



宏观深度报告

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

美国通胀：供需错配如何博弈

海外通胀系列专题之一

投资要点：

- **核心观点。**当前美国通胀高企的最关键因素在于供给侧的运力，运力存在从海运→港口→国内铁路/公路货运均存在供给短缺，部分来自交运行业修复滞后和摩擦性失业的提升。运力瓶颈的结果是库存销售比存在生产>批发>零售的关系。需求侧量价关系从“量随价涨→价涨量跌”的过渡意味着高价开始反噬消费，消费后续的疲软将减缓通胀上行压力。对市场而言，明年交易的预期差主要在①经济下行超预期②通胀上行不及预期，十年美债收益率明年Q1上行或趋缓，Q2或存在震荡走势。
- **需求侧：**从实体经济的需求端来看，今年二季度以来“量随价涨”的量价关系正逐步向“价涨量跌”过渡，其中不免有①政策刺激退出②可选消费需求趋于饱和③价格过高等原因。随着消费进一步势颓，量价关系下一步或迎来“价随量跌”的反转。当然，需求弱化只能缓释通胀压力，明年通胀的关键仍然是供给瓶颈问题。
- **供给侧：**相对于需求端弱化给通胀带来的下行压力，明年的供给瓶颈问题是决定通胀路径更为关键的因素。当前美国同时面临交付时间延长、订单积压的问题，其本质不在缺货而在缺运力。运力供给瓶颈最直接的体现便是，大量库存因为无法发货给批发商而被迫堆积在生产端，而零售端同时面临供货不足与需求旺盛问题，导致需求库存水平无法补足。同时，由于海运与港口运力的缺乏加剧了供货的不确定性，加之黑色星期五、圣诞节等节假日的临近，使得零售商主动补库存的意愿加大。为了稳定住库存，零售商一方面对上游加成本，力求缩短交付时间，另一方面对下游加价格，意图缓解库存下滑的斜率。最终，价格在上游的货运端与最终的消费端同时上涨。
- **风险提示：**Delta, Lambda等变异毒株超预期扩散；就业市场恢复不及预期；美国供给瓶颈问题长期无法改善；通胀失控，导致美联储被迫加速紧缩货币政策步伐。

内容目录

1. 数据：美国 9 月 CPI 小幅超预期.....	4
2. 需求：通胀压力对消费支出初见反噬.....	6
2.1. 价格高企扭转量价博弈关系，终端需求疲软缓释价格压力	6
2.2. 中间需求仍然旺盛，需求弱化仍未开始传导	8
3. 供给：缺货，但更缺运力	9
3.1. 海运：一箱难求，集装箱价格飙升	10
3.2. 港口：满载而来，空箱而归，口岸集装箱堆积.....	10
3.3. 国内铁路/公路货运：运力短缺，运价高企.....	11
3.4. 生产：产能与产值均已回归至疫情前水平.....	13
3.5. 库存销售比：运力瓶颈使得库存销售比出现生产>批发>零售.....	14
4. 展望：通胀仍将处高位，但压力边际缓释.....	15
4.1. 技术面.....	15
4.2. 基本面.....	16
4.3. 预期面.....	17
4.4. 市场启示	18
5. 风险提示	18

