



❖ 背景：2020 年一季度以来新冠疫情在美国加速蔓延。

受新冠疫情的冲击，2020 年一季度以来欧美的需求出现了明显下降。叠加石油价格的大幅回落，欧美 CPI 暂时呈现出了增速回落态势。另一方面，全球央行实施了史无前例的货币宽松政策，随着未来疫情的好转，需求逐步恢复，市场对于未来通胀的预期有所上升。为了解海外机构关于未来通胀的看法，我们编译整理了 Schrodgers 的 Keith Wade 和 Abdallah Guezour 以及 SSGA 的 Simona Mocuta 的观点（分别发表于 2020 年 5 月 21 日和 5 月 19 日），供市场参考和交流。

❖ 现阶段的通缩

Schrodgers 的 Keith Wade 认为当前通缩带来了较大的冲击。由于封锁，需求正在崩溃，导致价格下降而不是上升。最极端的例子是石油行业，石油需求下降了约三分之一，油价暴跌。最近的全球通胀数据非常疲软，美国核心通胀率出现创纪录的下降，而整体通胀率也大幅下降。需求不足迫使企业不得不对产品打折——在许多情况下，它们根本无法销售产品。随着经济开始重启，情况将会改善，但近期通胀率还处于较低状态。美国失业率已升至近 15%，并可能进一步上升。在英国，已经有 200 万人登记领取失业福利，在整个欧洲也都看到了这种类似情况。随着这些经济体的开始重启经济，人们将重返工作岗位，但非常渐进地解除封锁意味着复苏也将是渐进的。没有出现危机开始时人们所希望快速反弹。

Keith Wade 还认为闲置产能可能将持续存在，并在 2021 年甚至 2022 年之前对通胀构成下行压力。特别是欧元区和日本，在危机之前就已经有了低通胀，很可能在那里看到一段时期的通缩。目前通货紧缩比通货膨胀的风险更大。

❖ 通货膨胀的不确定性

SSGA 的 Simona Mocuta 认为新冠肺炎疫情的爆发彻底改变了近期的经济和社会形势。毫无疑问，这也将产生许多长期的社会和经济影响，人们正试图解释这些影响，以建立有效的投资策略。现阶段市场特别感兴趣的是通胀问题。SSGA 的 Simona Mocuta 指出多年以来，真正的挑战一直是使通胀水平达到设定的目标。然而人们现在正在思考，未来是否会面临另一种挑战。4 月美国 CPI 和核心 CPI 均显著放缓。尽管人们已经习惯了整体通胀率的大幅波动（主要由能源价格驱动），但核心通胀率下降 0.7 个百分点却是前所未有的。由于疫情导致的需求停滞，大大削弱了能源以外的许多行业的定价权。纽约联邦储备银行消费者调查显示的近期通胀不确定性似乎有悖直觉，预期的通胀水平好像应该更低。

📄 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部
报告类别 | 他山之石
报告时间 | 2019/05/29

