

为什么说美国尚不具备持续高通胀甚至滞胀基础？

证券研究报告

2021年09月15日

● 核心结论

美国70年代两次滞胀是需求强劲、制造业转出、供给不足共振的结果。

70年代婴儿潮推动的劳动力人口占比大幅上升叠加中产占比较高令美国需求强劲，而制造业大规模转出是此间美国“滞”的主因。同时，两次石油危机和粮食危机令美国国内商品供给骤减。此外，1971年8月15日美元与黄金脱钩后美元指数大幅贬值也加剧了美国的输入型通胀。

彼时美联储前松后紧对滞胀推波助澜。1973年美联储加息操作因偏鸽而滞后并使得通胀在70年代逐渐失控，因此不得不在启动加息周期后快速、大幅上调基准利率。这一过程导致美国企业融资成本在短期内快速上扬，不仅遏制了资本开支亦加速了制造业转出，是美国经济陷入衰退的重要推手。1977年美联储改变策略、提早加息，但随后的持续高通胀证明美联储又一次失败，在成本上升和生产率下滑的压力下，通胀和失业率在较高水平此消彼长，货币政策暂时失灵。

三因素共振下未来8年美国通胀中枢确实有望明显高于2010-2019年。1) 全球进入第四轮产业转移下半场，通胀中枢本就高于疫前，并且美国及主要经济体新产业竞赛等因素将提振实物资产需求；2) 服务部门劳动供给或边际减少，服务型通胀中枢大概率高于疫前；3) 疫后拜登政府鼓励新能源、约束页岩油背景下原油价格中枢亦将长期抬升。

但未来数年美国需求强度明显弱于70年代，因此通胀仅温和回升，并不具备高通胀环境。未来10年美国泛劳动力年龄段人口增速将进入阶段性回升趋势，但将显著低于上世纪70年代水平，因此消费需求将不及70年代强劲。此外，目前美国社会结构处于极端状态，贫富差距极大、中产占比降至历史极低水平，拜登上台后的“加税”政策或将扭转这一局面并推动中产占比再度回升，但回升初期无法企及70年代的高度。因此，无论是从年龄结构还是收入结构看，未来美国内需不差，但不及70年代强劲。

制造业大幅转出导致经济衰退的局面难以重现，甚至有望出现制造业占比回升，美国经济持续衰退的概率亦偏低。疫情不仅扭曲了短期经济结构，也令各国均体会到了供应链“卡脖子”的风险，疫后拜登将进入新产业扩张阶段。在地产、基建与新产业政策等因素共振下，未来数年的美国不仅不会重蹈上世纪70年代制造业大规模转出的覆辙，其制造业占比还有望迎来提升。因此，我们认为目前美国并不具备长期滞胀的供需条件。

风险提示：美国疫情变化超预期；美国人口结构变化超预期；美国货币政策超预期；美国通胀变化超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、70年代美国为何出现长期滞胀	4
(一) 美国70年代两次滞胀是需求强劲、制造业转出、供给不足共振的结果	4
(二) 婴儿潮“人口红利”与较高的中产占比令美国需求强劲	5
(三) 制造业大规模转出是上世纪70年代美国“滞”的主因	7
(四) “粮油危机”约束生产，加剧高通胀	9
二、彼时美联储前松后紧对滞胀推波助澜	10
(一) 1973年美联储加息操作滞后助长通胀失控	10
(二) 1977年美联储改变策略、提早加息，但收效甚微	11
三、未来8年美国通胀中枢将高于疫前水平，但不具备持续滞胀条件	12
(一) 未来8年美国通胀中枢将明显高于2010-2019年	12
1. 美国及全球产业结构变化提振实物资产需求	12
2. 服务部门劳动供给或边际减少，服务型通胀中枢大概率高于疫前	13
3. 疫后拜登政府鼓励新能源、约束页岩油背景下原油价格中枢亦将长期抬升	14
(二) 但未来数年美国需求强度明显弱于70年代	15
(三) 制造业大幅转出导致经济衰退的局面难以重现	16
四、风险提示	17

