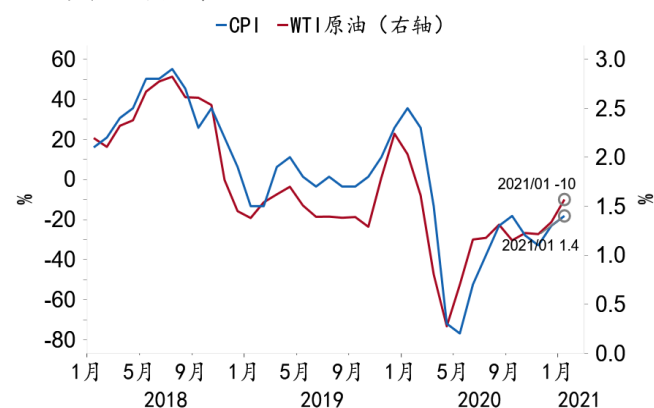
美国经济增长与物价水平



資料來源: Macrobond、招商銀行研究院

圖 4: 原油價格與美國 CPI 走勢高度相關

CPI 与原油价格同比



資料來源: Macrobond、招商銀行研究院

二、展望：通脹預期如何兌現？

市場對通脹上行的預期已經出現了，投資者現在擔心的是通脹預期將如何兌現？是溫和的再通脹，還是持續性的高通脹，或是更加可怕的“滯漲”（Stagflation）？

首先，通脹預期的確是實際通脹的領先指標（圖 5），一般領先 2 至 3 個月。若這一關係繼續成立的話，二季度美國 CPI 將突破 2%。在美國 1.9 萬億美元財政刺激方案落地和 OPEC+ 減產協定的推動下，這一前景的可能性增加了。一方面，9 月之前，符合條件的居民將收到 1,400 美元²的支票，失業人士每週還可得到 300 美元的聯邦補貼。參考去年 3 月

² 收入小於 \$75,000 的居民一次性發放 1,400 美元；收入高於 \$75,000 的居民補貼遞減，收入高於 \$80,000 的居民無補貼。

“關懷法案”實施後的經驗，今年第二季度美國 CPI 會有較大幅度的上升。另一方面，3 月 OPEC+會議達成協議，維持原有減產計畫不變。這一決定可能繼續推升原油價格。截至 3 月 11 日，WTI 原油價格已升至 65 元/桶，而去年 3 月份原油價格處在歷史低點³。

不過，財政刺激對通脹的拉動，大概率將難以持續。此輪財政刺激方案對美國居民收入的提升作用是短期的，大約半年。重要的是，隨著美國經濟繼續復蘇，進一步財政刺激的概率明顯下降，必要性也將下降。所以，我們傾向於認為，財政刺激對通脹的拉升，可能是短期的，長期通脹前景仍然溫和。

而且，油價對通脹影響的方向存在疑問。目前油價上行主要來自於原油供需的不均衡，特別是減產協議對供給的約束。歷史上，這種約束並不穩固，油價上升刺激生產，“囚徒困境”通常導致供給增加。更重要的是，美國重回巴黎氣候協定，能源消耗結構調整勢必加快，石油能源的需求趨於下降。

最後，基數效應制約了通脹運行的整體形態。去年美國 CPI 指數走勢“前低後高”，整體呈“耐克型”走勢。因而，去年的 CPI 價格基數將在很大程度上決定今年的通脹水準。相應地，今年美國通脹同比將呈“前高後低”，高點大概率出現在第二季度；受高基數的影響，三四季度通脹同比將有所下行。

所以，持續性的高通脹，理據不足。從十年與五年盈虧平衡通脹率看，十年盈虧平衡通脹率的上升斜率較為平緩，市場的長期通脹展望仍然穩定（圖 6）。至於所謂“滯漲”，就更加難以成立。美國 1970 年代的“滯漲”，表現為經濟增長停滯而通脹和失業率快速上行，根源是兩次石油危機導致的油價和工資螺旋式上漲對供給端的大幅衝擊。現在的情況是，美國經濟處於恢復增長通道，通脹雖有抬頭但仍處於歷史低位。同時，技術進步和全球化降低了勞動成本，“工資-物價螺旋”發生概率下降。而且，油價對消費物價的影響遠小於上世紀七十年代。

