

通胀过山车

证券研究报告

2021年05月18日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

疫苗接种将成为劳动力供给、货币、通胀的共同拐点。对美国通胀而言，疫苗接种完成前必然超调，之后会回落，而且可能也加速。

我们认为驱动 4 月 CPI 超预期上涨的更多是短期、供给因素，环比高点已现。由于基数原因，通胀将在 5 月冲高后回落，到四季度下行趋缓，年底 CPI 在 2.8%左右。因此，美联储将继续保持耐心，货币政策态度发生改变的可能性不大。

风险提示：美国财政宽松超预期，美国货币宽松超预期，美国疫情恶化超预期

通胀已经进入高斜率阶段，当前市场对于通胀的主要分歧是：通胀到底是短期的（供给因素、库存周期），还是长期的（需求因素、产能周期）。

去年美联储的新框架（平均通胀目标制）使得今年美国通胀水平必然出现超调。劳动力供给不足既是导致供求错配的原因，又是联储不收紧的理由（尚未充分就业），这样的话宽松货币和供求错配是同源的，两者同向驱动通胀，结果是通胀必然超调。

从最近的数据来看，美国通胀正在加速。低基数、发钱、服务业报复性复苏、产能不足是通胀冲高的主要原因。其中发钱和服务业复苏是一个矛盾体。短期就业不充分恢复，联储就不收紧，货币宽松支撑下游需求，上游原材料价格上涨对下游的传导更顺畅，因此通胀出现超调。

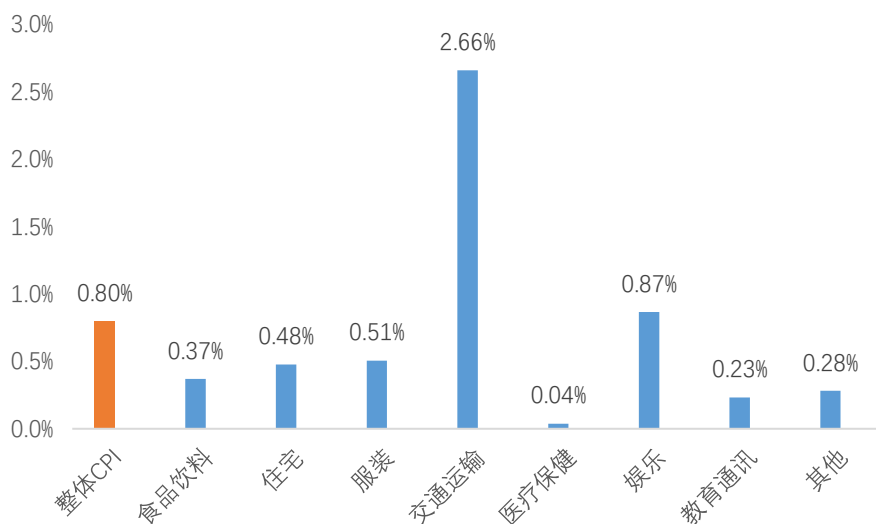
对比中美，美国下游库存水平更低，货币更宽松，需求也更好，因此上游对下游的传导也更顺畅，美国通胀超调的程度会更高，中国出现短期滞胀的概率高于美国。另外中国的通胀压力并不是货币和需求驱动，而与供给端政策有关，这是中美的主要不同。

未来触发美联储政策收紧的也不是通胀，而是劳动力供给恢复。届时联储宽松收敛，服务业恢复速度随着疫苗接种完成而逐渐放缓，供给也不再是约束，支撑当前通胀超调的三个原因将同时减弱，只剩资源国疫苗接种率低导致原材料产能不足这一个支撑通胀的理由。

这次不像复苏而是重启，最大不同是靠货币宽松不能恢复经济，而要靠疫苗。**因此疫苗接种将成为劳动力供给、货币、通胀的共同拐点。对美国通胀而言，疫苗接种完成前必然超调，之后会回落，而且可能也加速。**

4月美国CPI同比4.2%，显著高于一致预期（3.6%），为近13年来最高值。去年低基数令同比高增。受去年低基数影响，能源商品价格4月同比上涨47.9%，拉动CPI同比上涨1.45个百分点，拉动率较上月增加约0.59个百分点。因此，观察环比更为合理。发钱、服务业报复性复苏、产能不足是通胀冲高的主要原因。交通运输（2.5%）、住宿（7.6%）贡献了通胀的大部分上行。受制造业供应链问题困扰的汽车和玩具等商品价格上涨也是通胀上行的原因之一。而过去主导通胀的房租（0.2%）和医疗项（0%）则表现温和。

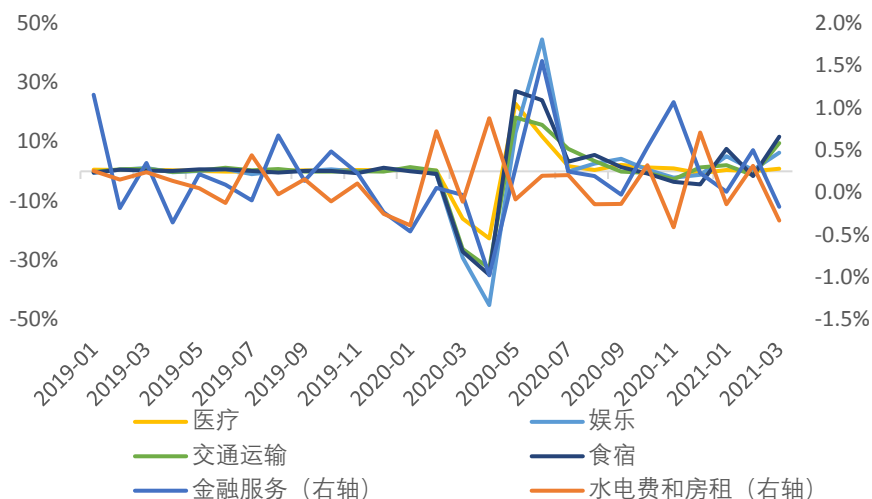
图 1：美国各主要通胀指标 4 月环比



资料来源：FRED，天风证券研究所

今年疫苗接种加速，经济重新开放，3月服务消费环比1.7%，其中出行服务类消费报复式反弹，食宿、交通运输和娱乐服务分别环比增行11.7%，9.5%和6.3%。

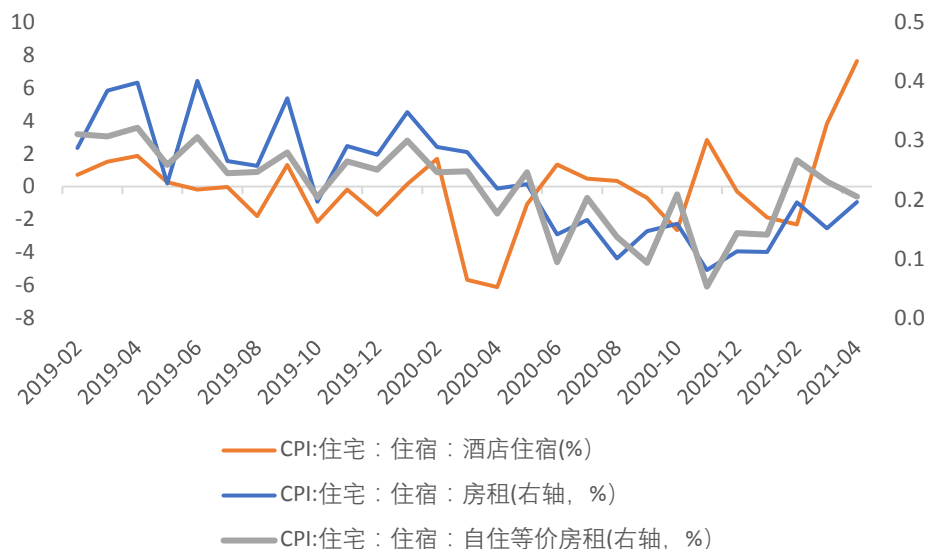
图 2：服务消费分项消费同比增速



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

相应的，4 月 CPI 服务项中交通运输（环比 2.66%）、酒店住宿（环比 7.6%）均明显回升。交通运输项主要包含私人运输项和公共运输项，其中私人运输项中包括新车和二手车价格，公共运输项主要包括机票价格。公共运输项和酒店住宿（7.6%）反映居民出行需求。

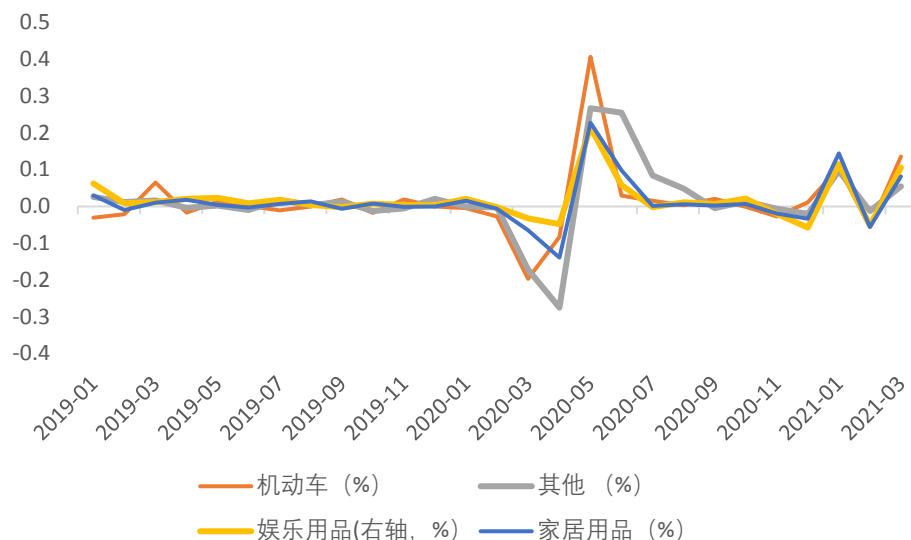
图 3：住宿中酒店住宿环比上涨明显



资料来源：FRED, 天风证券研究所

去年表现很强的耐用消费品在新一轮发钱和退税的刺激下仍处高位，3 月耐用品消费环比增长 10.3%，其中机动车、娱乐用品和家居用品环比分别上涨 13.6%、10.6%、8.2%。由于下游需求好、库存低，原材料价格上涨已经传导到了部分下游消费品上。目前美国汽车库销比处于历史最低位置，由于芯片短缺仍可能持续几个季度，预计汽车价格仍将维持强势。

图 4：耐用消费品分项消费同比增速



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

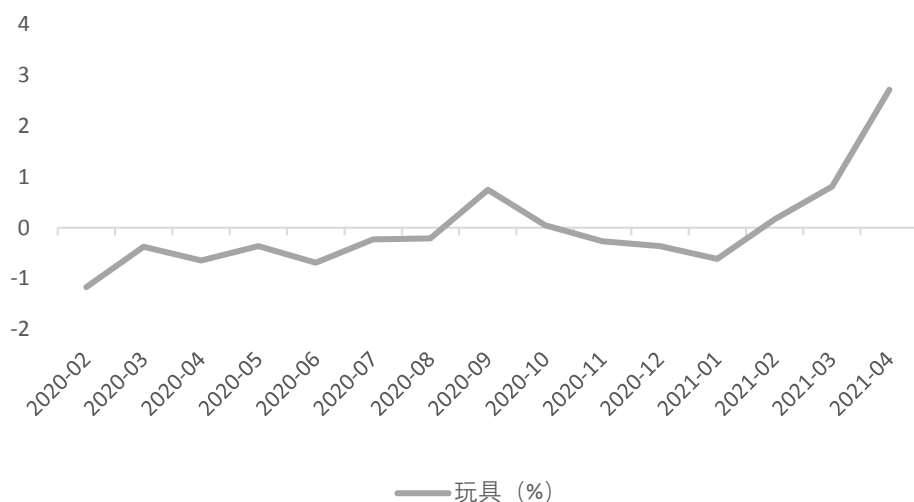
图 5：二手车价格飙升与美国汽车库存极低有关



资料来源：FRED, 天风证券研究所

娱乐项环比上涨主要由玩具（2.7%）涨价主导，价格回升与制造成本、人工成本和海运运费涨价有关。美国玩具巨头孩之宝近日在公布第一季度业绩报告时表达了涨价的意向，并将原因归结到包括树脂塑料、包材、金属、物流等成本上涨。另一方面，制造业工人短缺也是人工成本上升的原因，美国玩具业咨询公司 Global Toy Experts 发现大部分厂商计划涨价幅度高达 25%。

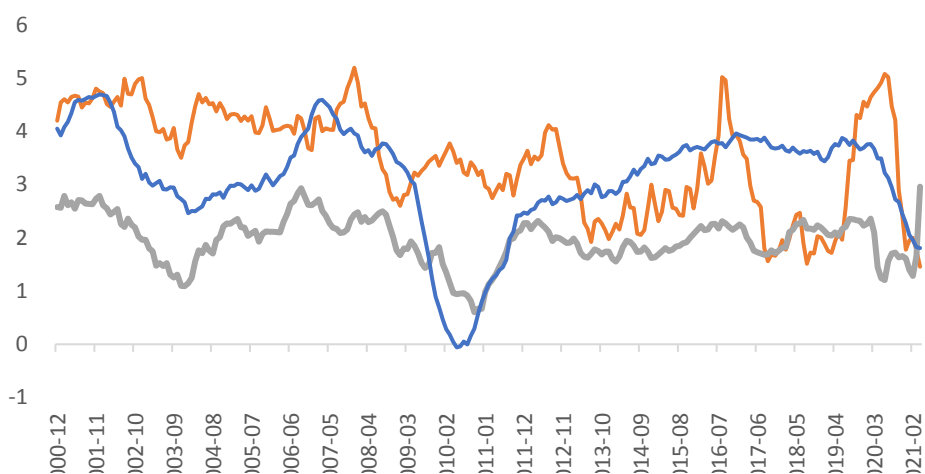
图 6：娱乐项中玩具连续 3 月环比加速上涨



资料来源：Fred，天风证券研究所

而传统收入驱动的通胀仍在下行。住宅项中房租涨幅仍处于历史较低水平（0.2%）。2020 年以来，CPI 住房项因为房租下跌的原因不断下降。房租下跌既有低收入群体收入恢复疲弱的周期性原因，也有居民从市中心迁往郊区居家办公的结构性因素，未来房租项预计随着劳动力市场进一步修复下行趋缓。医疗保健项中核心的服务项处在下跌周期中，预计仍将低位震荡半年至一年左右。

图 7：核心 CPI 的权重项



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_19616