图表目录

图 1: 美国70年代实际GDP同比和CPI同比	4
图 2: 美国70年代失业率和时薪增速同比	4
图 3: 美国粗出生率及预测	5
图 4: 美国青壮年劳动力占比高	5
图 5: 美国个人消费支出同比增速	6
图 6: 美国新屋开工同比增速	6
图 7: 美国不同收入家庭占比	7
图 8: 美国不同家庭收入占比（按收入5等分划）	7
图 9: 美国制造业行业增加值占比	8
图 10: 汽车行业增加值占美国经济比重	8
图 11: 美国制造业与服务业就业人数同比变化	8
图 12: WTI原油现货价格	9
图 13: 全球谷物价格指数	9
图 14: 美国70年代CPI及其分项	10
图 15: 70年代美元指数持续贬值	10

图 16: 1970-1980 年美国基准利率	11
图 17: 1960-1980 年美国经常项目差额占 GDP 比重	11
图 18: 东盟四国城镇化率 (%)	12
图 19: 美国居民杠杆率	13
图 20: 美国住房自有率	13
图 21: 美国制造业与服务业就业人数	13
图 22: 美国 CPI 同比、CPI 服务分项同比及进口物价指数同比	13
图 23: WTI 原油价格、Brent 原油价格与美国原油产量占比	15
图 24: 美国 20-64 岁年龄段人口增速及其预测	15
图 25: 美国高校毕业生专业分布-1 (占比超过 2%)	16
图 26: 美国高校毕业生专业分布-2 (占比超过 2%)	16

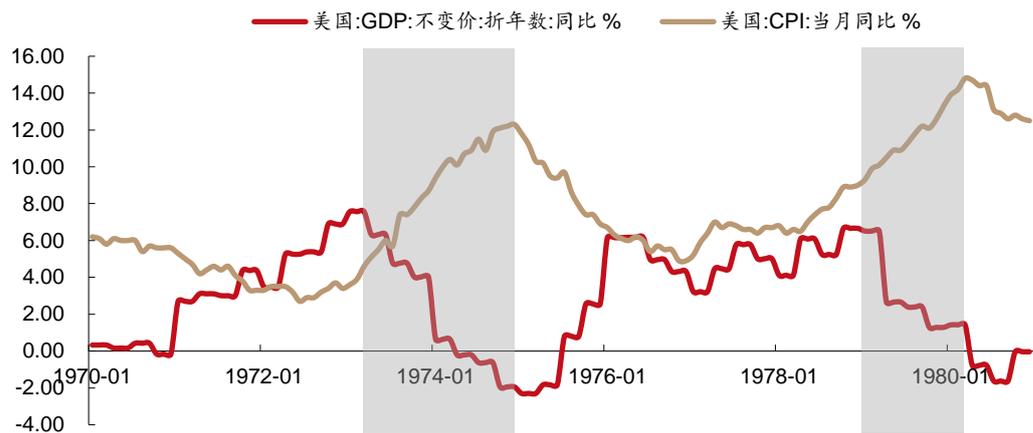
2021年8月美国CPI同比为5.3%，虽较6-7月的5.4%高点略有回落，但该指标已经连续4个月不低于5%。往前追溯，除了90年代初海湾战争期间出现过之外，这种情况仅在上世纪70年代到80年代初发生过。这不禁令市场引发了美国持续高通胀（比如，CPI同比增速持续4%）甚至滞胀的担忧。以上世纪70年代为参照系，我们认为目前美国并不具备长期滞胀的供需条件。

一、70年代美国为何出现长期滞胀

（一）美国70年代两次滞胀是需求强劲、制造业转出、供给不足共振的结果

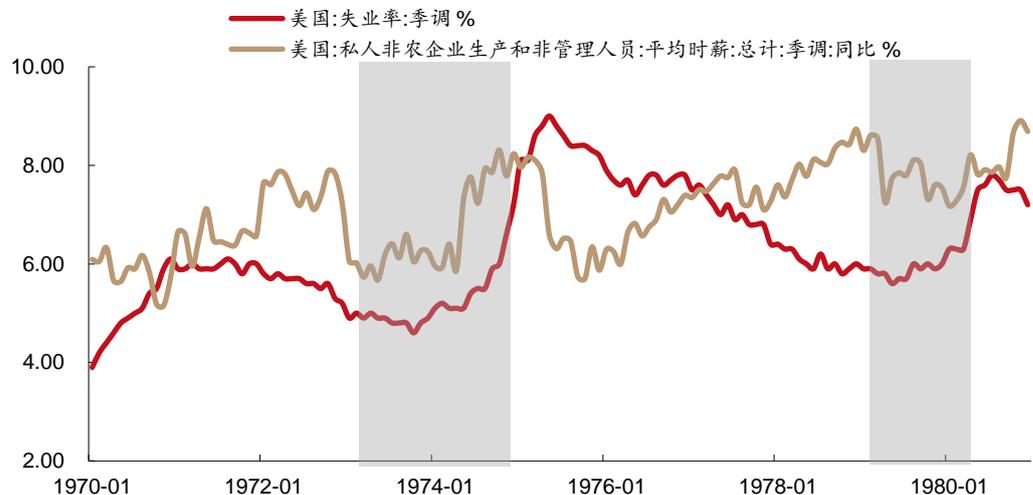
根据定义，滞胀是一种高通胀叠加实际GDP走低的宏观场景。上世纪70年代美国有两端持续时间较长的滞胀期：1) 1973年Q1到1974年Q4，美国实际GDP同比从7.6%降至-2.3%，CPI同比从3.4%升至12.3%；2) 1978年Q4到1980年Q1，美国实际GDP从6.7%降至-0.8%，CPI同比从8.3%升至14.8%。就70年代美国两次滞胀而言，多数声音认为是两次石油危机的结果，但这并非主要矛盾，原因在于需求低迷时供给收缩引起的价格上涨并不能持续、反而容易引起衰退，只有需求强劲时供给收缩才能出现长期滞胀。我们认为70年代美国出现持续滞胀是需求强劲、制造业转出、供给不足共振的结果。

图1：美国70年代实际GDP同比和CPI同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：美国70年代失业率和时薪增速同比

