

## 海外市场跟踪系列

## “热通胀”下的“冷思考”：美国通胀暂时是“暂时的”

## 核心摘要

美国4月通胀指标上行趋势超过市场预期，亦超过基数效应。在近期大宗商品价格重启涨势的背景下，市场对于美国通胀的担忧进一步加剧，对于美联储“误判”通胀的担忧亦有显现。抛开“热通胀”的直观感受，由美国通胀指标出发，我们对未来一年CPI和PCE走势进行研判，继而进一步思考，美联储面对通胀指标的蹿升会做何选择。

**1、美国4月CPI指标缘何蹿升？**从4月CPI分项数据看，美国经济重启时出现了“暂时性”的需求激增，如食品饮料和交通出行的需求更快上升。其中，二手车和卡车指数环比升10%，为指数生成以来的最大月度涨幅，这一分项对CPI总指数的拉动超过1/3。**二手车价格急涨的原因多为“暂时性”的：**1) 租车公司的二手车供应不足。美国租车公司的新车一般会在一年后（或更短时间内）作为二手车被卖出，而2020年疫情迫使租车公司大幅削减了新车的购买，导致目前进入市场的二手车数量锐减。2) 近期芯片短缺间接影响二手车供应。3) 社交距离增加二手车需求。4) 经济风险、消费降级增加二手车需求。

**2、美国CPI走势研判。**定性判断：5月二手车价格涨幅或趋缓，能源和服务价格有望进一步上涨，5月CPI环比可能还会为正，但增速大概率小于4月。定量测算，**预计5月美国CPI同比为4.4%左右，2021全年CPI同比增速为3.7%**。但在2022年摆脱基数效应后，美国CPI同比增速有望回归2%附近，**预计2022年一季度CPI同比为2.4%**。

**3、美国CPI与PCE的相关性。**PCE是美联储更为关注的通胀指标。美国PCE与CPI走势有较高同步性，但PCE的波动性通常小于CPI，且通常PCE月同比增速更低。背后原因：**1) 公式效应。**PCE的测算方法比CPI多考虑了价格变化后商品之间的替代效应。**2) 权重效应。**例如，住房在PCE中的权重要显著小于CPI。据2019年以来的数据，“权重效应”是PCE与CPI走势有别的主要因素，它使PCE波动小于CPI，即权重效应在CPI走高时一定程度上将抑制PCE走得过高。**3) 范围效应。**例如，由雇主提供的保险、政府医疗保险等，仅包含在PCE中。**4) 其他效应。**PCE和CPI的季节性调整方法有别。

**4、美国PCE走势研判。**历史上当CPI冲高时，2000年以来的CPI数据对PCE有较强的预测能力。综合考虑基数效应以及CPI与PCE的相关性，我们预测，**2021年4月PCE同比在3.0-3.3%区间，5月PCE同比在3.0-3.5%区间，2021年PCE同比为2.4-2.6%区间，2022年一季度PCE同比有望回落至2%附近或以下。**

**5、对美国通胀走势与美联储政策的思考。**有很多因素支撑美联储判断通胀只是“暂时的”，我们补充四个重要的思考维度。一是，对于本轮大宗商品周期的判断。二是，国际贸易对物价的平抑作用。三是，美国财政刺激效果的持续性。四是，美联储的**施政策略。**（按照美联储由“淡定”到“慌张”排序）至少有五类情形均可能使美联储（至少对外表现出）漠视通胀：1) 美联储明确认为通胀压力将是暂时的。2)（较大可能）美联储不确定通胀是否是暂时的，选择“按兵不动”，待作进一步观察和分析。3)（较大可能）美联储判断通胀风险较大，但认为保就业比防通胀更重要，无奈选择“按兵不动”。4) 美联储判断通胀风险较大，但不想背财政刺激过度的“锅”。5) 美联储判断通胀风险较大，但稍显“违心”地安抚市场，暗地里可能已经（或很快将）开始讨论缩减QE。如果美联储维持鸽派，那么短期风险资产可能仍会表现积极，演绎“今朝有酒今朝醉”。**但市场的猜疑很可能升温，未来美联储与市场沟通的难度很大，市场或容易将对美联储政策预期调整得更加“保守”（即预判美联储政策转向提前）。因此，未来1-2个月市场经历波动和调整的风险可能加大。**

