大水漫灌后的美国为什么等不来通胀

2020 年 07 月 15 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn
研究助理 冯涵若
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

事件

- **美国通胀上行的潜在担忧：**在 Covid19 疫情对美国资本市场造成短暂冲击后，随着流动性危机逐渐解决、美股重新反弹创新高，通货膨胀的前景成为了市场的最新普遍担忧。

观点

- **美国国内供给和需求端都不会导致通胀：**
- **1. M2 流速下降，放水不意味着通胀：尽管 M2 规模上升，但是 M2 的流速在放缓，同时，居民储蓄率也在提升。**因此，很难通过 M2 的上升来直接判断货币进入了会造成通胀的商品和服务市场。
- **2. 大量资金用于还债：**消费者债务支出占收入的比例和非金融企业杠杆水平近年来都呈现出不断攀升的状态。**较高的杠杆水平意味着大量的流动性都被用来还本付息，同时企业还要尽力维持运营。**因此政府对居民和企业的救助也很难造成通胀，主要都是用来填补疫情造成的流动性缺口。**由于美元可以在全球市场流通，因此超发的货币也会持续流向新兴市场和其他国家，这些钱流入巨大的金融市场窟窿后，就随之消失。**
- **3. 需求下滑大于供给：**疫情导致的生产活动受阻虽然在一定时期内会中断供应，导致价格上升，但也会削弱被解雇的工人的赚钱和消费能力。**供给冲击导致的需求下降可能比供给下降本身更严重，在一定时期内较难恢复到疫情前的水平。**
- **4. 供给产能没有中断：美国大部分行业的供给端其实并没有受到无法逆转的冲击，**虽然疫情可能导致短期的停工，但是一旦疫情好转达到复工条件，且供给商预期需求上升，供给可以快速回升，不会是市场价量的重要影响因素。

- **美国未来的真正的通胀风险因素是什么？**
- **1. 逆全球化的压力：**在过去的几十年中，大部分发达经济体的投资者几乎已经习惯了通胀不及预期的环境。而目前全球贸易保护主义的抬头和地缘政治摩擦频繁浮现。**在美国经济回到正常轨道、大选结束后，中美关系的喘息时机可能也随之结束，更多贸易磨擦的不确定性将加深未来产业链逆全球化的风险。**
- **2. 全球性的粮食危机：**目前印度、巴西疫情严重，而美国 2020 年 1-5 月自两地进口的各项农产品金额同比增速锐减，而美国最大的农产品进口国墨西哥新增确诊移动平均也仍在上行，且死亡率居高不下，目前墨西哥的新冠死亡率是全球平均死亡率的两倍以上。**若粮食主要产出国疫情持续恶化，且长期不能得到控制，不能排除将出现严峻的粮食危机，从而演化为全球性的食品通胀，给美国 PCE 带来上行压力。**

- **风险提示：**美国新增确诊数量大幅上升，严重影响后续复工进度。因为二次疫情而再次封城，导致需求不足，经济展望再度黯淡。市场出现调整。

相关研究

1、《东吴证券宏观策略中期资本市场展望：市场的下行风险在哪里？》2020-07-10
2、《策略点评 20200710：中美第一阶段贸易协定中期成果不及目标，但两国短期不会出现贸易冲突》2020-07-10
3、《三分钟看中观：猪肉价格涨幅扩大》2020-07-09
4、《策略点评 20200705：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复》2020-07-05
5、《策略点评 20200703：科创板的解禁压力测试》2020-07-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美国通胀上行的潜在担忧 4
1.1. 需求端：美联储大肆撒钱，导致流动性过剩？ 4
1.2. 供给端：太多货币追逐着太少商品？ 4
2. 为什么美国目前不会有通胀？ 5
2.1. M2 的流速在放缓 5
2.2. 大量资金用于还债 6
2.3. 虽然供给会下降，但是需求可能降得更多 7
2.4. 供给产能真的受到了影响吗？ 8
3. 美国未来的真正的通胀风险因素是什么？ 10
3.1. 逆全球化的压力 10
3.2. 新兴市场疫情短期内难以结束，全球粮食价格存在不确定性 11
4. 风险提示 12

图表目录

图 1：美国人均可支配年收入上升 4
图 2：美国 M2 月度同比增速在 5 月达到了 23% 4
图 3：历次经济衰退中美国 M2 的流速放缓 5
图 4：美国居民储蓄率提升 5
图 5：美国消费者债务支出占收入的比例上升 6
图 6：美国非金融企业部门杠杆率高于 2008 年底时期高点 6
图 7：美国信用卡还款 90 日以上逾期率为 9.1%，较去年显著上升 7
图 8：需求对价量产生更大影响的情况 8
图 9：供给对价量产生更大影响 8
图 10：美国各行业工资、工时 4 月环比 9
图 11：美国各行业工资、工时 5 月环比 9
图 12：美国各行业工资、工时 6 月环比 10
图 13：全球每年新颁布的贸易干预政策 11
图 14：有害贸易政策类型 11
图 15：印度、巴西疫情严重 11
图 16：墨西哥死亡率居高不下 11

表 1：美国 2020 年 1-5 月自印度、巴西进口的各项农产品金额同比锐减 12

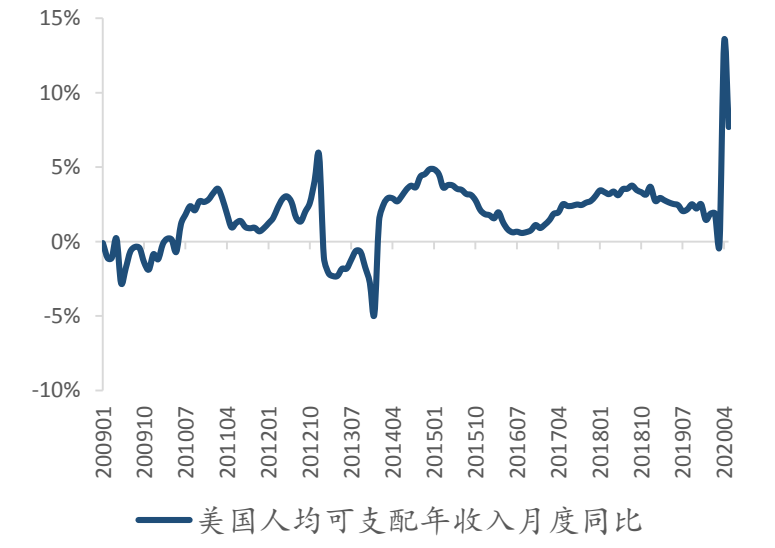
1. 美国通胀上行的潜在担忧

在 Covid19 疫情对美国资本市场造成短暂冲击后，随着流动性危机逐渐解决、美股重新反弹创新高，通货膨胀的前景成为了市场的最新普遍担忧。

1.1. 需求端：美联储大肆撒钱，导致流动性过剩？

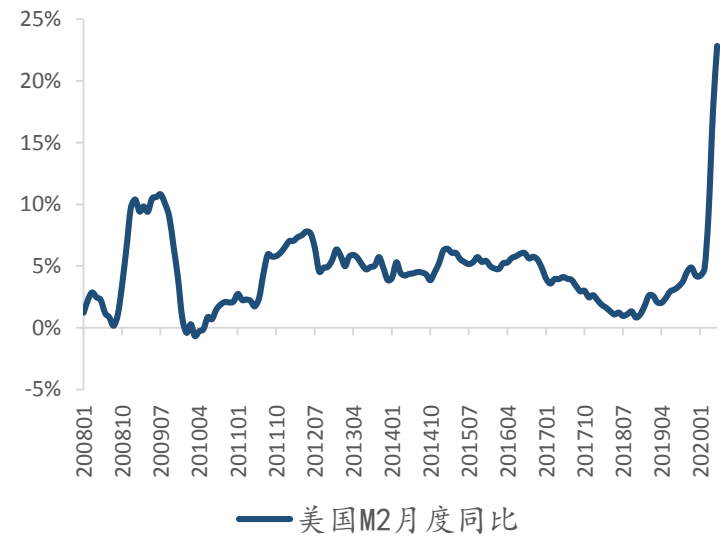
美联储在 3 月-7 月把资产负债表从 4.3 万亿扩张到 7 万亿美元以上，未来有可能突破 10 万亿美元。疫情期间，已经推出 2.2 万亿美元的 CARES Act 纾困基金，其中 8500 亿美元用于支持企业部门；目前通过的四项财政刺激法案合计规模约 3 万亿美元。最新一轮的 HEROES Act 已在参议院通过第二次委员会审议，规模为 3 万亿美元，该法案把 600 美元的额外联邦失业救济延长至 2021 年 1 月。**而数据显示，美国的人均可支配年收入从 3 月到 5 月不降反而环比上升了 8%。美国 M2 月度同比增速在 5 月达到了 23%。这样肆无忌惮的印钞，令市场担心经济增速恢复后的通胀抬头。**

图 1：美国人均可支配年收入上升



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 2：美国 M2 月度同比增速在 5 月达到了 23%



数据来源：FRED，东吴证券研究所

1.2. 供给端：太多货币追逐着太少商品？

疫情大幅影响了生产活动，是一个毫无疑问的事实。**通货膨胀是过多货币追逐过少商品的结果，而目前可供购买的商品和服务的数量正在急剧下降，因为疫情的反复和社会不安定导致的停工可能严重减少某些产品的供应。**这样的案例不在少数，比如，因为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

200 多名工人患病，肉类加工公司 Smithfield Foods 关闭了一家生产美国近 5%猪肉的工厂，此后又关闭了其他几家工厂。亚马逊和 Instacart 等电子商务平台物流运营的工人进行罢工，要求提高工资。美国一些医疗设备的价格也已经上升，因为各州政府都在争夺稀缺的供应。如果供应在一定时期内中断并且在长期受到影响，那么商品价格可能会随之上涨，从而带来通胀。

