

经济重启后，美国通胀怎么看？

——宏观经济周度观察

投资周报

在美国重启经济之后，由于美国为了应对疫情采取了史无前例的刺激性政策，美国资产负债表与财政赤字迅速扩张，人们开始讨论是否通胀会卷土重来。我们认为在短期通缩后，通胀率会有所抬头，但通胀中枢可能低于疫情之前水平，不会发生人们担心的“放水”引发通胀飙升：

(1) 货币宽松不意味着会通胀。判断货币宽松能否带来通胀的重点在于未来总需求能否抬升。如果做一个乐观假设，假如未来美国经济重启进程顺利，经济触底回升，但是居民谨慎性储蓄下消费低迷，企业债务压力下投资萎靡，整体需求弱于以前，通胀中枢下降，经济可能逐渐走向日本化。

(2) 油价可能较长一段时间保持低位。低油价不仅压制短期通胀也会抑制中长期通胀水平，由于当前原油库存仍然很高，而全球经济处于衰退之中，油价可能较长一段时间保持低位。

(3) 通胀预期回落。大幅下降的需求、不确定的经济前景和乏力的恢复进程，会造成长期的产出缺口，这不仅会给通胀带来下行压力，还会作用于通胀预期，预期的转变将对需求造成进一步的压力。美国债市隐含的通胀预期与密歇根大学未来12个月通货膨胀预期均下降。

(4) 贫富差距加大导致需求低迷。过去长期抑制通胀的重要因素之一是贫富差距扩大。美联储4月中旬关于美国经济状况的报告中提到的“没有地区报告工资上涨的压力”，相反，大多数行业都反馈出普遍的工资疲软和减薪措施。同时，在总需求疲弱的情况下，货币更多进入金融市场推升泡沫而非流入实体，进而导致贫富差距加大，又会抑制通胀的抬头。

但是这次疫情可能引起“逆全球化”，国际贸易受阻带来的供给冲击，可能抬升通货膨胀中枢。全球化可能是美国通胀长期低迷的重要原因，随着全球化程度加深，市场开放程度提高，市场规模随之扩大，国际贸易有助于更有效地分配资源，也有助于技术的交流，提升潜在经济增速。同时，劳动力密集型产业流向亚洲等劳动力充裕的发展中国家，劳动力成本相对较低，产品价格更具竞争力，为美国输入了大量廉价产品。疫情可能导致民粹主义加速升温，美国在疫情发生前就开始的逆全球化的进程或将因疫情加速，这将在长期对供给带来负面冲击，提升通胀中枢。

总之，随着美国经济复苏物价可能由通缩转向通胀，但通胀的中枢取决于需求。预防性储蓄增加、企业债务压力较大、贫富差距扩大、人口结构恶化等原因可能导致需求整体上无法恢复到疫情发生前，通胀中枢或低于疫情发生前。当然，美国长期低通胀的一个原因是全球化，如果未来“逆全球化”加深，可能给全球物价带来向上的供给冲击。

● **风险提示：美国复工后疫情二次爆发**

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

- 宏观报告：一季度经济数据的三个细节
2020-4-19
- 宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险
2020-4-12
- 宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退
2020-4-5
- 宏观报告：特别时期的扩内需
2020-3-29
- 宏观报告：如何理解当前形势下的消费
2020-3-21
- 宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选
2020-3-8
- 宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪
2020-02-23
- 宏观报告：疫情推动“强美元”
2020-2-16
- 宏观报告：产成品周转天数高增之谜
2019-12-22

目 录

1、经济重启后，美国通胀怎么看？	3
2、海外经济与市场流动性观察	8
3、国内高频数据观察	10
3.1、生产指标上升	10
3.2、商品房销量同比回升	10
3.3、油价上涨，猪肉价格回落	11
3.4、MLF缩量价平	12
3.5、美元指数上涨，人民币贬值	13