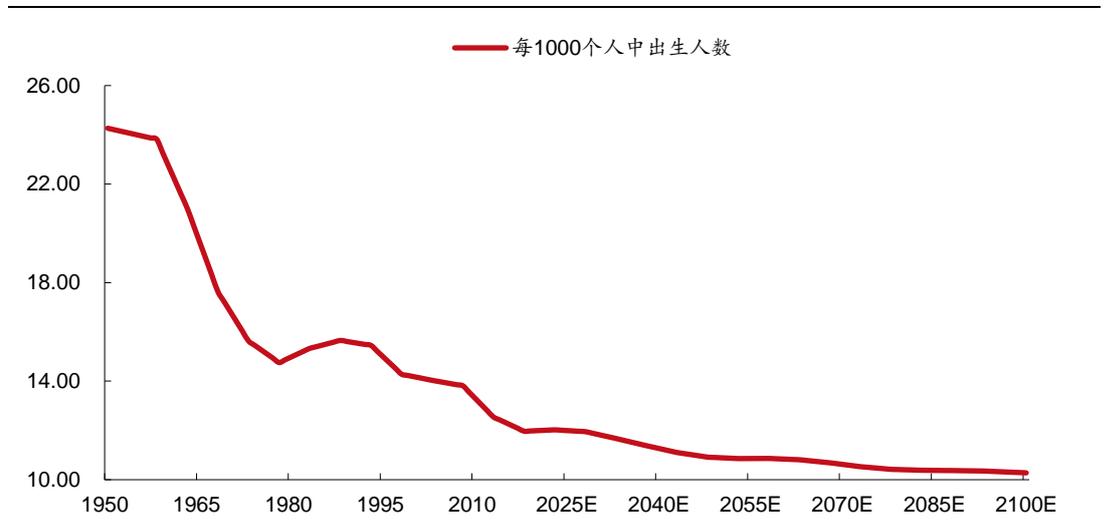


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）婴儿潮“人口红利”与较高的中产占比令美国需求强劲

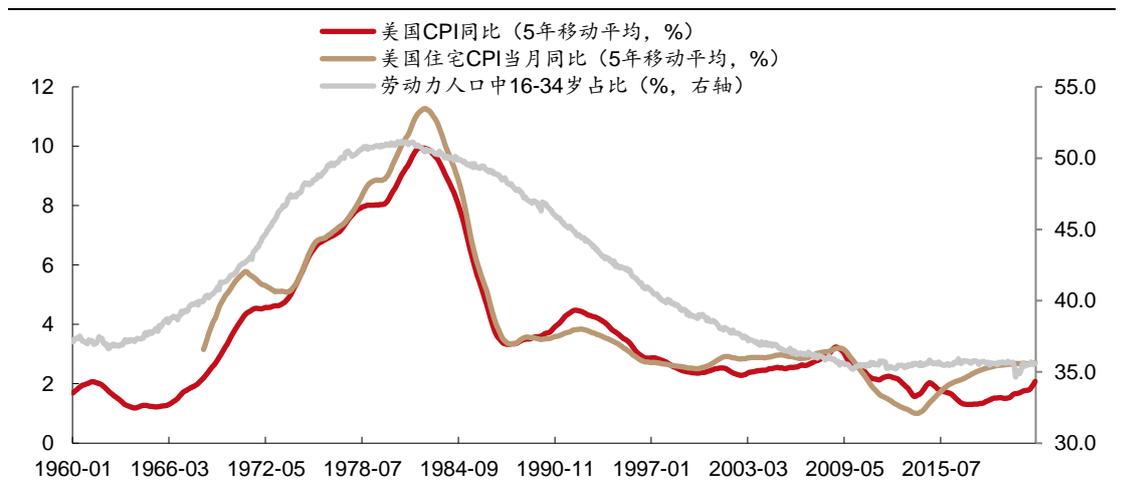
1946-1964年的婴儿潮时代美国共有7590多万婴儿出生，粗出生率（出生人口/总人口）始终保持在2%以上。1970-1980年婴儿潮时期出生的新生儿转化为美国的“人口红利”，此间美国劳动力人口（15-64岁）占比从61.9%持续回升至65.8%，而劳动力人口中15-34岁人口占比始终保持在40%以上且一路攀升至1979年底的50.9%。这批年轻人的崛起刺激美国了消费与地产需求，1970-1980年名义个人消费支出同增保持两位数上下。此外，受益于劳动力人口占比持续攀升，上世纪60年代中后期到70年代美国地产销售与开工增速中位数始终保持较高水平。具体来看，1967-1977年美国新屋开工同比增速均值为8.9%；1980年-2007年美国新屋开工同比增速均值为1.1%；2009-2021年美国新屋开工同比增速均值为6.8%。