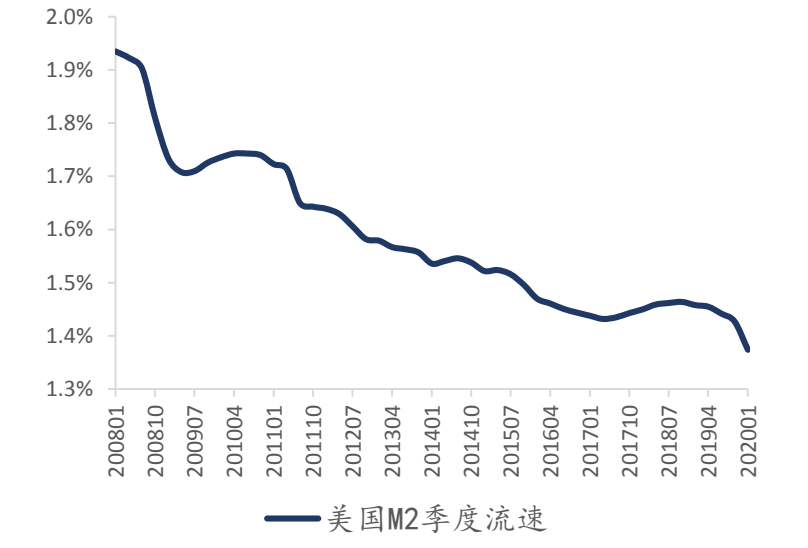
我们认为，这两方面的原因都不足以构成美国通胀的重要风险。

2. 为什么美国目前不会有通胀？

2.1. M2 的流速在放缓

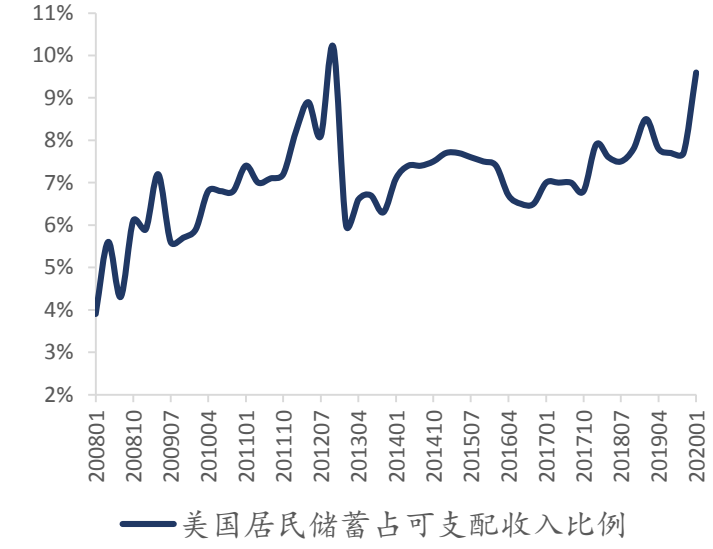
讨论经济系统中是否存在过多的货币，不能只关注货币供应量，也要观察货币周转的速度，即在一定时期内，一美元用于购买商品和服务的次数。**目前，美国经济中的货币流通速度正在急剧放缓。**M2 的流通速度在 1990 年代达到峰值后，于 2008 年金融危机后开始迅速下降。并且在美国历次经济衰退中，M2 的流速放缓都表现得尤为明显。**同时，居民储蓄率也在提升。**过去的疫情爆发期间，这一趋势也非常明显。储蓄率的提高不仅仅是因为消费者没有地方可以支出他们的收入，也时因为他们正在有意识地选择“未雨绸缪”地存钱。**因此，很难通过 M2 的上升来直接判断货币进入了会造成通胀的商品和服务市场。**