圖 5: 通脹預期是實際通脹的領先指標

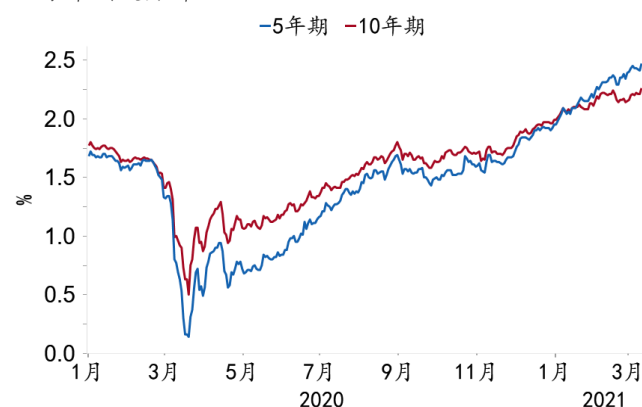
美國預期通脹與實際通脹



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 6: 長期通脹展望溫和

盈虧平衡通脹率



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

³ 2020 年 3 月，俄羅斯和沙烏地阿拉伯無法就減產規模達成一致，沙烏地阿拉伯報復性增加原油供給，導致原油價格大幅下跌。

三、美聯儲的貨幣政策會轉向嗎？

美聯儲貨幣政策實行“雙目標”框架，即就業最大化（Maximum Employment）和物價穩定（Price Stability）。近十年來，美國的通脹一直處於較低水準。疫情衝擊下，失業率大幅上升，通脹的波動依然較小（圖 7）。與歷史上盯住通脹目標不同，就業成為當前美聯儲關注的核心目標。

去年 8 月，美聯儲對貨幣政策框架進行了修訂，將錨定 2% 的“對稱”（symmetric）通脹目標調整為“平均”（average）通脹目標⁴。這一調整實際上允許美國通脹在一段時間內超越 2%，以“補償”之前持續低迷的通脹。

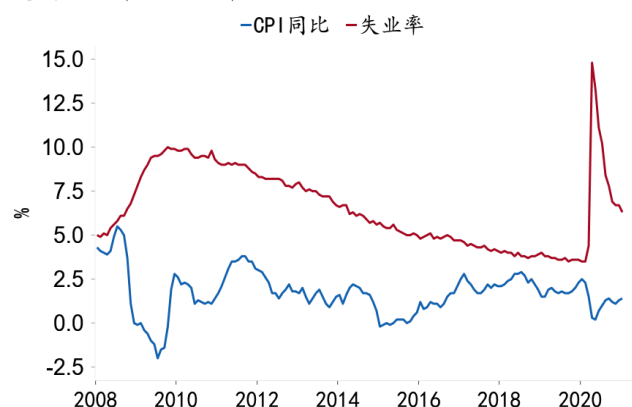
當前，美國經濟尚未完全恢復，就業仍遠低於疫前水準。今年 2 月，美國失業人數仍高達 573 萬人。其中，臨時性失業人數隨著疫情衝擊的消退而快速下降，從去年 4 月的 1,800 萬高點下降至 223 萬人，但仍高於次貸危機時期的臨時性失業人數高點（189 萬人）；永久性失業人數並未隨著疫情的改善而下降，反而持續上升，從 2 月的 130 萬人一路升至 350 萬人（圖 8）。

就業形勢是美聯儲堅持鴿派立場的主要原因。3 月 5 日，鮑威爾在華爾街日報就業峰會上重申，經濟離就業和通脹目標還有一段距離，美聯儲將繼續維持目前的寬鬆貨幣政策⁵。

