

供需赛跑

核心观点：

1.近期大宗商品价格及美债利率攀升，全球再通胀预期骤起。价格表象背后实则供需作用。经济修复加快及政策刺激加码等需求因素固然都是诱发涨价的重要力量，但供给方面的调整滞后无疑也是幕后推手。究竟谁在掣肘供给，直接关系到再通胀进程能否持续。

2.当前的供给能力很大程度取决于过去的投资状况。过去几年尤其是疫情以来全球投资不足使得目前以产能表征的全球供给相对短缺。即使需求出现改善，供给也难及时响应。特别地，去年钻机数量显著下滑或引致未来页岩油供应不足，加剧原油市场紧张。

3.各国疫苗接种不平衡也增添全球供需矛盾。欧美等消费国疫情明显好转，但巴西等原材料产地国疫情仍在蔓延，重要原材料的生产运输依然受限。此外，疫后劳动力需求较旺，但史无前例的居民补贴之下，美国等劳动力供给意愿反而低迷，用工成本攀升。

4.展望未来，疫情继续缓解将促使全球需求较快回升。但全球产能供给短期内仍难充分调整，原材料供应恢复也无法一蹴而就。若叠加各国碳减排对生产的限制等因素，全球供给端掣肘问题依然突出。需求修复快于供给的格局或将延续，再通胀进程尚未结束。

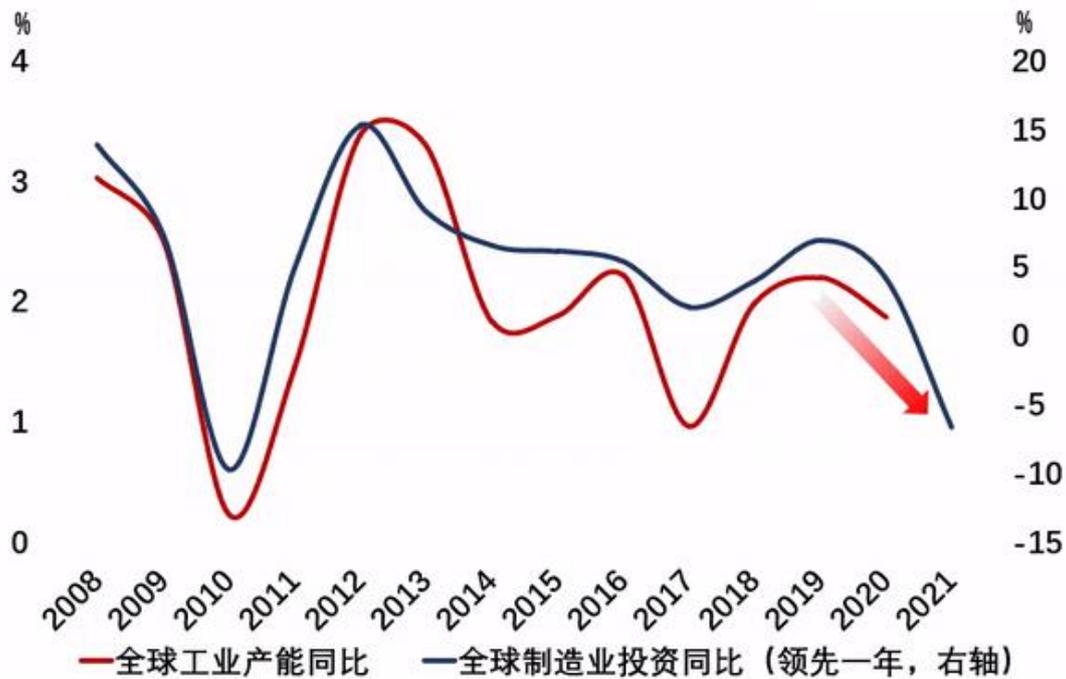
正文：

近期大宗商品价格及美债利率呈加速上升势头，全球通胀预期骤起。世界经济恢复及发达国家刺激政策加码固然是重要的推动因素，**但价格快速上涨表明，供给侧的修复与需求侧相比较为缓慢，供给才是“短板”**。那么，究竟谁在掣肘供给？未来通胀如何演绎？

一、谁在掣肘供给：前期投资不足

没有前期的投资活动，就没有后来的生产供给能力。早在疫情发生之前，全球投资就已呈弱势。而疫情则加剧了该趋势，去年全球投资增速为近十年来的极低水平。这导致了当前以产能表征的全球供给相对短缺，即使在需求改善的情况下供给也难以及时响应。

图 1. 前期投资不足，后期供给受限

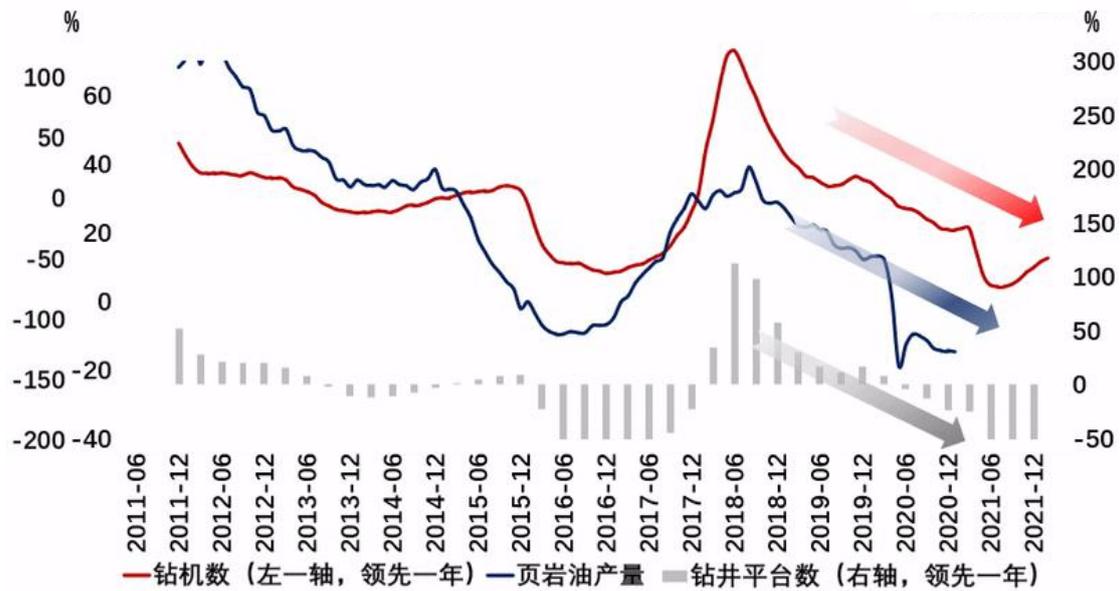


来源：OECD,WIND,笔者测算

注：图中以美欧日及中国等表征全球。

上述现象在原油尤其是页岩油市场十分明显。疫情之前页岩油供给维持高位，全球原油价格难以抬升。然而疫情冲击下，页岩油生产商损失惨重，美国当前钻机数量仅为疫情前的一半左右，供给严重不足。与普通原油井不同，页岩油井2-3年后基本失去经济价值，前期钻机数量减少直接影响着未来页岩油供应。此外，拜登清洁能源计划限制页岩油开采许可证，这也将对有关投资行为产生不利影响。鉴于欧佩克暂不增产，原油供应依然紧张。

图 2. 石油供给之紧：页岩油为例

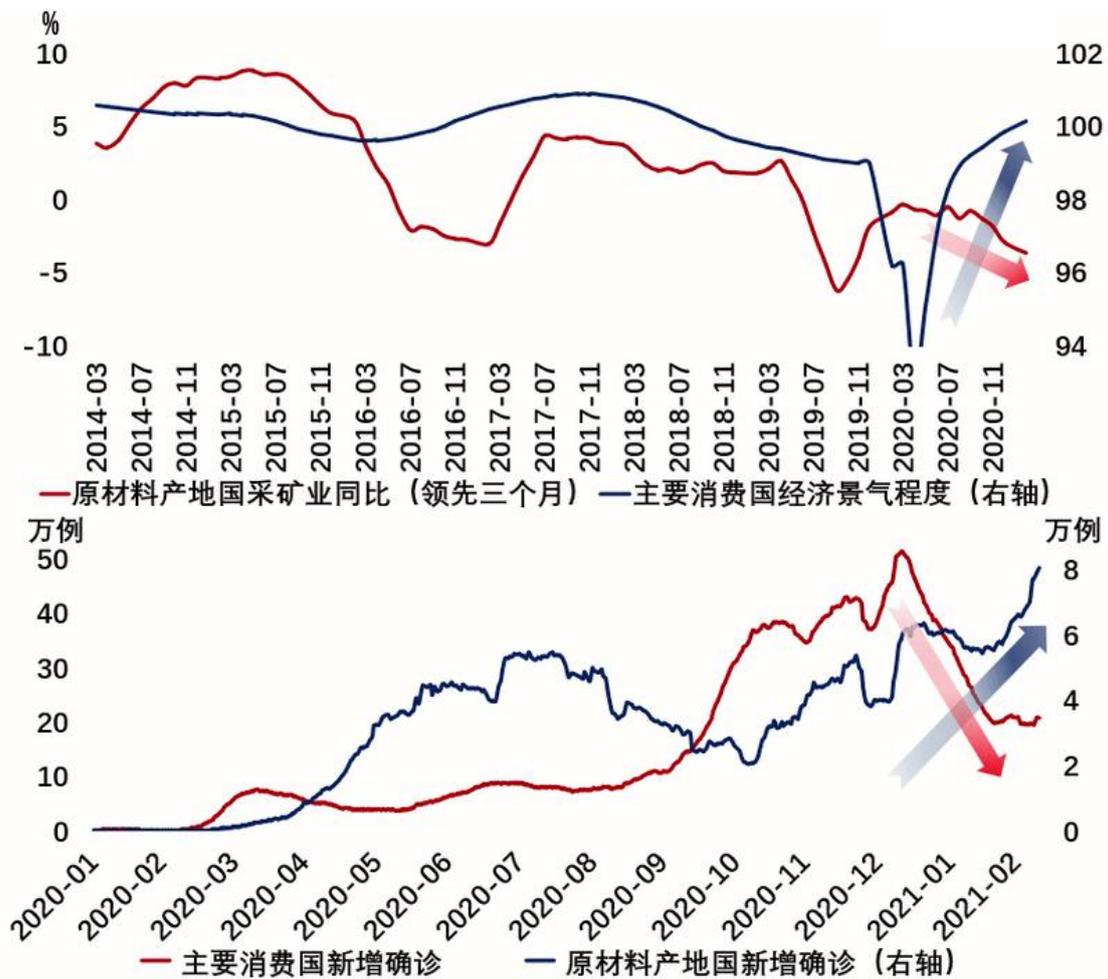


来源: WIND, 笔者测算

二、谁在掣肘供给：当期修复失衡

虽然全球整体疫情正在消退，但不同国家的疫情修复却差异明显。疫苗分配上，欧美处于优先次序、接种较快，而发展中国家则疫苗供给不足、接种缓慢。作为全球主要消费国欧美的疫情得到明显控制，叠加政策刺激的推动，需求呈现较快修复；而巴西、智利等原材料产地国的新增确诊人数居高不下，铜、铁等重要工业原料的生产运输依然受限。上述供需修复不均衡的局面或将维持，并助推有关价格上涨。

图 3. 疫情国别存差异，原材料供需有矛盾



来源：CEIC，WIND，笔者测算

注：原材料产地国为巴西、智利、秘鲁、澳大利亚等铜、铁主要产地。

后疫情时期劳动力市场的供需矛盾及工资上涨压力不容小觑。美国启动了史无前例的刺激方案，针对居民的大量补贴在一定程度上助长了“道德风险”：尽管目前就业市场职位空缺较多，但劳动供给意愿反而低迷，劳动参与率比疫情前20年的最低点还要低1个百分点。劳动力成本持续抬高，用工时薪大幅高于疫前。

图 4. 职位空但劳动意愿低，工资成本高企



来源：WIND,笔者测算

注：图中为美国劳动力市场。

展望未来，疫情继续缓解将促使全球需求较快回升，但前期投资不足使得全球产能供给短期仍难充分调整。发展中国家疫苗接种相对缓慢，原材料供应恢复也无法一蹴而就。叠加各国碳减排对生产的限制等因素，需求修复快于供给的格局或将延续。短期因素扰动下价格不免起伏，但通胀上升趋势并未结束。

三、基本结论

一是当前的供给能力很大程度取决于过去的投资状况。过去几年尤其是疫情以来全球投资不足使得目前以产能表征的全球供给相对短缺。即使需求出现改善，供给也难及时响应。特别地，去年钻机数量显著下滑或引致未来页岩油供应不足，加剧原油市场紧张。

二是各国疫苗接种不平衡也增添全球供需矛盾。欧美等消费国疫情明显好转，但巴西等原材料产地国疫情仍在蔓延，重要原材料的生产运输依然受限。此外，疫后劳动力需求较旺，但史无前例的居民补贴之下，美国等劳动力供给意愿反而低迷，用工成本攀升。

三是展望未来，疫情继续缓解将促使全球需求较快回升。但全球产能供给短期内仍难充分调整，原材料供应恢复也无法一蹴而就。若叠加各国碳减排对生产的限制等因素，全球供给端掣肘问题依然突出。需求修复快于供给的格局或将延续，再通胀进程尚未结束。

【作者】

伍戈：经济学博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，曾获浦山政策研究奖。“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

徐剑、文若愚：长江证券研究员。

高童、丁相元、李美雍、曹佳星、徐浩鹏、李梦圆、林文琦、莫怡青：长江证券实习研究员。

近期研究：

1. **再通胀进行时:预见叁月**，2021年3月3日
2. **市场预测错了什么？**，2021年2月23日
3. **经济逻辑话牛年**，2021年2月7日
4. **经济“开门红”？**，2021年2月3日
5. **二次疫情，二次冲击？**，2021年1月24日
6. **价格不再敏感时**，2021年1月13日
7. **假如，疫情不再**，2021年1月3日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记