

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：范若滢 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

从中美比较看通胀形势：低通胀时代过去了吗？*

物价水平的波动是由产出缺口、货币供应量、通胀预期、国际传导和商品供给冲击等多因素造成的。当前中美两国通胀形势明显分化，美国物价呈全面上涨态势，中国物价则呈结构性上涨特征。展望未来，预计下半年美国仍将面临较大通胀压力，中国物价则将保持相对平稳。考虑到疫情加速了产业链回流，全球化进程受阻，美国大规模的财政刺激将明显提振需求，以及美联储货币政策框架调整，未来存在全球通胀长期上行的可能性。

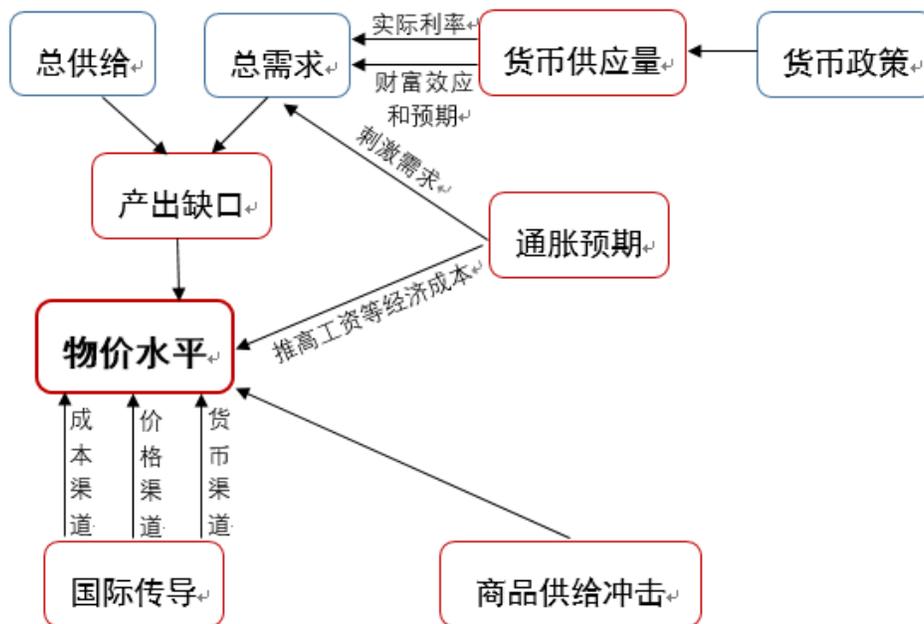
从中美比较看通胀形势：低通胀时代过去了吗？

物价水平的波动是由产出缺口、货币供应量、通胀预期、国际传导和商品供给冲击等多因素造成的。当前中美两国通胀形势明显分化，美国物价呈全面上涨态势，中国物价则呈结构性上涨特征。展望未来，预计下半年美国仍将面临较大通胀压力，中国物价则将保持相对平稳。考虑到疫情加速了产业链回流，全球化进程受阻，美国大规模的财政刺激将明显提振需求，以及美联储货币政策框架调整，未来存在全球通胀长期上行的可能性。

一、当前中美通胀形势分化

物价水平的波动，主要是由产出缺口、货币供应量、通胀预期、国际传导和商品供给冲击等多因素造成的。由于疫后经济复苏节奏不一致、货币财政环境和 CPI 权重结构不相同，当前中美两国通胀形势呈现明显差异。

