现阶段美国的通胀趋势

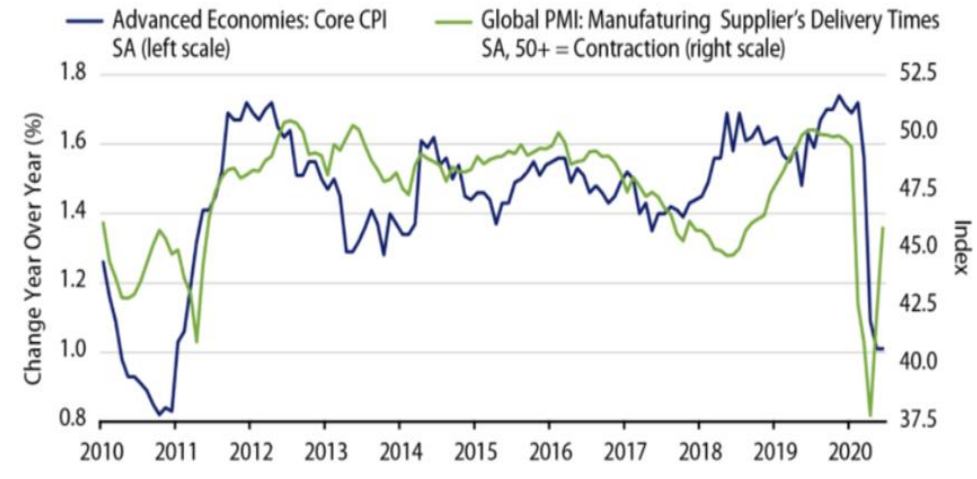
❖ **背景：新冠疫情与美联储货币宽松对美国通胀影响较大。**

今年疫情在美国大幅蔓延，叠加美联储实施了大规模的货币宽松政策，预计现阶段的通胀趋势较之前将会出现较大改变。为了解外资机构对现阶段美国通胀的看法，我们编译整理了 Leggmason 的 Richard A. Booth、Schroders 的 James Molony 和 Keith Wade 以及 Fulcrum 的 Gavyn Davies（分别发表于 2020 年 9 月 4 日、9 月 8 日、9 月 6 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **疫情与美国通胀**

Leggmason 的 Richard A. Booth 认为到目前为止，新冠疫情对需求和供应都产生了负面影响。最初，需求的下降导致通货紧缩，特别是通过降低能源价格，对航空公司、酒店、汽车和服装等与人口流动直接相关的行业影响最大。例如，在美国，这四个类别（仅占 CPI 一篮子商品的 8%）在今年 2 月至 6 月的整体通胀率降低了整整一个百分点。然而，现在需求已强劲反弹，并开始突显一些供应方面的压力，特别是在那些封锁期后需求增加的地区。这表明通货膨胀率将在 2021 年实现正常化。

图 1： 发达市场通胀情况



资料来源：Legg Mason，川财证券研究所

Leggmason 的 Richard A. Booth 指出随着供应的不断增加，供应链压力的缓解，确实意味着，通胀可能出现的低点不会像许多人最初预期的那么低。因此，这支持了与通胀相关的资产的价格。现阶段消费模式已经发生了变化，例如，导致对二手车（代替公共交通工具）、通用医疗保健和与家居装饰相关的商品的需求开始增加，商品的价格开始上涨。如果这种增加的需求持续下去，那么随着时间的推移，消费将开始通过更高的权重反映这一点。另外，由于新冠疫情，餐馆和办公室为满足安全社交距离，员工健康检查，物理分区和深层清洁的新的空间间隔要求而产生费用，一些企业的固定成本正在上升。在大多数情况下，这些成本不会转移给消费者。但是，在缺乏需求弹性的领域（例如医疗

