

## 通胀要来了？ ——中美宽松模式有何不同？

分析师：梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话：021-20315056

邮箱：liangzh@r.qlzq.com.cn

### 相关报告

1 市场在发生什么？第 252 期

2 兴发集团（600141.SH）深度报告：磷化工一体化优势显著、湿化学品放量在即

3 关注参议院选举：财政刺激规模或有折扣

### 投资要点

- 货币超发就会带来涨价。今年受到新冠疫情的冲击，中美货币政策都在放松，但从涨价的特征来看，中美资产类价格的上涨是共同的，而终端消费的涨价却出现明显背离。我国受到疫情影响时间较短，核心通胀反而大幅下行；美国受到疫情影响时间更长，核心通胀反而早已触底反弹。通胀差异的背后，是中美宽松模式的不同。而不同的宽松模式，也会对两国通胀的未来走势产生不同的影响。
- 1、**宽松来了，股市、房地产等资产都在涨价。**尽管受到新冠疫情的影响，中美经济受到的冲击都很大，但在宽松货币的大背景下，今年两国资产价格的表现都非常亮眼。今年美国纳斯达克指数相比去年底上涨了 33%，中国的创业板指数上涨了 55%。截至 8 月末，美国 20 大中城市房价的同比涨幅达到了 5.2%，远远高于去年底 2.8% 的涨幅。今年我国 20 大中城市的房价涨幅仍有 3.7%，尤其是长三角、珠三角部分城市的涨价非常明显。
- 2、**中美通胀却出现明显背离。**但如果我们看一下中美两国终端消费品的通胀，差异却很大。新冠病毒对美国的影响时间要更长，程度也更大，但美国的核心通胀从 6 月份以后就开始企稳反弹，而我国的核心通胀水平却不断向下，当前已经降到了有数据以来的最低位。通胀差异的背后，可能和居民收入差异有关系。尽管美国受到新冠疫情冲击，但今年以来美国居民的可支配收入增速是大幅抬升的，而我国居民可支配收入增速大幅下降。
- 3、**通胀差异背后，是宽松模式不同。**就美国的情况而言，今年疫情冲击经济后，加杠杆最明显的部门是政府，政府发债融来的钱主要用于对居民个人进行转移支付，将近占了一半。我国今年加杠杆最明显的部门也是广义的政府部门，融来的钱可能主要用于投资。所以中美采取了不同的货币宽松方式后，美国居民货币收入不减反增，对消费品价格有很大支撑；我国居民货币收入增速下降，但投资拉动工业生产需求，对工业品价格有支撑。
- 4、**美国通胀上行风险可能更大。**今年美国居民储蓄存款占可支配收入的比例维持在 14% 以上，为几十年的历史最高位。这背后主要是受到疫情影响，对未来的不确定性增加了预防性储蓄。而如果在医学的帮助下，美国新冠疫情控制住，居民收入未受损，还增加了储蓄，消费意愿增加会对通胀产生明显的推升作用，所以美国的通胀进一步上行是大概率的事。而今年我国居民收入还是受到了一定的影响，对终端消费需求会构成持续的压制，核心 CPI 的回升可能是很温和的。而我国投资端的刺激政策早已经在收敛，再加上经济中期仍面临下行压力，PPI 同比恐将在低位徘徊。
- **风险提示：新冠疫情，经济下行，政策变动。**

## 内容目录

1、宽松来了，股市、房地产等资产都在涨价 .....	- 3 -
2、中美通胀却出现明显背离 .....	- 4 -
3、通胀差异背后，是宽松模式不同 .....	- 6 -
4、美国通胀上行风险可能更大 .....	- 8 -

## 图表目录

图表 1: 今年以来中美股市对比 (2019 年 12 月 31 日=100) .....	- 3 -
图表 2: 中美房价同比涨幅 (%) .....	- 4 -
图表 3: 中美房地产销售同比增速 (%) .....	- 4 -
图表 4: 美国通胀反弹，中国通胀回落 (%) .....	- 5 -
图表 5: 中美居民可支配收入的差异 (%) .....	- 6 -
图表 6: 美国各部门债务同比增速 (%) .....	- 6 -
图表 7: 美国联邦政府主要支出增速 (%) .....	- 7 -
图表 8: 我国各部门债务同比增速 (%) .....	- 7 -
图表 9: 前 10 个月我国各类企业信用债净发行同比增量 (亿元) .....	- 8 -
图表 10: 我国政府支出和企业投资累计增速 (%) .....	- 8 -
图表 11: 美国个人储蓄存款占可支配收入比例 (%) .....	- 9 -