图表目录

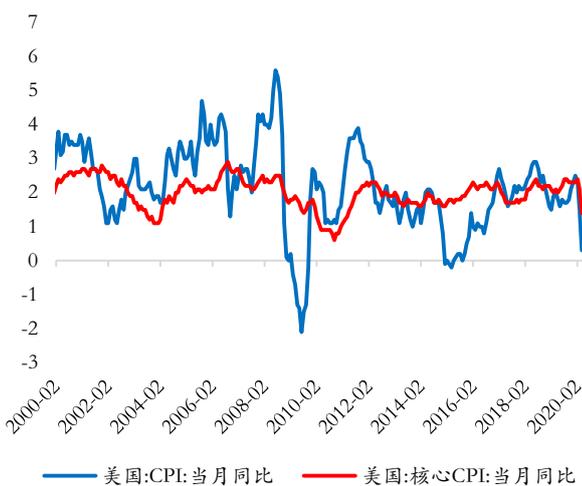
图 1: 美国 CPI 增速下降	3
图 2: 美国商品与服务价格增速下降	3
图 3: 美国 CPI 各分项变化	4
图 4: 美国 PPI 增速下降	4
图 5: 金融危机后，美国基础货币与流通中货币脱钩	5
图 6: 金融危机后，美国货币乘数下降	5
图 7: 美国经济衰退	6
图 8: 美国新增确诊数未见明显回落	6
图 9: 美国债市隐含的通胀预期下降	6
图 10: 密歇根大学未来 12 个月通货膨胀预期下降	7
图 11: 金融危机后，美国贫富差距加速扩大	7
图 12: 美国未来通胀	8
图 13: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升	9
图 14: 纽约联储每周经济指数继续下滑	9
图 15: TED 利差小幅回落	9
图 16: VIX 回升	9
图 17: 铜金比下降	9
图 18: 美国高收益债利差回升	9
图 19: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回升 (%)	10
图 20: 发电耗煤量回升	10
图 21: 商品房销量同比回升	11
图 22: 猪肉价格下跌	11
图 23: WTI 原油期货价上涨	12
图 24: 布油价格上涨	12
图 25: 货币市场利率上升	13
图 26: 美元指数上涨	14
图 27: 人民币汇率贬值	14
表 1: 央行公开市场操作 (2020.5.11-2020.5.15)	13

1、经济重启后，美国通胀怎么看？

美国4月物价数据继续下跌，且普遍低于市场预期，美联储主席鲍威尔表示联储并没有考虑负利率，将继续使用现有工具维持零利率区间。美国4月CPI季调环比下降0.8%，为自2008年11月以来最大环比降幅；CPI同比增长0.3%，不及预期的0.4%，自3月下降1.2个百分点；核心CPI季调环比下降0.4%，低于预期的0.2%，为1957年有记录以来最大环比降幅，核心CPI同比增长1.4%，较3月下降0.7个百分点，不及预期的1.7%。食品CPI同比较上月大幅上升1.6个百分点至3.5%，主要是受疫情影响，食品需求短期大幅上升导致的；虽然食品价格大幅上涨，但核心CPI增速的下降，以及能源CPI同比大幅下降17.7%，使得CPI增速仍大幅收缩。CPI分项数据与居家隔离背景下居民生产生活习惯改变相关联，其中医疗保健、教育与通信、信息技术等分项CPI同比较上月小幅上涨，服装、交通运输、娱乐等分项CPI同比较上月大幅下降。在服务价格进一步通缩的同时，商品价格的同比增长率也在下降。

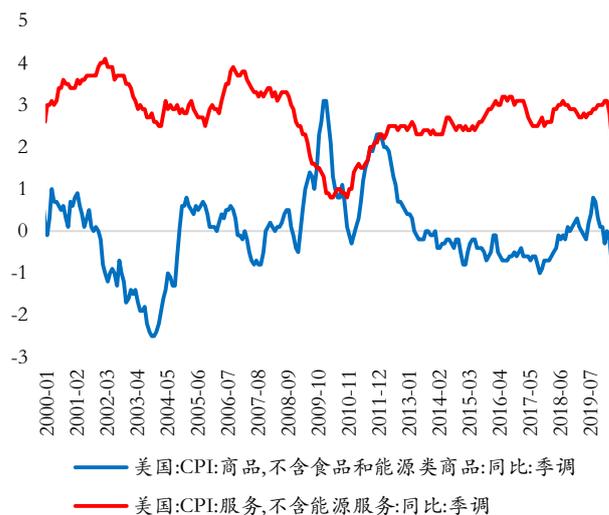
美国4月最终需求PPI同比-1.2%，较前值下降1.9个百分点，且大大低于预期；PPI季调环比下降1.3%，为连续第三个月下降，PPI环比分项普遍下降，其中，货物价格环比下降3.3%，服务价格环比下降0.2%。

图1：美国CPI增速下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：美国商品与服务价格增速下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：美国CPI各分项变化