📄 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

📄 联系人

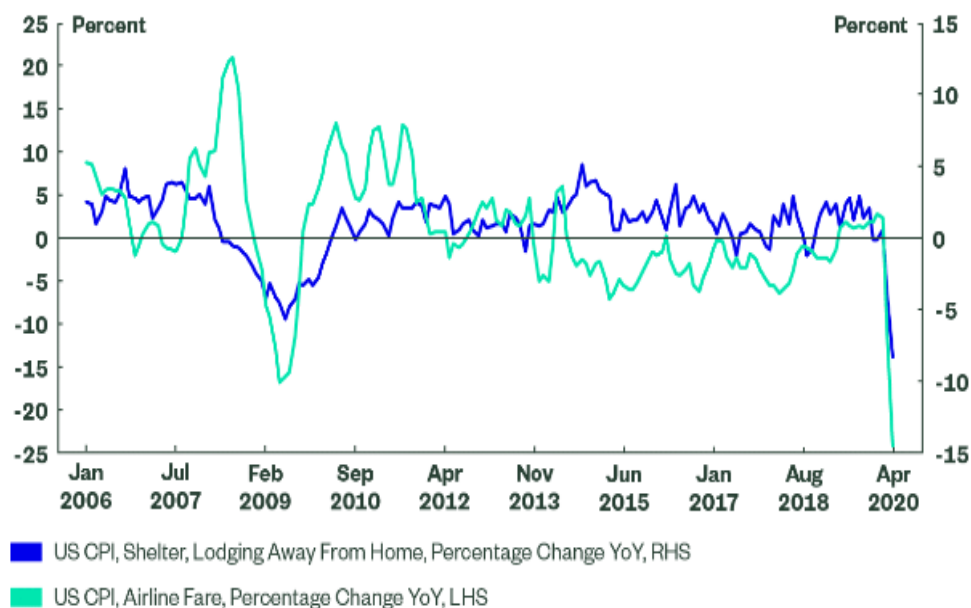
王一棠

证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

📄 川财研究所

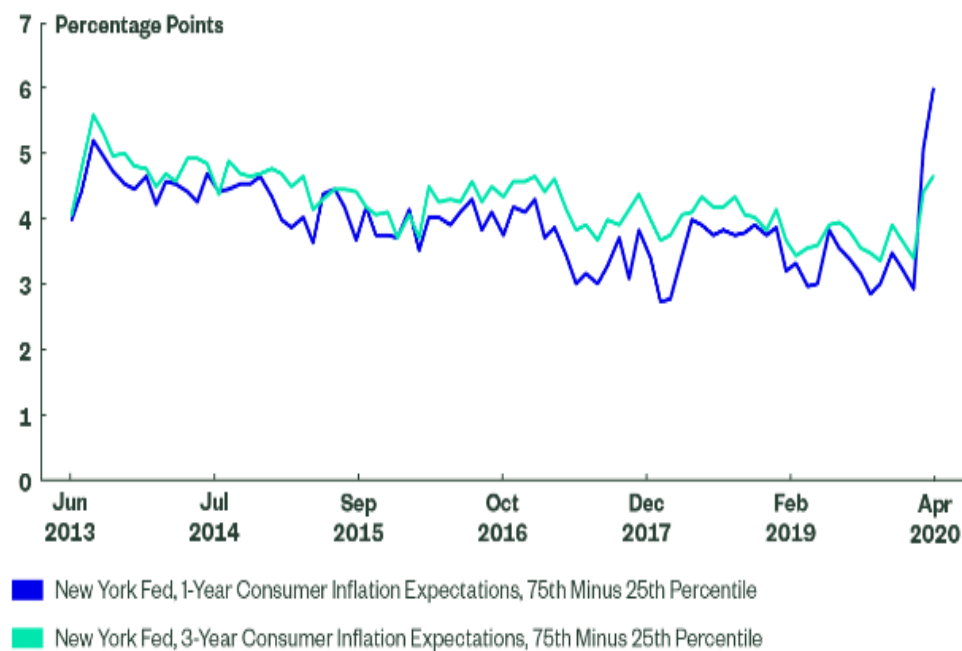
北京 | 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