重要的是，美聯儲認為美國並不會發生持續的惡性通脹，這點與我們的判斷一致。在老齡化、智慧科技和全球化的影響下，長期價格展望承受下行壓力。有趣的是，經濟恢復增長，通脹回升至目標水準，正是貨幣當局樂見的現象。所以，貨幣政策沒有轉向或收緊的必要。

圖 7：美國通脹一直處於較低水準

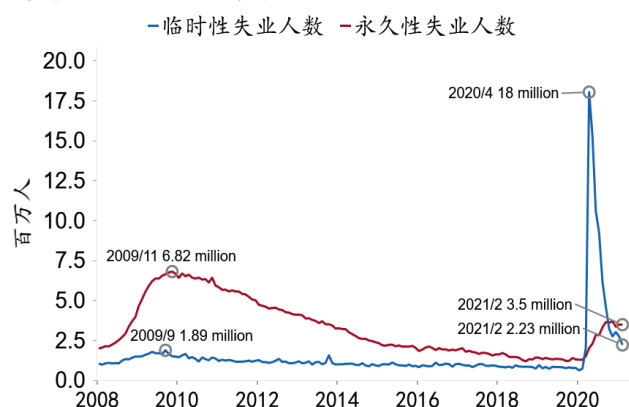
美國失業率和通脹率



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 8：美國就業持續低迷

美國非農就業的結構變化



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

⁴ PCE（Personal Consumption Expenditures）指數的年均變化為 2%。

⁵ 將聯邦基金利率維持在零區間，維持每月至少 800 億美債、400 億美元 MBS 的購債規模。

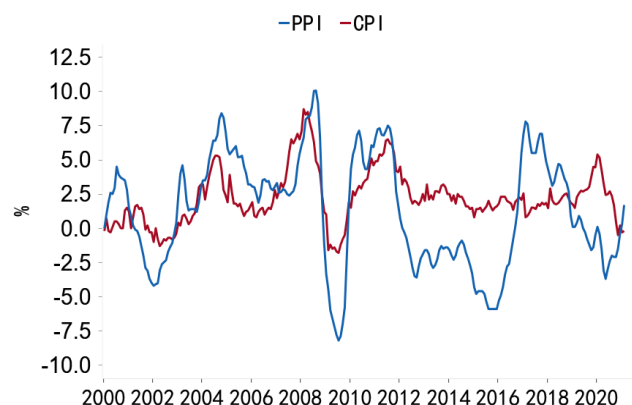
四、對我國貨幣政策及金融市場的影響

目前我國 CPI 和 PPI 仍處於歷史較低水準（圖 9），由於主要大類資產均由美元定價，若美國形成通脹風險，將溢出到全球，對我國物價指標形成負面衝擊。整體來看，對我國的溢出效應（Spillover Effect）主要體現在 PPI 上，對 CPI 的影響較小。

究其原因，我國 PPI 的主要構成是生產資料價格（圖 10），而大宗商品價格與生產資料價格之間有較好的領先-滯後關係（圖 11）。大宗商品價格上行將形成“輸入型通脹”⁶，拉動 PPI 持續上行。

