

海外机构对美国通胀压力的看法



——他山之石·海外精译第 283 期

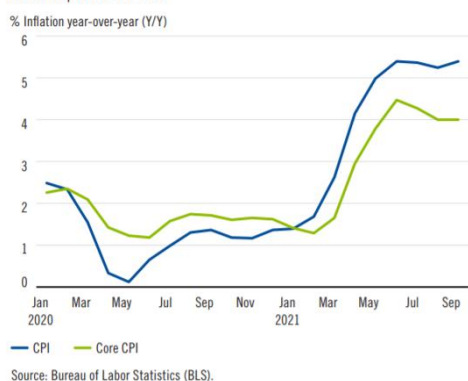
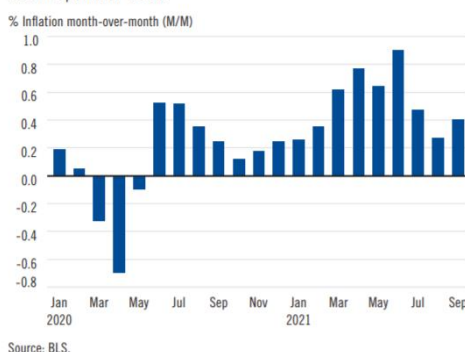
❖ 背景：供需缺口扩大，通胀维持在历史高位

今年以来，美国通胀不断飙升。本周，美联储公布了央行会议结果，宣布维持基准利率在 0%-0.25% 不变，将在本月晚些时候开始缩减购债规模，加息预期不定。整体来看，美联储在货币政策上仍维持偏鸽的立场，引发市场对通胀前景的担忧。近期，美企陆续公布三季度财报，通货膨胀和供应链瓶颈正持续对企业营收带来负面影响，生产营运成本飙升，较多企业陆续释放出四季度提价的信号，价格压力上行。为了了解海外机构对美国通胀压力的看法，我们编译整理了 Franklin Templeton 的 Michael Hasenstab、Calvin Ho、Hyung C. Shin、Diego Valderrama、Jens Waechter 和 Vivian Guo 发表于 2021 年 11 月 4 日的观点，供市场参考和交流。

❖ 多种因素推动美国通胀飙升

自 2021 年春季以来，美国通货膨胀率急剧上升，不断创历史新高。2021 年 9 月，美国消费者价格指数（CPI）环比上涨 0.4%，同比上涨 5.4%；核心 CPI（不含食品和能源）同比上涨 4%，环比上涨 0.2%。

图1. 美国 CPI 和核心 CPI 的变化趋势（2020.01-2021.09）

Exhibit 1: US Consumer Price Index
As of September 2021Exhibit 2: Monthly US inflation (CPI)
As of September 2021

资料来源：Franklin Templeton，川财证券研究所

Franklin Templeton 认为 9 月通胀值涨幅双双超预期是受到多种因素的影响。首先，前一年的异常低价推高今年的年度通胀，因为价格会从较低的基数向上移动。自 2020 年春季新冠疫情在全球范围内迅速蔓延之后，美国商品价格发生了重大变化，能源价格在 3 月和 4 月急剧下降，并显著低于过去十年的平均

📌 证券研究报告

所属部门 总量研究部
报告类别 他山之石
报告时间 2021/11/05

📌 川财证券研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

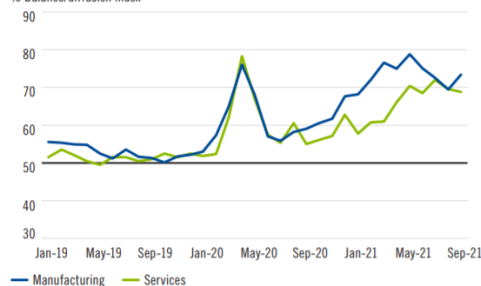
水平，而食品价格则在大流行冲击期间上涨，美国商品价格受到消费低迷的限制出现下降趋势。因此，商品和能源价格在今年大幅上涨推动美国总体通胀值显著上升。

今年二季度以来，美国陆续解除封锁限制，大多数行业重新开放，经济活动出现了高于平均水平的增长。在某些行业，被抑制的需求也超过了供应，增加了价格压力。由于需求加速，工业以及物流中断和持续的不确定性，使得企业生产受限，供应商面临着重建供应线以提高产量的困境，交货时间变长，供需缺口扩大。20 世纪 80 年代后，供应链已经实现真正全球化，供应链瓶颈愈发严峻或冲击全球经济。

图2. 商品运输时长 (2019.01-2021.09)

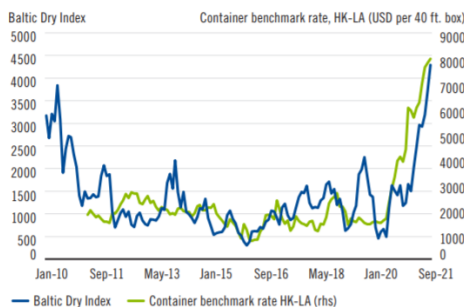
Exhibit 7: ISM supplier deliveries time
As of September 2021

% Balance/diffusion index



Source: Institute for Supply Management.