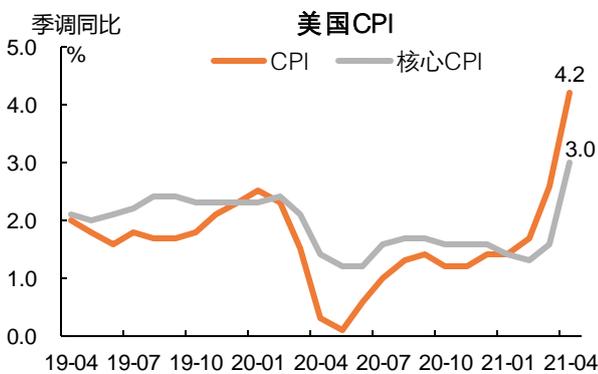
**风险提示：美国经济数据超预期，美国通胀走势超预期，美联储政策转向超预期等。**

2021年5月12-13日，美国CPI和PPI数据相继出炉，涨势均超市场预期。5月12日CPI公布后引发市场剧烈波动，美股三大股指均跌2%以上，标普500波动率指数（VIX）创近两个月以来新高，10年美债收益率跃升5bp至1.69%。CPI指标公布后，美联储多位官员紧急发言稳定市场情绪，继续看淡通胀风险。5月13-14日市场恐慌情绪似乎很快消退，股市反弹，10年美债收益率回落至1.63%。

诚然，当前美国通胀指标上行超过市场预期、亦超过基数效应。而且，在近期大宗商品重启涨势的背景下，市场对于美国通胀的担忧进一步加剧，对于美联储“误判”通胀的担忧亦有显现。但这是否意味着，美国通胀水平将持续走高、美联储是否会迫于无奈而“出手”？

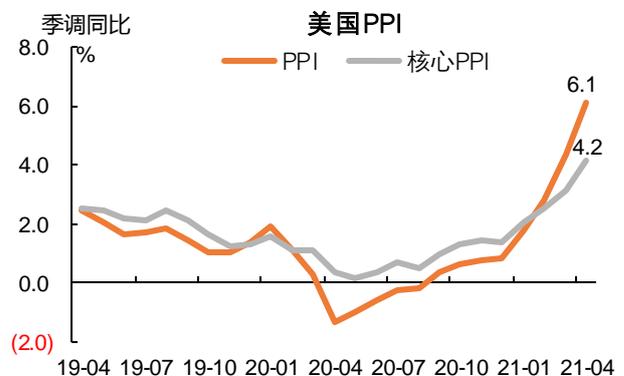
我们尝试尽量抛开“热通胀”的直观感受，进行一系列“冷思考”：由美国通胀指标出发（因PPI的关注度与信息量有限，我们主要对CPI和PCE进行讨论），美国4月CPI具体缘何升高、能否持续？美国CPI与美联储更为关注的通胀指标PCE（个人消费支出指数）的相关性如何？美联储将如何应对通胀指标的升高？

图表1 美国4月CPI意外蹿升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国4月PPI亦超市场预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 一、美国4月CPI解读及CPI走势研判

### 1. 美国4月CPI指标缘何蹿升：二手车涨价背后的故事

美国4月CPI同比4.2%，为2008年9月以来最高增速；环比0.8%，市场预期为0.2%。4月核心CPI同比3.0%；环比0.9%，市场预期为0.3%。整体看，4月美国CPI以及核心CPI增速都大幅超过市场预期。2021年1-4月，美国CPI环比增速分别为0.3%、0.4%、0.6%和0.8%，平均为0.5%，而2015-2019年、2016-2019年CPI月均环比分别仅为0.15%、0.18%。可见，2021年美国CPI蹿升的原因不只基数效应那么简单。

#### 4月美国CPI分项表现呈现三大特点：

一是，二手车涨价为主要拉动。二手车和卡车指数环比升10%，这是1953年CPI指数生成以来的最大月度涨幅，前值仅0.5%，这一分项对4月CPI总指数的拉动超过1/3。二手车价格对商品分项乃至核心CPI形成显著拉动。