图 1：物价水平影响因素框架

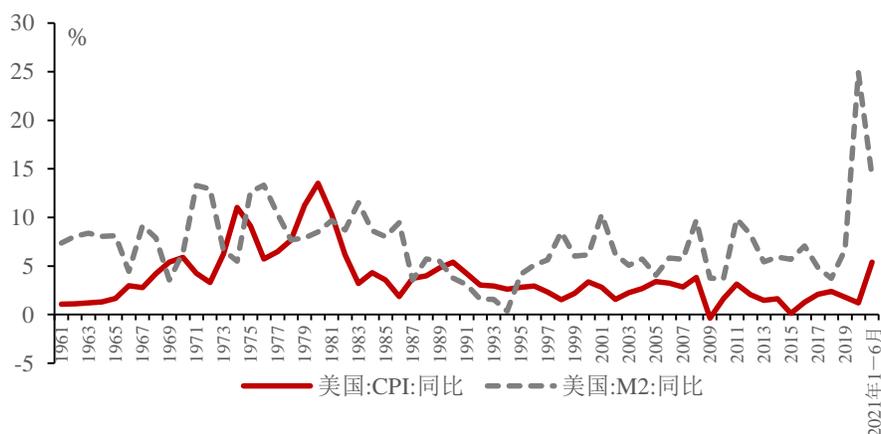


资料来源：中国银行研究院

（一）美国通胀超预期上涨，物价呈整体上涨态势

疫情缓解后美国经济复苏、需求反弹，叠加超级宽松货币政策和大规模财政刺激，美国物价呈整体上涨态势。2021年6月份，美国CPI同比上涨5.4%，为2008年以来新高；在剔除食品和能源后，核心CPI增速达到了4.5%，创1992年5月以来新高。一方面，为缓解新冠疫情给美国经济带来的负面冲击，美联储实施了超级宽松的货币政策。2021年5月末，美联储资产规模达到79843.5亿美元，较去年同期增长25%。2020年5月—2021年5月间美国M2增速均值达22.8%，远高于疫情前水平。通货膨胀本质上是一种货币现象。货币供应量增加将降低实际利率，刺激投资和消费需求，引起上游工业品价格和下游消费品价格上涨；同时也会通过财富效应和预期作用直接拉动居民消费。这两种途径共同推动物价上涨。

图2：美国CPI与M2增速表现

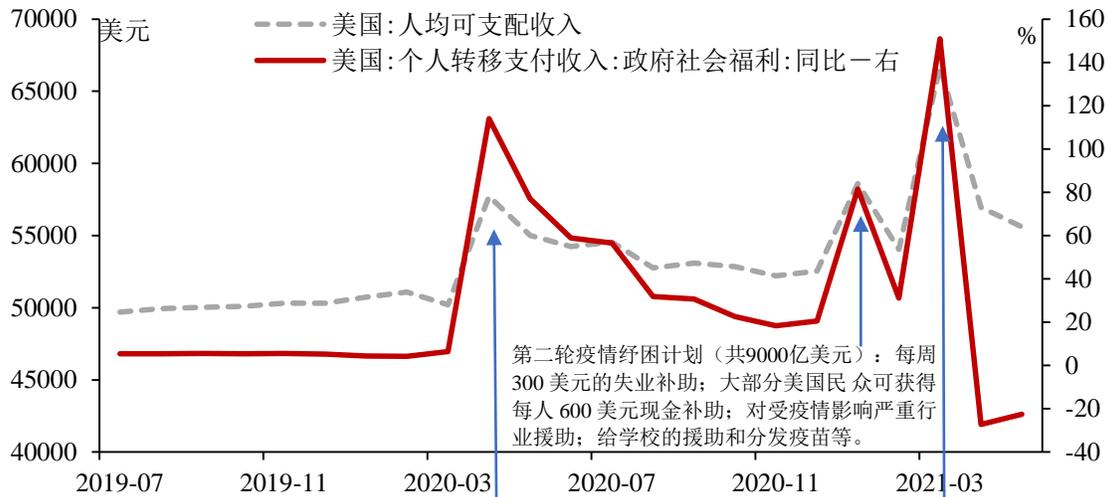


资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，为改善疫情期间居民生产生活状况，美国政府实施接连不断的财政补贴，包括为居民发放现金支票、增加联邦失业金补贴等。财政大规模“发钱”使美国居民的资产负债表非但没有在本次疫情中受损，反而收入有所增加。2021年5月份，美国人均可支配收入为5.56万美元，较2019年同期增加了12.35%。并且疫情暴发后美国人均可支配收入增长最快的时点恰好分别对应着大规模财政“发钱”。因此，随着疫情逐渐缓解，美国居民消费需求则迅速释放，有力提振了美国耐用消费品价格。

2021年以来，美国耐用品个人消费支出开始强势反弹并快速增长。2021年5月份，美国耐用品个人消费支出总额为2.07万亿美元，同比增长33.69%，远高于历年平均水平。

图3：疫情后美国人均可支配收入不降反增

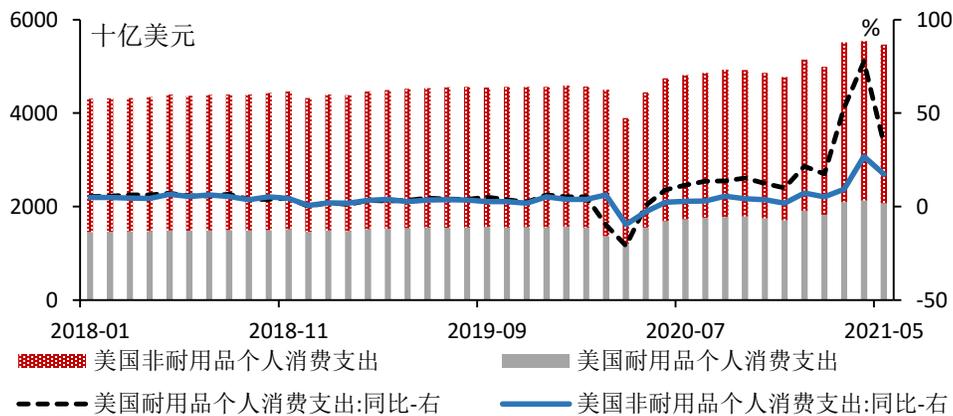


CARES法案（共2.2万亿美元）：3000亿美元向中低收入美国人直接派发；2500亿美元的增强型失业保险；4540亿美元用于支持美联储向企业、州或市镇提供贷款的计划或便利；3500亿美元的小企业贷款（PPP）计划；援助各州、医疗卫生、航空公司、公共交通等。

拜登政府美国救助计划法案（共1.9万亿美元）：每人1400美元的救助支票，贯穿整个夏季的每周300美元的失业救济金，一年最高3600美元的儿童津贴，3500亿美元的国家援助补贴，《可负担医疗法案》补贴、新冠疫苗补贴等。

资料来源：中国银行研究院

图4：美国耐用品个人消费支出快速增加



资料来源：Wind，中国银行研究院

分结构来看，能源价格上涨和商品供求失衡对本轮美国 CPI 上行起到了明显的推动作用。一是大宗商品价格上涨对美国 CPI 影响较大。在美国 CPI 构成中，能源占比较大，约为 6.5%左右。其中，“住宅——燃料和公用事业——家用能源”以及“交通运输——私人交通——发动机燃料”这两个细分子类直接受能源的影响。2021年6月份，美国能源 CPI 同比涨幅为 24.5%，可估算出能源价格上涨对美国 CPI 涨幅的贡献约为 1.6 个百分点。

表 1：美国 CPI 细分子类及权重

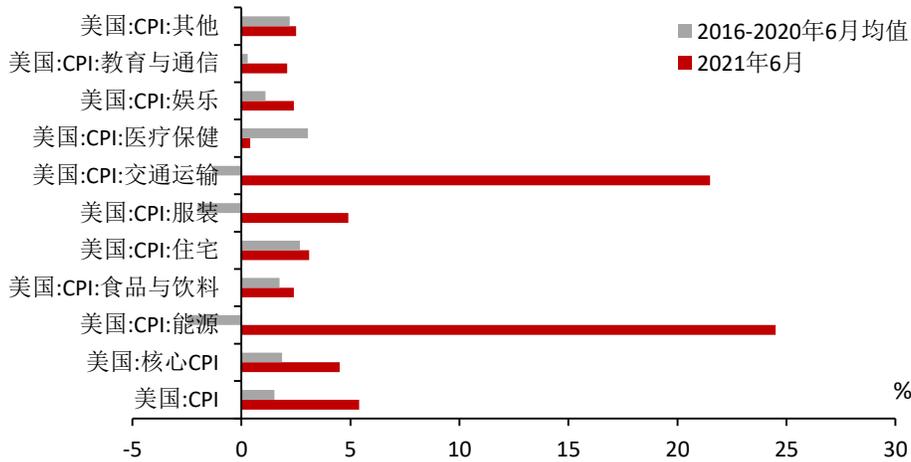
一级子类	二级子类及权重	三级子类及权重
住宅	住房租金 (33.3%)	
	燃料和公用事业 (4.4%)	家用能源 (3.3%)
		水、下水道和垃圾回收服务 (1.1%)
	家用家具和功能 (4.7%)	
交通运输	私人交通 (14.1%)	新车和二手车 (7.5%)
		发动机燃料 (2.9%)
		机动车部件和设备 (0.4%)
		机动车维修保养 (1.1%)
		机动车保险 (1.6%)
		机动车费用 (0.6%)
	公共交通 (1.1%)	
食品和饮料	食品 (14.1%)	
	酒精饮料 (1%)	
医疗	医疗护理商品 (1.6%)	
	医疗护理服务 (7.3%)	
服装	服装鞋类 (2.7%)	
娱乐	休闲商品 (3.8%)	
	休闲服务 (2%)	
教育和通信	教育 (3%)	
	通信 (3.8%)	
其他	个人护理 (2.5%)	
	烟草和烟草制品 (0.6%)	

资料来源：美国劳工局，中国银行研究院

二是疫情对全球供应链产生负面影响，表现在汽车等商品价格明显上涨。2021年6月份，美国二手车 CPI 涨幅高达 45.2%，创历史新高。受台湾、越南等地疫情恶化的影响，多家晶圆代工企业被迫停产，全球出现“芯片荒”。芯片短缺抑制汽车生产，

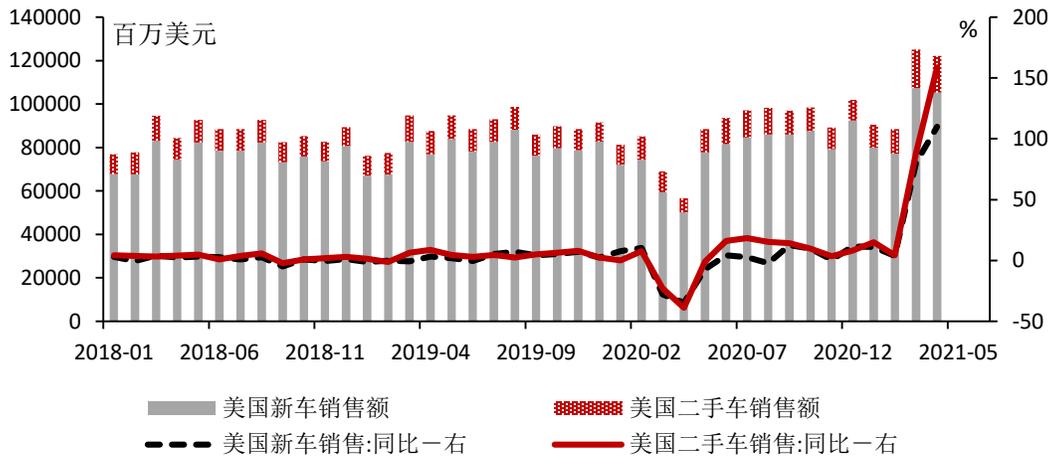
新车供应不足，消费者转向购买二手车，导致二手车需求剧增、价格飙升。2021 年 4 月，美国二手车销售额为 168.31 亿美元，同比增长 158.78%，超过新车销售情况（销售额为 105.26 亿美元，同比增长 109.96%）。

图 5：6 月份美国 CPI 及其分项同比涨幅



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：美国二手车销售增速高于新车



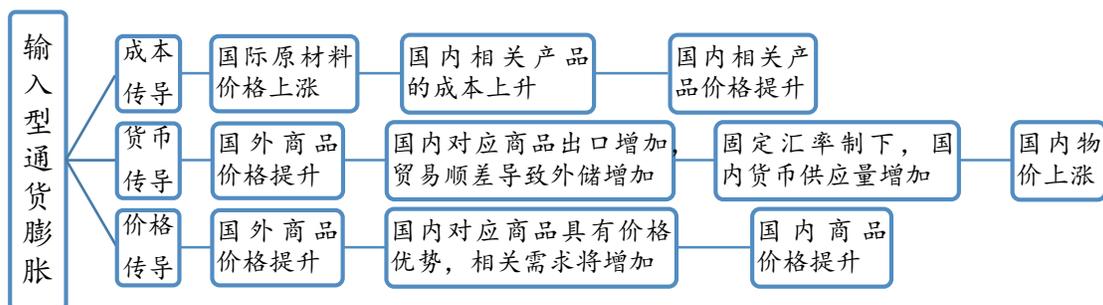
资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）中国通胀压力以输入型为主，PPI、CPI 走势分化

中国通胀压力以输入型为主，国际大宗商品价格推动 PPI 快速上涨。2021 年 1-6 月份，中国 PPI 累计涨幅为 5.1%，其中，5、6 月份，中国 PPI 同比上涨 9%和 8.8%，

处于历史高位。通货膨胀的国际传导一般通过成本、价格、货币三条渠道产生影响。大宗商品价格变动主要从成本渠道对中国 PPI 产生影响。

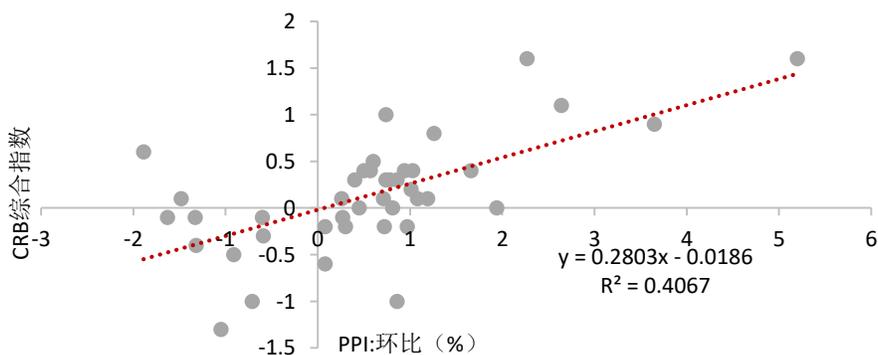
图 7：输入型通胀传导渠道



资料来源：中国银行研究院

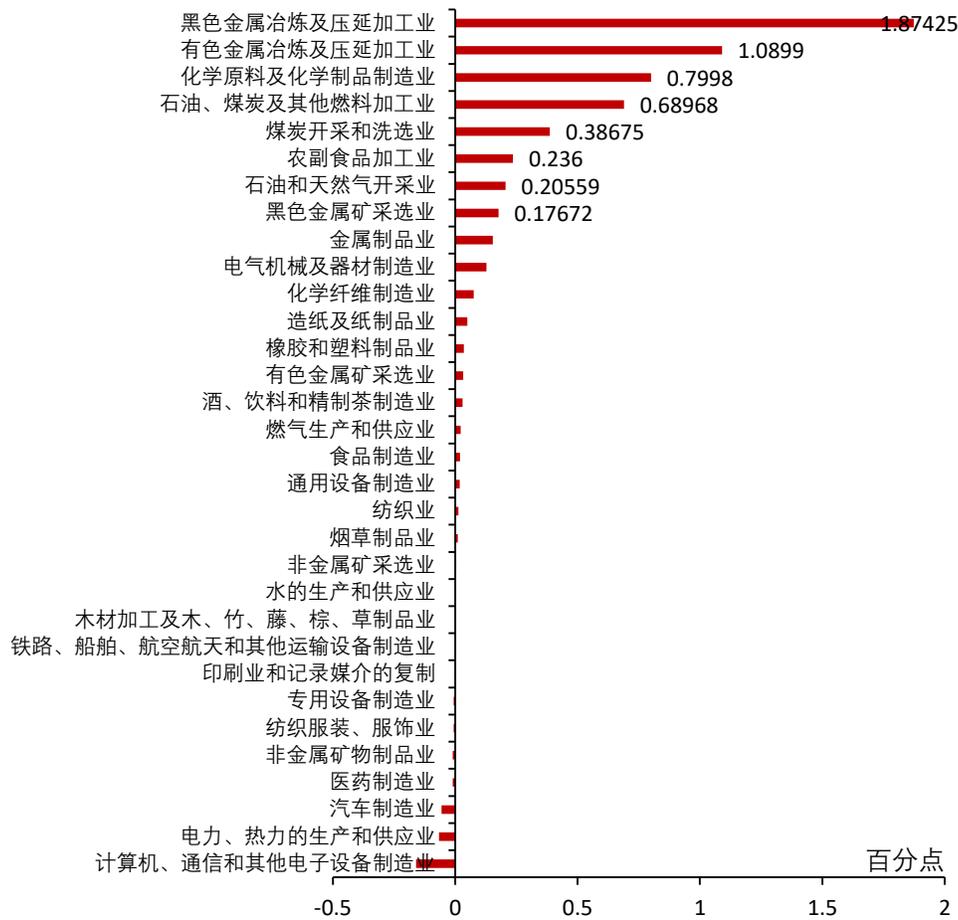
据测算，中国 PPI 环比增速与 CRB 现货综合指数呈较强相关性。国际原材料价格上涨会相应带动一国国内相关产品的成本上升，主要表现在国内石油相关行业以及黑色、有色等相关行业价格出现明显上涨。截至 2021 年 6 月底，CRB 现货综合指数、布伦特原油期货分别同比上升了 54.9% 和 82.6%。分行业看，中国 PPI 共包括 39 个工业行业，2021 年前 6 个月，影响中国 PPI 涨幅的主要行业为黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、煤炭开采和洗选业、农副食品加工业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业，以上行业 PPI 分别累计涨幅为 24.5%、21%、12.4%、17.5%、5%、26.7% 和 37.6%，对整体 PPI 涨幅的贡献度共计 5.56 个百分点。

图 8：中国 PPI 环比与 CRB 指数相关性



资料来源：中国银行研究院

图 9：不同行业对整体 PPI 涨幅的贡献



资料来源：中国银行研究院

PPI 传导至 CPI 的效果有限，物价上下游分化明显。2021 年 1-6 月份，中国 CPI 累计上涨 0.5%，整体低位运行。PPI-CPI 剪刀差走扩，2021 年 5、6 月份达 7.7 个百分点，创历史新高，表明通胀在上下游产业链传导不畅，影响 PPI 向 CPI 传导效果的

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_22402