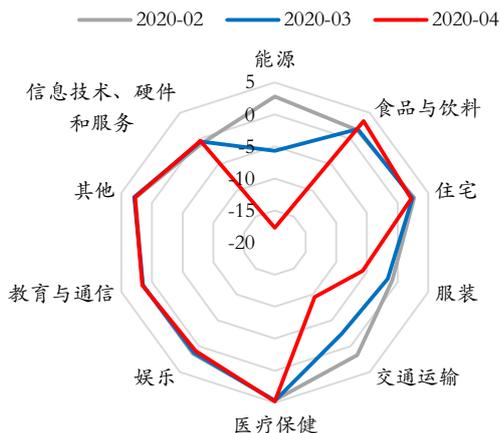
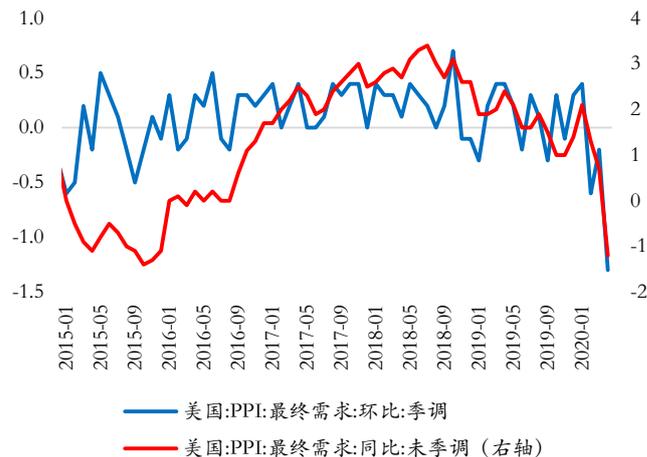


图4：美国PPI增速下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

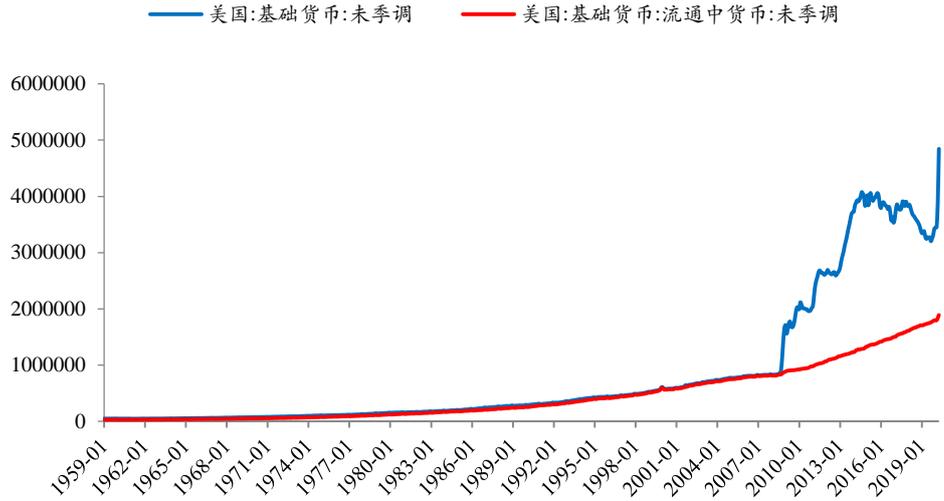
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4月物价下跌显示出美国短期通缩压力有所增加，但这很大程度上与疫情下的经济停摆有关，总需求自由落体式下滑，人们争论的焦点在于，在美国重启经济之后，由于美国为了应对疫情采取了史无前例的刺激性政策，美联储资产负债表与美国财政赤字迅速扩张，是否通胀会卷土重来。毕竟从历史上来看，在灾难因素例如战争、经济萧条等冲击下，政府支出大幅上升、税收大幅下降，均出现了随着灾难拐点到来的持续通胀，通胀率在之后较长时间内增长至超过灾难前水平。同时，近年来民粹主义与逆全球化兴起，疫情可能加剧这种趋势，进而推升通胀。