图3：美国粗出生率及预测



资料来源：联合国，西部证券研发中心

图4：美国青壮年劳动力占比高

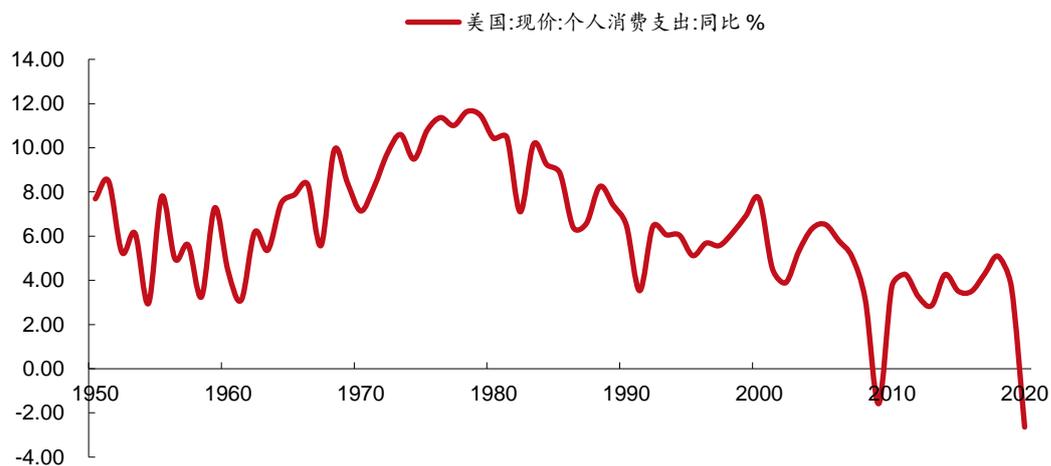


资料来源：OECD，西部证券研发中心

此外，始于大萧条后由罗斯福开启的大政府时代也一直延续到70年代末，此间美国中产

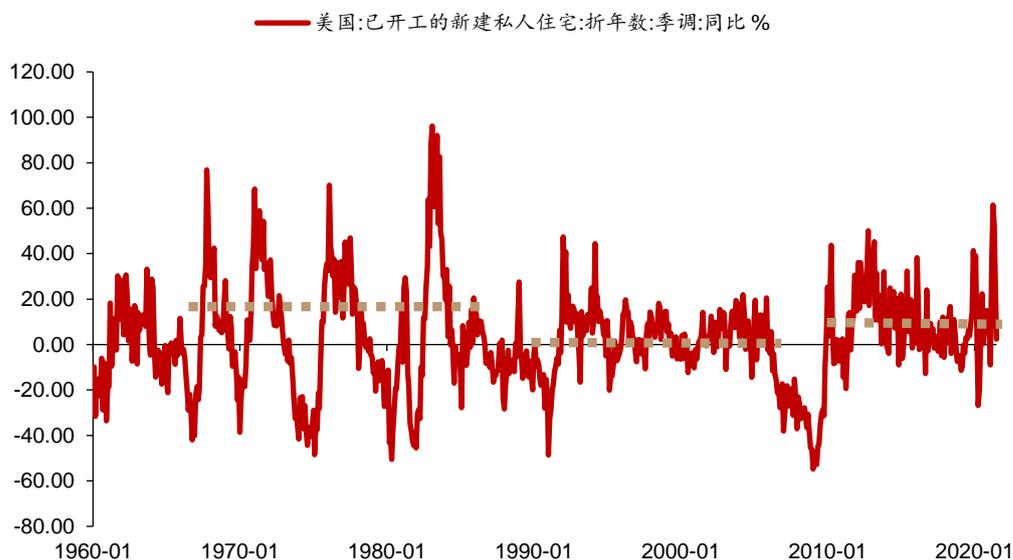
占比不断上升。同样在60年代末到70年代初美国中产占比超过60%(当下则低于50%)，并对美国消费形成了进一步地提振。总体来看，婴儿潮推动的劳动力人口占比大幅上升叠加中产占比较高令美国70年代需求强劲，消费亦渗透到汽车、房地产等行业，易于形成需求拉动型通胀。

图5：美国个人消费支出同比增速



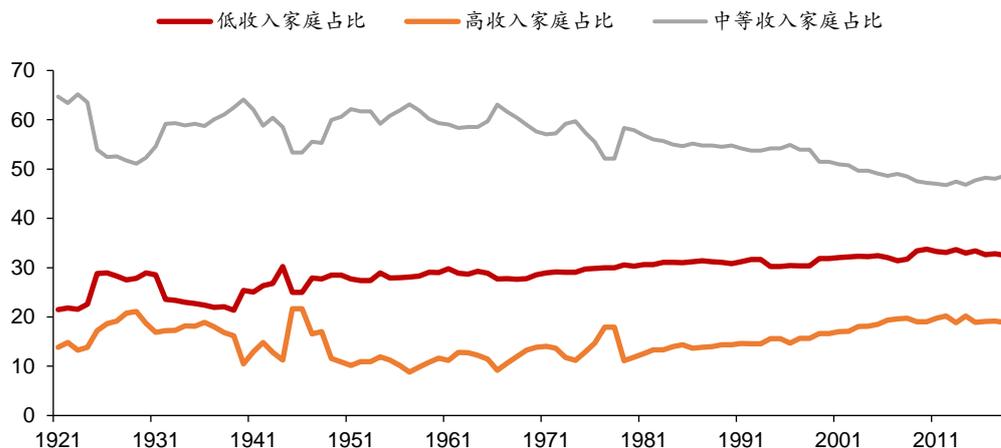
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：美国新屋开工同比增速



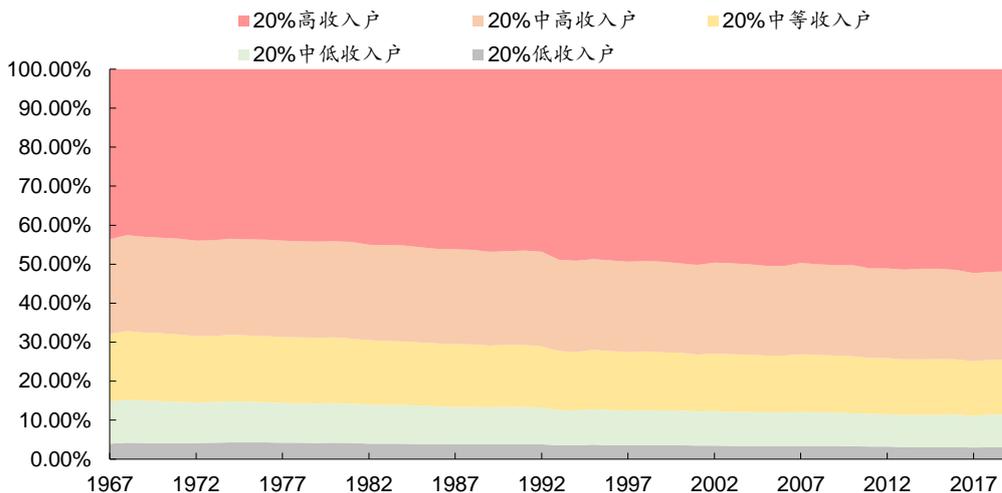
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：美国不同收入家庭占比



资料来源：Census Bureau, 西部证券研发中心

图8：美国不同家庭收入占比（按收入5等分划）



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

（三）制造业大规模转出是上世纪70年代美国“滞”的主因

那么，假若需求保持强劲，经济因何有“滞”？我们认为这与70年代美国制造业大规模转出有关。1966年美国制造业行业增加值占比仍有26%，1980年已经降至20%。其中原油价格大涨令日本的节油车型更受青睐，美国汽车行业增加值占比降幅更为显著，自1965年高点2.7%降至1980年的1.2%。如图11所示，历史上每一轮经济衰退美国服务业就业人数同比增速往往也会转负，但贯穿上世纪70年代该指标仅在1975年6月出现过一个月的负增长。可见，上世纪70年代美国经济衰退的主因是制造业大规模外迁。

图 9：美国制造业行业增加值占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：汽车行业增加值占美国经济比重



资料来源：BEA，西部证券研发中心

图 11：美国制造业与服务业就业人数同比变化

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_26652



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn