

为什么美国通胀压不下来？

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

推动美国通胀的主要力量已经发生变化。近期的数据表明美国通胀的核心驱动力已经从能源价格转变为核心 CPI（以房租为代表）。这一新变化趋势促使我们反思美国通胀的持续性，可能美国通胀会比此前市场很多人（包括我们）预计的更加顽固。

当前美国短期通胀压力的三大来源。第一，美国居民在疫情期间积累了 2.7 万亿超额储蓄，今年开始超额储蓄虽然在消耗，但余量仍大，这对未来短期内消费及通胀仍有一定支撑。当然这一支撑的持续时间也不会太长，因为低收入群体超额储蓄消耗的速度很快。我们预计超额储蓄对消费及通胀的支撑会持续至明年年初。第二，美国“直升机撒钱”并未停止。当前政府补贴的每月发放量仍然远远高于疫情之前的趋势线水平。而且近期美国很多州以“补贴通胀带来的损失”为理由，开始发放新一轮的财政补贴。其中大多数为民主党掌控的蓝州。在中期选举的政治博弈下，执政党为了迎合民意而不断撒钱，也将增加控制通胀的难度。第三，房租上涨很难控制。当前美国通胀的核心动力已经从能源价格转变为房租上涨，这是通胀分项中最为顽固的一项，将使得本轮通胀控制的难度大大增加。与中国不同，美国房租对 CPI 的影响很大，一是房租与房价关联度很高，波动较大，二是美国房租在 CPI 中权重接近 1/3，举足轻重。作为一个成熟的发达经济体，美国房地产市场的租售比通常会在合理的区间上波动。所以过去两年美国房价的暴涨正在快速向房租传导。回顾过去 50 年的经验，在历次美国 CPI 明显抬升（破 5%）之前均会发现房价暴涨的规律，这可能是过去通胀分析框架中一直被忽略的问题。当前美国房价的同比增速已经见顶回落，对于控制房租涨势而言是一个利好的信号，但我们认为对此也不宜过于乐观。因为本轮房价上涨幅度远远高于以往历次上涨周期中的涨幅，美国租售比已经跌至历史低位，所以本轮周期中从房价回落到房租回落的间隔时间可能更长。这就意味着未来只有两种可能的路径：一是房价温和下降，而房租持续上涨，鉴于当前租售比过低，则房租上涨的持续时间会相当长，这就会带来长期的滞胀。70 年代的情景就是如此。二是房价出现暴跌，从而使租售比快速回归至正常区间内，而各国历史经验来看房价暴跌均会伴随着较为严重的经济衰退，2008 年金融危机的情景就是如此。我们预计未来的路径会兼具这两种情景的特点：房租在未来一段时间内仍会持续上涨，因而美联储加息也会持续，直至房价暴跌引发经济衰退。综合以上三个因素，我们认为美国通胀的顽固性较强，很难在不引发衰退的前提下温和压低通胀。所以美国

可能不得不需要一次较为严重的衰退来解决当前的通胀问题。

美国长期通胀形势也并不乐观。压制通胀的短期手段是收紧货币政策来抑制需求，而控制通胀的长期趋势则必须依靠供给能力的提升。但是当前全球格局正在发生剧烈变化，长期供给体系面临很大的不确定性。首先是中美合作体系受到冲击。过去中美贸易一直是压低美国商品通胀的重要原因。但目前美国对华关税及各种制裁、贸易壁垒越来越多。在各国民粹主义不断升级的背景下，大国关系的恶化几乎是不可逆的。美国未来必然要面临供应链重塑的成本，供给端将长期受到负面影响。其次是俄乌合作体系已经瓦解。俄罗斯是欧洲能源供应的主要来源，所以俄欧脱钩对于欧洲的供给体系将会是一个长期的冲击。作为全球供应链的重要一环，欧洲供给能力的下降将给全球带来长期的通胀压力。现在美联储试图复制当年沃尔克治理通胀的经验，但我们认为鲍威尔的行动未必能获得沃尔克一样的效果。沃尔克的成功不仅依靠铁腕加息，还得益于当时较为有利的宏观环境。一是“天时”：上世纪80年代初全球正处于新一轮康波周期的起点，生产力快速发展有助于缓解通胀压力。二是“地利”：拉美债务危机，帮助美联储重塑了美元的霸权地位，促使美元走强而形成输入性通缩的压力。三是“人和”：美国80年代初正处于30年代以来政府债务率最低的时期，且里根的新自由主义经济学获得巨大成功。相对于沃尔克而言，当前鲍威尔所处的宏观环境是明显更加不利的，如果处置不当就很可能陷入伯恩斯时期的长期“滞胀”困境。

通胀居高不下对市场影响如何？我们认为美股短期和长期都面临较大的压力。一是相对于当前的利率水平，美股仍有一定调整的空间。二是美股尚未充分计入衰退的影响。三是长期通胀中枢的抬升意味着美股的调整可能是长期的，因为美国很难再复制2008年和2020年的“大水漫灌”政策。美元存在阶段性冲高风险，但长期难以维持高位。决定美元强弱的因素主要有两个，一是美元的利率水平，二是美国的经济强弱。我们认为短期内前者较为重要，长期则后者更为重要。短期内美元仍将保持强势，美元指数有阶段性冲高至120的风险。一是因为美国通胀的顽固程度可能超出市场预期，进而推动加息预期。二是俄乌冲突升级的背景下，欧洲经济衰退的风险显著大于美国。如果在今年年底或明年年初，欧洲先于美国进入衰退，则会推动美元指数短期内飙升。所以未来一两个季度之内全球资产仍将面临美元走强带来的流动性收缩的压力。但我们认为美元长期走强的基础并不牢固。

风险提示：1. 如果欧洲经济衰退而美国依然能软着陆，则美元可能出现长期的走强，给全球资本市场带来巨大压力。2. 新兴市场没能顶住美元加息的压力而出现货币危机，也会引发全球资本再度回流美国。

目录

1. 推动美国通胀的主要力量已经发生变化	5
2. 当前美国短期通胀压力的三大来源.....	5
2.1. 居民的超额储蓄对短期消费力仍有支撑.....	5
2.2. 美国“直升机撒钱”并未停止	6
2.3. 房租上涨还将持续.....	7
3. 美国长期通胀形势也并不乐观.....	9
3.1. 世界供应体系已经受到巨大冲击	9
3.2. 沃尔克的成功不易复制.....	12
4. 通胀居高不下对市场影响如何？	13
4.1. 美股短期和长期都面临较大的压力	13
4.2. 美元存在阶段性冲高风险，但长期难以维持高位.....	15

图表目录

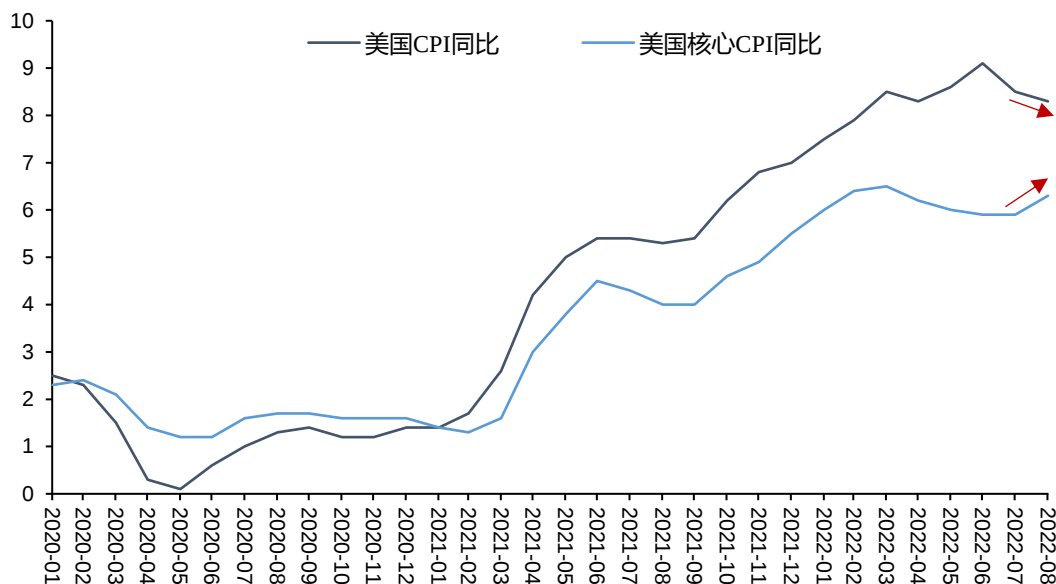
图表 1：推动美国通胀的主要力量从能源转移到核心 CPI.....	5
图表 2：居民部门的超额储蓄仍存.....	6
图表 3：低收入阶层增加的储蓄相对更少.....	6
图表 4：美国政府补贴依然远高于疫情前的趋势水平.....	6
图表 5：美国很多州开始了新一轮补贴.....	7
图表 6：美国 CPI 权重分布.....	7
图表 7：历次高通胀之前往往有房价暴涨.....	8
图表 8：用指数构建的租售比指标为 30 年来次低.....	9
图表 9：市场统计的租售比为 50 年来最低.....	9
图表 10：中国入世时点对应着美国商品价格多年通缩的起点.....	10
图表 11：美国民众对华的敌意不断上升.....	11
图表 12：俄乌冲突后俄欧贸易迅速下滑.....	11
图表 13：美元走强带来的输入型通缩帮助沃尔克治理通胀.....	12
图表 14：沃尔克时期美国政府债务率正处于历史低位.....	13
图表 15：美股估值仍有一定调整空间.....	14
图表 16：上世纪 70 年代美股处于 10 年熊市之中.....	15
图表 17：欧元区经济衰退的概率不断增加.....	16

1. 推动美国通胀的主要力量已经发生变化

美国 8 月 CPI 数据给市场带来了巨大的波动，其原因不仅仅是 CPI 同比较市场一致预期高出 0.2 个百分点，而是核心 CPI 的大幅抬升让通胀下降之路变得更加曲折。我们不得不反思通胀的新变化趋势，可能美国通胀会比此前市场很多人（包括我们）预计的更加顽固。

上游原材料价格高企是去年以来拉动各国通胀上升的主要力量，尤其是俄乌冲突之后大宗商品价格大涨显著加重了全球通胀压力。然而对于美国来说，当前通胀的主要推动力已经不再是能源价格，在油价及其它工业品原材料价格连续下跌的背景下，相关分项对整体 CPI 的边际变化甚至是负向拉动的。核心 CPI 的快速上升成为拉动整体通胀的主要因素。而这一转变也意味着美国通胀不再是仅仅靠“油价下跌”就能解决的问题。

图表 1：推动美国通胀的主要力量从能源转移到核心 CPI



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 当前美国短期通胀压力的三大来源

2.1. 居民的超额储蓄对短期消费力仍有支撑

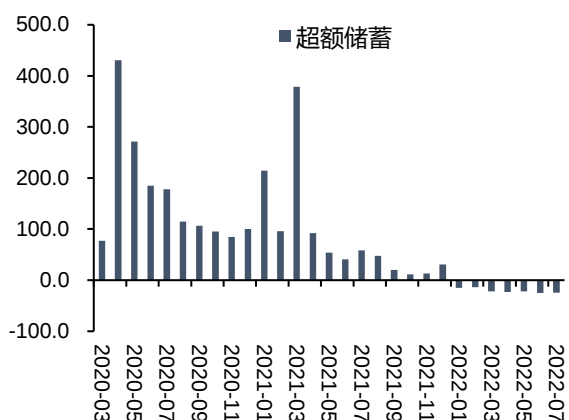
高通胀侵蚀了美国居民的收入，实际劳动薪资已经多个月同比负增长，加之加息的影响，通常在这种情况下消费需求会较快受到负面冲击。但是本轮周期中有所不同，疫情期间美国政府大量的现金补贴导致居民部门积累了约 2.7 万亿美元的超额储蓄。同时很多居民用财政补贴偿还债务，也改善了资产负债表。所以居民消费在今年加息的环境下一直表现出较强的韧性。

今年以来，美国居民的超额储蓄开始出现持续下降，即在高通胀的影响下居民不得不消耗此前的超额储蓄来维持购买力，不过相比于过去两年储蓄的大幅增加，当前居民储蓄消耗的速度相对较慢，所以对未来短期内消费及通胀仍有一定支撑。

当然这一支撑的持续时间也不会过长。因为低收入群体超额储蓄的消耗速度很快。根据摩根

大通 2021 年 9 月对各收入阶层的储蓄账户调查，可以看出收入越低的群体，其在疫情期间增加的储蓄就越少。而且低收入群体在通胀环境下储蓄消耗的速度更快，而低收入群体的边际消费倾向更高，所以居民整体消费能力的下降速度会高于超额储蓄存量的下降速度。综合以上“一正一反”的影响，我们认为疫情期间超额储蓄对消费及通胀的支撑会持续至明年年初。

图表 2：居民部门的超额储蓄仍存



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：低收入阶层增加的储蓄相对更少

Low-income households' balances are still up, but not by much.

Income quartile	Median checking account balance, week ending Sept. 25, 2021	Change from same week in 2019
Top quarter More than \$68,896	\$4,219	+\$1,119
2nd highest \$44,955-\$68,896	\$2,138	+\$669
2nd lowest \$30,296-\$44,955	\$1,382	+\$490
Bottom \$12,000-\$30,296	\$961	+\$393

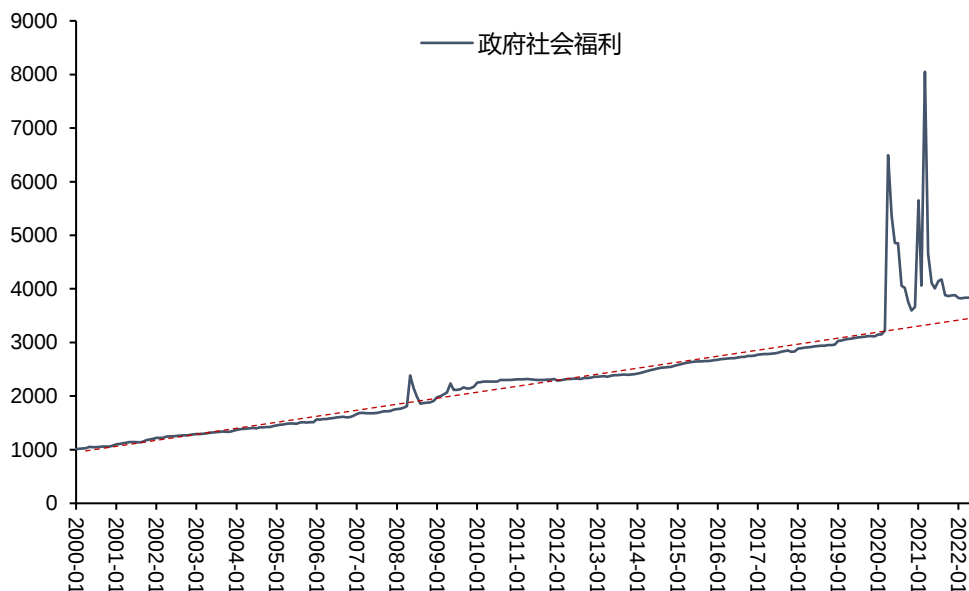
Income quartiles are based on 2019 household income, after taxes and withholdings. * Source: J.P. Morgan Chase Institute * By Ella Koeze

资料来源：JPMorgan，太平洋证券研究院

2.2. 美国“直升机撒钱”并未停止

2021 年下半年以来美国各州陆续宣布退出疫情期间的刺激计划，但事实上很多州的福利补贴依然很高。美国居民收入的统计中，“政府社会福利”一项至今仍远远高于疫情前的趋势线。这反映出美国居民补贴“发放容易退出难”的困境。

图表 4：美国政府补贴依然远高于疫情前的趋势水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

近期美国很多州以“补贴通胀带来的损失”为理由，开始发放新一轮的财政补贴，被美国媒

体称为疫情之后的“第四轮直升机撒钱”。据福布斯新闻统计，美国已有近 20 个州通过了新的财政补贴计划，还有很多州的财政补贴方案也正在推进。其中大多数为民主党掌控的蓝州。在中期选举的政治博弈下，执政党为了迎合民意而不断撒钱，也将增加控制通胀的难度。

图表 5：美国很多州开始了新一轮补贴

开始新一轮补贴的州	补贴内容(每人)	所属党派
阿拉斯加	\$3200	共和党
加利福尼亚	最高\$1050	民主党
科罗拉多	\$750	民主党
特拉华	\$300	民主党
佛罗里达	\$450	民主党
佐治亚	\$250	共和党
夏威夷	\$300	民主党
爱达荷	\$75	共和党
伊利诺伊	\$50	民主党
印第安纳	\$325	共和党
缅因	\$850	民主党
马萨诸塞	7%的收入	民主党
明尼苏达	\$750	民主党
新泽西	\$500	民主党
新墨西哥	\$500	民主党
俄勒冈	\$600	民主党
罗德岛	\$250	民主党
南卡罗莱纳	\$800	共和党
弗吉尼亚	\$250	民主党

资料来源：福布斯新闻，太平洋证券研究院整理

2.3. 房租上涨还将持续

从去年下半年到今年上半年，美国 CPI 的主要拉动力为能源价格。能源价格虽然波动较大，但事实上不难解决，因为能源的供给和需求弹性都较大。而当前美国通胀的核心动力已经从能源价格转变为房租上涨，这是通胀分项中最为顽固的一项，将使得本轮通胀控制的难度大大增加。

房租对 CPI 的影响可能是国内研究人员容易忽视的一项，因为在中国 CPI 的框架之中居住项的影响几乎可以忽略不计。其原因一是中国房价与房租的关联性不高；二是中国 CPI 中房租租金权重不高；三是中国房租 CPI 中统计的大部分是受政府价格管控的“租赁公房”，几乎没有波动。但美国不同，其房租对 CPI 的影响非常大，是核心 CPI 的主要驱动力量。一是因为美国房租与房价的联动关系较强，房价大涨大跌都会延迟影响到房租的变化；二是美国 CPI 中房租的权重占接近 1/3，其影响力远远超过食品、能源，甚至超过核心 CPI 中全部商品消费的权重。

图表 6：美国 CPI 权重分布

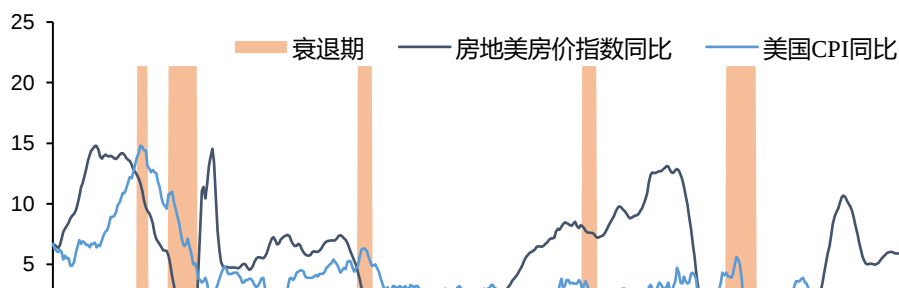
类别	权重 (%)
全部	100
食品	13.421

在家餐饮	8.304
外出餐饮	5.117
能源	8.255
能源类商品	4.862
能源类服务	3.393
核心 CPI	78.324
核心 CPI-商品	21.403
服装	2.489
新车	4.031
二手车	3.992
医疗商品	1.492
酒精饮料	0.877
烟草类	0.515
核心 CPI-服务	56.921
房屋租金	32.437
医疗服务	6.869
交通服务	5.829

资料来源：BLS，太平洋证券研究院整理

当前美国房租上涨的核心驱动力是过去两年美国房价的暴涨。作为一个成熟的发达经济体，美国房地产市场的租售比通常会在合理的区间上波动。所以房价大涨或大跌之后往往会伴随着房租同向变动。而房租又是 CPI 当中十分重要的一项，所以美国房价与 CPI 有较为明显的领先关系。

图表 7：历次高通胀之前往往有房价暴涨



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_46412