图 3：历次经济衰退中美国 M2 的流速放缓



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 4：美国居民储蓄率提升

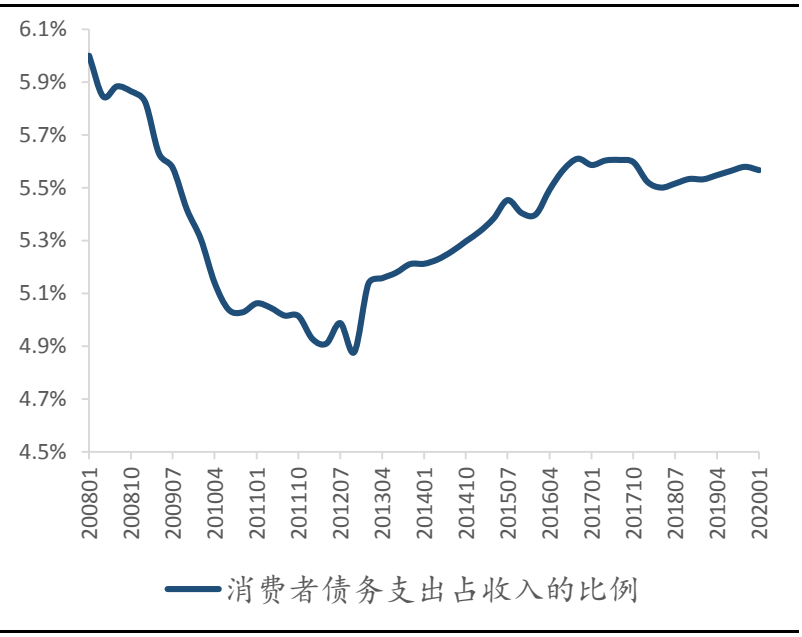


数据来源：FRED，东吴证券研究所

2.2. 大量资金用于还债

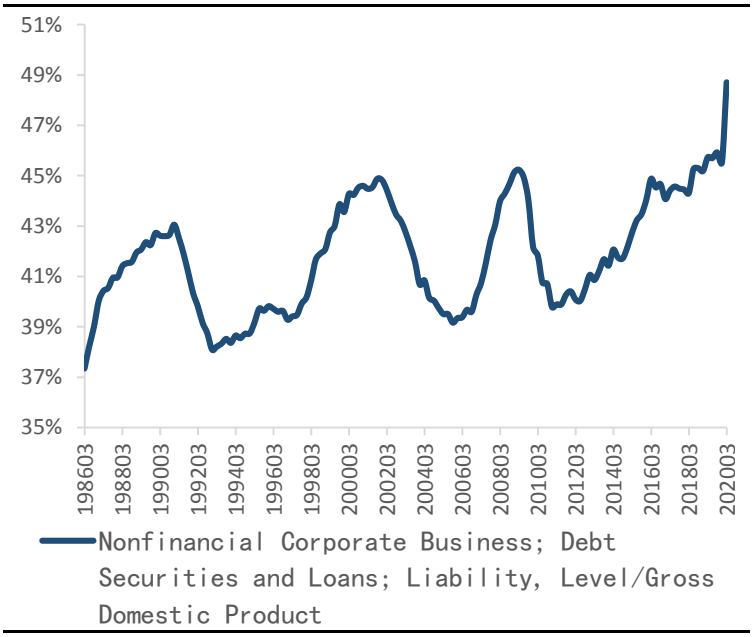
即使企业和居民部门获得了大量政府投放的流动性，但**如果观察消费者债务支出占收入的比例和非金融企业杠杆水平，则可以发现两者近年来都呈现出不断攀升的状态。**尤其是非金融企业杠杆，即债务占 GDP 的比例，从 2010 年四季度约 40%的谷底一路上行。截至 2020 年一季度，美国非金融企业部门的这一比率为 49%，高于 2008 年底时期 45%的高点。2020 年一季度，美国信用卡还款 90 日以上逾期率为 9.1%，较去年四季度的 8.4%有较大程度的上升，而过去的一年中逾期率一直维持在 8.3%附近。较高的杠杆水平意味着大量的流动性都被用来还本付息，同时企业还要尽力维持运营——如果没有救助，美国企业可能平均只能支撑 2.8 个月左右。**因此政府对居民和企业的救助也很难造成通胀，主要都是用来填补疫情造成的流动性缺口。**最后值得注意的是，美国的流动性也会溢出，由于美元是国际储备货币，可以在全球市场流通，**因此超发的货币也会持续流向新兴市场和其他国家，这些钱流入巨大的金融市场窟窿后，就随之消失了。**

图 5：美国消费者债务支出占收入的比例上升



数据来源：FRED，东吴证券研究所

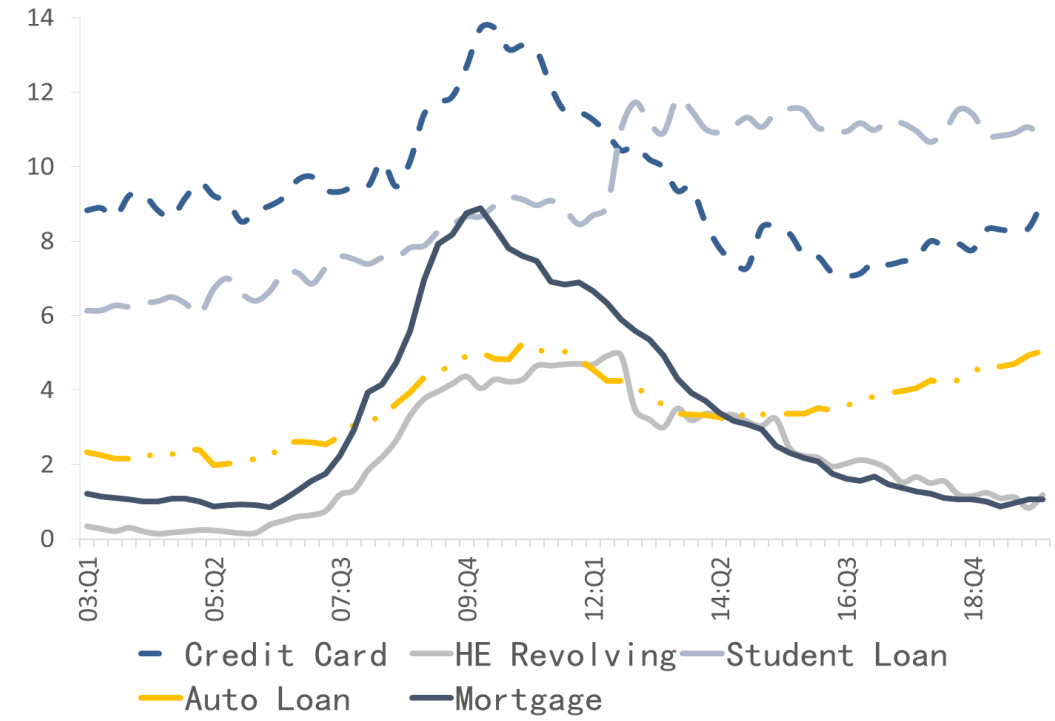
图 6：美国非金融企业部门杠杆率高于 2008 年底时期高点



数据来源：FRED，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：美国信用卡还款 90 日以上逾期率为 9.1%，较去年显著上升



数据来源：newyorkfed，东吴证券研究所

2.3. 虽然供给会下降，但是需求可能降得更多

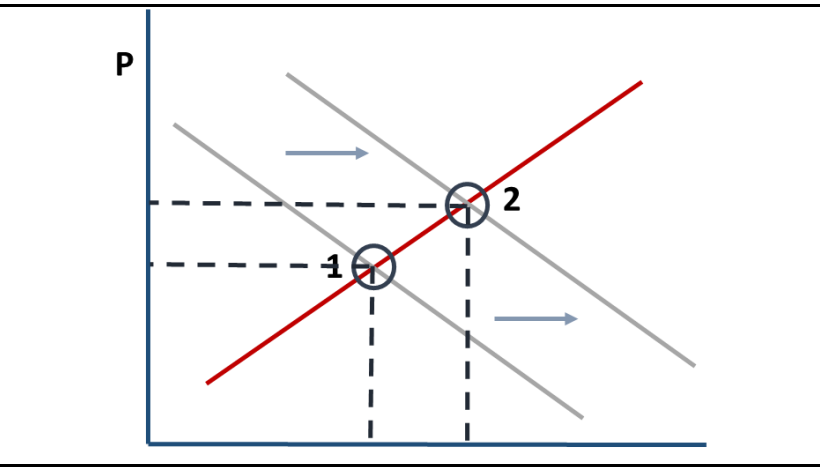
疫情导致的生产活动受阻虽然在一定时期内会中断供应，导致价格上升，但也会削弱被解雇的工人的赚钱和消费能力。某些受影响部门的工人失去收入，就会导致所有部门的收入都有所下降。**即使工资不受影响的工人会把一部分需求转移到生产不受影响的部门，但是也不足以完全抵消影响，因为工资不受影响工人的边际消费倾向低于受影响工人的边际消费倾向。**

研究表明，如果某些生产停滞，只有当仍能被生产的商品和服务可以完全取代不能被生产的商品和服务时，其他消费者的支出才能弥补这一缺口。例如，远程办公软件支出的上升无法抵消机票和酒店支出的下降。同时，因为商品之间存在互补属性，负面影响也会在产业间蔓延，比如健身房关闭会导致运动服销量大幅下降，即使运动服的生产本身没有受太大影响。**因为有这种互补性的存在，几乎所有消费者的支出都会比之前更少。**因此，供给冲击导致的需求下降可能比供给下降本身更严重，在一定时期内较难恢复到疫情前的水平。

2.4. 供给产能真的受到了影响吗？

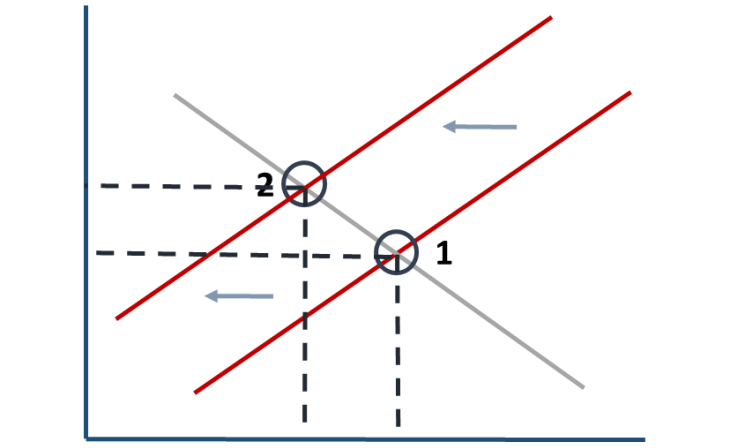
我们观察了对美国 PCE 产生影响的行业 4 月以来工时和工资的环比变化情况。通过观察两者是同方向变动还是反方向变动，也就是价（工资）和量（工时）的变化方向，我们可以得知是需求还是供给端对价和量造成了更大影响。**如果价量同方向变动，则可以认为需求对价量的边际影响更大（需求曲线右移或左移的后果），如果价量反方向变动，则认为供给对价量的边际影响更大（供给曲线右移或左移的后果）。**下图示意的是极端的情况，即假设在需或供给曲线移动时，另一曲线完全不变。事实上，另一曲线也会移动，只是移动幅度小于造成主要影响的曲线。

图 8：需求对价量产生更大影响的情况



数据来源：示意图，东吴证券研究所

图 9：供给对价量产生更大影响



数据来源：示意图，东吴证券研究所

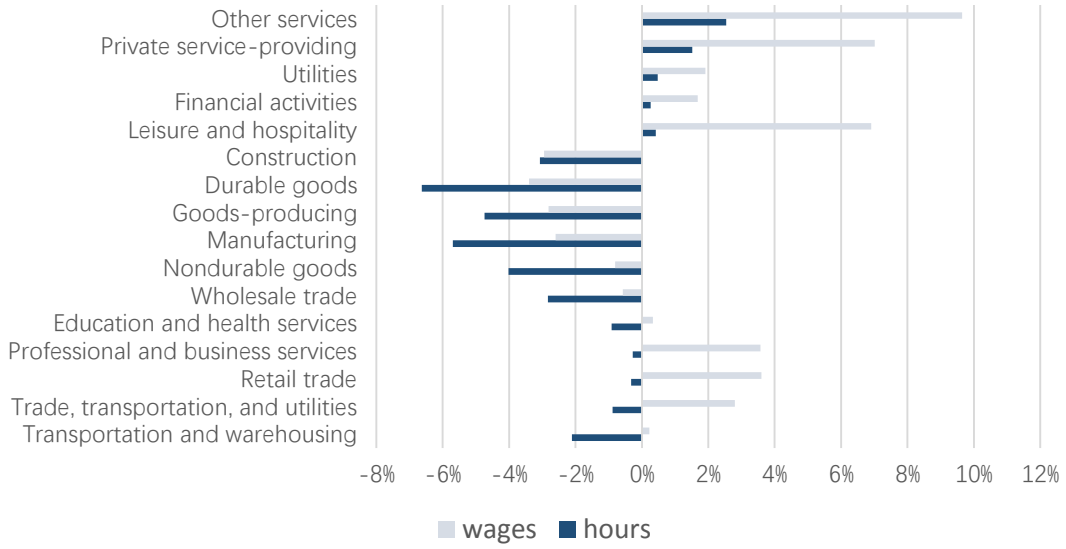
从 4 月工资和工时环比情况来看，大部分行业的**价量都是同升同降状态，证明需求端而影响更大**，而这其中的多数行业都属于**需求降低、价量同降**。金融、医疗等行业因为**需求上升，出现了价量同涨的情况**。而零售、运输等行业则是价量环比反方向变动，说明供给端对这些行业影响更大，且是**价升量降，说明供给曲线左移，供给收缩**。

5 月的环比情况已经能够体现出疫情暂时稳定后的复苏——几乎所有行业都是**量价同升，需求的回升造成了明显的边际影响**。

而 6 月美国出现了疫情反复，日新增数量大幅上升，商品市场的价量则出现了非常有趣的趋势：零售、服务等许多行业的工资和工时**同时环比降低**，说明**需求的大幅下降**对这些行业造成了主要冲击。而制造、批发等一些行业则呈现出**价降量升**的趋势。可以认为，这些行业的**供给曲线出现了大幅的右移**，因为供应商预期需求会持续回升，从而提升了供给。而因为疫情反复，需求增长不及预期，或者甚至有所回落，导致短期出现了供给过剩，商品价格降低，而商品数量提升。

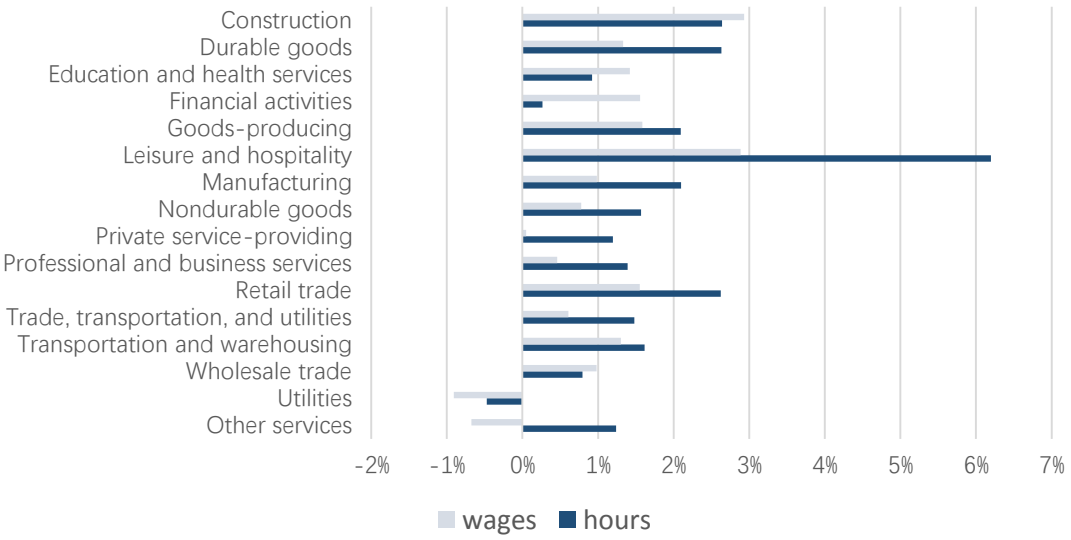
因此，我们认为大部分行业的供给端其实并没有受到无法逆转的冲击，虽然疫情可能导致短期的停工，但是一旦疫情好转达到复工条件，且供给商预期需求上升，那么供给不会是市场价量的重要影响因素，**从 6 月的经验来看，供给的回升依然较为容易。UCLA 和哈佛的研究（2020）也显示，随着 5 月经济开始复苏，受供应影响更大的行业的复苏速度快于受需求影响更大的行业。**

图 10：美国各行业工资、工时 4 月环比



数据来源：BLS，东吴证券研究所

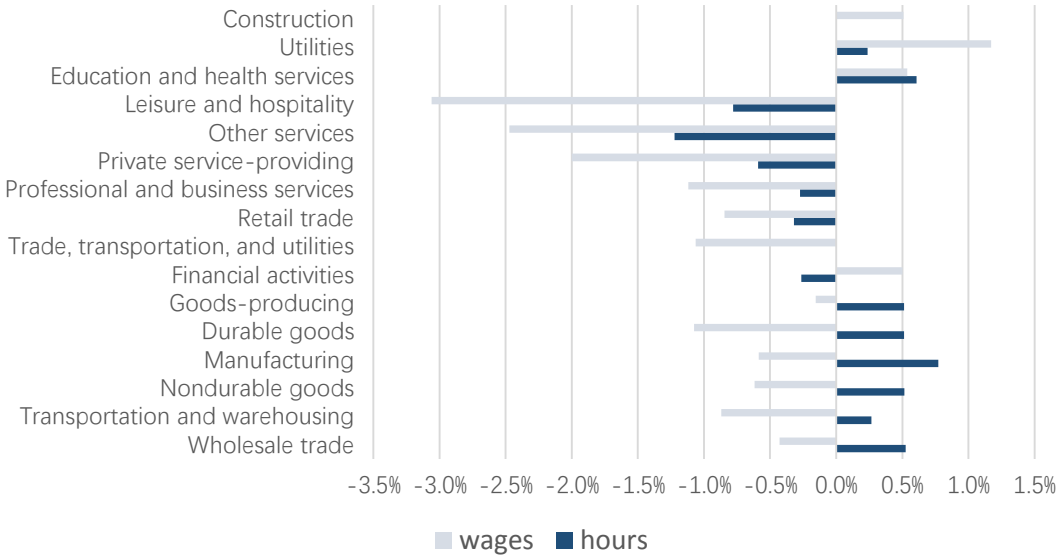
图 11：美国各行业工资、工时 5 月环比



数据来源：BLS，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 12：美国各行业工资、工时 6 月环比



数据来源：BLS，东吴证券研究所

总体来说，我们认为美国国内目前的货币超发、供给短缺，都不是未来通胀的主要风险。而通胀真正的诱发因素可能是更为长远且难以量化的一些话题，我们在这里做出一些提示。

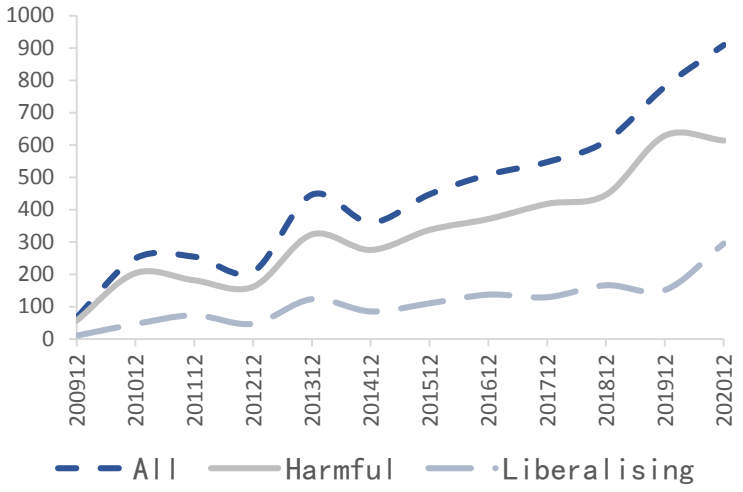
3. 美国未来的真正的通胀风险因素是什么？

3.1. 逆全球化的压力

在全球一体化的环境下，跨境移民和生产的离岸外包增加了全球劳动力供应，对工人(尤其是低技能工人)的工资形成下行压力。并且，制造业全球化竞争的加剧导致消费品成本下降，从而带来了通胀的降低。在过去的几十年中，大部分发达经济体的投资者几乎已经习惯了通胀不及预期的环境。而目前全球贸易保护主义的抬头和地缘政治摩擦频繁浮现，根据 global trade alert 的统计，全球每年新颁布的有害贸易干预政策在 2019 年达到了 629 条的高峰，目前受有害贸易干预影响最大的国家前三名为中国、德国和美国。**在美国经济回到正常轨道、大选结束后，中美关系的喘息时机可能也随之结束，更多贸易磨擦的不确定性将加深未来产业链逆全球化的风险。**

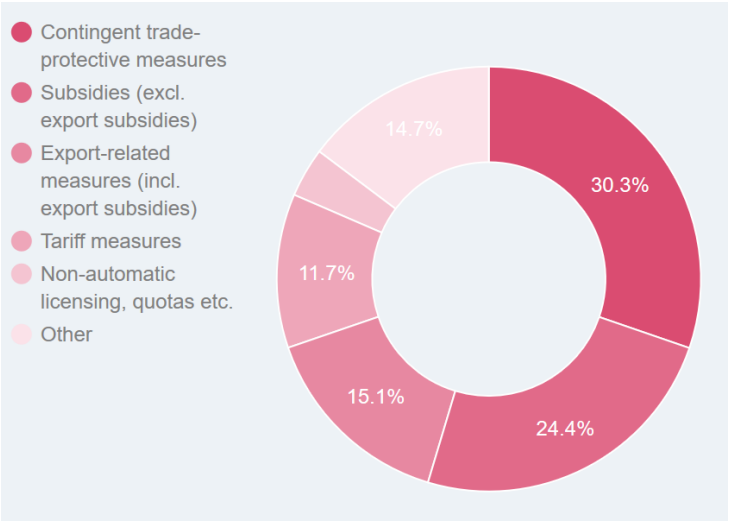
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：全球每年新颁布的贸易干预政策



数据来源：global trade alert，东吴证券研究所

图 14：有害贸易政策类型

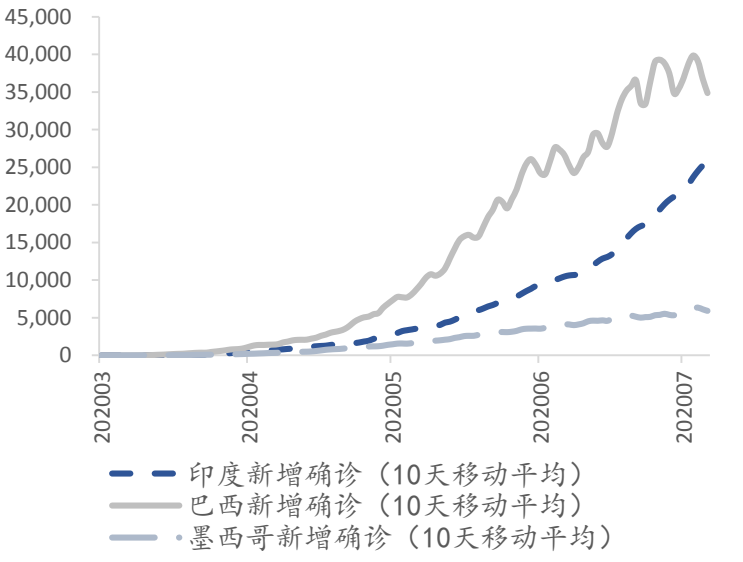


数据来源：global trade alert，东吴证券研究所

3.2. 新兴市场疫情短期内难以结束，全球粮食价格存在不确定性

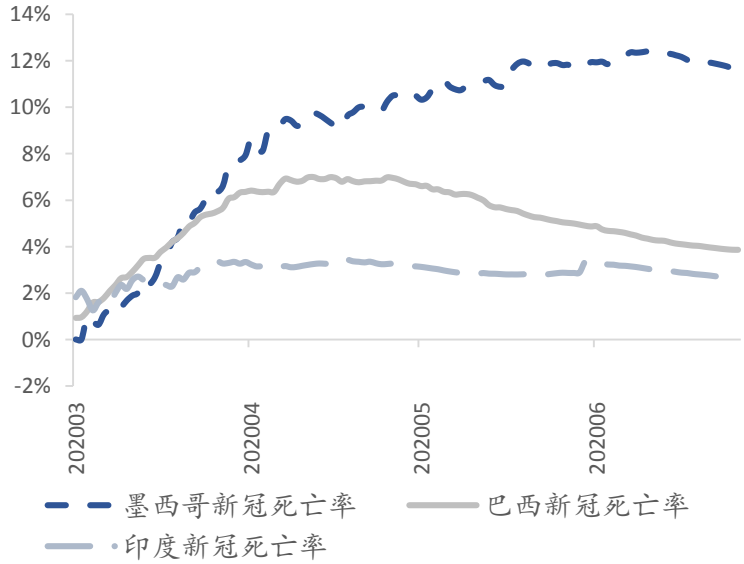
6 月 11 日，联合国粮农组织发布的《粮食展望》报告指出，虽然全球食品市场目前仍然具有韧性，但是受新冠疫情影响，全球粮食市场在接下来的多个月份中存在较大的不确定性。目前印度、巴西疫情严重，而美国 2020 年 1-5 月自两地进口的各项农产品金额同比增速锐减，而美国最大的农产品进口国墨西哥新增确诊移动平均也仍在上行，且死亡率居高不下，目前墨西哥的新冠死亡率是全球平均死亡率的两倍以上。**若粮食主要产出国疫情持续恶化，且长期不能得到控制，不能排除将出现严峻的粮食危机，从而演化为全球性的食品通胀，给美国 PCE 带来上行压力。**

图 15：印度、巴西疫情严重



数据来源：Our World in Data，东吴证券研究所

图 16：墨西哥死亡率居高不下



数据来源：Our World in Data，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：美国 2020 年 1-5 月自印度、巴西进口的各项农产品金额同比锐减

	India	Brazil	Mexico
FAS Agricultural Total	-14%	-8%	1%
Sugar & Tropical Products	-29%	14%	9%
Oilseeds & Products	-13%	-4%	26%
Planting Seeds	-50%	-83%	17%
Dairy & Products	-57%	25%	/
Livestock & Meats	-48%	-15%	6%
Tobacco & Products	-21%	-34%	-99%
Cotton, Linters & Waste	-61%	/	/

数据来源：FAS，东吴证券研究所

4. 风险提示

美国新增确诊数量大幅上升，严重影响后续复工进度。因为二次疫情而再次封城，导致需求不足，经济展望再度黯淡。市场出现调整。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