货币超发就会带来涨价。今年受到新冠疫情的冲击，中美货币政策都在放松，但从涨价的特征来看，中美资产类价格的上涨是共同的，而终端消费的涨价却出现明显背离。我国受到疫情影响时间较短，核心通胀反而大幅下行；美国受到疫情影响时间更长，核心通胀反而早已触底反弹。通胀差异的背后，是中美放水模式的不同。而不同的宽松模式，也会对两国通胀的未来走势产生不同的影响。

## 1、宽松来了，股市、房地产等资产都在涨价

尽管受到新冠疫情的影响，中美经济受到的冲击都很大，但在宽松货币的大背景下，今年两国资产价格的表现都非常亮眼。以股市为例，尽管在疫情爆发初期都经历了大跌，但今年美国纳斯达克指数相比去年底上涨了 33%，中国的创业板指数上涨了 55%。

图表 1: 今年以来中美股市对比 (2019 年 12 月 31 日=100)

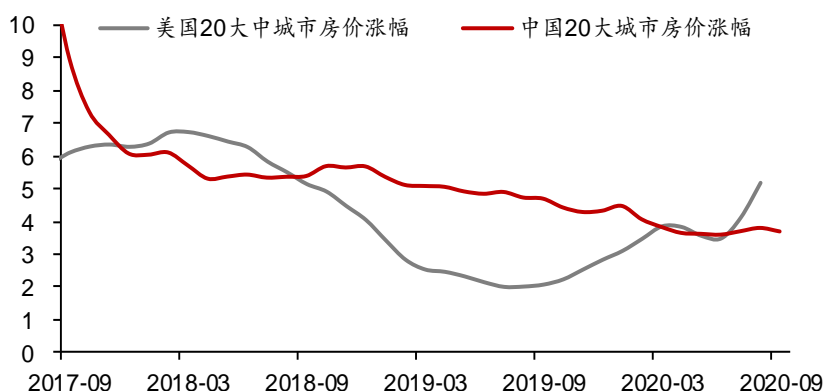


来源: WIND, 中泰证券研究所

房地产市场也是类似，截至 8 月末，美国 20 大中城市房价的同比涨幅达到了 5.2%，远远高于去年底 2.8% 的涨幅。也就是说新冠疫情对经济构成了负面影响，但房地产的涨价速度反而还加快了。

我国房地产市场也是类似，尽管前些年房地产市场需求空间过度透支，今年经济又遭受了新冠冲击，但我们的房地产市场依然表现出了巨大的韧性。今年 20 大中城市的房价涨幅仍有 3.7%，尤其是长三角、珠三角部分城市的涨价非常明显。

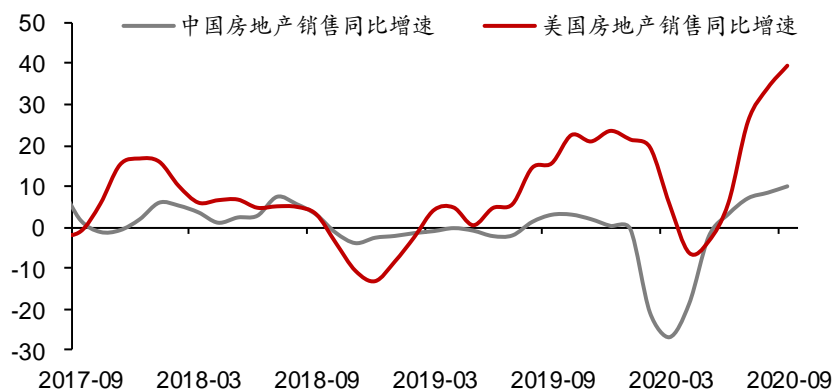
**图表 2: 中美房价同比涨幅 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

和股市类似,价格上涨时成交量上升,价格下跌时成交量萎缩,这是典型的资产量价特征,对于房地产市场也是适用的。在新冠冲击的初期,两国的房地产交易都有明显下滑,但很快又快速攀升,当前中美房地产销售面积增速都达到了过去几年的高点水平。

