



见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险

- **美国通胀风险是市场的关注焦点，而联储认为供应端是推升通胀的重要因素：**2021年5月，PCE核心通胀创下1991年以来的最高水平，美国用户搜索“inflation”的频次也在历史高位，而美联储众多官员则强调供应端问题是推升通胀的重要因素。
- **以供需维度定量拆解美国通胀：**我们基于美国ISM制造业、非制造业PMI的分项指数，独家原创构建了需求与供应端的指数，依次定量分析通胀上行究竟由何驱动。
- **制造业及服务业都需求旺盛：**我们以制造业、非制造业PMI的新订单指数作为“需求”的代理变量。具体的细分来看，其最终制造业对于需求改善的贡献较非制造业更为明显
- **供应严重不足，尤其是制造业：**我们基于制造业、非制造业PMI，重点关注其中的“供应商配送时间”以及“积压订单”项目，并分别计算扩散指数以反映上游、中游供应端的供应情况。上游供应状况最为糟糕，不论上游还是中游，供应端的状况主要由制造业所主导。
- **供需错配下的通胀压力：供需双振推动，供应端尤甚：**我们基于制造业与非制造业的需求、供应指数，需求改善与供应改善的差值，进而可以据此构建出“美国制造业+非制造业PMI通胀压力指数”。我们发现此轮通胀上行是由供需共振驱动，供需两端都处于极高水平。此次通胀压力上行的供应端驱动因素的占比处于历史上高位，单看供应端驱动的水平，已经是创下至少1999年以来的新高。未来，伴随着全球及美国的疫苗快速普及，整体供应状况有望缓解，这将有助于缓解通胀上行压力。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021年7月9日

相关报告：

[《2021年中期策略展望：高处不胜寒，审慎中前行》](#) (2021-05-29)

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧？》](#) (2021-05-29)

[《A股、港股多维估值手册：跨国别、跨资产、跨行业比较回调后的投资性价比》](#) (2021-05-27)

[《板块轮动策略启示录：轮动是否会延续？》](#) (2021-05-18)

[《各国央行QE缩减面面观——SPDBI全球央行观察\(2021年5月刊\)》](#) (2021-05-17)

[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告\(二\)》](#) (2021-04-09)

[《黄金投资手册：抄底？》](#) (2020-08-13)

[《2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

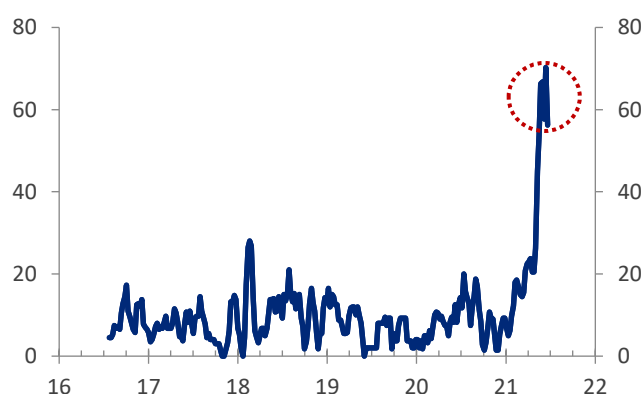
见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险

美国的通胀风险是市场焦点，联储认为供应端是推升通胀的重要因素

2021年5月，美国PCE核心通胀同比增长3.4%，创下了1991年以来的新高水平，通胀无疑再次成为市场关注焦点，也成为了市场一致认为最有可能导致货币政策路径陡生变数的最大不确定性因素。美国用户搜索“inflation”（通胀）的频次也连续飙升，相比2016-2020年的正常水平大幅飙升。

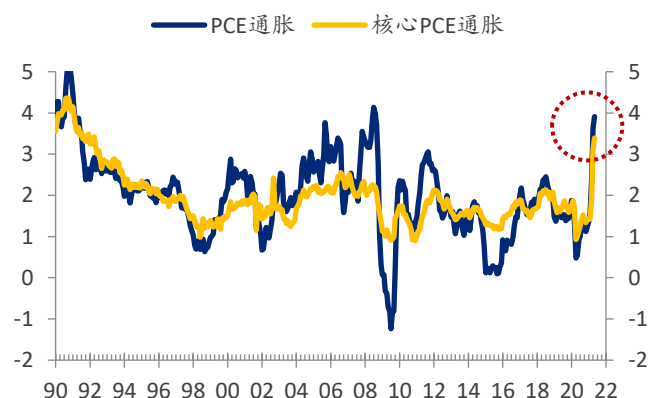
而美联储绝大多数官员则都认为通胀是结构性的、短暂性的。包括美联储主席鲍威尔、美联储的Brainard、Daly、Clarid等拥有FOMC投票权的官员都强调了供应端的问题是推升通胀的重要因素。