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 | 2020/09/19

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

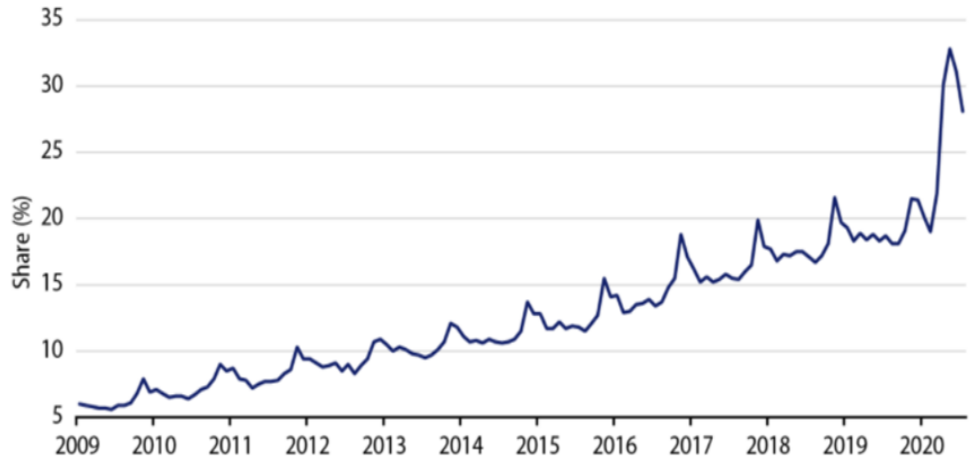
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

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

保健），这些成本似乎确实被转嫁了。一些国家降低了增值税税率以刺激消费。如果这被传递给消费者，这将在随后的 12 个月内对整体通胀产生负面影响。其他“刺激消费”政策也会产生类似的效果。此外，新冠病毒促进在线零售额份额的上升。尤其是老年人群，他们以前的在线人数比年轻人群低得多，现在他们更频繁地在网上购物。下图显示了英国电子商务占零售总额的百分比。这是一个关键的反通胀压力，在短期内，这种压力将在未来产生更强的反通胀效应。日本是电子商务繁荣的一个极端例子，相关信用卡公司预测，由于封锁期内网上购物激增，他们将很快用完 16 位数的信用卡号码。

图 2： 英国互联网销售额占零售总额的百分比



资料来源：Legg Mason，川财证券研究所

❖ **美联储采取平均通胀目标制**

Schroders 的 James Molony 指出今年 8 月底，美联储举行了备受关注的杰克逊霍尔（Jackson Hole）全球央行年会”，在 Covid-19 带来的巨大全球不确定性的背景下，会议的焦点是较为尖锐的。各国央行已采取进一步的实质性政策措施，以限制 Covid-19 封锁造成的损失，维持金融稳定。值得注意的是，美联储鲍威尔提出了一个“平均通胀率 2%的目标”的新框架。AIT(Average Inflation Targeting)，即平均通胀目标，意味着美联储将允许通胀率超过 2%。关于如何实现这一目标的细节很少，鲍威尔称这种方法是灵活的，而不是与数学公式挂钩。这标志着与过去 20-30 年盛行的“正统”政策略有所不同。在上述时间段内，央行的主要职责是实现固定的通胀目标水平。如果通胀水平高于目标，央行将使物价上涨率回到目标水平，反之亦然。但基本上高于目标的通胀是不能被容忍的。固定通胀目标的想法可以追溯到很久以前，但在上世纪 90 年代才开始被正式采用，新西兰是第一个这样做的国家。其逻辑是，稳定的通胀与运转良好的经济扩张水平是一致的。这是在上世纪 90 年代的过去几十年里经历了无数次冲击和动荡不安的情况下推出的。以英国为例，在经历了严重的货币贬值之后，英国于 1992 年采取了通胀目标制。1998 年，英格兰银行负责制定利率，通胀目标为 2.5%。而长期致力于维持通胀目标区间的美联储在 2012 年

采取了 2%的固定目标。自 2007-2008 年全球金融危机以来，各国央行实施了前所未有的政策。利率已经被大幅削减，在某些情况下甚至接近于零，各国为了购买债券和其他资产而印刷钞票。在这一阶段，全球经济出现了一些显著的发展。在 Covid-19 之前，美国失业率两年来一直徘徊在 50 年低点。美国经济经历了有史以来最长的增长期。从某种意义上说，当时的政策确保了物价稳定、充分就业和经济增长。然而，尽管经济扩张，失业率较低，但在宽松的政策措施下，通胀率仍低于目标水平，美联储也显著降低了对经济增长的预期。鲍威尔的讲话承认，稳定的物价对于一个运转良好的经济体是可取的，但也引发了人们对“通胀和通胀预期不断降低的不利循环”的担忧。日本被称为“失落的十年”的 1991-2001 年通货紧缩（物价下跌）就是这种风险的证明。金融市场显示出投资者对未来通胀的预期，而这些预期在一段时间内一直处于低位。这似乎很合乎逻辑。如果央行说通胀率目标是 2%，为什么会高于这个水平？另一方面，市场似乎现在过于执着于央行的目标，而过低水平的预期已经持续太久了。

Schroders 的 Keith Wade 表示：“虽然被广泛期待，美联储此举意义重大。这是一种含蓄的承认：长期以来，政策太紧，通胀太低，这是为了纠正这种情况的尝试。” Schroders 的 Keith Wade 认为自金融危机以来，低利率并没有像家庭专注于减少债务那样强大，放贷者也更加谨慎。低利率可能会鼓励政府在财政方面更加积极，这可能会造成更多的需求和通胀。

❖ 美联储通胀目标和就业

Fulcrum 的 Gavyn Davies 认为今年 8 月美联储在杰克逊霍尔研讨会上宣布的美国货币政策新框架，无论是对于宏观经济政策的实践，还是其背后的理论，都是一个分水岭。随着市场开始怀疑美联储能否完成其将通胀提升至 2%的目标，联邦公开市场委员极为担心自己可能会像日本央行和欧洲央行一样失去对通胀预期的控制。此次美联储宣布的货币政策新框架就是为了避免这一结果而做出的最后努力。这个框架转向了平均通胀目标，这将减少通胀持续低于 2%这一目标的危险，它把最大就业置于美联储目标的首位，并且没有任何提及“平衡”政策方法的措辞。在经济史上，这是一个非常重要的变化。经历过一段“滞胀”时期之后，1977 年美国国会在《美联储改革法案》中，制定了美联储的三个主要目标，按照重要性程度从大到小分别是最大就业、稳定物价和适度的长期利率。上世纪 80 年代初，保罗•沃尔克对这一使命做出了关键的解读：物价稳定是首要目标。他压制了两位数的通胀，但代价是失业率升至 10%以上，为大萧条以来的最高水平。通过在政治领域和学术领域赢得低通胀斗争，沃尔克确立了美联储在解释其 1977 年的使命时拥有广泛的自由裁量权的先例。2012 年，伯南克的政策战略声明将“稳定物价”的目标正式转化为 2%的通胀目标，这在 2010 年代仍被当作首要目标。在货币政策的“平衡”政策中，最大就业目标现在被赋予了一个次要的角色，联邦公开市场委员会将寻求措施减轻通胀偏离其

目标的偏差，以及就业偏离其未定义的最高水平的偏差。一些人认为这种做法过于强调为了控制通胀必须先发制人实施紧缩政策这一举动的必要性，彼得森国际经济研究所的亚当•波森就是其中之一。例如，2015 至 2018 年的加息是在没有明显迹象表明通胀高于目标的情况下进行的。甚至这种货币紧缩政策在疫情导致失业率飙升之前也实施过，这明显是判断错误。尽管总统特朗普对这些利率决定的批评在某种程度上得到了证实，但联邦公开市场委员会在设计新框架时并未受到政治压力的影响。向平均通胀目标的转变是一项有益的创新。但更重要的是促进就业。根据 2012 年的战略，最大就业是指与长期稳定的通货膨胀率相一致的自然失业率。现在，最大就业的定义将更加字面化，即在经济全速运转的情况下，能够实现的对劳动力的最大利用。联邦公开市场委员会的主要目标将是在任何时候都达到这一结果，除非平均通胀目标受到严重威胁。

这与上世纪 60 年代的旧凯恩斯主义框架相似，后者要求货币和财政政策在强劲的经济与稳定的物价似乎不矛盾时，寻求实现“充分”就业。鉴于新冠肺炎引发的持续需求紧缩冲击，以及日本和欧盟最近经历的通缩，美联储决定在近期承担通胀上升的风险是有道理的。但需要记得的是，这个制度在 50 年前最终引发了高通胀。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Leggmason 的 Richard A. Booth、Schroders 的 James Molony 和 Keith Wade 以及 Fulcrum 的 Gavyn Davies 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”）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