然而，本次疫情的冲击前所未有的，我们认为在短期通缩后，通胀率会有所抬头，但通胀中枢可能低于疫情之前水平，不会发生人们担心的“放水”引发通胀飙升：

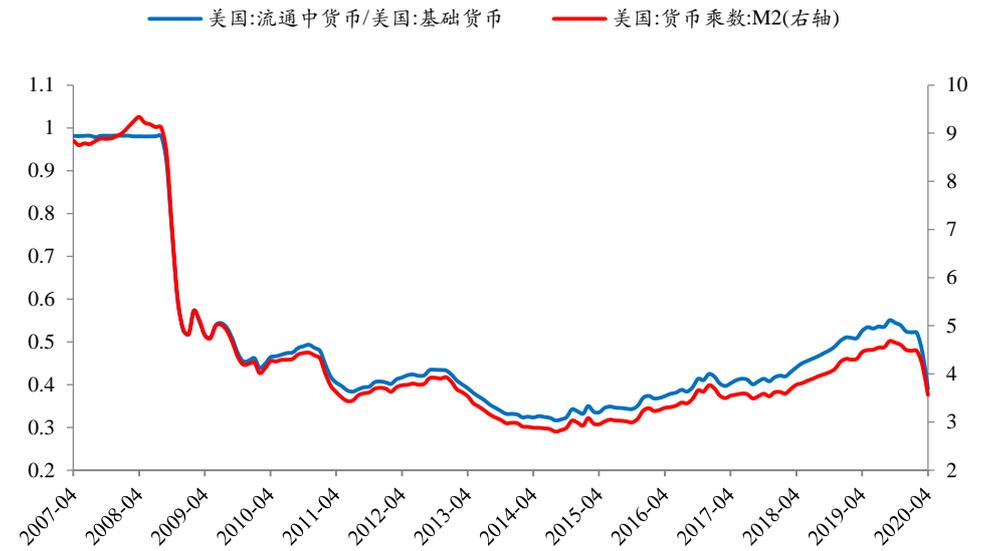
(1) 货币宽松不意味着会通胀。最常见的误区是央行“放水”一定会带来通胀，也就是常说的“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象”。但问题是，欧洲、日本常年负利率，却没有通胀，而次贷危机后，美国资产负债表大幅扩张，也没有带来通胀。原因在于央行投放基础货币，但货币乘数不完全由央行控制，货币乘数与总需求密切相关，总需求低迷的话，货币乘数下降，因此，我们看到金融危机之后，货币乘数下降，美国货币供应量、流通中货币与基础货币明显脱钩。同时，疫情之后，美国货币乘数也在不断下降，判断货币宽松能否带来通胀的重点在于未来总需求能否抬升。如果做一个乐观假设，假如未来美国经济重启进程顺利，经济触底回升，但是居民谨慎性储蓄下消费低迷，企业债务压力下投资萎靡，整体需求弱于以前，通胀中枢下降，经济可能逐渐走向日本化。

图5：金融危机后，美国基础货币与流通中货币脱钩



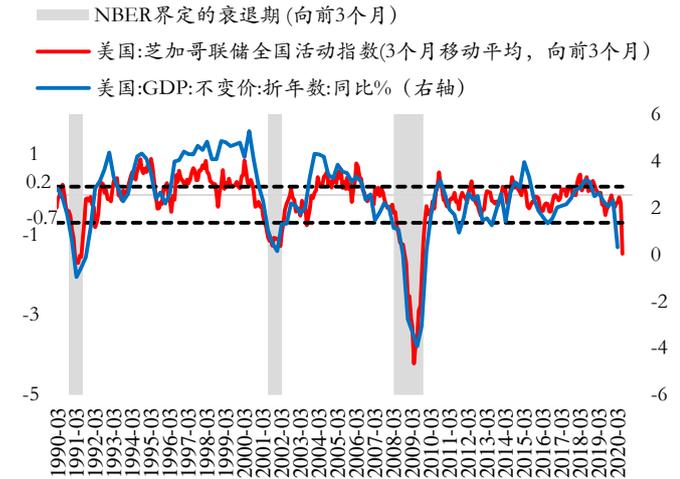
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：金融危机后，美国货币乘数下降