圖 9：我國通脹率仍處在歷史較低水準

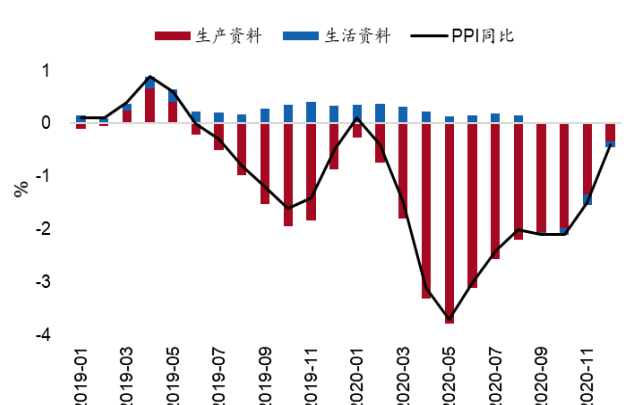
中国通胀水平



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 10：生產資料是我國 PPI 變化主要驅動力

对PPI同比拉动



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

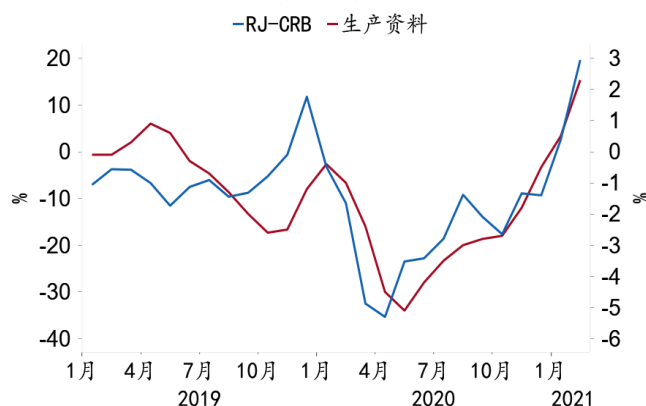
美國通脹上升對我國 CPI 的直接影響有限。原油價格上行，主要影響 CPI 非食品項中的居住（水電燃料）與交通和通信（交通工具用燃料）。這兩項無論是從權重還是拉動力來說，對整體 CPI 的擾動有限。

因此，今年我國 CPI 大概率將保持溫和上漲，全年中樞將處於 1.5% 附近。一方面，我國 CPI 的主要驅動因素為食品項（圖 12），自 2018 年起，我國 CPI 持續處於“豬週期”中。去年 CPI 持續下行主要是源於豬肉供給恢復疊加高基數效應所導致的豬肉價格同比快速下行。在供給持續增加下，今年豬肉價格將整體低於去年，對 CPI 形成下行壓力。另一方面，從有效需求來看，今年在有效防疫及疫苗推廣下居民信心恢復，國內消費需求逐漸復蘇釋放，服務性消費景氣度將從低位回升，支撐核心 CPI 持續向上修復（圖 13）。結合能源、食品 and 核心 CPI 來看，今年我國 CPI 將隨著經濟的穩定恢復上升，並處於合意的通脹區間。

⁶ 在油價大幅上升的預期下，我們調升 2021 年中國 PPI 預測值：整體趨勢仍然保持“前高後低”的判斷，但將中樞值從《從頭越：2021 年宏觀經濟與資本市場展望》中的 1.0% 升至 1.5%。