图 1： 需求大幅减少影响价格



资料来源：SSGA，川财证券研究所

图 2： 通胀不确定性上升



资料来源：SSGA，川财证券研究所

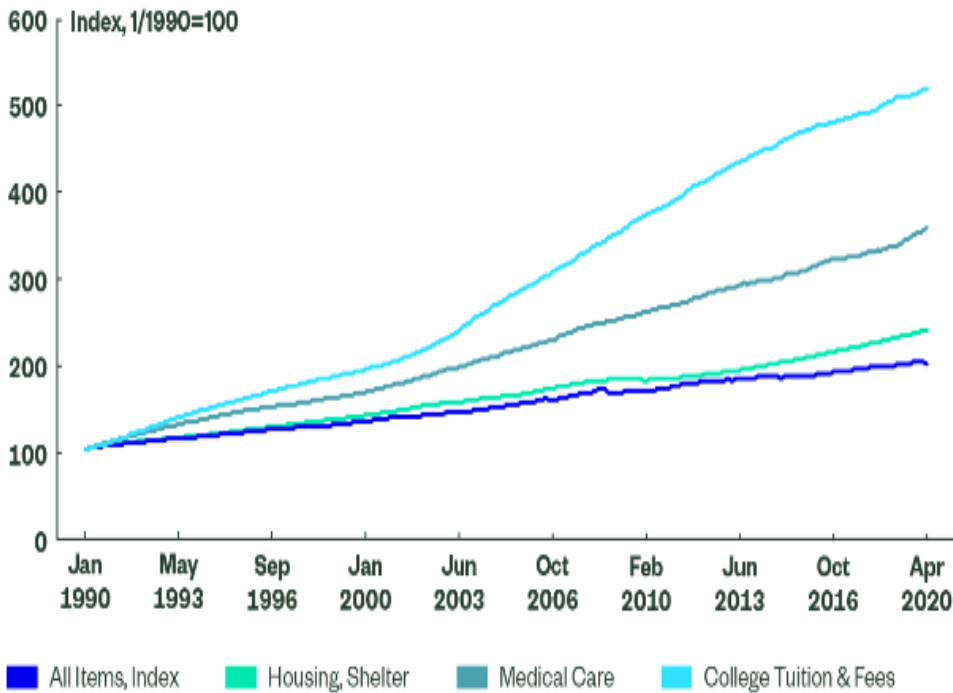
❖ 出现通胀担忧的原因

SSGA 的 Simona Mocuta 认为有两个非常好的理由可以解释为何人们开始认为通胀上升的可能性越来越大。全球各国政府为应对与疫情相关的经济压力而实施大规模发债。随着新债发行的激增，通胀预期也在上升。这可能与最近一段时间以来金价高企有很大关系。“去全球化”进程也会对通胀产生一定影响。在持续了近 30 年的全球贸易一体化后，现阶段全球贸易格局出现一定改变。劳

动力成本结构的变化、贸易摩擦以及如今的新冠肺炎疫情使重新评估全球供应链的观点正在得到越来越多的支持。供应链的实际变化程度和变化速度，存在着巨大的不确定性。但是，在前进的方向上，一个广泛的共识正在形成：全球似乎正在减少一体化，增加国内生产，缩短供应链。这可能意味着供应链将转移到成本更高的地区，进而产生一定程度的成本推动型通胀。

相比之下，发债带来的通货膨胀力量可能会显得更为重要。

图 3： 美国消费者价格指数



资料来源：SSGA，川财证券研究所

另一方面，新冠疫情已在一系列行业中引发了前所未有的科技热潮。诸如在家工作、学习和获得医疗保健之类的趋势可能使得未来出现更加“虚拟”的特征。由于新冠疫情而被迫采用的技术可能会引起教育和医疗保健行业的效率提高，可能在未来数年具有高度抑制通货膨胀的作用。如果发生这种情况，创造机会平等的教育、改善财政、改善健康和卫生服务方面的社会影响可能是非常有益的。社会更有效的做事方式将从这场流行病中崛起。是的，有些公司将陷入困境，某些行业也将永远不一样。但是，剩下的那些可能会很好地表明自己变得越来越强。

Schroders 的 Abdallah Guezour 认为通胀在未来两到三年内卷土重来的可能性显著上升，主要有三个原因。首先，当前全球激进的货币和财政宽松政策是前所未有的，可能迟早会造成通胀压力。各国央行都在大规模印钞，导致全球货币供应出现创纪录的激增。其次，去年贸易保护主义带来的供应冲击，如今又因疫情而加剧——这意味着全球化程度降低，甚至是趋向去全球化——这可能

会引发通胀。第三，在经历了漫长的大宗商品熊市和油价暴跌之后，供应正遭受严重破坏。未来需求正常化都将推高大宗商品价格，使通胀脱离目前处于历史低位的水平。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Schroders 的 Keith Wade 和 Abdallah Guezour 以及 SSGA 的 Simona Mocuta 的观点发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857