图表 1: 美国用户 Google 搜索“inflation”次数 (4周平均)



资料来源：Google、浦银国际

图表 2: 美国 PCE 通胀



资料来源：FactSet、Bloomberg、浦银国际

以供需维度定量拆解美国通胀

此轮美国通胀压力的上行既包括了供应端的原因，也包括了需求端的因素助推。既然包括美联储在内的一众官员强调供应端的推力，在定性分析的基础上，我们也非常有必要进行定量分析。通胀压力上行中，有多少是由供应端推动，又有多少是由需求端推动？在此基础上，才能更好的理解此轮通胀，并对未来通胀走势更好地进行展望。

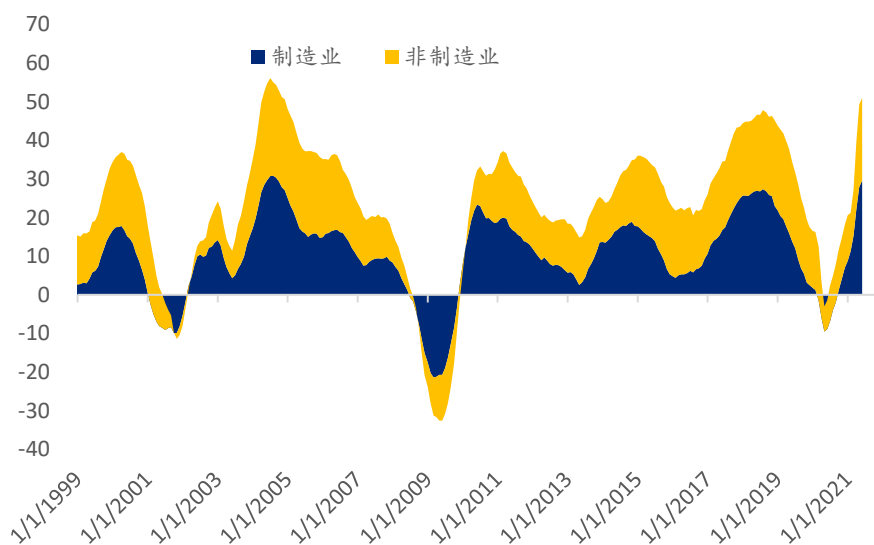
我们基于美国 ISM 制造业、非制造业 PMI 的分项指数，分别构建了需求与供应端的指数，依次定量分析通胀上行究竟由何驱动。

● 需求端：制造业及服务业都需求旺盛

我们以制造业、非制造业 PMI 的新订单指数作为“需求”的代理变量，我们计算了新订单指数其中“增加”与“减少”分项的差值，以反映需求改善的细分情况。

我们可以看到，目前的需求改善状况非常明显，当前的需求读数处于 2004 年以来的高位水平。就具体的细分来看，其最终制造业对于需求改善的贡献较非制造业更为明显，这背后反映的，是以服务业为代表的非制造业仍然受到疫情的影响，因此复苏的弹性弱于制造业。

图表 3：美国 PMI 需求改善指数（12 个月均值）

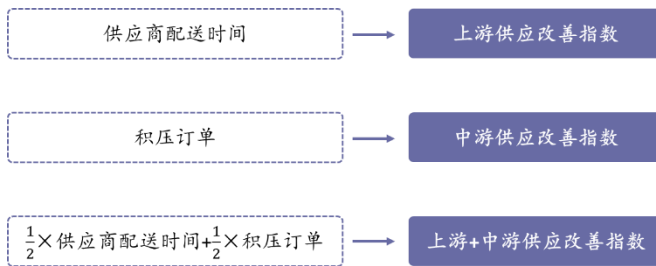


资料来源：ISM，浦银国际

● 供应端：供应严重不足，尤其是制造业

为测算供应端的整体改善或恶化状况，我们基于制造业、非制造业 PMI，重点关注其中的“供应商配送时间”及“积压订单”项目，并分别计算扩散指数（供应商配送时间变快与变慢的净差额、积压订单变少与变多的净差额）。

