



靳毅：美国通胀“高烧” 何时降温？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 靳毅团队

报告正文

1、CPI 再超预期，美联储错了吗？

当地时间 7 月 13 日，美国劳工局公布美国 6 月份 CPI 数据，结果再超预期。6 月份 CPI 同比增长 5.4%，略超预期 5%；核心 CPI 同比增长 4.50%，远超预期 3.80%。美国通胀数据已经连续 3 个月“打脸”美联储，鲍威尔在国会听证会上也首次表露出了对当下通胀情况的担忧。



6 月份 CPI 数据公布后，通胀预期在周二小幅走高，之后又再度下降。近期我们也关注到了市场对于美国通胀未来走势预期相对分化，那么美国

的通胀究竟是否真的如美联储一再强调的那样只是暂时的现象呢？接下来我们将试图理性地分析近期美国通胀“高烧不退”背后的原因。

图 1：美国通胀数据



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：通胀预期小幅走高



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、核心通胀终于开始发力

疫情以来，美国先后通过了三轮天量财政刺激，大水漫灌下，物价猛增。然而不同品类价格的涨价节奏不尽相同：

(1) 去年疫情爆发后，食品涨价首当其冲。疫情爆发后，美国经历了大规模居家限令，伴随第一轮财政刺激的投放，孕育出了一轮“抢购潮”。因此，2020年疫情刚开始时，我们首先看到的是食品价格剧增，但是由于食品项在整个CPI统计口径中占比较小，因此美国通胀并未出现明显上扬。

(2) 今年上半年，能源价格开始发力。去年疫情爆发后，全球经济陷入“休克”状态，国际油价砸出“宇宙级”大坑。然而进入2021年，伴随全球经济的逐渐复苏，油价一路走高，能源项价格上涨，逐渐接过了通

胀大旗。

(3)核心通胀项目正在接力。拜登上台后火速推出了第三轮刺激计划，美国经济终见起色。一季度起，美国经济开始加速复苏。目前，国际油价在欧洲放开、美国夏季出游高峰临近的影响下，仍有继续上行的动力，但是由于低基数效应已过，并且目前油价位置已经不低，能源项推动通胀上行最快的时候大概率已经过去。然而，随着经济的启动，除食品、能源外的核心通胀项正在成为通胀的“幕后推手”。

经测算，6月份食品、能源、以及核心项对CPI的贡献分别为：0.34%、1.48%及3.59%。其中，核心项对CPI的贡献较5月增加了0.55%，较4月增加了1.19%。

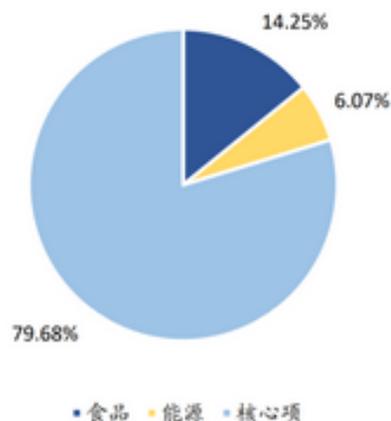
目前涨价已经进入后周期，核心通胀终于开始发力。由于核心项占据了整个CPI的79%，CPI对核心项价格的变动格外敏感，这也使得核心通胀的超预期发力，为本轮美国通胀是否可持续的激辩平添了一丝不安的因素。

图 3: 核心通胀已成为“幕后推手”



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 食品、能源、核心项权重



资料来源: Wind、国海证券研究所

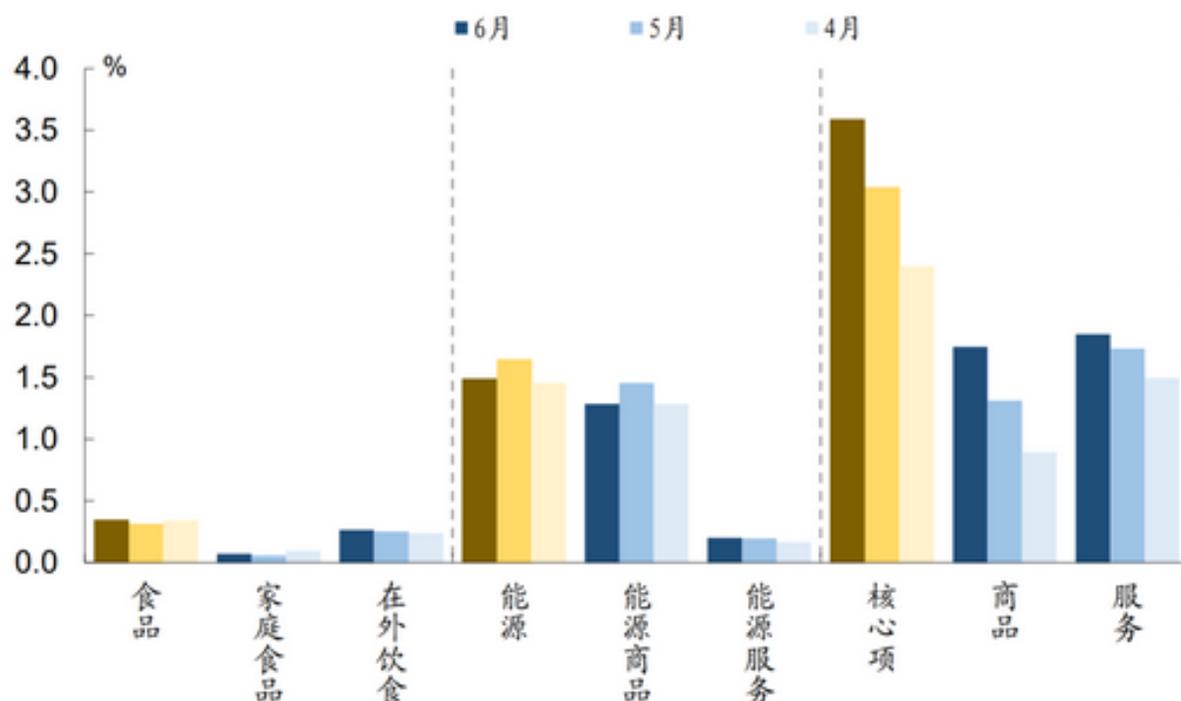
注: 劳工局每月都对 CPI 子项权重进行调整, 图 4 中权重为 2020 年 6 月份数据

3、价格究竟“胀”在哪？

目前美国的通胀究竟是由什么价格推动的呢？根据劳工局披露的 6 月份 CPI 各类子项的同比变动，结合去年同期各类子项所占 CPI 权重，我们能得出每一项子类价格对于 6 月份 CPI 的贡献程度。

经过梳理，6 月份对 CPI 贡献度最大的是商品项下的二手汽车价格。除此之外，我们发现，虽然房租以及休闲服务项对 CPI 的贡献相对较小，但是由于这些项目价格具有粘性，这些核心通胀项目价格的持续上涨将对通胀产生长期支撑，使得通胀在短期内或许难以降温。

图 5: 近 3 个月各子项对于 CPI 的贡献程度



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

注: 黄色项目为 CPI 一级项目, 蓝色为 CPI 二级子项

3.1

二手车“撬动”核心通胀

6 月份推动对 CPI 上行贡献最大的是二手车价格, 虽然二手车在 CPI 中占比不大, 历史上 CPI 二手车在 CPI 的权重长期维持在 2.5%至 3%水平, 然而 6 月份二手车价格同比增长 45%, 依旧使得其以一己之力直接“撬动”了 CPI 中 1.14 个百分点的增长, 成为了 6 月份 CPI 以及核心 CPI 中的主要推动项。二手车的涨价从今年 3 月份起就已经开始, 我们认为二手车涨价的原因主要有三:

(1) 芯片短缺导致新车价格上涨，消费者需求转向二手车。受疫情冲击，全球芯片供应陷入困境。订单削减以及原本用于汽车芯片生产的产能调配，导致整个汽车行业陷入严重的“缺芯”状态。根据 cnx-software 披露的数据来看，整个二季度，半导体相关元器件的订单到货时间相较一季度有着十分明显的增长，在此格局下，3 月份起新车涨价十分显著，部分消费者需求转向二手车，进而使得二手车价格也产生了较强增长。

