海外机构对美国通胀现状的看法

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

——他山之石·海外精译第 282 期

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 2021/10/29

❖ 背景：供需缺口扩大，通胀维持在历史高位

今年以来，全球主要经济体重新开放经济，而大部分地区通胀压力上升。由于商品和劳动力的供应未能跟上需求复苏的步伐，通胀值涨幅超出市场预期。考虑到当前经济复苏动力逐渐消退，经济增速放缓，各国或将维持宽松的货币和财政政策以达到刺激经济增长的目的。为了了解海外机构对当前美国通胀形势的看法，我们编译整理了 Vanguard Insights、Franklin Templeton 的 Fred Fromm 和 BlackRock 的 Alex Brazier、Wei Li、Elga Bartsch、Chris Weber 发表于 2021 年 10 月 1 日、2021 年 10 月 22 日和 2021 年 10 月 25）的观点，供市场参考和交流。

❖ 通胀现状

美国 9 月份消费者价格指数（CPI）和核心 CPI 涨幅双双超市场预期，通胀值维持在历史高位。9 月美国 CPI 环比上涨 0.4%，预期上涨 0.3%，同比上涨 5.4%，涨幅较 8 月小幅回升；核心 CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 4%。Vanguard Insights 认为供需缺口扩大导致美国通胀增速超预期。

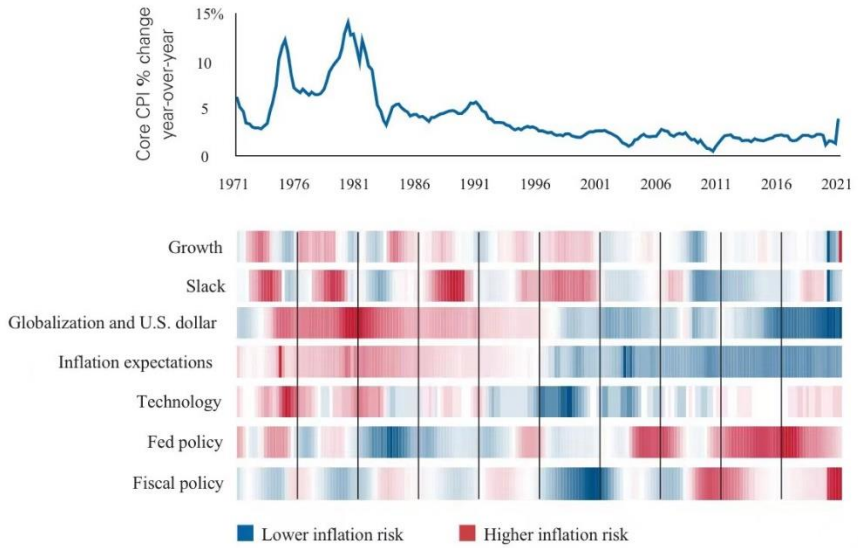
需求方面，美国各地区陆续解除封锁并重新开放经济，商品需求增加，居民需求也有所反弹。而供给方面，此前美国企业的闲置产能已被耗尽，随之而来的供应瓶颈影响范围广泛，导致企业产能受限。其次美国就业市场复苏缓慢，劳动力不足的困境愈发严峻，进一步限制了商品生产。除此之外，运力不足导致港口货物大量积压，物流严重滞后直接导致各类物资严重短缺，供需缺口扩大进一步提高了商品价格压力，通胀持续升温，通胀数据远高于美联储所设定的 2%的目标。

尽管如此，Vanguard Insights 认为当前通胀飙升的困境是暂时的，随着供应链困境得到改善，通胀压力将有所放缓。具体来看，经济增速、全球化、美元估值变化、美联储货币政策和联邦政府的财政政策是驱动美国通胀变化的主要因素。Vanguard Insights 表示尽管稳健的经济增长、宽松的美联储货币政策和政府的财政刺激政策会让通胀保持在持续高位，但劳动力市场的严重疲软以及企业和消费者预期未来支付的通胀预期的稳定指标表明，价格上涨可能会缓

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

解。

图1. 美国通胀的主要驱动因素



Note: Data cover the 50 years ended June 1, 2021.

资料来源： Vanguard，川财证券研究所

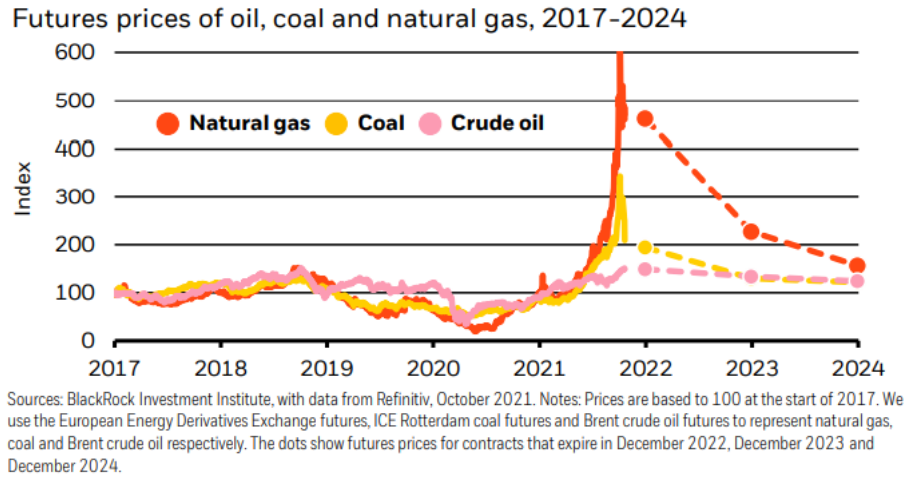
尽管对未来通胀形势较为乐观，但 Vanguard Insights 也表示通货膨胀消退需要考虑多种因素，美国政府必须考虑广泛的投入。如何改善经济增长放缓和劳动力市场疲软等周期性条件、如何通过技术和全球化等长期力量抑制成本进而抑制价格上涨以及如何改善财政和货币政策将是决定未来通胀走势的重要参考因素。

❖ **能源价格飙升，引发通胀回升**

全球经济缓慢复苏，能源需求提升，当前能源价格已飙升至多年来的高点，导引发全球通胀回升。进入冬季以来，国际原油和天然气价格已达到多年高点，本月美油十二月合约价格突破 80 美元/桶，这也是自 2014 年以来首次突破每桶 80 美元，远高于 2020 年大流行低点（每桶 19.33 美元），而天然气期货价格则升至 2013 年以来的最高水平。全球天然气生产赤字、库存减少以及以液化天然气(LNG)等低碳燃料替代煤炭的排放量，都是当前能源供需失衡的原因。随着北半球冬季取暖季节的到来，美国的天然气库存已经低于五年季节平均水平，可能会引发额外的价格飙升。

在欧洲，天然气和电力价格飙升，欧洲一些地区的天然气价格已经达到了每百万英制热单位（BTU）30 美元以上。除此之外，由于极端干旱天气影响水力发电，巴西和其他南美国家愈发依赖天然气发电。该地区的液化天然气需求在过去一年中几乎翻了一番。供需缺口进一步扩大，引发了全球性的能源危机。天然气价格大幅上涨对国际化肥和农产品价格产生较大影响，9 月全球食品平均价格指数创近 10 年以来的最高记录。涨势还引发了从天然气发电转向石油甚至发电用煤的趋势，提振石油需求，进一步支撑油价。进入 10 月，美国石油总需求比一年前增长了近 14%，而商业原油库存从 4.185 亿桶下降了 15%，降至 2018 年 10 月以来的最低水平，8 美国原油和石油产品的总产量也远低于 2019 年和 2020 年的水平。

图2.　全球工业生产水平及布兰特原油价格



Sources: BlackRock Investment Institute, with data from Refinitiv, October 2021. Notes: Prices are based to 100 at the start of 2017. We use the European Energy Derivatives Exchange futures, ICE Rotterdam coal futures and Brent crude oil futures to represent natural gas, coal and Brent crude oil respectively. The dots show futures prices for contracts that expire in December 2022, December 2023 and December 2024.

资料来源：BlackRock，川财证券研究所

具体来看，首先是天然气方面，美国能源生产商在历史上对此类市场信号的反应是增加钻探和生产，但美国以天然气为重点的钻井平台数量仅从大流行低点部分恢复，今年夏天稳定在 100 台左右，仅为大流行前的一半。此外，几家以天然气为重点的大型勘探和生产公司锁定了价格，套期保值低于每百万英热单位 3 美元，因此无法从最近高于每百万英热单位 5 美元的价格飙升中充分获益。这些因素使美国天然气总产量在今年前八个月保持相对停滞在每天 920-930 亿立方英尺。

石油方面，自新冠在全球迅速蔓延，石油库存大幅下降，目前已低于大流行前的水平，这有助于支撑价格。在供应方面，一些大型综合石油和天然气公司正从传统的石油和天然气投资转向更广泛的能源战略，包括可再生能源和其他低碳燃料，并未大力发展传统能源开采技术，产能未得到较大提升。与此同时，

石油的长期需求趋势依然稳固，基础设施和能源转型支出可能会推动能源消费，而发展中的传统能源和绿色能源市场需求将继续增长，特别是替代可再生能源太阳能和风能项目的投产速度不够快，无法填补能源供需之间的缺口，供需缺口仍然较大。

Franklin Templeton 的 Fred Fromm 认为能源价格飙升并不会持续太久，或在明年有所缓解。首先，随着能源价格的上涨，经济复苏的风险正在上升，经济增长可能会低于预期，各国均在采取多项措施以限制传统能源价格。其次，各能源生产国也在采取慎重的方法适量增产，以满足能源需求。

❖ 投资建议

Vanguard Insights 表示通胀压力正持续上行，核心通胀值远高于大流行前的 2%，但并不会失控。BlackRock 的 Alex Brazier、Wei Li、Elga Bartsch、Chris Weber 认为，因经济重启而带来的价格压力最终将会消退。但需要注意的是，通胀提升可能带来通胀预期变化，各国央行或过早收紧货币政策财政政策。

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 Vanguard Insights、Franklin Templeton 的 Fred Fromm 和 BlackRock 的 Alex Brazier、Wei Li、Elga Bartsch、Chris Weber 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--各国央行决策重心是否会发生转移（20210827）

【川财研究】他山之石--气候变化对金融市场有何影响（20210820）

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月，前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的四川省川财证券公司，是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长，现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念，矢志服务客户、服务社会，创造了良好的经济效益和社会效益；目前，公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务，以及投资综合解决方案。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所签约客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司研究所所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399