图表 4：美国 PMI 供应改善指数

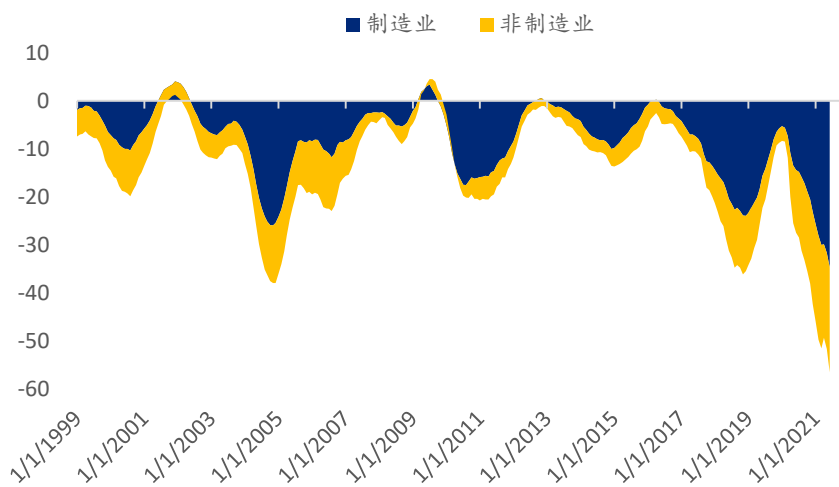


资料来源：浦银国际

由于“供应商配送时间”以及“积压订单”项目分别对应制造业&非制造业的上游及中游，据此，我们就可基于分项项目构建指数，依次反映制造业&非制造业上游、中游供应端的供应情况。具体细分来看，我们有以下发现：

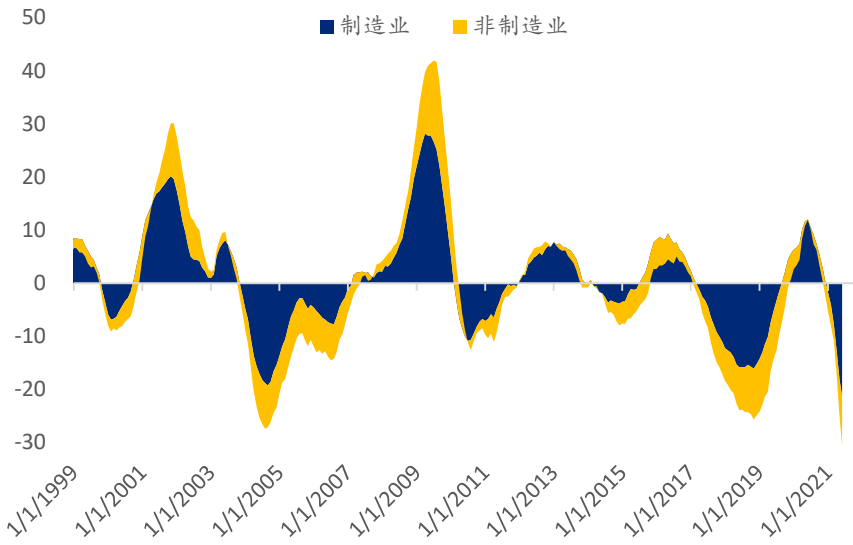
- **上游：**供应状况最为糟糕，不论是制造业还是非制造业，上游供应状况创下了至少 1999 年以来最差水平。
- **中游：**供应状况同样糟糕，但其恶劣情况不如下游那么极端。
- 不论上游还是中游，供应端的状况主要由**制造业**所主导。

图表 5：美国 PMI 上游供应改善指数（12 个月均值）



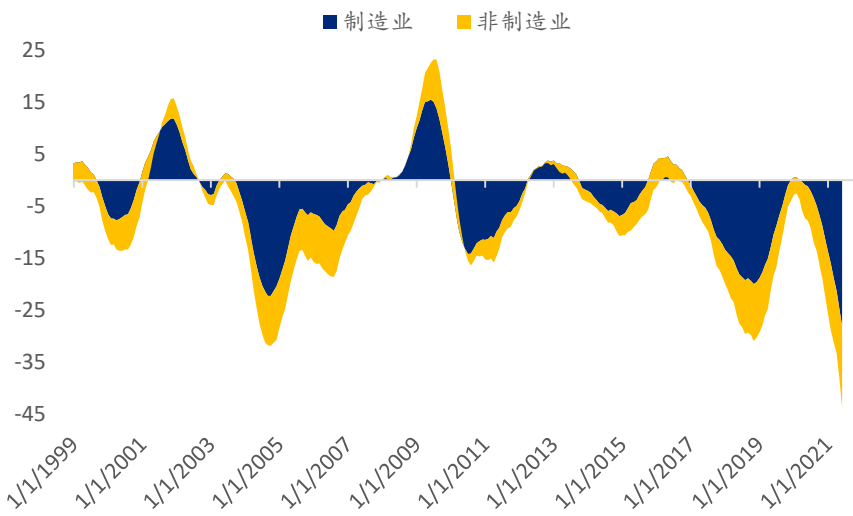
资料来源：ISM、浦银国际

图表 6: 美国 PMI 中游供应改善指数 (12 个月均值)



