

美国高通胀的持续性

经济周期见顶并未遇上通胀压力下降，全球通胀形势犹如“脱缰野马”屡超预期，美国更是此中翘楚。通胀走势已经成为左右 2022 年宏观经济形势和政策变化的最主要变量。本文尝试从货币视角和供需视角分析美国通胀的潜在走势。

- 美国高通胀已经不能简单用“异常项”拉动来敷衍，“暂时性”通胀受到广泛质疑。从当前各大 CPI 分项增速与过去 5 年均值对比来看，美国已经有全面通胀压力上升的迹象。即便排除热点“异常项”二手车、能源和医疗服务，美国通胀仍在一路狂飙。美联储期待的均值回归逻辑迟迟没有生效，反而是低利率刺激下房价拐点迟迟未现。
- 美联储大放水始于上一轮金融危机，至今覆水难收。疫情的巨大冲击和高度不确定性迫使美联储实施更大规模的刺激和出台“平均通胀目标”新型货币政策框架。从资产再平衡的角度看，当金融资产价格不断上涨时，实体经济也将不得不吸收淤积的流动性，进一步提高通胀压力。
- 供不应求为物价上涨的源动力。在美国，需求端的刺激力量已经无需赘述，财政政策大包大揽，用工紧缺导致薪资快速上涨，疫情抑制的消费也获得修复。不过，供应端的问题更值得关注。其中，疫情防控仍是影响供应链修复、运力紧张缓解和社交隔离解除的关键。由于疫情发展的高度不确定性，其对社会运行规律（居民）和产业投资逻辑（企业）的潜在影响仍可能会持续至 2022 年。货币政策难以解决供应问题，但是持续高通胀可能会导致“工资-通胀”螺旋上升，引发通胀预期脱锚。美联储应对不及时会损害其公信力，过度反应又可能引发经济衰退。市场预期也是适应性预期，11 月份市场对 2022 年美国 CPI 预测值上升至 3.6%，大幅高于上一轮经济周期均值。美联储如何进行有效沟通，做到“既要、又要和还要”，值得期待。
- 金融市场已经吸收足够多的美元流动性，美联储的金融稳定反而成了投机者不断看涨的重要动力。但是，历史经验表明通胀过热并非好事，流动性拐点临近和加息预期升温可能会加剧 2022 年金融市场的动荡，尤其是 2022 年二季度，通胀走势是否出现拐点撞上 QE 结束后的美联储关键议息会议。
- **风险提示：经济下行超预期，政策不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

(8610)66229236

wancong.fu@bocichina.com

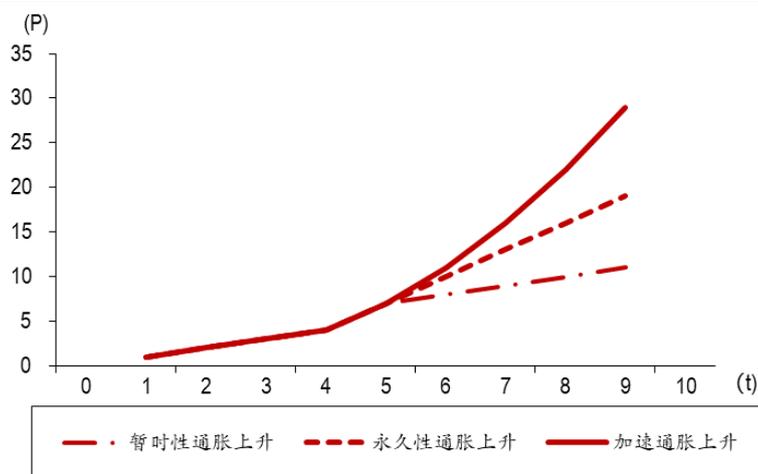
一般证券业务证书编号：S1300120090034

2021年以来，随着美国通胀迅速升温并屡屡超过市场预期，关于“暂时性”、“永久性”和“加速性”通胀上升的争论此起彼伏，难以形成共识（见图表1）。10月份，美国CPI同比增速录得6.2%，创下近30年的新高，使得“暂时性”通胀再遭质疑。除了市场争论不休外，美国学术界也被蹿升的通胀吸引，普林斯顿大学多次召开线上研讨会，约请学术大牛讨论通胀前景。