**图表 3: 中美房地产销售同比增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

## 2、中美通胀却出现明显背离

但如果我们看一下中美两国终端消费品的通胀,差异却很大。

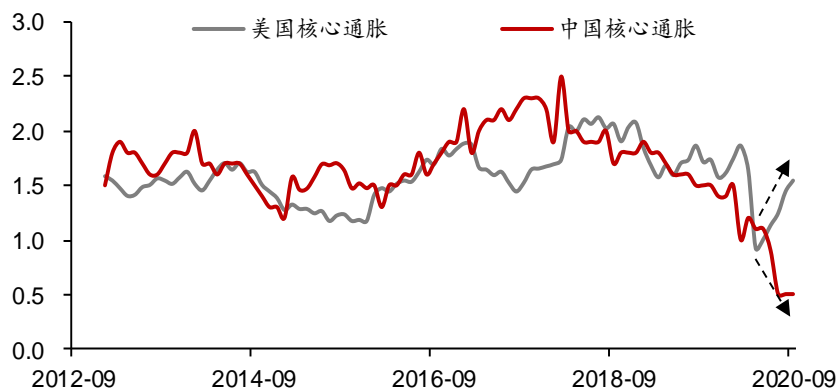
新冠病毒对美国的影响时间要更长,程度也更大。例如我国新冠确诊人数在2月初就开始见顶回落,之后经济上开启了复产复工进程,根据我们的测算,9月份我国单月GDP增速可能已经上升至5.5%-6.0%之间,已经非常接近疫情之前的水平。而美国的新冠疫情从3月份第一波爆发后,又出现二次爆发,当前正在经历第三波疫情,美国三季度GDP仍有2.9%的负增长。

但从终端消费品价格表现来看,美国的核心通胀从6月份以后就开始企

稳反弹，而我国的核心通胀水平却不断向下，当前已经降到了有数据以来的最低位。一般来说经济和通胀是同步的，经济好通胀就回升，经济差通胀就回落。而我国宏观经济状况不断改善，通胀却在回落；美国宏观经济较差，通胀却明显回升。

这背后可能的原因是供需的错配，比如我国生产端的恢复可能比需求端快，对价格构成打压；而美国可能生产端的恢复慢于需求，对价格有支撑。

图表 4: 美国通胀反弹，中国通胀回落 (%)

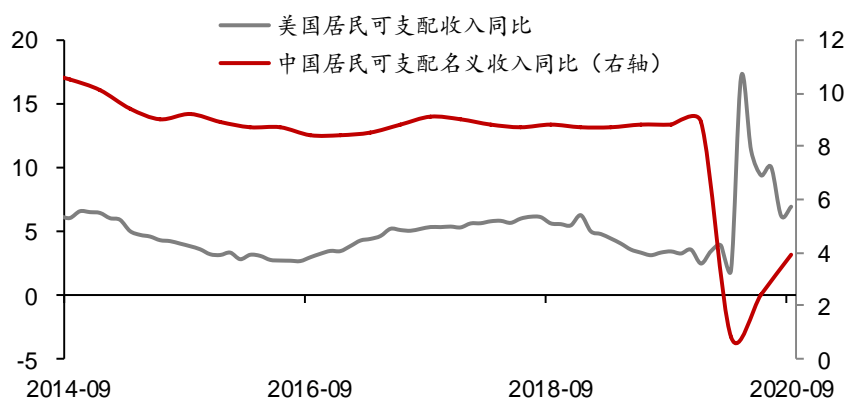


来源: WIND, 中泰证券研究所

而影响需求的一个非常重要的变量是居民收入的增长，我们可以从中美居民收入的变化找到一些答案。尽管美国受到新冠疫情冲击，但今年以来美国居民的可支配收入增速是大幅抬升的，去年平均增速低于 4%，但今年平均增速却达到了 6.8%。从结构上来看，尽管工资性收入这块有明显下滑，但失业保险这块的收入有几十倍的增长，这部分主要来自政府财政给失业者的救助补贴。所以尽管新冠疫情对美国冲击较大，但由于货币刺激及时给居民发补贴，居民收入受到的影响相对较小，终端需求有一定保障。

而根据我国统计局的季度调查数据，截至 3 季度末，我国居民可支配收入增速为 3.9%，与疫情之前 9% 的水平有较大差距。居民收入受到新冠疫情冲击较大，可能是我国终端需求低迷、价格回落的重要原因。

图表 5: 中美居民可支配收入的差异 (%)