图表目录

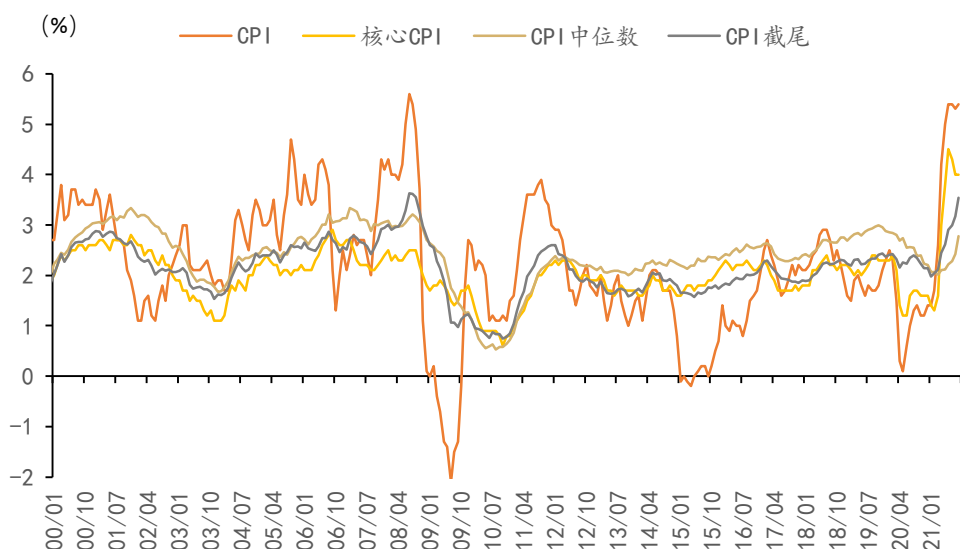
图 1: CPI 及主要总量指数同比增速时间序列	4
图 2: CPI 及主要分项环比增速时间序列	4
图 3: 核心 CPI 及主要分项环比增速时间序列	5
图 4: 不同环比增速情景假设下, CPI 同比增速未来 1 年时间序列	5
图 5: PCE 价格指数 vs 物量指数同比增速散点图 (2020/4-2021/8)	6
图 6: 美国密歇根大学消费者信心指数与耐用品分项时间序列	7
图 7: 美国密歇根大学消费者信心指数与载具分项时间序列	7
图 8: 美国 ISM 制造业、服务业 PMI 新订单分项时间序列	8
图 9: 美国制造业各细分行业未完成订单占比时间序列	8
图 10: 美国制造业新订单绝对规模时间序列	9
图 11: ISM 制造业、服务业 PMI 供应商交付时间分项时间序列	9
图 12: ISM 制造业、服务业 PMI 订单积压分项时间序列	9
图 13: 全球与中美主要航线集装箱运价指数时间序列	10
图 14: 休斯顿港口载货与空箱进出口数量时间序列 (单位: TEU)	10
图 15: 查尔斯顿港口载货与空箱进出口数量时间序列 (单位: TEU)	11
图 16: 萨瓦那港口载货与空箱进出口数量时间序列 (单位: TEU)	11
图 17: 西雅图港口载货与空箱进出口数量时间序列 (单位: TEU)	11
图 18: 西雅图港口载货与空箱进出口数量时间序列 (单位: TEU)	11
图 19: 卡车货运市场需求指数时间序列	11
图 20: 卡车货运平均运费时间序列	11
图 21: 铁路联运即期费率加权平均时间序列	12
图 22: 主要交运行业非农就业总人数时间序列	12
图 23: 主要运输支持行业非农就业总人数时间序列	12
图 24: 美国各行业职位空缺率时间序列	13
图 25: 美国各行业失业率时间序列	13
图 26: 美国工业产值指数时间序列	14
图 27: 美国主要工业产能利用率时间序列	14
图 28: 美国生产、批发与零售行业库存时间序列	14
图 29: 美国生产、批发与零售库存销售比时间序列	14
图 30: 美国运输设备/机动车在制造、批发与零售端的库存销售比时间序列	15
图 31: 不同环比增速下, PCE 未来一年同比增速时间序列推演	15
图 32: 1959 年 2 月以来 751 个 PCE 环比增速样本值的直方图	16
图 33: 美国 PCE 价格指数主要分项同比、环比增速一览	16
图 34: 密歇根大学消费者通胀预期时间序列	17
图 35: 密歇根大学消费者通胀预期时间序列	18

1. 数据：美国 9 月 CPI 小幅超预期

美国东部时间 8:30，美国劳工部统计局公布 9 月 CPI 数据。其中 CPI 同比增长 5.4%（预期 5.3%），环比增长 0.4%（预期 0.3%）；核心 CPI 同比增长 4%（预期 4%），环比增长 0.2%（预期 0.2%）。表面上看，9 月 CPI 增速略超预期，但从时间序列上看，CPI 与核心 CPI 同比增速似乎已越过峰值并显现拐点。

与此同时，Cleveland 联储编制的 CPI 中位数与 CPI 截尾同比增速延续上行轨迹，这意味着 CPI 内部结构的变化——在前期大幅冲高的部分科目涨价压力边际缓释的同时，实体价格正面临更广泛的普涨。

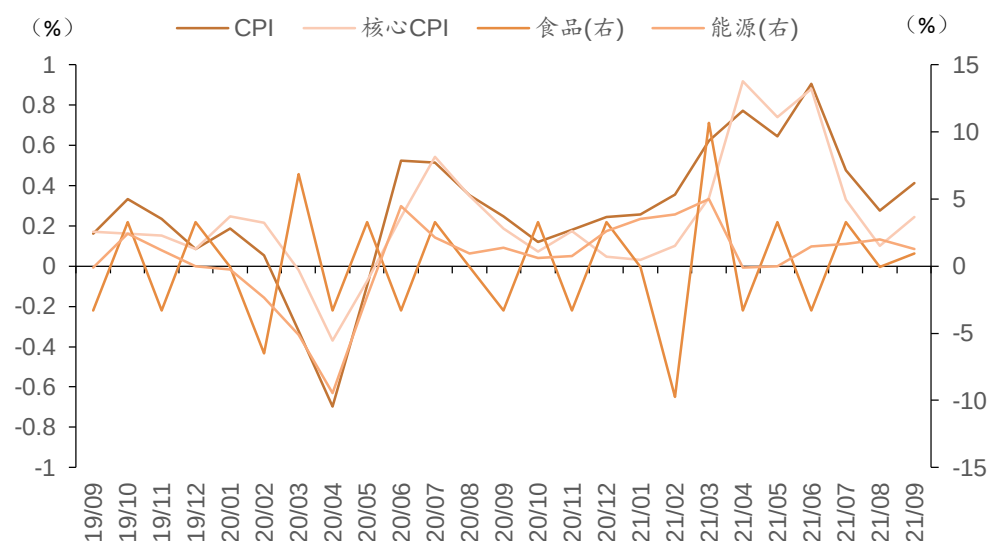
图 1：CPI 及主要总量指数同比增速时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

环比来看，CPI 与核心 CPI 环比增速较 8 月均有小幅抬升，但距离二季度前后的高点仍有明显距离。食品、能源 CPI 延续上涨，但波动区间较二季度收窄。

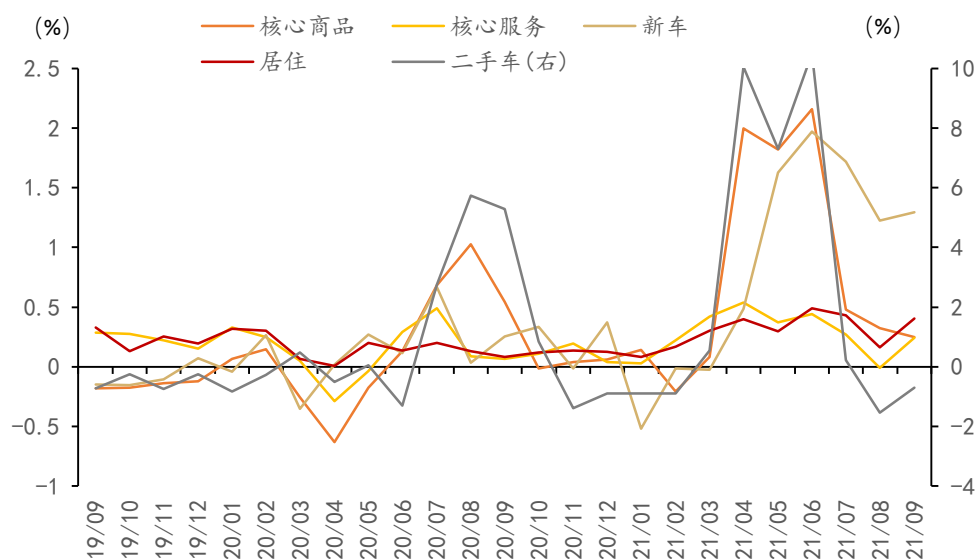
图 2：CPI 及主要分项环比增速时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

从核心 CPI 环比来看，核心商品环比增速连续第 3 个月下跌，核心服务与能源环比较 8 月反弹。市场热度最高的二手车 9 月环比增长-0.70%，跌幅较上月收窄，新车环比增长 1.3%，较上月小幅上升，但二者环比增速均已越过二季度的高峰。

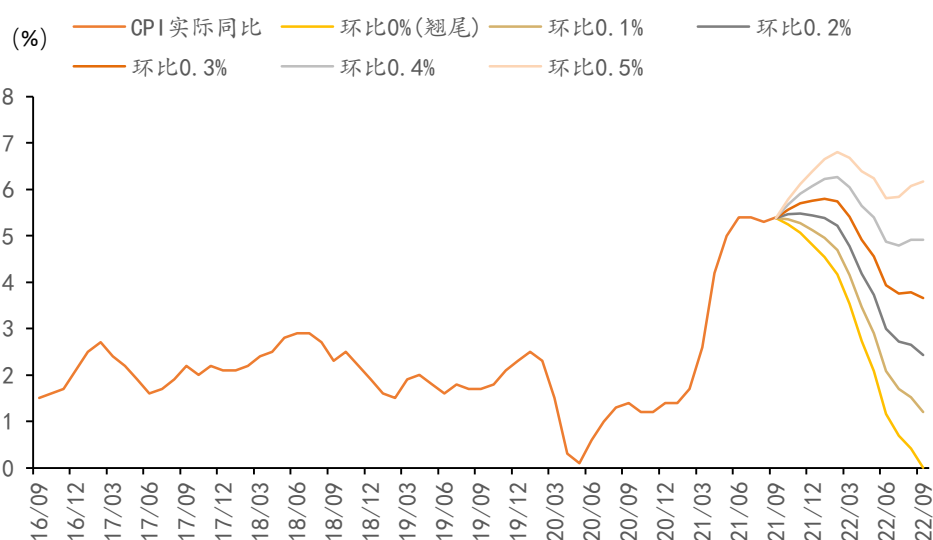
图 3：核心 CPI 及主要分项环比增速时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

从纯粹的技术面上看，明年 CPI 将出现明显的高基数效应，翘尾影响有望缓解 CPI 的高涨，当未来 1 年 CPI 环比增速保持在 0-0.3%之间时，CPI 同比增速将在今年底触及峰值；当未来 1 年 CPI 环比增速保持在 0.4-0.5%之间时，CPI 同比增速的峰值将小幅延后至明年 3 月。

图 4：不同环比增速情景假设下，CPI 同比增速未来 1 年时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

当然，通胀问题是否迎来实质性的改善仍取决于实体经济①需求端的弱化程度②供给端瓶颈的改善程度③官方与私营部门对通胀预期的锚定程度。

2. 需求：通胀压力对消费支出初见反噬

从实体经济的需求端来看，今年二季度以来“量随价涨”的量价关系正逐步向“价涨量跌”过渡，其中不免有①政策刺激退出②可选消费需求趋于饱和③价格过高等原因。随着消费进一步势颓，量价关系下一步或迎来“价随量跌”的反转。当然，需求弱化只能缓释通胀压力，明年通胀的关键仍然是供给瓶颈问题。

2.1. 价格高企扭转量价博弈关系，终端需求疲软缓释价格压力

实体经济供需博弈对通胀的影响一定程度体现为消费规模与消费价格的变化，即量价关系。我们以 PCE 价格指数衡量“价”，PCE 物量指数衡量“量”可发现，疫情危机以来，美国的私人消费支出共经历了“量价齐跌→量价齐涨→量随价涨→量跌价涨”四个阶段：

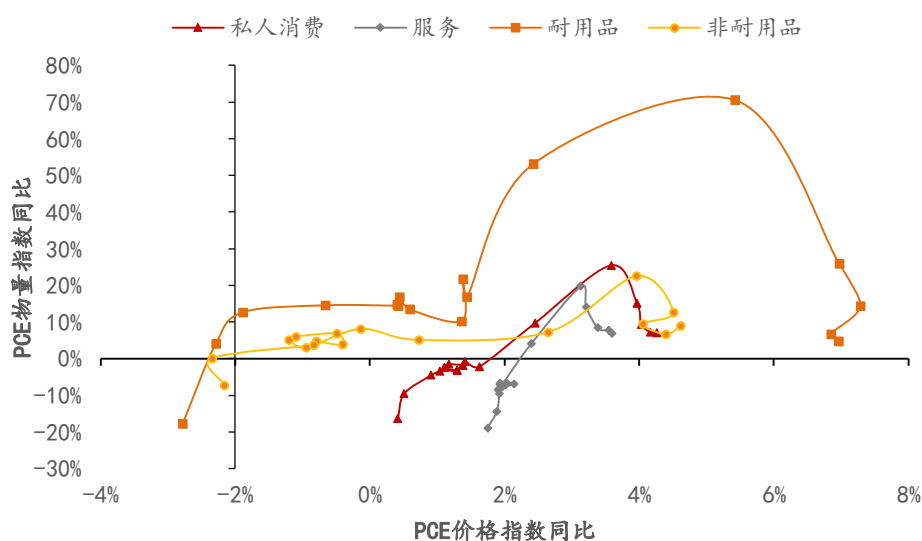
①疫情冲击带来的量价齐跌。疫情危机冲击内需，悲观情绪的蔓延使得消费者削减/延后支出，耐用品消费支出首当其冲；

②需求刺激引发的量价齐涨。接连的财政与货币政策定向刺激了私人消费，伴随可支配收入的增加和消费信心的修复，居民开始增加支出，此时耐用品（尤其是新车与二手车）库存仍较为充足，量价关系在一个相对合适的水平博弈；

③供给矛盾引发的量随价涨。疫情引发芯片等商品出现供给短缺，同时美国的港口、铁路、公路货运开始出现运力不足的现象，进而遏制耐用品（尤其是新车）的生产与交付，在需求尚未被完全消化的背景下，市场库存的不断下滑最终激化了供需矛盾，价格的不断抬升刺激更多消费者涌入，消费支出增速进一步走高；

④价格高企引发的价涨量跌。由于价格不断上涨并越发偏离内在价值水平，消费者开始对高价望而却步。同时，前期放量使得部分需求已被满足，余下需求面临财政政策刺激弱化影响，此时市场开始呈现有价无市的局面，价格上涨的同时消费量增速开始大幅走弱。

图 5：PCE 价格指数 vs 物量指数同比增速散点图（2020/4-2021/8）

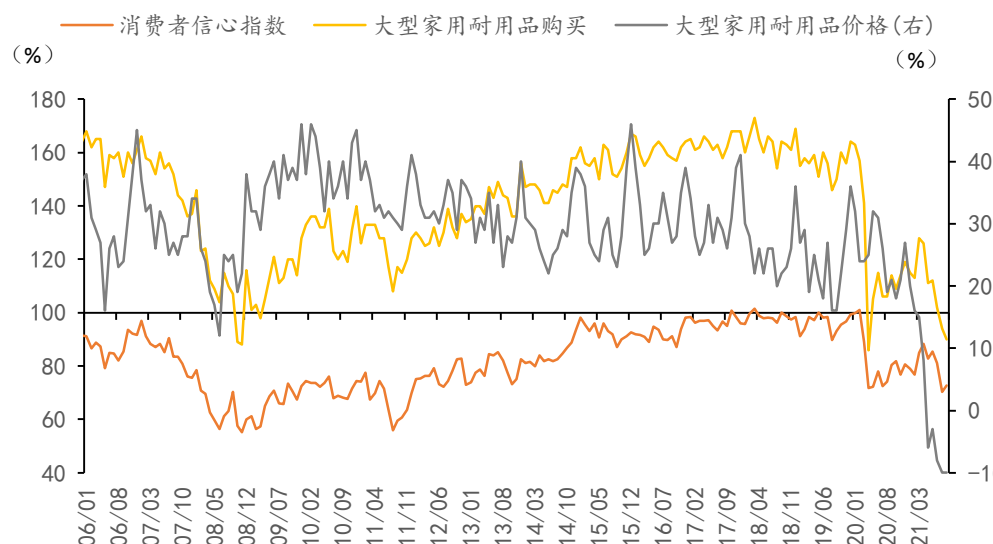


资料来源：彭博，德邦研究所

对于量价关系后续的演绎，可从前瞻性指标——密歇根大学消费者信心指数中寻找答案。最新公布的9月消费者信心指数仅有72.8，而8月前值的70.3更是创下2012年1月以来新低。

其中，大型家用耐用用品的购买指数连续第二个月录得90，创下2020年4月疫情大规模爆发以来的新低。大型家用耐用用品价格指数录得连续第二个月录得-10，系1980年7月以来的新低。

图6：美国密歇根大学消费者信心指数与耐用用品分项时间序列

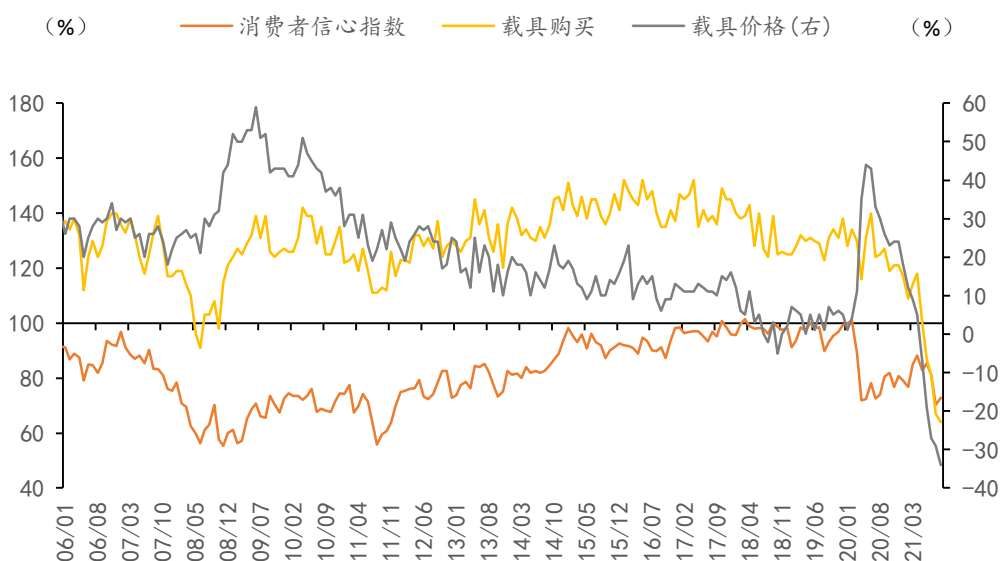


资料来源：彭博，德邦研究所

而载具购买指数则录得64，载具价格指数录得-34，均为1978年有数据以来的新低。在前期超前支出、当期政策刺激退出叠加价格高企的影响下，后期消费者信心的回落大概率预示着终端消费疲软拐点的开启。

换言之，随着量价关系完成从“量随价涨”到“价涨量跌”的过渡，后续终端需求或将面临更疲软的私人消费支出，并反过来对价格施加下行压力。

图7：美国密歇根大学消费者信心指数与载具分项时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

2.2. 中间需求仍然旺盛，需求弱化仍未开始传导

实体经济需求可分为中间需求（采购经理的订单）与终端需求（最终消费者的消费支出）。从与订单相关的各项指标来看，当前实体经济的中间需求仍然保持旺盛。由于当前终端需求的疲软仍在边际增速放缓的层面上，故需求弱化从终端向中间环节的传导尚未形成。

9月ISM制造业PMI新订单分项录得66.7，持平前值；服务业PMI新订单分项录得63.5，为4月以来新高。两项新订单指标均已连续16个月保持在50的荣枯线水平之上，其中制造业PMI新订单分项连续15个月在60以上，服务业PMI新订单分项连续7个月在60以上。

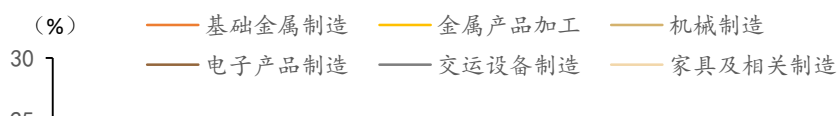
图8：美国ISM制造业、服务业PMI新订单分项时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

从未完成订单占比来看，除交运设备制造业外，其他行业订单积压情况在疫情前后无显著变化，交运设备制造业订单自疫情爆发以来逐步回落，主要来自①产能的部分恢复；②芯片掣肘使得部分未完成订单被撤销，剩余需求涌向二手车市场。

图9：美国制造业各细分行业未完成订单占比时间序列



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_27670