资料来源: ISM、浦银国际

图表 7: 美国 PMI 上游+中游供应改善指数 (12 个月均值)



资料来源: ISM、浦银国际

● 供需错配下的通胀压力：供需双振推动，供应端尤甚

通过**我们独家的原创方法**，构建包含制造业与非制造业的需求、供应指数，需求改善与供应改善的差值，我们进而可以据此构建出“**美国制造业+非制造业 PMI 通胀压力指数**”。我们可以理解这就是整体通胀压力的代理变量。

我们将其与 CPI 进行比较，长期来看，两者高度正相关。这也佐证了，我们基于此供需架构对通胀进行拆解分析的有效性。我们可将通胀压力拆解为供应端驱动与需求端驱动，进而进行追踪、分析通胀压力的来源：

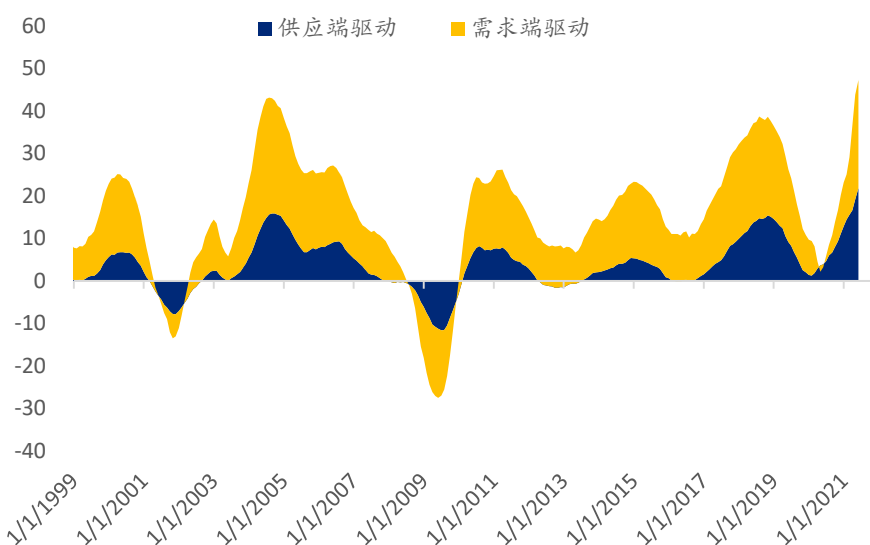
- 此轮价格上行是由供需共振驱动的，供需两端都处于极高水平。
- 历史上绝大多数情况，通胀压力都是由需求端绝对主导的，而此次通胀压力上行的供应端驱动因素的占比处于历史上高位，单看供应端驱动的水平，已创下至少 1999 年以来的新高。

图表 8：美国制造业+非制造业 PMI 通胀压力指数与 CPI 高度正相关



资料来源：ISM、Bloomberg、浦银国际

图表 9：美国制造业+非制造业 PMI 通胀压力指数拆解：供需两端都处于极高水平



注：供应端包括上游、中游，具体计算为求两者的平均
资料来源：ISM、浦银国际

以上拆解确实佐证了当前的通胀压力有很大部分源自供应端的瓶颈。目前，美国工业的产能利用率虽然已经自 2020 年一季度的历史极值低位反弹，但是目前的产能利用率水平仍然低于 2011 年以来的低位水平。

美国的整体零售、汽车及零件经销商的库销比则自 2020 年一季度见顶后，一路断崖式下行，目前仍然处于历史极低水平。这反映了零售在需求走高的情况下，供应端的严重不足。