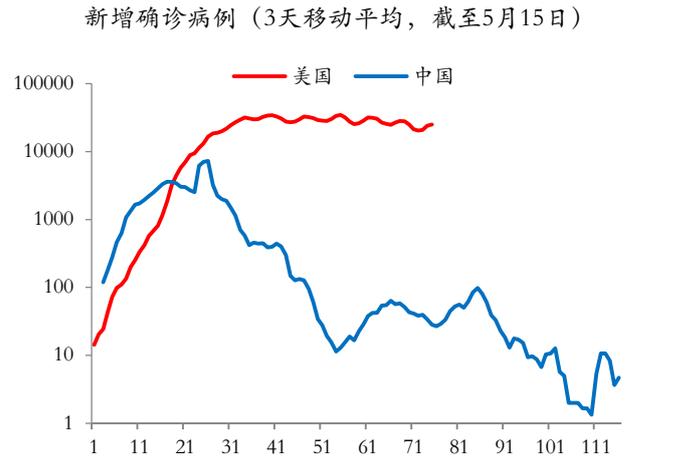
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 美国经济衰退



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 美国新增确诊数未见明显回落

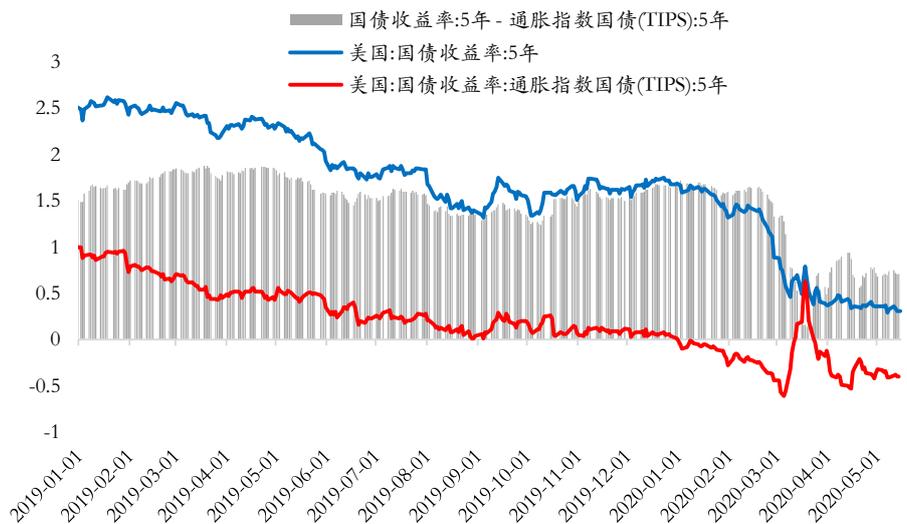


资料来源：Wind，新时代证券研究所

(2) 油价可能较长一段时间保持低位。过去低油价在中长期利好经济，但在美国页岩油兴起后，低油价反而对美国的经济带来损伤，低油价不仅压制短期通胀也会抑制中长期通胀水平，由于当前原油库存仍然很高，而全球经济处于衰退之中，油价可能较长一段时间保持低位。

(3) 通胀预期回落。大幅下降的需求、不确定的经济前景和乏力的恢复进程，会造成长期的产出缺口，这不仅会给通胀带来下行压力，还会作用于通胀预期，预期的转变将对需求造成进一步的压力。美国债市隐含的通胀预期随着疫情爆发而大幅下降，通过5年期美债收益率与5年期通胀指数国债之间的利差来观察，通胀率预期由2020年初以来的1.70%降至5月中旬的0.7%。密歇根大学未来12个月通货膨胀预期已经下降至金融危机之后的最低点。