传统宏观经济理论有三种方式来解读通胀走势，分别是货币理论、新凯恩斯理论和财政通胀理论。货币主义的观点认为，货币超发势必会在短期内引起较高通胀，强调预期对中长期通胀的重要性，会否引发预期脱锚和长期通胀上行尚无定论（主要辩方是前美联储主席达德利和前美联储副主席艾伦·布林德）；新凯恩斯主义的观点认为，疫情的特殊性打断了经济内生循环中供需同步的规律，劳动力成本是否加速上升是通胀恶化的关键（主要辩方是前财长萨莫斯、现财长耶伦和诺奖得主克鲁格曼）；财政通胀理论的观点认为，财政赤字的长期恶化只能依靠通胀来降低其实际值，但日本的例子让其支持者难以判断长期趋势（主要辩方是前IMF首席经济学家奥利维尔和普林斯顿大学教授马库斯·布伦纳美尔）。三大理论均有可取之处，但仍不足以应对新冠疫情下的特殊经济状况。毕竟，这是百年难遇的由公共卫生危机引发的经济危机。

美国作为全球最大的消费国家，又是一个高度开放的经济体，其消费物价与全球生产者物价高度同步。分析美国通胀形势基本上等同于分析全球通胀形势。同时，由于美联储货币政策的巨大溢出作用，本文将深入解析美国通胀形势。

图表 1. 三种通胀路径



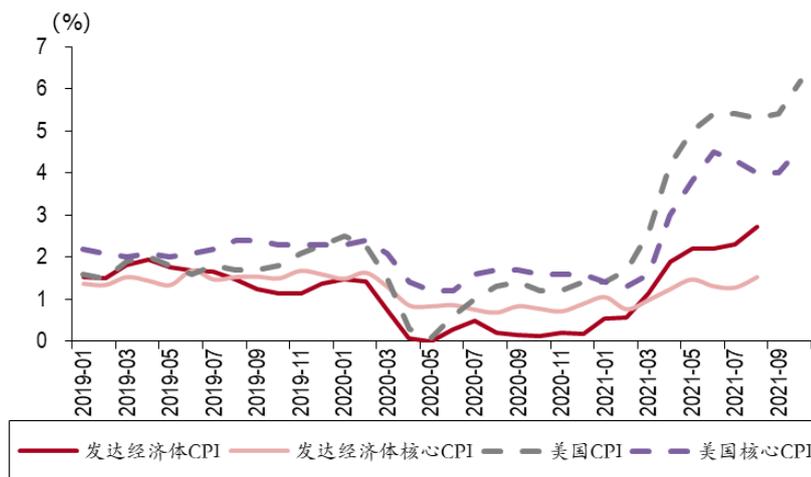
资料来源：中银证券

注：斜率不同代表不同的中长期通胀走势。其中，“暂时性”通胀上升代表斜率回归疫情前水平；“永久性”通胀上升代表斜率较疫情前有所上升；“加速”通胀上升意味着斜率逐渐变大。

一、美国通胀及相关指标分析

最新的 IMF 世界经济展望注意到，发达经济体 CPI 指数快速上升，但核心 CPI 与疫情前相比仍较为稳定，唯一例外是美国。2021 年前 8 个月，发达经济体 CPI 增速累计上升 2.6 个百分点至 2.7%，核心 CPI 累计上升 0.6 个百分点至 1.5%，与 2019 年同期基本持平；美国 CPI 和核心 CPI 分别累计上升 3.9 和 2.4 个百分点至 5.3% 和 4.0%，远超发达国家平均水平（见图表 2）。2020 年冬天疫苗开始普及、发达国家经济率先重启和史无前例的逆周期政策发挥效用，是导致 2021 年 CPI 快速上升的三大因素。只不过是，美国 CPI 的上升幅度令人侧目，使得“暂时性”通胀饱受质疑。