图表 10：美国工业产能利用率(%)仍然低于 2011 年以来的低位水平



资料来源：FactSet、Bloomberg、浦银国际

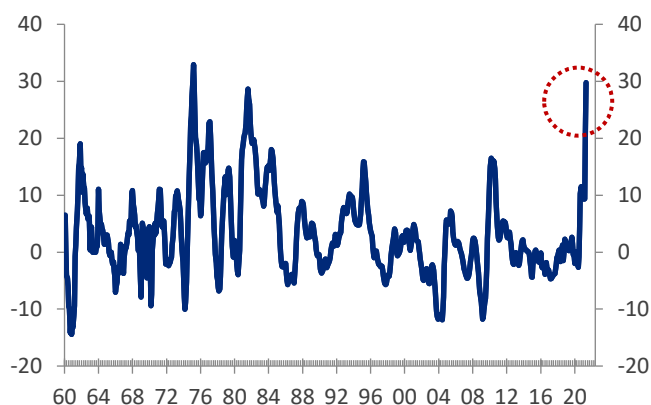
图表 11：美国零售和汽车及零件经销商的库销比仍处于历史极低水平



资料来源：FactSet、Bloomberg、浦银国际

供应不足的原因有很多，最主要是由于疫情仍对全球产业链造成冲击的涟漪效应。以最大的耐用消费品汽车为例，不论是美国还是中国，汽车行业受制于“缺芯”问题，导致供应严重不足，无法响应市场的需求释放，进而推升价格。2021年5月，美国CPI项目中的二手车价格同比增长30%，增幅几乎持平于1960年以来的历史极值高点，二手车价格的暴涨背后，正是汽车因芯片问题而导致的供应严重不足所致。

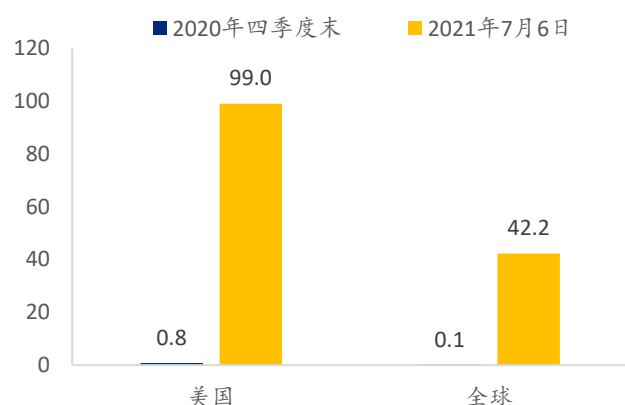
图表 12: 美国 CPI 中二手车价格同比增速 (%)



资料来源: FactSet、Bloomberg、浦银国际

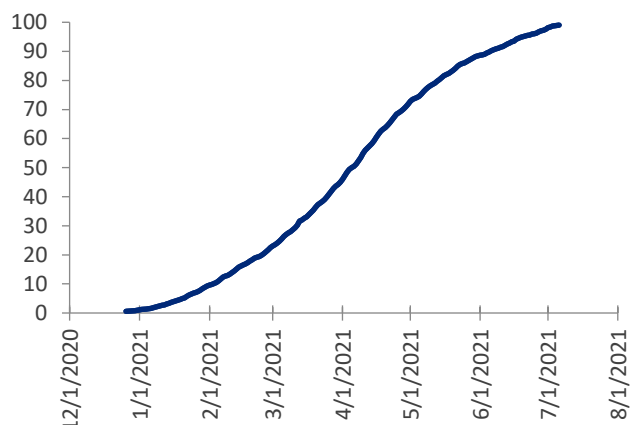
目前，全球及美国新冠疫苗快速普及，截至2021年7月6日，美国每百人新冠疫苗接种量已经高达99剂，普及速度非常迅猛，在疫苗的推动下，整体供应状况有望逐步缓解，这将有助于缓解通胀的上行压力。

图表 13: 每百人新冠疫苗接种量



资料来源: Wind、浦银国际

图表 14: 每百人新冠疫苗接种量:美国



资料来源: Wind、浦银国际

总结

美国通胀压力是当前市场的焦点，而美联储也一再表示，通胀是暂时因素，供应端是驱动通胀的重要因素。基于此我们有必要以供需维度定量拆解美国通胀。我们基于美国 ISM 制造业、非制造业 PMI 的分项指数，分别构建了需求与供应端的指数，依次**定量分析通胀上行究竟由何驱动**。

我们以制造业、非制造业 PMI 的新订单指数作为“需求”的代理变量。具体的细分来看，其最终制造业对于需求改善的贡献较非制造业更为明显

我们基于制造业、非制造业 PMI，重点关注其中的“供应商配送时间”以及“积压订单”项目，并分别计算扩散指数以反映上游、中游供应端的供应情况。上游供应状况最为糟糕，不论上游还是中游，供应端的状况主要由制造业所主导。

我们基于制造业与非制造业的需求、供应指数，需求改善与供应改善的差值，进而可以据此构建出“美国制造业+非制造业 PMI 通胀压力指数”。我们发现，此轮通胀上行是由供需共振驱动，供需两端都处于极高水平。此次通胀压力上行的供应端驱动因素的占比处于历史上高位，单看供应端驱动的水平，已经是创下至少 1999 年以来的新高。

未来，伴随着全球及美国的疫苗快速普及，整体供应状况有望缓解，这将有助于缓解通胀上行压力。

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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。

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

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