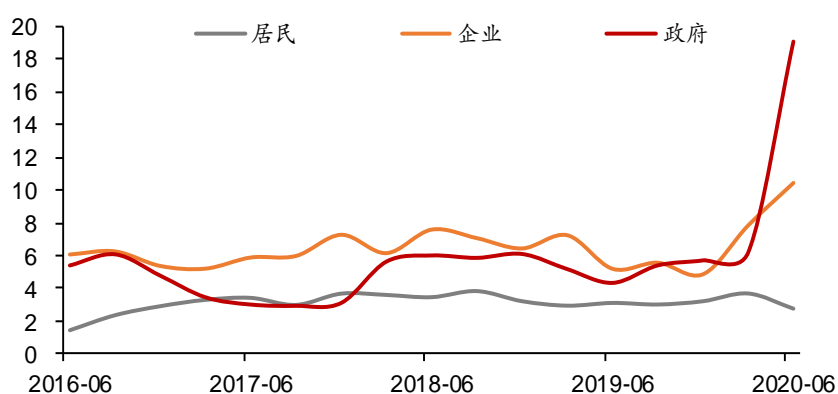
来源: WIND, 中泰证券研究所

### 3、通胀差异背后，是宽松模式不同

中美通胀和居民收入走势的不同，其实也反映了两个经济体在面临新冠冲击时不同的放水模式。

就美国的情况而言，今年疫情冲击经济后，加杠杆最明显的部门是政府。例如二季度美国联邦政府债务扩张了 2.9 万亿美元，基本上相当于过去两年多时间增量的总和。为了配合美国政府债务的天量扩张，美联储积极推进宽松，不仅将短端利率维持在 0 值附近，二季度新增的国债中有将近 1/3 被美联储购买。政府发债融来的钱去了哪里呢？从联邦政府的支出结构来看，最主要的是用于对居民个人进行转移支付，将近占了一半。

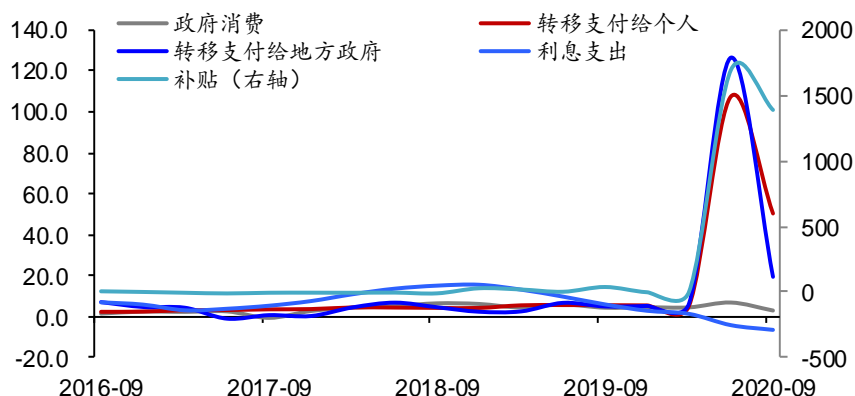
图表 6: 美国各部门债务同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

所以整个过程相当于美联储给政府放水，政府再给受疫情影响较大的居民发钱，超发的货币主要流到了居民手里，居民的可支配收入有明显增加。

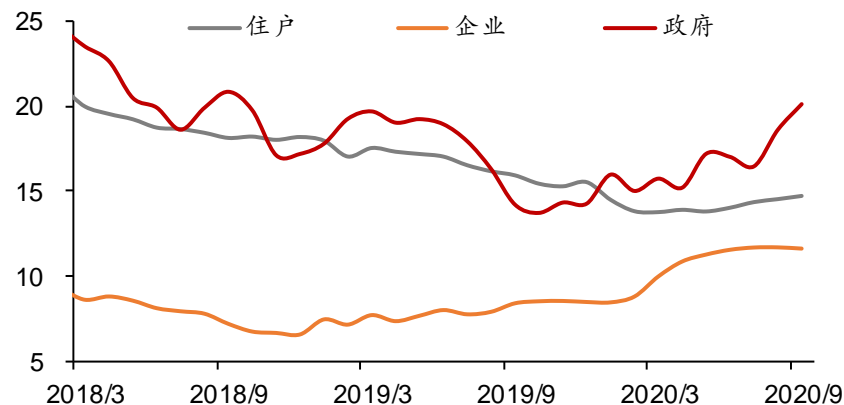
**图表 7: 美国联邦政府主要支出增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

我国今年加杠杆最明显的部门也是政府部门, 如果将国有企业计算在内, 广义政府部门加杠杆的速度明显抬升。例如从各部门债务增速来看, 我国政府债务存量增速从去年底的 14.3% 提升到了 9 月末的 20.2%, 企业部门从 8.5% 提升到 11.6%, 居民部门从 15.5% 降低到 14.7%。在疫情的冲击下, 为了稳增长的需要, 政府部门加杠杆的速度提升是最快的, 其次是企业部门。

**图表 8: 我国各部门债务同比增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

以上图表为初步统计, 仅供参考, 不作为投资建议, 可能因数据口径不同而有所差异

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\\_1586](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1586)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn