

中信证券研究部



诸建芳
首席经济学家
S1010510120003



崔嵘
宏观分析师
S1010517040001

核心观点

市场对于美国高通胀的担忧源于货币数量理论，结合美联储两次大幅扩表的历史经验，我们认为货币超发不必然带来高通胀。目前来看，引发美国高通胀风险的条件尚不充分，预计未来一年经济修复将带来通胀的温和回升，2021年美国PCE通胀中枢区间在1.3%-1.7%。

■ **市场对于美国高通胀的担忧：**新冠疫情以来，美联储无限制的购债计划带来了基础货币的大幅扩张，资产负债表在几个月时间扩张了近70%，市场开始担忧美国是否会因此出现高通胀的问题。一旦出现高通胀，就可能引发市场对于美联储收紧货币政策的担忧，并由此带来金融市场的大幅波动。因此本篇报告针对美国是否可能出现高通胀的风险进行分析，并给出了对未来一年多美国短期通胀走势的判断。

■ **担忧主要来源于货币数量理论：**这一理论通过 $MV=PT$ 这一简单的公式将货币供应量M与物价水平P直接挂钩，而货币供应量M的扩张有赖于央行基础货币的增加，因此我们可以将货币数量公式改写为 $mBV=PT$ （m为基础货币，B为货币乘数）。在美联储大幅增加基础货币的背景下，市场担忧基础货币的显著扩张可能会引起物价水平大幅上升。但这一理论的缺陷在于假定货币乘数B和货币流通速度V均为常数。

■ **从美联储扩表的历史经验来看，货币超发并不必然带来高通胀。**历史上美联储经历了两次大规模扩表。第一次是在二战期间，为帮助战争融资，美联储购买大量国债带动基础货币扩张，战后物价同比增速从2%飙升至20%左右。第二次是在2008年次贷危机之后，美联储3轮QE大幅扩表，但危机时期的通胀水平一直位于3%以下，并未出现高通胀的问题。对比两次扩表的异同可以发现，从货币数量理论出发，虽然两次都出现了基础货币的大幅扩张，但二战期间货币乘数和货币流通速度都是上行的，而次贷危机期间则是下行的，明显稀释了基础货币扩张带来的通胀压力。因此我们认为货币超发向通胀传导的关键在于货币乘数和货币流通速度。

■ **本轮美联储天量宽松引发高通胀的概率并不高。**实际上，疫情期间美联储基础货币虽有大量扩张，但货币乘数和货币流通速度继续下降，因此并没有带来很高的通胀风险。往后看，未来高通胀风险将主要来源于货币乘数和货币流通速度的大幅反弹。我们认为在美国法定准备金率降为0、IOER继续作为利率走廊上限的背景下，货币乘数看不到大幅上升的基础。而从居民储蓄率、政策不确定性、以及金融分流、利率水平多角度来看，货币流通速度也很难大幅反弹。目前引发美国高通胀风险的条件尚不充分。

■ **预计美国未来一年经济修复将带来通胀的温和回升。**我们对美国短期通胀水平做了预测，选取PCE物价指数作为分析对象，根据对应的分项领先指标，我们构建了预测PCE物价指数的多因子模型，模型对PCE的拟合程度超过82%，其中解释能力最强的因子分别是原油价格和薪资增速。根据我们的模型预测，在经济修复的背景下，美国PCE物价指数年内可能小幅回落，明年初会有较为明显回升，到明年Q2将会阶段性超过2%，2021年中枢区间在1.3%-1.7%。预计核心PCE物价指数2020年底为1.20%，2021年底为1.50%。

■ **主要结论：**1) 从货币数量论出发，我们对标了美联储扩表的历史经验，认为货币超发并不必然带来高通胀。2) 往后看，从货币乘数和货币流通速度看，目前引发美国高通胀风险的条件尚不充分。3) 我们也对美国短期通胀水平进行预测，认为未来一年经济修复将带来通胀的温和回升，2021年美国PCE通胀中枢区间在1.3%-1.7%。因此对于投资者来说，短期不必担心高通胀，以及由此引发的流动性收紧的风险。而通胀的温和回升也有助于市场风险偏好的抬升，相对利好顺周期资产，包括股票、大宗等。

■ **风险因素：**1) 北半球冬季疫情爆发导致新一轮经济封锁；2) 美国财政政策和货币政策持续超预期；3) 原油和食品的供给端出现意外变化导致价格大幅波动。

目录

市场对于美国高通胀的担忧	1
货币超发不必然带来高通胀	1
历史上美联储的两轮扩表	2
两轮扩表之后通胀走势截然不同	3
关键在于货币乘数和货币流通速度	3
二战与次贷时期的货币乘数	4
二战与次贷时期的货币流通速度	4
本轮美联储天量宽松引发高通胀的概率并不高	5
货币乘数：没有大幅上升的基础	5
货币流通速度：大幅反弹的概率很小	6
预计未来一年经济修复将带来美国通胀的温和回升	7
通胀指标的选取	7
短期通胀的分析框架	7
原油价格和薪资增速是关键	9
美国短期通胀走势预测	11
风险因素	12

插图目录

图 1: 疫情期间, 美联储基础货币和总资产大幅扩张	1
图 2: 密歇根 1 年通胀预期已经创 2014 年新高	1
图 3: 二战期间美联储基础货币规模扩张了 2.5 倍	2
图 4: 期间美联储采取收益率曲线控制, 将利率维持在较低水平	2
图 5: 次贷危机之后, 美联储三轮 QE 资产规模扩张了 4.5 倍	3
图 6: 期间利率也长期控制在较低水平	3
图 7: 二战期间的物价水平变化	3
图 8: 2008 年次贷危机之后的物价水平变化	3
图 9: 二战与次贷危机期间货币乘数对比	4
图 10: 二战与次贷时期美国货币流通速度对比	5
图 11: 美国新冠疫情期间的货币乘数	5
图 12: 美国新冠疫情期间的货币流通速度	5
图 13: 美国法定存款准备金率和超额存款准备金率	6
图 14: 短期通胀的分析框架	8
图 15: CRB 食现货指数领先 PCE 食品通胀分项	8
图 16: 布油现货价格领先 PCE 能源通胀分项	8
图 17: 剔除能源的进口价格指数领先核心商品 PCE 通胀分项	8
图 18: 薪资增速领先核心服务 PCE 通胀分项	8
图 19: 因子模型拟合的 PCE 与实际 PCE 通胀走势基本一致	9
图 20: 原油供给与需求将逐步正常化, 且趋于平衡	10
图 21: 预计明年油价中枢可能会小幅上行至 45-50 美元	10
图 22: 平均薪资水平越低的行业, 疫情期间失业人数相对于其疫情前的比例越高	10
图 23: 预计至少在 2021 年之前美国薪资增速都将延续下行趋势	11
图 24: 2020-2021 年美国 PCE 价格走势预测	11

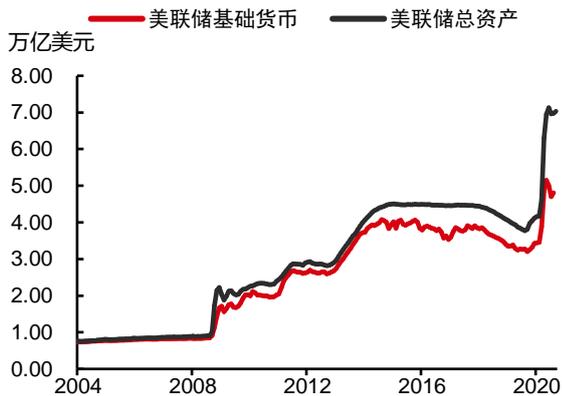
表格目录

表 1: CPI 和 PCE 物价指数对比	7
表 2: PCE 物价指数的多因子模型的回归结果	9
表 3: 2020-2021 年美国 PCE 物价指数及其分项预测	12

■ 市场对于美国高通胀的担忧

市场对于美国高通胀的担忧：新冠疫情以来，美联储无限量购债计划带来了基础货币的大幅扩张，资产负债表在几个月时间扩张了近70%，市场开始担忧美国是否会因此出现高通胀的问题。一旦出现高通胀，就可能引发市场对于美联储收紧货币政策的担忧，并由此带来金融市场的大幅波动。因此本篇报告针对美国是否可能出现高通胀风险作出分析，并给出了对未来一年多美国短期通胀走势的判断。

图 1：疫情期间，美联储基础货币和总资产大幅扩张



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 2：密歇根 1 年通胀预期已经创 2014 年新高



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

市场担忧主要来源于货币数量理论：根据费雪方程式， $MV=PT$ ， M 为货币供应量， V 为货币流通速度， P 为物价水平， T 为商品交易总量。我们可以将 PT 近似认为等同于名义 GDP， M 以 $M2$ 为代理变量，那么货币流通速度近似等于名义 GDP 除以 $M2$ 。货币数量理论通过这一简单的公式将货币供应量 M 与物价水平 P 直接挂钩。而货币供应量 M 的扩张有赖于央行基础货币的增加，依据乔顿模型 $M=B*m$ ，货币乘数 B 等于广义货币量 M 除以基础货币 m （也叫高能货币），因此我们可以将货币数量公式改写为 $mBV=PT$ （ m 为基础货币， B 为货币乘数）。

在美联储大幅增加基础货币的背景下，市场担忧基础货币的显著扩张可能引起物价水平大幅上升。但这一理论最大的缺陷在于假定货币乘数 B 和货币流通速度 V 均为常数。在乔顿模型和费雪方程式中，一般假定货币流通速度 V 由于制度性因素在短期内不变；货币乘数 B 受多种复杂因素影响，可以认为是一个外生变量；经济交易量 T 与产出水平构成一个固定的比例。因而这三个变量都可视为常数，只有 P 和 m 互相影响，所以 P 的值主要取决于 m 的变化。但这只是理论的假设，结合历史上美联储扩表的历史经验可以发现，这一假设实际存在一定缺陷。

■ 货币超发不必然带来高通胀

从美联储扩表的历史经验来看，货币超发并不必然带来高通胀。历史上美联储经历了两次大规模扩表。第一次是在二战期间，为帮助战争融资，美联储购买大量国债带动基础

货币扩张,战后物价同比增速从2%飙升至20%左右。第二次是在2008年次贷危机之后,美联储3轮QE大幅扩表,但危机时期的通胀水平一直位于3%以下,并未出现高通胀的问题。

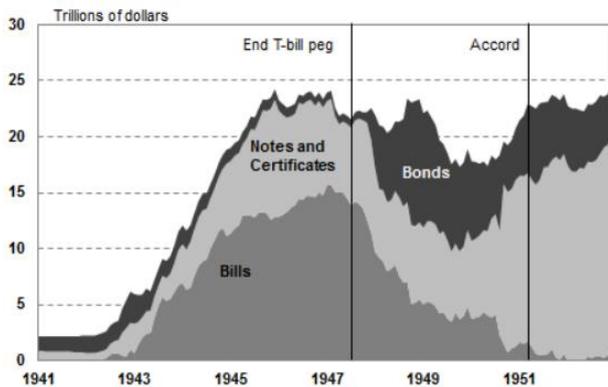
历史上美联储的两轮扩表

历史上看美联储大幅扩表主要有2个时期,分别是1940-1950年二战期间,2008-2014年次贷危机。这两个时期的共同特点是为了帮助财政融资,美国基础货币都出现了显著扩张,且利率长期控制在低位。

1) 二战期间为了帮助战争融资,美国政府大量发行国债,美联储承诺通过大量购债将收益率曲线控制在固定的水平。二战期间,美联储基础货币从200亿美元扩张到了500亿美元,翻了2.5倍;且3个月、1年、长期国债利率都在近十年的时间保持在了较低水平。

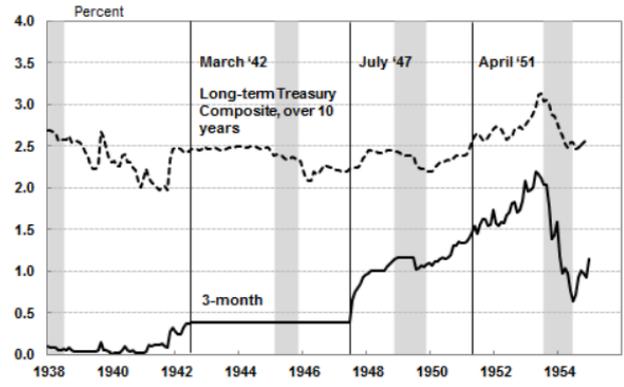
2) 而2008年次贷危机期间,美联储在2008年12月将基准利率降到0,并开启了大规模的资产购买计划,同样的目的也是去购买国债间接帮助财政融资。次贷危机之后,美联储采取了三轮QE,资产规模从不到1万亿美元扩张了4.5万亿美元,翻了4.5倍。而基准利率水平长期控制在0,直到2015年12月才开始第一次加息,长期美债收益率也持续位于很低的水平。

图3: 二战期间美联储基础货币规模扩张了2.5倍



资料来源: Fed, 中信证券研究部

图4: 期间美联储采取收益率曲线控制, 将利率维持在较低水平



资料来源: Fed, 中信证券研究部

图 5：次贷危机之后，美联储三轮 QE 资产规模扩张了 4.5 倍



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 6：期间利率也长期控制在较低水平

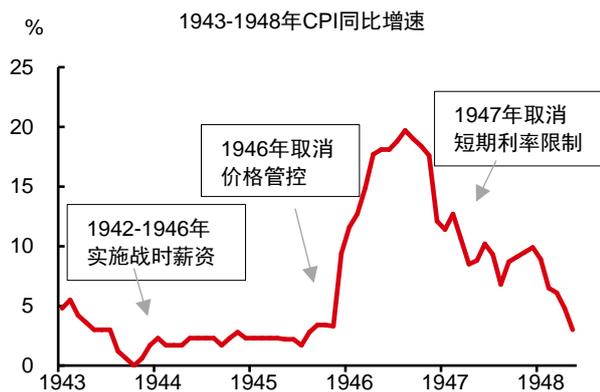


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

两轮扩表之后通胀走势截然不同

二战期间，美国曾经实施了价格管控，通胀水平没有出现明显上升。但 1946 年杜鲁门政府开始取消战时价格控制，货币超发带来的通胀问题便随之显现，物价同比增速从 2% 一路飙升至 20% 左右，通胀中枢水平上升到了 10% 以上。直到 1947 年美联储开始取消短期利率的控制，货币供给收缩，通胀水平才开始下行。而 2008 年次贷危机期间，虽然美联储三轮 QE 带来了大量的基础货币投放，但实际物价水平并没有像市场所担心的那样快速走高。QE2 期间 CPI 同比增速最高反弹到了 3% 左右，随后就一路回落，之后的几年通胀水平都持续低于 2%。因此在基础货币大幅扩张的时期，货币超发并不必然带来高通胀。对此，我们不得不重新审视货币供给向通胀的传导逻辑和关键影响因素。

图 7：二战期间的物价水平变化



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 8：2008 年次贷危机之后的物价水平变化



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

关键在于货币乘数和货币流通速度

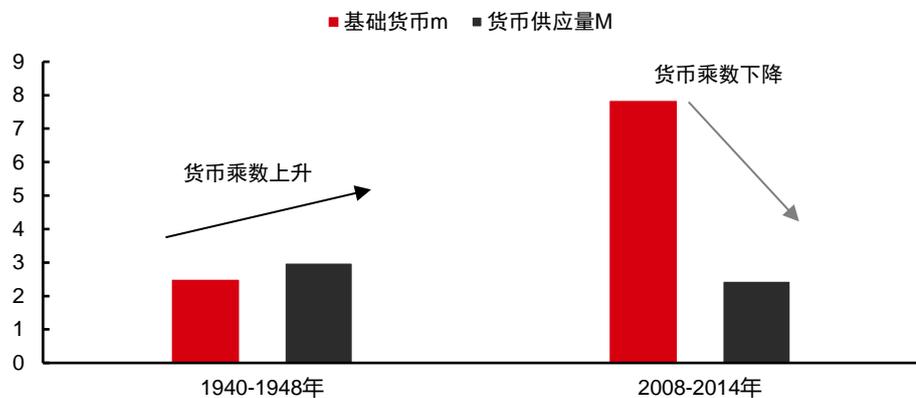
从货币数量理论出发对比两次扩表的异同可以发现，虽然两次都出现了基础货币的大幅扩张，但二战期间货币乘数和货币流通速度都是上行的，而次贷危机期间则是下行的，

明显稀释了基础货币扩张带来的通胀压力。因此我们认为货币超发向通胀传导的关键在于货币乘数和货币流通速度。

二战与次贷时期的货币乘数

从货币乘数来看：二战期间美国货币供给 M2 从 500 亿美元上涨到了 1500 亿美元，翻了三倍；美联储的基础货币从 200 亿美元上升到了 500 亿美元，简单测算可以发现货币乘数在此期间是上升的。而自 2008 年以来美联储资产负债表扩张了 784%，M2 仅扩张了 245%，货币乘数是显著下降的。与此同时，美国超额存款准备金的比率从 2008 年的 0% 上升到了 2014 年的 25%。这说明美联储投放的大量基础货币所形成的货币供给量越来越少，大量基础货币以存款准备金的形式放在美联储的账户上。因此货币超发的流动性一部分被美联储和银行体系回收，对通胀起到了一定的对冲作用。

图 9：二战与次贷危机期间货币乘数对比



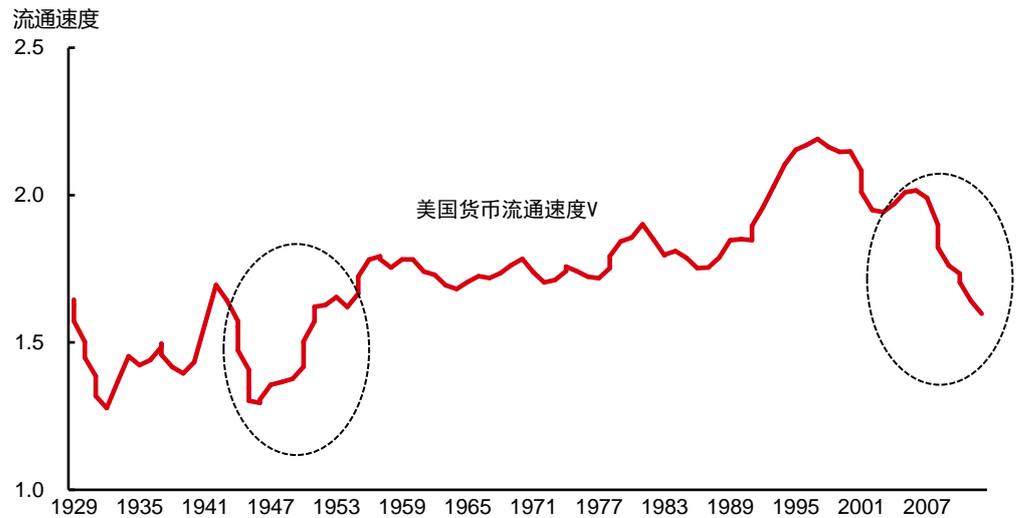
资料来源：《美国货币史》（米尔顿·弗里德曼），Bloomberg，中信证券研究部

二战与次贷时期的货币流通速度

从货币流通速度来看：在二战期间，美国的货币流通速度在经历前面几十年的下降之后出现了明显反弹，从 1.2 左右反弹到了接近 1.8 的水平。相比之下，2008 年货币流通速度从 1.8 左右下跌到了 2015 年的 1.3 左右。这反映了在 08 年之后货币超发带来的多余流动性不仅没有带来实体经济增长相应程度的回升，反而导致流通速度降低，进而稀释了物价水平。

综上，我们通过历史对比发现，历史上两次货币超发都带来了基础货币的扩张，但相比 1940 年，2008 年这一轮基础货币扩张没有带来高通胀的主要原因是货币乘数和货币流通显著降低。

图 10：二战与次贷时期美国货币流通速度对比



资料来源：《美国货币史》（米尔顿·弗里德曼），Fed，中信证券研究部

■ 本轮美联储天量宽松引发高通胀的概率并不高

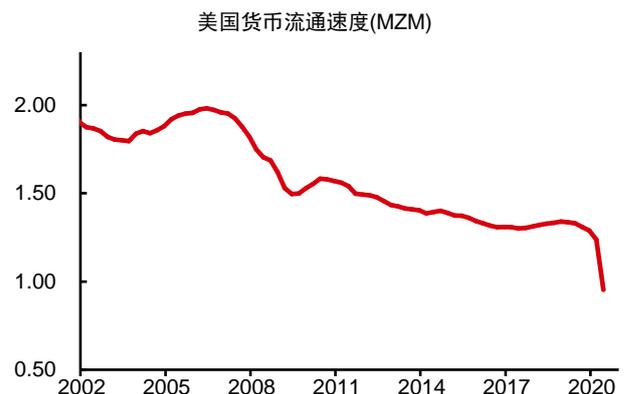
实际上，新冠疫情期间美国虽然基础货币有大量扩张，但货币乘数和货币流通速度继续下降，因此并没有带来很高的通胀风险。往后看，未来引发高通胀的风险则主要来源于货币乘数和货币流通速度的大幅反弹。我们认为在美国法定准备金率降为 0、IOER 继续作为利率走廊上限的背景下，货币乘数暂时看不到大幅上升的基础。而从居民储蓄率、政策不确定性、以及金融分流、利率水平多角度来看，货币流通速度也很难大幅反弹。因此目前引发美国高通胀风险的条件尚不充分。

图 11：美国新冠疫情期间的货币乘数



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 12：美国新冠疫情期间的货币流通速度



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

货币乘数：没有大幅上升的基础

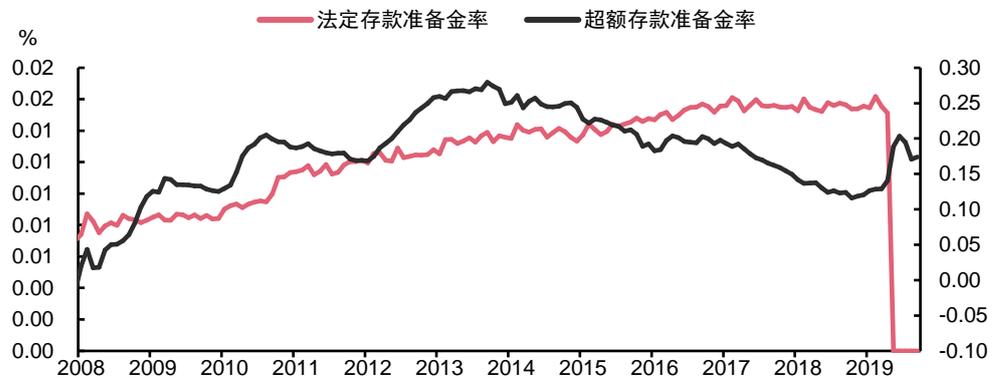
货币乘数主要受到存款准备金率的影响。存款准备金率可以分为法定存款准备金率和超额存款准备金率，二者皆与货币乘数呈反向变动的关系。美国法定准备金率从 1975 年

的 5.1%一直在下降（疫情前降至 1.4%），2020 年 3 月份美联储正式将法定存款金率下调为 0，这意味着未来法定存款准备率已经没有下降的空间。

另一方面，从超额准备金率来看，2014 年美联储正式推出利率走廊“地板系统”，将隔夜逆回购利率作为走廊走廊的下限，存款准备金利率 IOER 作为利率走廊的上限，通过利率走廊的运行，可以有效地将联邦基金利率控制在目标区间。而利率走廊的前提则需要美国银行维持超额准备金率的稳定，以防止利率有效的突破走廊上限。因此在 IOER 构成利率上限的前提下，我们很难看到银行超额准备金率出现大幅下降。

因此总的来看，货币乘数在法定准备金为 0，IOER 构成利率走廊上限的背景下，暂时看不到大幅上升的基础。

图 13：美国法定存款准备金率和超额存款准备金率



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

货币流通速度：大幅反弹的概率很小

对于货币流通速度，我们可以分别从居民、企业、金融三部分来分析。首先，从居民部门来看，疫情期间超大规模的居民补贴政策并不可持续，未来若疫苗推出之后预计补贴政策很快就会退出，因此短暂的储蓄率回升不会从根本上改变居民消费的偏好，而疫情影响下我们预计整体储蓄率中枢将会相对疫前有所抬升。其次，从企业部门来看，资本开支的大幅回升有赖于经济和政策预期向好，但目前经济政策不确定性仍然显著高于疫前，且企业杠杆率处于历史最高位，未来加杠杆的意愿和空间都受到制约。最后，从金融部门来看，美国居民对于股票市场配置比例的提高，也会吸收一部分流动性，制约实体经济中货币流通速度的反弹。另外，利率越低，持有货币机会成本就越小，货币流通速度也会变慢，目前来看我们判断美联储在未来五年加息的概率很低，利率若长期保持低位也不支持货币流通速度的回升。因此从居民储蓄率、政策不确定性、金融分流、利率水平推断，货币流通速度大幅反弹的概率很小。

总的来看，在货币乘数和货币流通速度没有大幅反弹的情况下，货币超发引发高通胀的条件尚不充足，因此本轮美联储天量宽松引发高通胀的概率并不高。

■ 预计未来一年经济修复将带来美国通胀的温和回升

我们也对美国短期通胀水平做了预测，选取 PCE 物价指数作为分析对象，根据对应的分项领先指标，我们构建了预测 PCE 物价指数的多因子模型，模型对 PCE 的拟合程度超过 82%，其中解释能力最强的因子分别是原油价格和薪资增速。根据我们的模型预测，在经济修复的背景下，美国 PCE 物价指数年内可能小幅回落，明年初会有较为明显回升，到明年 Q2 预计将会阶段性超过 2%，2021 年中枢区间在 1.3%-1.7%。此外，我们也对核心 PCE 及其分项进行了预测，预计核心 PCE 物价指数 2020 年底为 1.20%，2021 年底为 1.50%。

通胀指标的选取

由于 PCE 相对 CPI 更能全面准确地反映实际物价水平的变化，美联储自 2000 年开始就提出以 PCE 作为货币政策盯住的价格目标。因此本篇报告我们也采取 PCE 物价指数作为分析对象，以更好地评估实际通胀水平的趋势。

表 1: CPI 和 PCE 物价指数对比

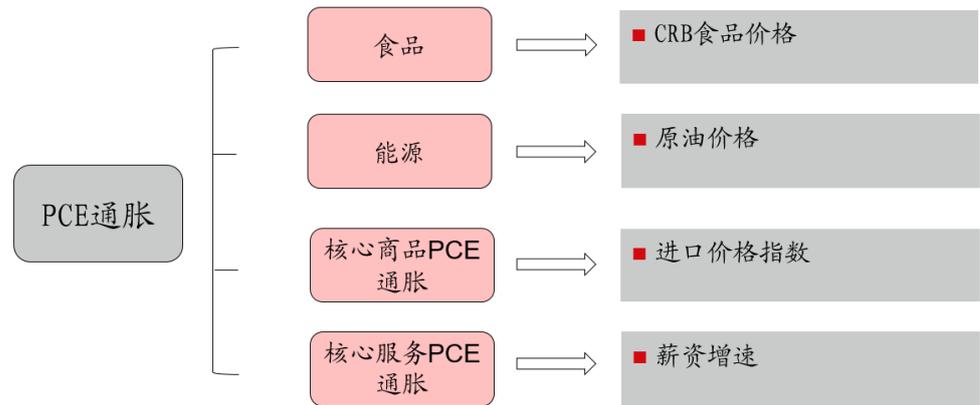
	CPI	PCE
数据来源	美国劳工统计局(BLS)	美国经济分析局(BEA)
发布时间	每月第三个星期发布	每月第四个星期发布一次
计算公式	拉式加权平均法	费雪链式加权平均法
统计范围	主要统计美国城市居民在商品和服务上的消费物价水平变化	PCE 除了包含城市居民的消费支出,还包含了农村居民和为消费者服务的非营利机构的消费支出,由政府 and 雇主资助的医疗保险和医疗补助覆盖的医疗费用,以及金融服务的隐含费用。
权重更新	每两年更新一次; CPI 中住房和能源支出权重相对较高	每季度更新一次; PCE 中医疗服务权重更高
优劣比较	PCE 相对 CPI 更能全面准确地反映实际物价水平的变化: 1) PCE 涵盖的范围更广; 2) 权重更新频率快,更能体现“替代效应”; 因此美联储从 2000 年开始使用 PCE 作为政策目标	

资料来源: BEA, BLS, Fed, 中信证券研究部

短期通胀的分析框架

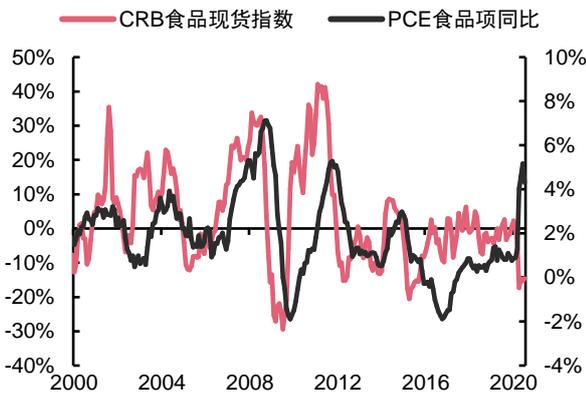
PCE 物价指数可以拆分为四大分项，分别是食品、能源、核心商品和核心服务。通过历史对比和统计方法筛选可以发现，这四大因素分别对应的领先指标分别是 CRB 食品、原油价格、剔除能源的进口价格指数、薪资增速。

图 14：短期通胀的分析框架



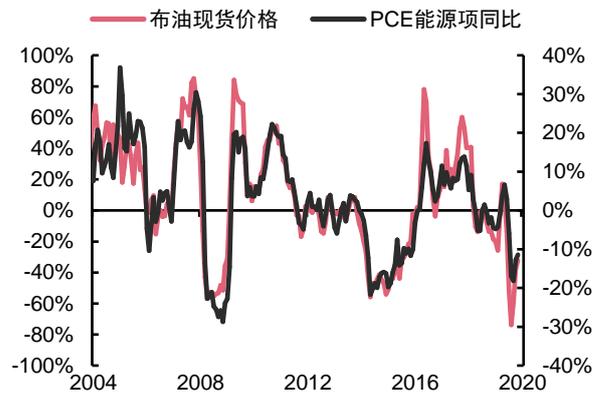
资料来源：BEA，中信证券研究部

图 15：CRB 食现货指数领先 PCE 食品通胀分项



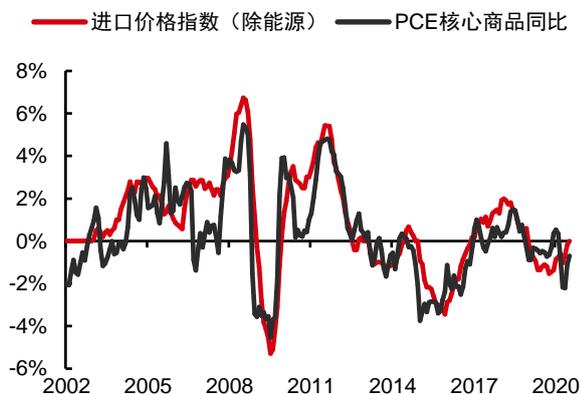
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 16：布油现货价格领先 PCE 能源通胀分项



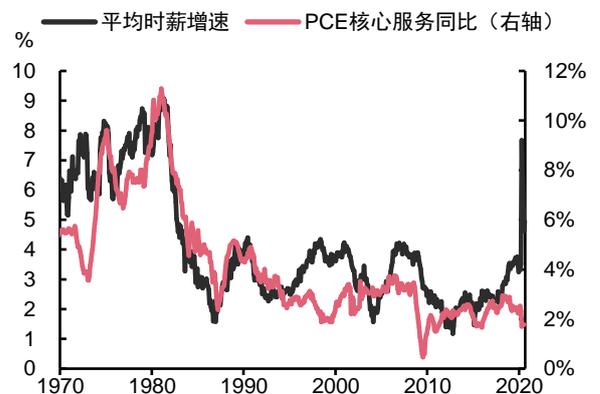
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 17：剔除能源的进口价格指数领先核心商品 PCE 通胀分项



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 18：薪资增速领先核心服务 PCE 通胀分项



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

我们根据对应的分项领先指标构建了预测 PCE 物价指数的多因子模型，利用指标之间的历史相关性动态调整领先/滞后阶数。模型结果显示，因子模对 PCE 的解释程度超过

82%，其中解释能力最强的因子分别是原油价格和薪资增速，这主要与能源波动较大以及核心服务价格指数占比较高（超 60%）有关。因此短期决定通胀走势最关键的因素是原油价格和薪资增速。

表 2: PCE 物价指数的多因子模型的回归结果

	系数	t 值	P 值
CRB 食品价格	0.015***	2.68	0.008
原油价格	0.110***	12.76	0.000
进口价格指数	0.096***	7.67	0.000
薪资增速	0.121***	3.67	0.000
常数项	0.011***	12.04	0.000

备注：拟合优度 R-Square=82.02%；样本区间为 1961 年 1 月-2020 年 9 月；***表示在 99%的置信度下显著
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 19: 因子模型拟合的 PCE 与实际 PCE 通胀走势基本一致



资料来源：BEA，Bloomberg，中信证券研究部

原油价格和薪资增速是关键

为了便于预测，我们需要着重分析原油价格和薪资增速，并结合各变量的领先性对接下来一年多的 PCE 物价指数进行预测。

原油供需逐步正常化，明年价格温和上行。从供应端来看，8 月开始 OPEC 减产额度从 970 万桶/天下降到 770 万桶/天，EIA 预计美国页岩油产量将维持在 1100 万桶/日附近，且美国压裂数、活跃钻井机数也开始从低位反弹，反映原油供给正在边际回升。从需求端来看，欧洲疫情近期有所恶化，印度、巴西等地疫情仍然严重，虽然美国近期新增确诊下降，但疫情逐渐开始常态化，且年底北半球冬季疫情仍可能出现反复。因此短期来看，在供给边际回暖、需求持续低迷的情况下，原油价格快速回升暂告一段落。明年随着需求的逐步回暖，价格可能还会小幅上行，但供给的博弈意味着油价持续高于页岩油盈亏平衡成本的概率很低。我们预计 2020 年 Q4 布伦特油价中枢可能在 40 美元左右，而明年油价中枢可能会小幅上行至 45-50 美元。因此预计未来一年 PCE 能源价格可能先下后上，但上行的幅度相对温和。

图 20: 原油供给与需求将逐步正常化, 且趋于平衡



资料来源: EIA, 中信证券研究部

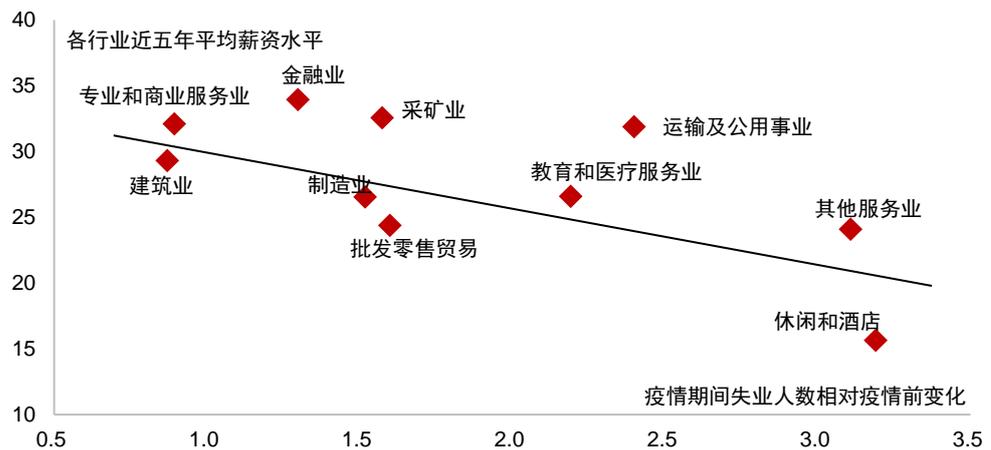
图 21: 预计明年油价中枢可能会小幅上行至 45-50 美元



资料来源: EIA, 中信证券研究部

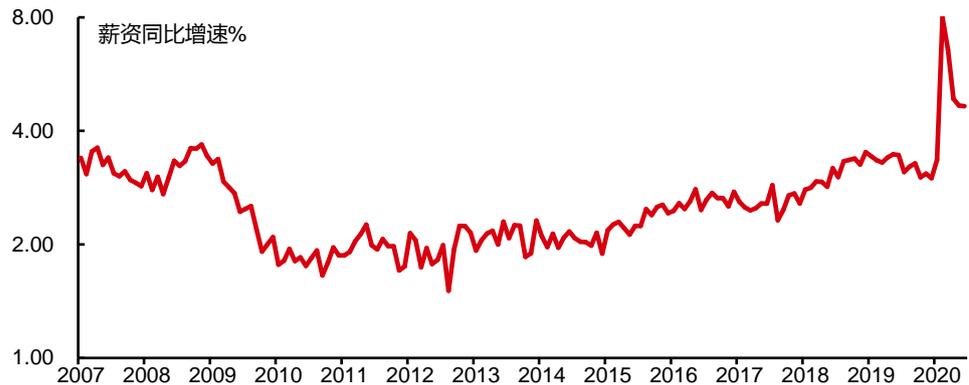
美国薪资增速延续下行趋势。疫情以来美国劳动力的薪资增速出现了明显的上行, 主要原因在于低收入的劳动力退出了就业市场。从疫情期间各行业的失业情况来看, 平均薪资水平越低的行业, 疫情期间失业人数相对于其疫情前的比例越高。而近期薪资增速有所回落, 也一定程度反映了低收入行业(休闲酒店、批发零售、其他服务业等)就业的改善。从目前的就业情况来看, 截至 8 月美国整体就业缺口高达 780 万, 未来一年预计就业仍将缓慢恢复, 意味着薪资增速也将延续下行趋势。从 2008 年金融危机的经验来看, 危机爆发后伴随着低收入人群的退出, 薪资增速出现半年左右的短暂回升后便持续下行, 直到 2015 年薪资增速才从低位开始回升。因此我们预计至少在 2021 年之前美国薪资增速都将延续下行趋势, 核心 PCE 服务价格水平也将继续下行。

图 22: 平均薪资水平越低的行业, 疫情期间失业人数相对于其疫情前的比例越高



资料来源: BLS, 中信证券研究部

图 23：预计至少在 2021 年之前美国薪资增速都将延续下行趋势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美国短期通胀走势预测

总的来看，结合原油、薪资增速的分析，以及我们的通胀预测多因子模型，我们能大致推算出未来一年美国的通胀走势。我们按照原油和薪资增速分成乐观、中性、悲观的情景，在**乐观情形下**（2021 年底原油价格中枢回升至 50 美元/桶以上，薪资增速企稳回升至高于疫前水平），对应的美国 PCE 物价指数同比增速 2020 底为 1.10%，2021 年底为 1.75%。**悲观情形下**（原油价格年底回落到 35 美元/桶左右，2021 年中枢回升至 40-45 美元/桶，薪资增速快速回落至低于疫前水平），对应的 PCE 物价指数同比增速 2020 底为 0.72%，2021 年底为 1.41%。**中性情形下**（2020Q4 原油价格在 40-45 美元/桶，2021 年底原油价格中枢逐步回升至 45-50 美元/桶，薪资增速逐步回落至疫情前水平），对应的 PCE 物价指数同比增速 2020 底为 1.02%，2021 年底为 1.55%。

图 24：2020-2021 年美国 PCE 价格走势预测



资料来源：BEA，Bloomberg，中信证券研究部预测

分项来看，我们也对核心 PCE 及其分项进行了预测。在中性假设下，核心通胀主要受到薪资增速的拖累，但随着经济逐渐正常化，需求的回升也将推动包括餐饮、住宿、运输、休闲等行业的物价回升，海外经济的修复对美国核心商品通胀有一定提振，医疗服务价格在疫情反复的情况下依然保持较高增速，而住房服务在失业率和薪资的压制下难有起

色。预计美国核心 PCE 物价指数 2020 年底为 1.2%，2021 年底为 1.5%。

总的来看，目前美国高通胀的风险较小，未来一年经济修复将带来通胀的温和回升。因此，对于投资者来说，短期不必担心高通胀，以及由此引发的流动性收紧的风险。而通胀的温和回升也有助于市场风险偏好的抬升，相对利好顺周期资产，包括股票、大宗商品等。

表 3：2020-2021 年美国 PCE 物价指数及其分项预测

(同比增速%)	当前	预测	
	2020 年 7 月	2020 年底	2021 年底
PCE 物价	1.00%	1.02%	1.55%
核心 PCE 物价	1.25%	1.20%	1.50%
食品通胀	4.30%	3.00%	1.00%
能源通胀	-11.40%	-11.20%	4.00%
核心商品通胀	-0.50%	-0.20%	0.30%
机动车及零件	2.70%	2.75%	2.90%
家具设备	-0.30%	-0.20%	0.00%
娱乐商品和休闲车辆	-3.20%	-3.00%	-2.50%
其他耐用品	-3.10%	-2.50%	-2.00%
服饰与鞋类	-6.80%	-4.60%	-1.20%
其他非耐用品	1.40%	1.35%	1.50%
核心服务通胀	1.78%	1.80%	2.00%
住房服务	2.60%	1.80%	1.50%
医疗服务	2.70%	2.60%	2.80%
运输服务	-2.40%	-2.00%	-1.50%
休闲服务	2.10%	2.20%	2.50%
餐饮住宿服务	1.50%	1.50%	2.50%
金融与保险服务	0.90%	1.00%	0.80%
其他服务	1.50%	1.50%	1.00%

资料来源：BEA, Bloomberg, 中信证券研究部预测

■ 风险因素

- 1) 北半球冬季疫情爆发导致新一轮经济封锁；
- 2) 美国财政政策和货币政策持续超预期；
- 3) 原油和食品的供给端出现意外变化导致价格大幅波动。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。