圖 11: 大宗商品價格領先於 PPI 生產資料

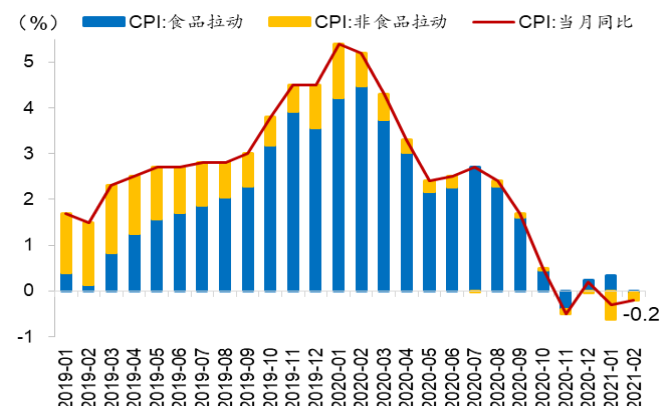
大宗商品指數與 PPI 生產資料同比



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 12: 食品項是我國 CPI 變化的主要驅動力

CPI 增速與各分項拉动



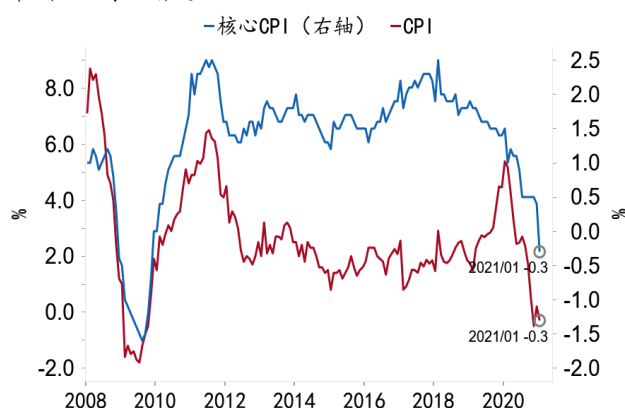
資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

與美國不同，我國貨幣政策實行的是“多目標”框架⁷，主要為價格穩定、經濟增長、充分就業、國際收支平衡等。面對後疫情時期的經濟復蘇，回歸中性將成為貨幣政策的基調。《政府工作報告》強調政策“不轉急彎”，處理好恢復經濟和防範風險的關係將成為央行的工作重心。《政府工作報告》設定 3% 的 CPI 通脹“上限”，為貨幣政策預留了充分的相機抉擇空間。

不過，美國通脹預期上行以及收益率曲線陡峭上升，對金融市場的影響不可小覷。一是中美利差收窄，人民幣升值壓力明顯緩解（圖 14）；二是長端利率上行，資本市場的估值調整壓力加大，股票價格波動加劇；三是名義價格上行，相關企業盈利改善，資本市場的風格轉換加快，結構性機會與風險共存。

圖 13: 我國 CPI 與核心 CPI 持續下行

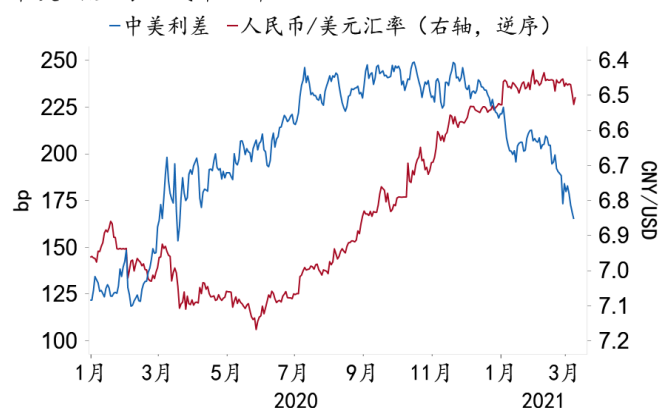
中國 CPI 同比增速



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 14: 中美利差回落

中美利差與人民幣匯率



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

⁷ 《中國人民銀行法》中，貨幣政策目標為保持貨幣價值穩定，以促進經濟增長。央行前行長周小川撰文表示，我國貨幣政策目標既包含價格穩定、促進經濟增長、促進就業、保持國際收支大體平衡等四大年度目標，也包含金融改革和開放、發展金融市場這兩個動態目標。

五、結語：好通脹，壞通脹

2021年，全球終於迎來疫情結束的曙光，“疫苗復蘇”大幕逐漸開啟。通脹預期先於經濟復蘇，呈現出快速上升的勢頭。市場普遍擔心，各國脆弱的經濟均無法再承受通脹的再度衝擊。值得慶倖的是，目前看來通脹上升更多來自於經濟恢復帶來的溫和“再通脹”。供給和需求的恢復，將使得通脹逐步靠近疫前水準，回復長期趨勢，持續“超調”的可能性不高。

但我們仍需防範“壞”通脹的來臨。進入新世紀，全球經濟經歷了“次貸危機”和“新冠疫情”兩次重大衝擊。可以預見，“疫苗復蘇”將帶來通脹預期上行，考慮到當前各國史無前例的債務規模，金融市場陷入極為脆弱和非常敏感的境地，也足夠令人警醒。未雨綢繆，我們要充分做好回到過去的準備。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。