图表 2. 发达经济体和美国的 CPI 和核心 CPI



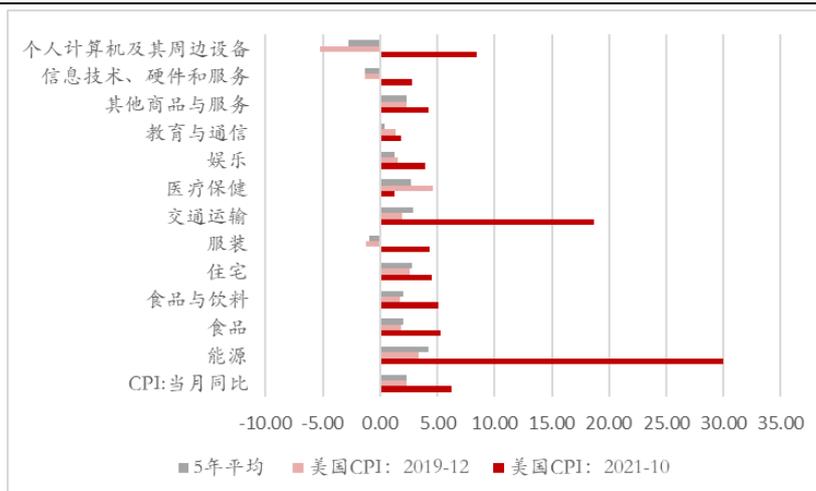
资料来源: IMF, 万得, 中银证券

其他主要经济体 CPI 均受到能源和原材料金属价格的“异常”拉动，仍有机会可以观望“异常项”价格是否回落或者会否扩散至其他领域。而从 CPI 分结构看，美国的高通胀可能无法单纯用“异常项”驱动来解释。除了医疗保健¹以外，美国的 CPI 分项通胀增速均高于过去 5 年均值，多个分项已经是趋势值的 3 倍以上，包括主要经济体共同“异常”的能源及交通运输（见图表 3）。“暂时性”通胀的最大依赖是底层通胀趋势没有改变，异常分项最终会向长期趋势靠拢²。有趣的是，美国经济重启后，服务（不含医疗护理服务）CPI 不仅没有如期向趋势项回归，还大幅超过疫情前水平；而不含能源和二手车（两大热门通胀项）的商品 CPI 仍在一路狂奔，创下近 40 年的新高，令人好奇何时是回归拐点（见图表 4）。均值回归的逻辑缺陷在于忽略了持续存在的高通胀风险。

¹ 疫情期间政府对医疗保健的补贴导致价格下降，抑制 CPI 但会记入 PCE。

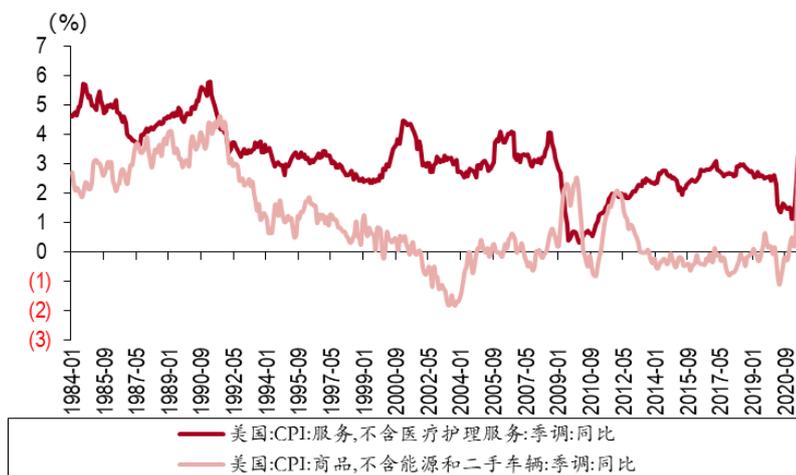
² 发达国家央行们希望新的通胀斜率稍稍陡峭一些，摆脱低通胀或通缩陷阱。

图表 3. 美国 CPI 分布



资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 排除热门异常项的美国 CPI 走势



资料来源: 万得, 中银证券

美国的高通胀压力迫使美联储急于摸清当前的通胀驱动力以及未来可能的走势。长期以来，美联储挂在嘴边的一直是核心 PCE 增速。只不过，2021 年 10 月份核心 PCE (4.1%) 和整体 PCE (5.1%) 增速都远超美联储的通胀目标 2%。不得已的情况下，美联储开始着重强调剔除“异常项”的截尾 PCE 增速仍处于合理区间。10 月份，截尾 PCE 同比增速录得 2.6%，较 2020 年低点上升 0.7 个百分点，高于 2019 年同期 0.5 个百分点（见图表 5）。但是，截尾 PCE 过于强调技术调整，忽略了“异常项”的长期影响和扩散作用。如果这些“异常项”持续存在，那还能算异常吗？