美国二手车价格为何急涨？多为疫情后“暂时性”的供需矛盾。1) 租车公司的二手车供应不足。美国租车公司的新车一般会在一年后（或更短时间内）作为二手车被卖出。而2020年新冠疫情迫使租车公司大幅削减新车购买，导致目前进入市场的二手车数量锐减。2) 近期芯片短缺间接影响二手车供应。芯片短缺使新车制造速度放缓，继而二手车更迭速度也放缓，投放到市场的二手车更加有限。3) 社交距离增加二手车需求。疫情后大量居民减少公共交通出行、远程办公、迁居郊区等，对二手车的需求上升。4) 经济风险、消费降级增加二手车需求。为了在经济形势不稳定的时期省钱，尤其是在新车和卡车价格处于历史高位的情况下，美国居民倾向于选择二手车。

图表3 美国 2021 年 4 月 CPI 结构特点：二手车价涨、能源环比降、交通服务高

| 美国 CPI 指数分项                                   | 权重     | 季调环比 |      |             | 同比    |             |
|---|--------|------|------|-------------|-------|-------------|
|   |        | 2 月  | 3 月  | 4 月         | 3 月同比 | 4 月同比       |
| All items                                     | 100.00 | 0.4  | 0.6  | <b>0.8</b>  | 0.8   | <b>4.2</b>  |
| Food  | 13.98  | 0.2  | 0.1  | <b>0.4</b>  | 0.5   | <b>2.4</b>  |
| Food at home                                  | 7.70   | 0.3  | 0.1  | <b>0.4</b>  | 0.6   | <b>1.2</b>  |
| Cereals and bakery products                   | 0.99   | 0.5  | -0.1 | <b>0.4</b>  | 0.2   | <b>0.1</b>  |
| Meats, poultry, fish, and eggs                | 1.73   | 0.3  | 0.1  | <b>0.5</b>  | 1.1   | <b>2.0</b>  |
| Dairy and related products                    | 0.77   | -0.2 | -0.5 | <b>0.6</b>  | 0.4   | <b>0.6</b>  |
| Fruits and vegetables                         | 1.34   | 0.7  | 1.0  | <b>0.8</b>  | 1.2   | <b>3.3</b>  |
| Nonalcoholic beverages and beverage materials | 0.93   | -0.1 | -0.2 | <b>0.3</b>  | -0.2  | <b>0.2</b>  |
| Other food at home                            | 1.95   | 0.1  | 0.0  | <b>0.1</b>  | 0.4   | <b>0.4</b>  |
| Food away from home                           | 6.27   | 0.1  | 0.1  | <b>0.3</b>  | 0.3   | <b>3.8</b>  |
| Energy  | 6.90   | 3.9  | 5.0  | <b>-0.1</b> | 1.4   | <b>25.1</b> |
| Energy commodities                            | 3.77   | 6.6  | 8.9  | <b>-1.4</b> | 1.8   | <b>47.9</b> |
| Fuel oil                                      | 0.10   | 9.9  | 3.2  | <b>-3.2</b> | -3.2  | <b>37.3</b> |
| Motor fuel                                    | 3.61   | 6.4  | 9.1  | <b>-1.3</b> | 2.0   | <b>48.9</b> |
| Gasoline (all types)                          | 3.53   | 6.4  | 9.1  | <b>-1.4</b> | 2.0   | <b>49.6</b> |
| Energy services                               | 3.13   | 0.9  | 0.6  | <b>1.5</b>  | 1.1   | <b>5.4</b>  |