图9： 美国债市隐含的通胀预期下降

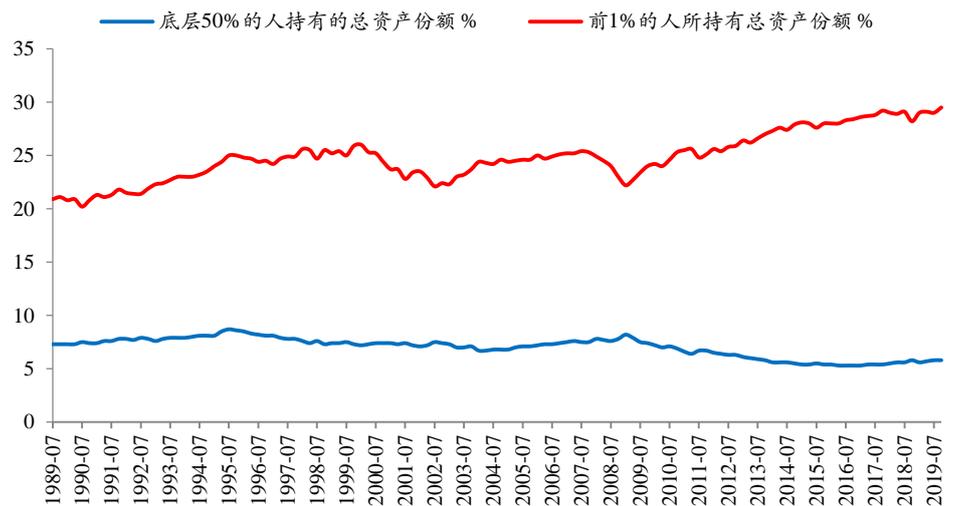


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 密歇根大学未来12个月通货膨胀预期下降

资料来源：FRED，新时代证券研究所

(4) 贫富差距加大导致需求低迷。过去长期抑制通胀的重要因素之一是贫富差距扩大，劳动生产率增长快于工资收入增长。美联储4月中旬关于美国经济状况的报告中提到的“没有地区报告工资上涨的压力”，相反，大多数行业都反馈出普遍的工资疲软和减薪措施。同时，在总需求疲弱的情况下，货币更多进入金融市场推升泡沫而非流入实体，进而导致贫富差距加大，又会抑制通胀的抬头。

图11： 金融危机后，美国贫富差距加速扩大

资料来源：FRED，新时代证券研究所

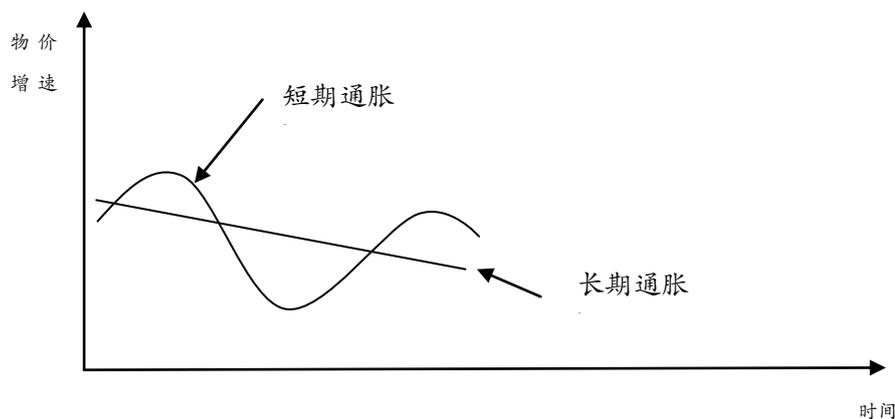
但是这次疫情可能引起“逆全球化”，国际贸易受阻带来的供给冲击，可能抬升通货膨胀中枢。全球化可能是美国通胀长期低迷的重要原因，这有多个影响渠道。随着全球化程度加深，市场开放程度提高，市场规模随之扩大，国际贸易有助于更

有效地分配资源，也有助于技术的交流，提升潜在经济增速。同时，劳动力密集型产业流向亚洲等劳动力充裕的发展中国家，劳动力成本相对较低，产品价格更具竞争力，为美国输入了大量廉价产品。

最近几年，民粹主义兴起，本次疫情可能导致民粹主义加速升温，美国在疫情发生前就开始的逆全球化的进程或将因疫情加速，这将在长期对于供给带来三个层次的影响。第一，逆全球化不利于技术进步，将导致潜在产出增速放缓。美国高端产业链依赖于其对全球人才的吸纳以及对全球化进程的深入参与，逆全球化将导致人才流入减少，与其他经济体连结减弱，在技术层面影响潜在产出的增长。第二，贸易中断导致过去多年来大规模依赖进口的制造业商品在未来面临涨价的压力，将导致成本冲击上升。第三，逆全球化也伴随着通过新兴市场获取低廉劳动力的渠道减少，劳动力成本上升，将进一步提高成本冲击。在这三方面的作用下，供给端将受到负面冲击，提升通货膨胀中枢。

总之，随着美国经济复苏物价可能由通缩转向通胀，但通胀的中枢取决于需求。预防性储蓄增加、企业债务压力较大、贫富差距扩大、人口结构恶化等原因可能导致需求整体上无法恢复到疫情发生前，通胀中枢或低于疫情发生前。当然，美国长期低通胀的一个原因是全球化，如果未来“逆全球化”加深，可能给全球物价带来向上的供给冲击。

图12： 美国未来通胀



资料来源：新时代证券研究所

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_5136

