

美国通胀 25 年未有之大变化？

——见微知著策略系列报告

随着 2020 年一季度全球史诗级宽松的到来，市场一直担忧，在财政、货币的大幅刺激下，通胀是否会大幅上行，一旦出现通胀失控的情况，可能会对全球的宽松基础造成直接冲击，造成全球央行的两难境地，并可能进一步对全球股票、房地产、信用债等市场构成大幅冲击，因此我们一直密切留意全球通胀尤其是美国通胀的变化，近期美国通胀出现了非常有意思的变化：

美国 PCE 通胀（相比于 CPI 通胀，美联储更关注 PCE 通胀，尤其是核心 PCE 通胀）中的耐用消费品通胀率自 1995 年以来首次转正。这是否意味着通胀已经王者归来？——答案显然是否定的。我们不仅要知其然还要知其所以然。

PCE 耐用消费品通胀之所以大涨，其实完全是受到了疫情冲击导致的结构性变化所致，且不具有可持续性。

图表 1：美国 PCE 耐用消费品通胀率自 1995 年以来首次转正



资料来源：FactSet，浦银国际

细分来看，耐用消费品的通胀大幅上升，最主要是由以下项目的价格大涨所带动：

1. 汽车项目
2. 家具、家居产品项目

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 10 月 16 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察（2020 年 10 月刊）：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》（2020-10-12）

《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》（2020-09-17）

《黄金投资手册：黄金并不黄金》（2020-08-13）

● 汽车项目价格大涨：出行习惯改变、消费降级的结果

具体而言，汽车项目中新车价格整体稳定，但二手车价格飙升是通胀回升的主要推手，二手车价格同比增长超过 20%，创下了至少是 1990 年以来的最快增幅。

图表 2：美国 PCE 通胀中汽车价格同比 (%)

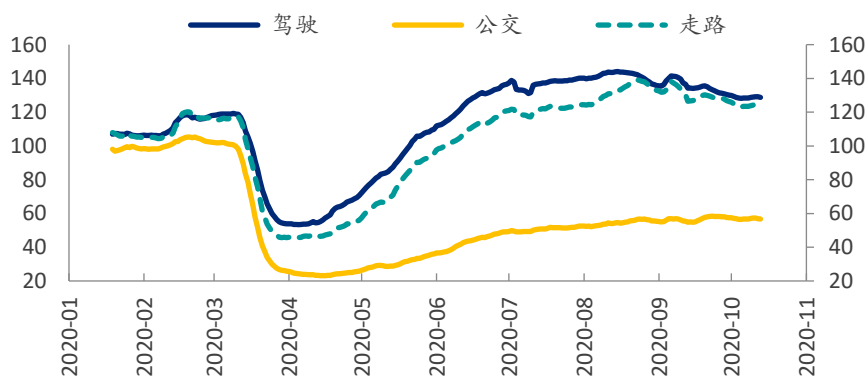


资料来源：FactSet, 浦银国际

二手车价格飙升的主要原因在于：

1. 因疫情因素，消费者习惯的切换，下图可以清晰地看到，由于部分公交关闭，加上避免人多聚集而导致的感染，美国消费者更倾向于自己驾车，这就直接推升了二手车的需求。
2. 消费降级。2008 年金融危机后也出现了二手车价格的大幅反弹，在驾车需求增长的情况下，更多的消费者出于省钱的考虑更多选择了二手车而非新车，背后反应的其实是在失业率高企下美国居民某种程度的“消费降级”。

图表 3：苹果公司美国消费者移动数据活跃度



资料来源：Apple, 浦银国际

● 家用项目价格大涨：家用改善需求增加，供应端受限

家用项目的价格同样也大涨，其中家用电器通胀创下了至少 1990 年以来的最高水平，家具与装饰通胀也在历史高位附近。其价格大幅上行的原因主要是：

1. **家用改善需求大幅增加。**疫情期间，由于大量员工居家办公，居家时间大幅增加，消费者对于家用项目的改善需求大幅上升。例如，冰箱（储存更多食物）、烤箱（更多的家庭烹饪）等需求井喷式增长。据报道，大量的家用项目销售店铺反映库存短缺。
2. **供应端受限，产能利用率低。**与因疫情导致的需求改善相对应的却是供应端受限，耐用消费品行业的整体产能利用率虽然已经直线回升，但仍然只恢复到 2010 年的水平，距离疫情前的产能利用率仍有较大差距。

图表 4：美国 PCE 通胀中家用项目价格同比%



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5：美国耐用消费品行业产能利用率



资料来源：Bloomberg，浦银国际

● 耐用消费品通胀的大涨会是个问题吗？

这不会是个大问题，因为耐用消费品在 PCE 通胀的权重不高（约占 12%），实际上 PCE 通胀中消费品仅占约三成，七成是服务，因此不只是耐用消费品，整体消费品的价格变化对于整体 PCE 通胀的影响都相对有限。