Exhibit 8: Shipping rates (Baltic Dry Index and container benchmark rate, Hong Kong [HK] to Los Angeles [LA])
As of September 2021



Sources: Bloomberg, Baltic Dry Index, Drewry Shipping Consultants, derived from Hong Kong non-vessel-operating common carriers. Drewry Hong Kong-Los Angeles Container Rate in US\$ per full 40ft container load, excluding terminal handling charge at origin port. Indexes are unmanaged, and one cannot invest directly in an index. They do not include fees, expenses or sales charges. Important data provider notices and terms available at www.franklintempletondatasources.com.

资料来源: Franklin Templeton, 川财证券研究所

总体来看，受到劳动力不足、供应链瓶颈和大宗商品价格上涨等因素的影响，美国 9 月商品价格涨幅再超预期，维持在历史高位。Franklin Templeton 认为，美国通胀持续时长是否会远超美联储预期，则取决于上述压力能否得到缓解。

❖ 工资上升和定价机制或影响通胀预期

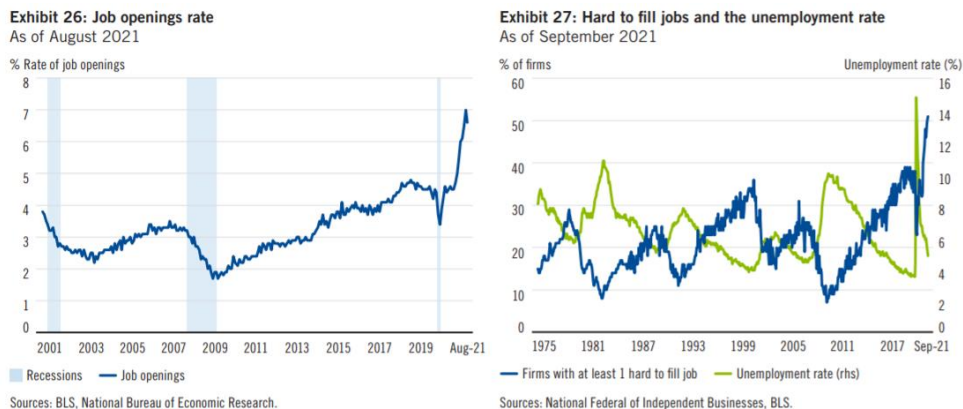
Franklin Templeton 认为，若成本飙升在短期内无法缓解，价格制定者将借此机会提高自己的价格。受次影响，通胀将不再由少数几个因素驱动，而是深入到美国的消费篮子。

从 20 世纪 70 年代的经验来看，通胀预期和工资增长或产生螺旋式关联。工人们要求提高工资，以补偿购买力的预期损失。而工资要求越高，雇主面临的生产成本就越高。除非更高的生产率抵消了更高的成本，否则这些条件会给实际

通胀带来上行压力，预期通胀或通过工资设定机制导致更高的事后通胀。

当前，美国失业率仍然居高不下，而企业三季报也表示在招聘方面存在广泛困难，职位空缺率处于历史最高水平。在这种环境下，企业将提高工资以吸引合格的员工，从而推动通胀预期升温。

图3. 美国职位空缺率（2001.01-2021.08）

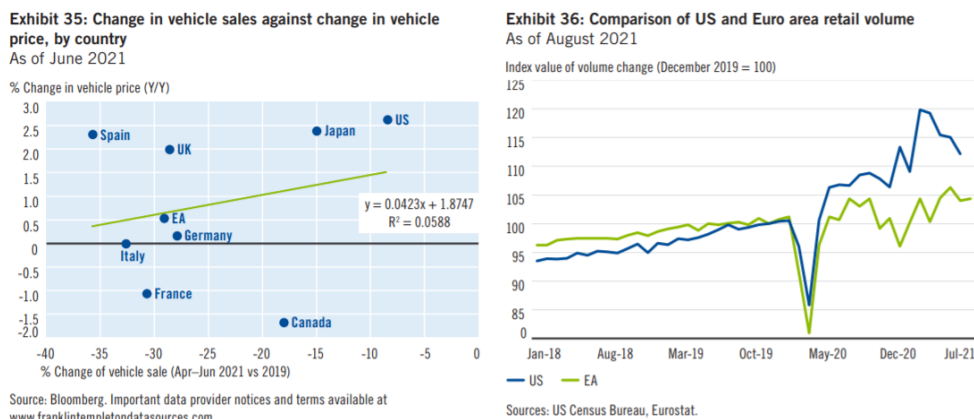


资料来源：Franklin Templeton，川财证券研究所

❖ 需求强劲，供需矛盾升温

与其他国家相比，美国个人消费需求复苏较快，这一效应推动美国通胀高于其他发达经济体。得益于政府的重大政策支持和经济开放，美国居民需求在 2021 年初迅速恢复，到 2021 年 6 月，强劲的国内需求提振了汽车销售和价格。除此之外，房价继续上涨，租金开始回升。美国居民需求复苏速度超过了其他国家，也使得美国的价格压力远高于欧洲。

图4. 世界主要经济体商品销量变化趋势（2018.01-2021.07）

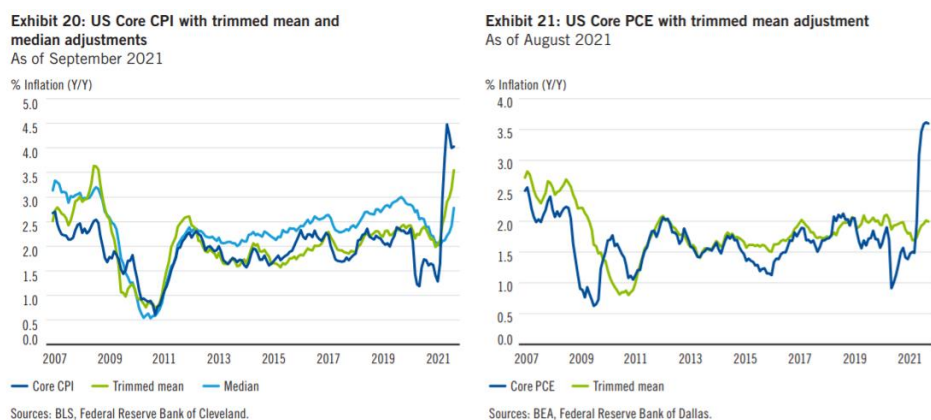


资料来源：Franklin Templeton，川财证券研究所

❖ 对通胀前景仍持乐观态度

2021 年 9 月，修正后的平均 CPI 通胀率达到 3.5%，为 2008 年以来的最高水平。然而，CPI 中位数和 PCE 修正平均数并没有远高于近期高点。

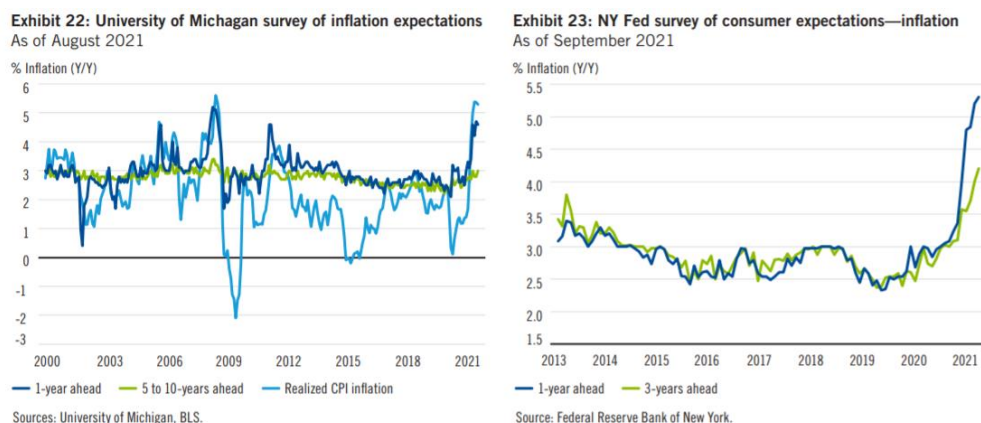
图5. 修正后的 CPI 和 PCE (2007. 01–2021. 09)



资料来源：Franklin Templeton，川财证券研究所

为了评估通胀压力是否正在扩大，Franklin Templeton 研究了基于调查的通胀指标（如密歇根消费者调查和专业预测者调查）和基于市场的指标（如五年期盈亏平衡通胀率）。

图6. 通胀预期 (2009. 01–2021. 09)



资料来源：Franklin Templeton，川财证券研究所

虽然短期消费者通胀预期大幅上升，但中期预测增幅较小，基本维持在历史趋势范围内。而专业预测人士对通胀更为乐观，认为通胀预期目前处于稳定状态。然而需要注意的是，随着通胀压力的增加，或将逐渐影响通胀预期。因为通胀预期对短期内的波动更加敏感，短期趋势有可能改变长期通胀预期，增加市场风险。

风险提示

经济增长不及预期

贸易保护主义的蔓延

美联储政策超预期

特别说明

本期报告编译 Franklin Templeton 的 Michael Hasenstab、Calvin Ho、Hyung C. Shin、Diego Valderrama、Jens Waechter 和 Vivian Guo 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

邮箱地址：chenli@cczq.com

相关报告

【川财研究】他山之石--海外机构对德国大选的看法（20210930）

【川财研究】他山之石--海外机构对美国债务风险的看法（20210924）

【川财研究】他山之石--海外机构对全球经济形势的看法（20210910）

【川财研究】他山之石--各国央行政策重心是否会发生转移（20210827）

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_29139