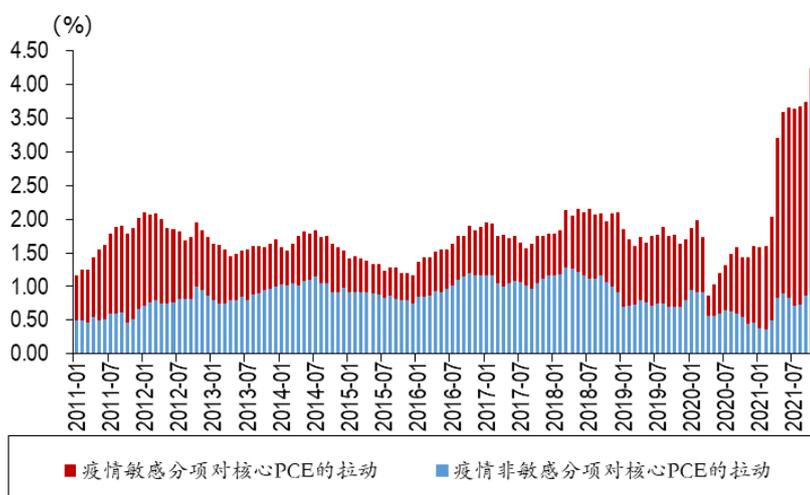
图表 5. 美国三大 PCE 同比增速



资料来源：美联储，中银证券

有鉴于此，美联储旧金山分行推出了疫情敏感和非敏感的 PCE 增速。其归类原理是将核心 PCE 内的 124 个小分项进行归类重构，如果价格和消费量在 2020 年 2 月至 4 月出现明显异常变动，就归为疫情敏感 PCE³。从结果上看，2020 年疫情期间价格大幅下跌的疫情敏感分项在 2021 年迎来爆发式上升，10 月份同比增速达到 5.3%，拉动核心 PCE 增长 3.3 个百分点，而疫情不敏感的 PCE 分项也在三季度迎来反弹（见图表 6）。其中，疫情敏感 PCE 中有 3 个分项值得关注：一是在 PCE 中占比 20% 的医保服务费用，政府为新冠疫情承担的医保转移支付将在 2021 年年底结束，可能会成为 2022 年 PCE 增速的拖累项；二是经济重启后二手车价格的大涨，周期消费品价格在经济复苏期间上涨是常理，但是芯片短缺进一步推动价格飞升⁴；三是能源价格，2020 年油价一度出现过负值，2021 年油价一路上涨至 80 美元上方，基数作用就足以推动 2021 年 PCE 大幅上升。2022 年能源价格涨幅放缓是大部分央行急于看到的。

图表 6. 美国核心 PCE 拆解



资料来源：美联储旧金山分行，中银证券

³ 详细解释见链接：<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2020/august/monitoring-inflationary-effects-of-covid-19/>。

⁴ 美联储旧金山联储对价格异常的解读：<https://www.frbsf.org/our-district/about/sf-fed-blog/whats-behind-recent-rise-in-core-inflation/>。

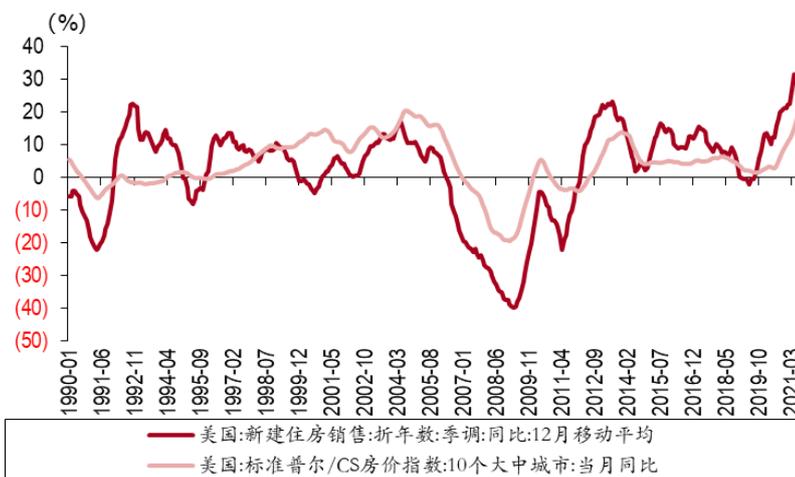
美国周期消费动能放缓，房地产价格却仍未见拐点。周期消费品对经济周期具有重要的指示意义。其中最重要的两项是房地产和汽车。两者均是利率敏感型，对信贷扩张有较大的影响。由于芯片紧缺，汽车销售数量并未出现爆发式增长。但是低利率明显推动消费者购买意愿上升，加上原材料成本的推动，二手车和新车价格相继上涨（见图表 7）。房地产的周期性更为明显。随着换房需求见顶回落，新屋销售增速已经有所放缓，但是在超低利率的支撑下，房价的拐点却迟迟未现（见图表 8）。

图表 7. 美国汽车 CPI 同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美国新房销售和房价指数



资料来源：万得，中银证券

二、货币角度看 2022 年美国通胀形势

自疫情爆发以来，全球央行实施了史无前例的货币刺激政策。发达国家央行均将利率降至零区间或者维持负利率，同时开启了大规模的量化宽松政策。虽然新兴市场和发展中国家央行主要依靠降息政策，但是如印度和菲律宾等国家也首次加入了购买政府债券的队伍（见图表 9）。

图表 9. 各大央行货币政策汇总

政策工具	具体措施	发达经济体											中东北非							
		美国	欧盟	日本	英国	加拿大	澳大利亚	瑞士	丹麦	挪威	新西兰	瑞典	阿联酋	阿尔及利亚	以色列	科威特	摩洛哥	沙特	土耳其	南非
利率	削减政策利率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
贷款业务	提供流动性	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	定向贷款	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
资产购买	政府债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	商业票据	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	公司债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	其他非政府资产	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
外汇政策	美元互换	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	其他货币互换	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	现汇市场干预	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
准备金政策	准备金利率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	存款准备金率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	窗口指导	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

政策工具	具体措施	亚洲新兴经济体								拉丁美洲				东欧						
		中国	香港	印尼	印度	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	越南	阿根廷	巴西	智利	哥伦比亚	墨西哥	秘鲁	捷克	匈牙利	波兰
利率	削减政策利率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
贷款业务	提供流动性	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	定向贷款	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
资产购买	政府债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	商业票据	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	公司债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	其他非政府资产	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
外汇政策	美元互换	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	其他货币互换	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	现汇市场干预	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
准备金政策	准备金利率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	存款准备金率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	窗口指导	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：BIS，各大央行，中银证券

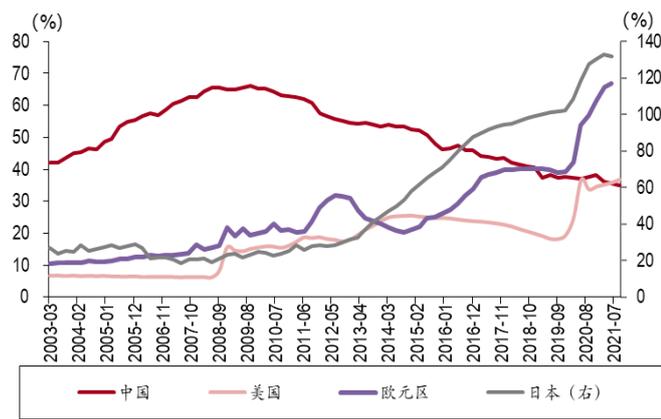
美联储在 2020 年 8 月杰克逊霍尔宣布引入“平均通胀目标”的新型货币政策框架，意欲通过提高通胀上行容忍度来进一步强化中长期的宽松预期。不过，当前美国通胀已经明显远超美联储的 2% 目标。这无疑会引发外界对美联储能否稳定物价的质疑，伤害央行的公信力，同时产生持续性通胀压力可能招致货币政策突然紧缩的担忧。虽然主要央行都在强调通胀是“暂时”的，但是货币过度宽松的副作用已经越来越明显。