| Electricity                                   | 2.41   | 0.7  | 0.0  | <b>1.2</b>  | 1.0   | <b>3.6</b>  |
| Utility (piped) gas service                   | 0.72   | 1.6  | 2.5  | <b>2.4</b>  | 1.3   | <b>12.1</b> |
| All items less food and energy                | 79.13  | 0.1  | 0.3  | <b>0.9</b>  | 0.8   | <b>3.0</b>  |
| Commodities less food and energy commodities  | 20.12  | -0.2 | 0.1  | <b>2.0</b>  | 1.9   | <b>4.4</b>  |
| Apparel                                       | 2.76   | -0.7 | -0.3 | <b>0.3</b>  | -0.1  | <b>1.9</b>  |
| New vehicles                                  | 3.70   | 0.0  | 0.0  | <b>0.5</b>  | 0.4   | <b>2.0</b>  |
| Used cars and trucks                          | 2.76   | -0.9 | 0.5  | <b>10.0</b> | 9.6   | <b>21.0</b> |
| Medical care commodities                      | 1.54   | -0.7 | 0.1  | <b>0.6</b>  | 0.6   | <b>-1.7</b> |
| Alcoholic beverages                           | 1.03   | -0.1 | 0.3  | <b>0.2</b>  | 0.2   | <b>1.9</b>  |
| Tobacco and smoking products                  | 0.62   | 0.6  | 0.6  | <b>0.2</b>  | 0.2   | <b>6.8</b>  |
| Services less energyservices                  | 59.01  | 0.2  | 0.4  | <b>0.5</b>  | 0.5   | <b>2.5</b>  |
| Shelter                                       | 33.00  | 0.2  | 0.3  | <b>0.4</b>  | 0.4   | <b>2.1</b>  |
| Rent of primary residence                     | 7.76   | 0.2  | 0.2  | <b>0.2</b>  | 0.2   | <b>1.8</b>  |
| Owners' equivalent rent of residences         | 23.99  | 0.3  | 0.2  | <b>0.2</b>  | 0.2   | <b>2.0</b>  |
| Medical care services                         | 7.28   | 0.5  | 0.1  | <b>0.0</b>  | -0.2  | <b>2.2</b>  |
| Physicians' services                          | 1.86   | 2.0  | 0.3  | <b>-0.3</b> | -0.3  | <b>4.9</b>  |
| Hospital services                             | 2.22   | -0.1 | 0.6  | <b>0.2</b>  | 0.0   | <b>2.5</b>  |
| Transportation services                       | 5.11   | -0.1 | 1.8  | <b>2.9</b>  | 2.6   | <b>5.6</b>  |
| Motor vehicle maintenance and repair          | 1.10   | 0.3  | 1.0  | <b>0.2</b>  | 0.2   | <b>3.5</b>  |
| Motor vehicle insurance                       | 1.63   | 0.7  | 3.3  | <b>2.5</b>  | 0.4   | <b>6.1</b>  |
| Airline fares                                 | 0.60   | -5.1 | 0.4  | <b>10.2</b> | 13.1  | <b>9.6</b>  |