而且耐用消费品通胀反弹是局部的、结构性的、不可持续的，其背后的驱动因素是：

1. 出行习惯的改变→不具有可持续性，因为随着疫情的改善、疫苗的推出，公交系统会重启，人们会开始逐步尝试恢复搭乘公共交通系统，美国的消费者移动数据活跃度也显示公交系统的参与正在渐进恢复。
2. 消费降级→只会加剧部分项目通胀，但需求整体偏弱的情况下，对于通胀整体无疑是通缩压力而非通胀压力。
3. 家用改善需求→这只是结构性因素，只会影响部分商品的需求，对于通胀整体影响并不大。
4. 耐用消费品的供应受限→不具有可持续性，仍然主要是受疫情影响，供应端产能利用率的回升速度非常快（直线回升），明显快于历史平均速度。

因此来看，耐用消费品通胀仅是局部性的、结构性的上升，无碍于整体通胀的格局。

我们也借此重申我们在 [《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#) 中对于通胀的判断，随着疫情冲击趋缓，经济复苏叠加货币、财政的刺激，美国为代表的全球通胀将修复，但并不会大幅上行，更不会失控，因为仍然由大量的结构性因素在拉低通胀。进一步讲，即使通胀超过了目标水平，美联储已经对其货币政策框架进行了修正，采用平均通胀法，即允许通胀在未来超过目标水平，这实质上又构筑了另一道防波堤。

总而言之，投资人无需因局部、结构性的通胀抬头而过度担忧因通胀反弹而导致货币政策过快、过早紧缩。

● 耐用消费品通胀的分析给我们什么样的启示？

关于美国耐用消费品通胀“25年来首次转正”的梳理，它给我们关于投研的启示有：

1. 要知其然，还要知其所以然

我们不能一看到耐用消费品通胀出现了 25 年未有之变化，就认为通胀必然要大涨；我们同样也不能一见到货币宽松，就条件反射式地认为必然有高通胀。读数本身难以告诉我们未来，但梳理读数背后的驱动因素，则可以帮我们“见微知著”（这也正是本系列名称与主题所在），从中把握未来走势的脉动。

2. 对于宏观数据需要下沉研究

单看通胀读数并没有大的变化，但是下沉到底层数据就可以发现耐用消费品通胀的巨大变化，进而引发我们展开进一步的思考与研究。

3. 重视结构性因素的影响

对于各类数据例如通胀数据，研究者对周期因素通常过度看重，但对于结构性因素却重视不足。而此次耐用消费品通胀的大幅反弹，更多地反映的正是结构性因素对于通胀的影响。

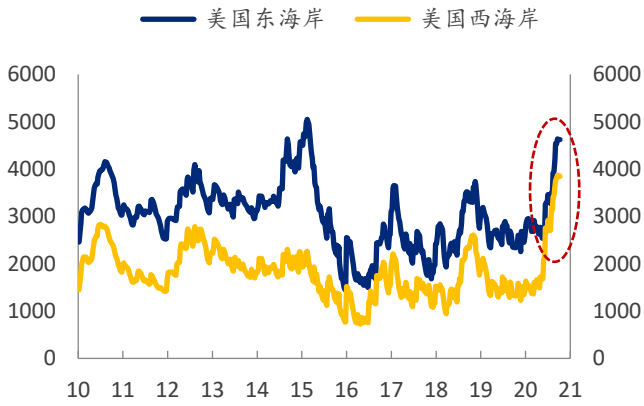
4. 中美数据互为印证，寻找投资机会

美国耐用品需求结构性改善、供应不足的情况下，美国耐用品通胀大幅飙升。而中国由于疫情控制相对好于其他国家，供应恢复情况也快于其他国家，承接了部分产能转移，这也才能看到在疫情冲击下，各国需求疲弱，但中国至美国的集装箱运价却大幅反弹，其中到美国西海岸的海运价格创 11 年新高，海运贸易火热。

如果单看美国数据，只能看到需求结构性改善的情况，却看不到供应端的变化。

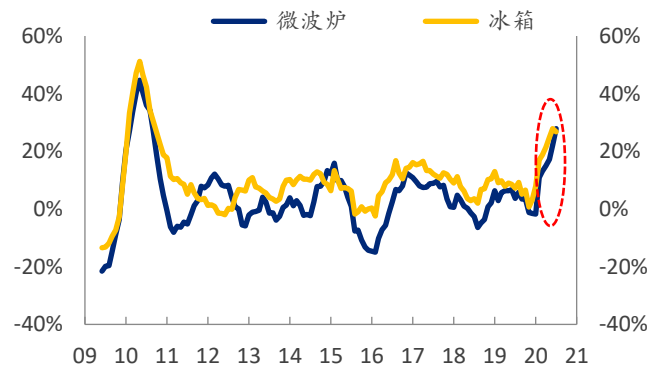
如果单看中国数据，只能看到供应火热，却容易对美国需求的实际情况造成误判，而中美数据结合在一起看，则可以把握供需的全貌，进而从中寻找到类似于家电出口、航运等交易机会。

图表 6: 上海出口集装箱运价指数 (美元/标箱)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 7: 中国出口量同比增速(6个月移动平均, %)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