发达国家货币放水，一波未平一波又起。从主要央行资产负债表规模与名义 GDP 看，美联储、欧央行和日本银行资产负债表在 2020 年扩张的效率远程金融危机时期，分别上升 15.0、22.4 和 28.1 个百分点（见图表 10）。2021 年以来，随着经济复苏，日本银行和欧央行的扩张速度有所收敛，美联储在三季度 GDP 增速大幅放缓的推动下再创新高。如果 2009 年是第一次见识到“非常规”工具量化宽松，这次便是感受到何谓美联储眼中的“资产负债表规模不存在理论上的上限”。低利率环境下，非常规工具变成常规工具，负利率被反复讨论。

实际上，这种状态加大了长期流动性陷阱的风险：欧央行和日本银行证明了陷入负利率区间后想摆脱有多困难，而低效“僵尸企业”可以依赖免费资金举债存活，导致市场经济失去淘汰落后产能的功能，低效产能过剩和债务高企进一步压制通胀上行的能力。有趣的是，虽然这次“僵尸企业”依然在依靠流动性存活，在经济衰退时企业杠杆率没有下降和破产率没有上升，但是通胀的动力似乎更有韧性。既然债务负担让货币政策收紧如履薄冰，难得有通胀抬头的迹象，美联储所幸躺平让“子弹再飞一会儿”。

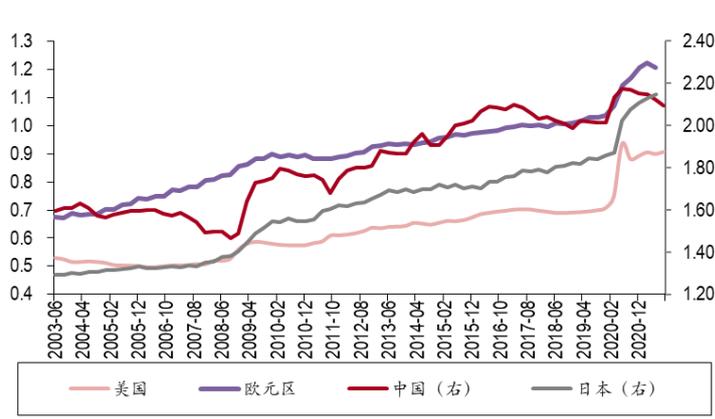
从 M2 与名义 GDP 比值的走势来看，广义货币的扩张仍明显偏离疫情前的趋势。除中国以外，美欧日的比值上升幅度均达到两位数：2022 年三季度美国仍较 2019 年年底高出 20 个百分点；2022 年二季度欧元区和日本仍较 2019 年年底高出 17 和 29 个百分点（见图表 11）。即便 M2 同比增速有所回落，但是 M2 同比增速仍显著高于疫情前水平。截至 9 月份，剔除基数效应后，中国 M2 两年复合均速为 9.3%，高于 2019 年同期增速 1.1 个百分点；美国 M2 两年复合均速 18.3%，高于 2019 年同期 12.9 个百分点；日本 M2 两年复合均速 6.6%，高于 2019 年同期 4.3%；欧元区 M2 两年复合均速 8.9%，高于 2019 年同期 2.2 个百分点（见图表 12）。

图表 10. 主要央行总资产与名义 GDP 的比值



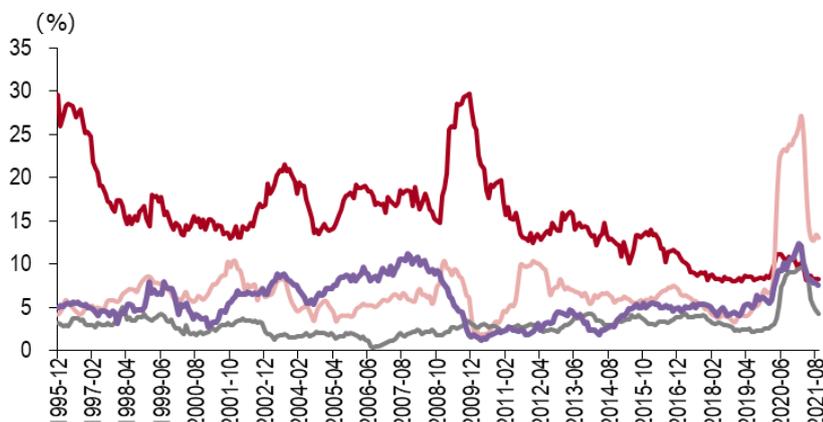
资料来源：万得，中银证券

图表 11. M2 与名义 GDP 的比值



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 主要经济体 M2 同比增速



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_30486