资料来源: BLS(2021.5), 平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款

二是，能源价格环比不升反降。4月能源分项反而环比小幅下降0.1%，能源品(-1.4%)、汽油(-1.4%)和原油(-3.2%)均环比下降，这与我们近期直观上感受到的大宗商品价格上涨现象背离。不过，所有能源品分项同比仍然大幅上涨25.1%，该分项在CPI中的权重为6.9%，对4月CPI同比增速的贡献是1.73个百分点。

三是，交通服务领涨服务分项。4月交通服务分项环比升2.9%，显著超前值的1.8%；同比升5.6%，显著超过全部服务分项同比的2.5%。其中，航空费用和机动车保险两分项环比分别涨10.2%和2.5%。交通服务分项对全部服务分项、乃至核心CPI有重要拉动。

综合来看，4月CPI数据体现的是，美国经济重启时出现了“暂时性”的需求激增，体现为食品饮料和交通出行的需求更快上升。随着美国疫情控制、线下消费与出行场景恢复，与之相关的需求增长带动物价短线上升是可以理解的。

## 2. 美国CPI走势研判：基数效应与“暂时性”因素

我们预计，2021年5月美国CPI环比增速有望放缓，下半年CPI同比可能明显下降，2022年CPI有望回归“正常”。

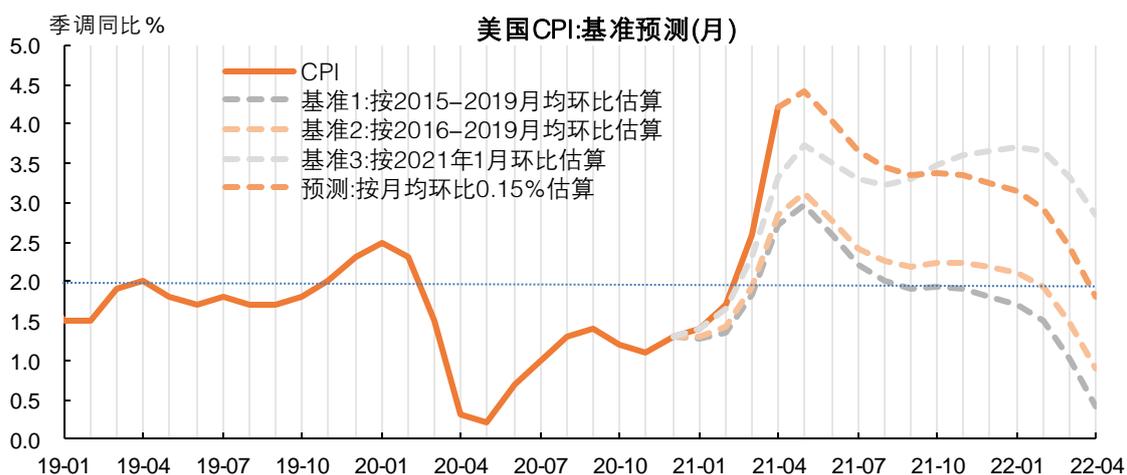
第一，二手车和卡车方面，上述供需矛盾可能导致2021年价格维持高位，但5月环比很难再次快速上升。且供需矛盾多为“暂时性”的，有望在2022年基本消除，帮助美国CPI以及核心CPI增速在2022年回落。

第二，虽然4月能源分项环比下滑，但结合4月中旬以后的大宗涨势，5月能源分项可能环比回升。但对能源价格（尤其原油）的中长期走势偏于谨慎，主因是现阶段国际原油供给弹性仍然较强（参考报告《大宗商品的“超级周期”来了吗？》），能源分项在2022年的增速大概率至少回归历史平均水平。

第三，服务分项价格可能会进一步抬头，原因是美国疫情持续改善和消费场景恢复。但目前需要思考的问题是，美国服务消费的恢复与商品消费的关系是怎样的、二者更多是“互补品”还是“替代品”？我们认为，随着服务消费的恢复，美国强劲的耐用品消费有可能环比回落，非耐用品消费在互补与替代的对冲作用下可能走平。

综合来看，5月美国CPI环比可能还会为正，但大概率小于4月增速。这意味着，由于基数原因，5月CPI同比读数可能会比4月再高一些。但在2022年摆脱基数效应后，美国CPI同比增速有望回归2%附近。

图表4 2021年以来美国CPI同比攀升不只因基数效应，5月CPI增速读数或更高，2022年读数或回归“正常”



| 美国CPI预测模型                   | 2020年 |     |     |     |     | 2021年 |     |     |     |
|-----------------------------|-------|-----|-----|-----|-----|-------|-----|-----|-----|
|                             | 4月    | 5月  | 6月  | 9月  | 12月 | 1月    | 2月  | 3月  | 4月  |
| 基准1:按2015-2019月均环比(0.18%)估算 | 2.7   | 3.0 | 2.6 | 1.9 | 1.8 | 1.7   | 1.5 | 1.0 | 0.4 |
| 基准2:按2016-2019月均环比(0.15%)估算 | 2.8   | 3.1 | 2.8 | 2.2 | 2.2 | 2.1   | 1.9 | 1.5 | 0.9 |
| 基准3:按2021年1月环比(0.30%)估算     | 3.3   | 3.7 | 3.5 | 3.3 | 3.7 | 3.7   | 3.6 | 3.3 | 2.8 |

|                       |       |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----------------------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 预测:按月均环比<br>估算(从4月以后) | 0.15% | 4.2 | 4.4 | 4.0 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 2.4 | 1.8 |
|-----------------------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