图 6：“缺芯”使得供应商供货时间大幅延长

供应商	目前到货时间	相较于一季度增加时间
存储器		
Micron	14-15 周	6-8 周
Alliance Memory	14-15 周	6-8 周
ADATA	14-15 周	6-8 周
微控制单元		
NXP	26-52 周	8-12 周
Renesas	26-52 周	8-12 周
STMicroelectronics	26-52 周	8-12 周
模拟集成电路		
Texas Instruments	20-24 周	8-12 周
NXP / Freescale	20-24 周	8-12 周
Renesas	20-24 周	8-12 周
被动元器件		
Vishay	24-52 周	8-12 周
Murata	20-26 周	6-10 周
Nichicon	16-24 周	6 周
无线通信芯片		
Broadcom	24-52 周	8-12 周
MediaTek	20-30 周	8-10 周
Realtek	20-30 周	8-10 周

资料来源：cnx-software、国海证券研究所

图 7：新车价格对 CPI 贡献也在上涨

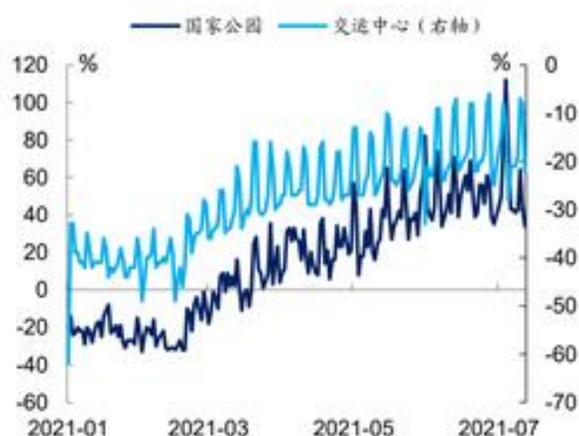


资料来源：Wind、国海证券研究所

(2) 美国夏季出行高峰临近，叠加地产进入后周期，乘用车需求增加。去年以来，美国房地产销售火爆。我们在《美国地产的“疯狂”周期》中曾指出，本轮美国房地产有基本面支撑，包括千禧一代进入购房年龄、逆城市化进程加速、极低的抵押贷款利率等，作为地产后周期产品的汽车本身有较强需求。与此同时，美国夏季出行高峰将至，也同样使得乘用车需求得到一定支撑。

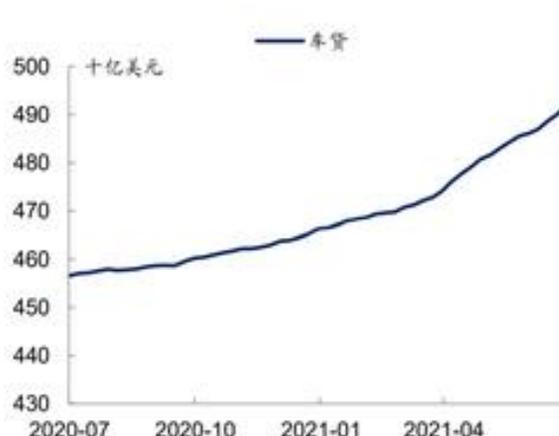
(3) 极低的抵押贷款利率进一步促进了购车意愿。疫情后，美联储降息以及持续的 QE 使得长端利率下行显著，从而造成了长期抵押贷款利率也处于历史低位。极低的借贷成本进一步促进了居民借贷购车的意愿，因此，我们能看到 3 月份以来，美国车贷规模开始加速上行。

图 8：“夏季高峰”临近，出行需求增加



资料来源: Google、国海证券研究所

图 9: 年初以来美国车贷一路走高



资料来源: Fed、国海证券研究所

然而，我们认为二手车价格上涨对通胀影响是短暂的。尽管“缺芯”问题仍然无法迅速解决，但是居民对二手车价格需求弹性有限，从 Manheim 二手车价格指数来看，6 月份二手车价格已经开始出现回调。

回溯历史 Manheim 二手车价格指数同比增速领先 CPI 二手车而同

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_33052