资料来源: BLS, 平安证券研究所

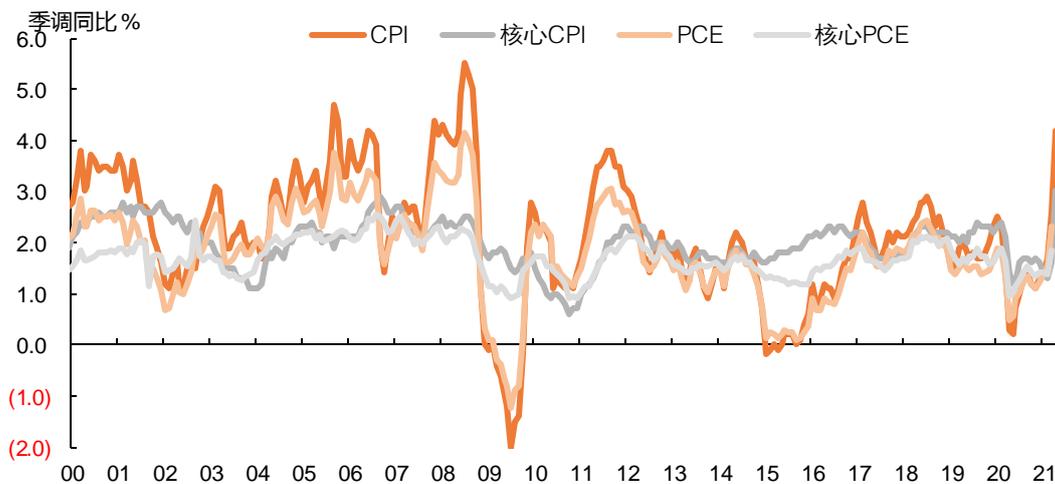
## 二、美国 CPI 与 PCE 相关性 & PCE 走势研判

### 1. 美国 CPI 与 PCE 的相关性: 系统性的差异

美国个人消费支出指数 (PCE) 是美联储更为关注的通胀指标。其与 CPI 的关系是:

- 1) 统计来源看, 美国劳工统计局 (BLS) 负责统计 CPI, 依据对消费者的调查问卷; 美国经济分析局 (BEA) 负责统计和测算 PCE, 依据的是 BLS 统计的 CPI 数值以及其他收集的信息。
- 2) 功能上看, 二者都是衡量物价的指标。CPI 可能受到更多关注, 其统计历史更长久, 在美国 CPI 的用途更广泛, 如用于社保支出调整、用于很多金融产品利率的调整 (如 TIPS 通胀保值国债) 等。而 **PCE 是美联储通胀目标的参考依据**。
- 3) 指标走势上看, 历史上 **PCE 与 CPI 走势有较高同步性, 但 PCE 的波动性通常小于 CPI, 且 PCE 月同比增速系统性低于 CPI**。我们测算, 2000 年 1 月至 2021 年 3 月期间, 美国 PCE 与 CPI (月同比增速, 下同) 相关系数为 0.983, 核心 PCE 与核心 CPI 的相关系数为 0.966; PCE 月同比波动率为 0.93%, CPI 波动率为 1.23%; PCE 月同比平均值为 1.81%, CPI 平均值为 2.12%。

图表5 美国 PCE 与 CPI 走势有较高同步性, 但 PCE 的波动性通常小于 CPI, 且 PCE 月同比增速系统性低于 CPI



资料来源: BLS, 平安证券研究所

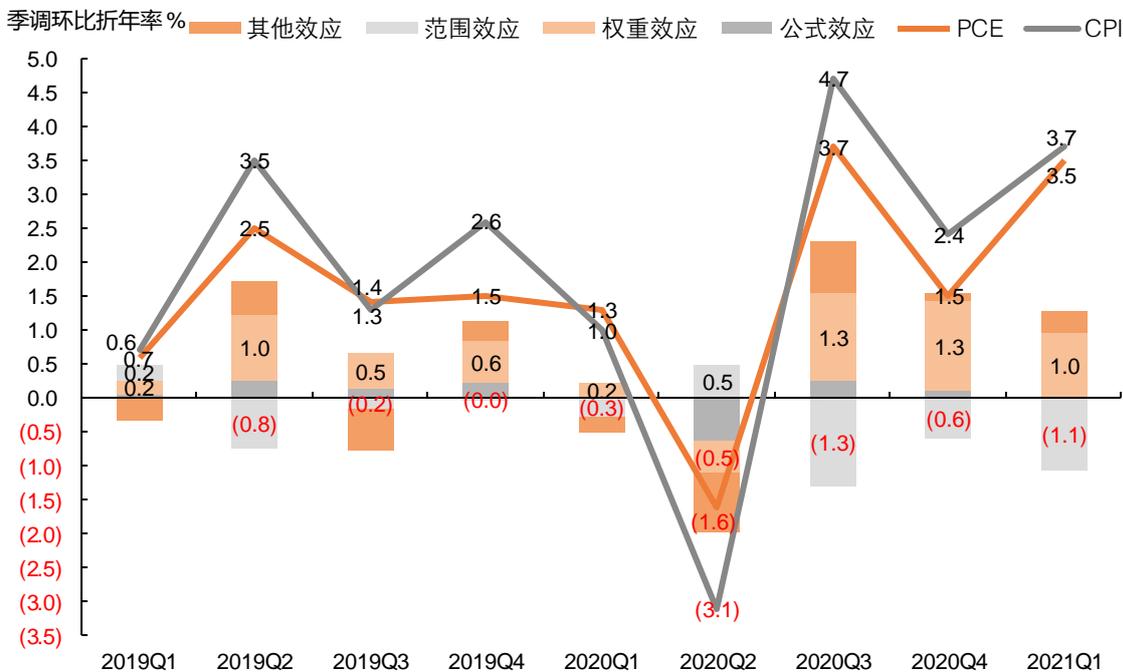
据美联储官方资料, PCE 与 CPI 数值产生差异有四个原因:

- 1) **公式效应**, PCE 的测算是基于链式 Fisher 公式, 而 CPI 是基于修正的 Laspeyres 公式。其关键区别在于, **PCE 比 CPI 多考虑了价格变化后商品之间的替代效应**。例如, 一项商品价格上涨, 居民购买量减少, PCE 的测算便会用新的“篮子”, 以反映人们消费行为的变化。
- 2) **权重效应**, 即两个“篮子”中相同商品被赋予不同权重。CPI 的权重使用的是居民购买情况调查里的权重, 而 PCE 用的是企业销售产品情况调查的权重。例如, 住房在美国 PCE 中的权重要显著小于 CPI, 2021Q1 因住房权重不同 PCE 季调环比折年率比 CPI 低 0.31 个百分点。据 2019 年以来的数据, **“权重效应”是 PCE 于 CPI 走势有别的主要因素, 它使 PCE 波动小于 CPI, 即权重效应在 CPI 走高时一定程度上将抑制 PCE 走得过高**。

3) 范围效应, 即两个“篮子”涵盖不同的商品。CPI仅涵盖居民购买商品和服务的自付支出, 而 PCE 还涵盖了为家庭服务的非营利机构的支出。例如, 由雇主提供的保险、政府医疗保险等, 仅包含在 PCE 中。

4) 其他效应, 包括季节调整差异、价格差异和剩余差异等。PCE 和 CPI 的季节性调整方法有别。

图表6 “权重效应”是美国 PCE 与 CPI 走势有别的主要因素, 它使 PCE 波动小于 CPI



资料来源: BEA, 平安证券研究所

## 2. 美国 PCE 走势研判: 基于 CPI 数据的预测

2000 年以来的美国 CPI 数据对 PCE 有较强的预测能力。我们尝试用两组美国 CPI 月同比数据, 对美国 PCE 月同比进行 OLS 模型拟合 (拟合 1 使用 1960 年 1 月至 2021 年 3 月数据、拟合 2 使用 2000 年 1 月至 2021 年 3 月), 并重点观察 1990 年以来 CPI 走高时期 (月同比 2% 以上) 的拟合情况。我们发现, 以 2000 年以来 CPI 数据进行的 PCE 拟合值与实际值更为贴合。尤其在 CPI 同比增速冲高的时期, 通常可以观察到, **CPI 实际增速 > PCE 拟合 1 > PCE 拟合 2 = PCE 实际增速** (图表 7)。根据 4 月美国 CPI 月同比 (4.2%), 两个模型的 4 月 PCE 拟合值分别为 3.7% 和 3.3%。

综合考虑基数效应以及 CPI 与 PCE 的相关性, 我们预测, **2021 年 4 月 PCE 同比值在 3.0-3.3% 区间, 5 月 PCE 同比**

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19602](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19602)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn