

美通胀预期上升但压力有限 年内宽松货币政策将延续

相关研究报告

2011 年 1 月 17 日《美国失业率有望在上
半年见顶 短期联储政策转向可能性不
大》

证券分析师

刘琳娜

S1060209080157
0755-22627805
liuln@pingan.com.cn

美国通胀预期上升，但总体压力有限

- 美国上半年价格指数由低位回升，食品及能源价格上升是其主因；但由于房地产价格在 CPI 中的占比高达 42%，房地产价格持续低位平滑了 CPI 的涨幅，总体价格压力有限。
- 目前美国房产市场整体去库存过程仍在进行，个人领域持续去杠杆化，预计下半年房价仍将在低位徘徊，将抑制 CPI 上行。
- 美国服务业价格在 CPI 中的占比高达 35%，分项中除了交通运输类价格出现回升，医疗、娱乐、教育及通讯价格仍延续低水平恢复态势，在失业率高企，终端需求增长动力不足的背景下，服务业价格目前的低水平态势很难改观，将制约 CPI 上行空间。

美联储年内维持宽松货币政策的可能性较大

- 由于下半年通胀压力有限，而就业市场复苏的稳定性和持续性还不甚确定，因此，政府对经济增长的关注度会高于通胀。
- 目前政府面临缩减财政赤字的压力，在财政政策刺激效应有可能减弱的背景下，过早收紧货币政策不利于经济增长的稳定。

正文目录

一、	美总体物价压力有限 房地产低迷平滑 CPI 涨幅	4
1、	美 CPI 和核心 CPI 显示低位回升态势	4
2、	推升当前美国 CPI 水平的主要是食品和交通运输价格	5
	能源价格推升交通运输价格上升	5
	玉米及肉类价格推升食品价格	6
3、	房价低位运行 平滑了 CPI 的上行压力	7
二、	美国下半年整体价格大幅上行风险较小	8
1、	通胀预期开始上升，但短期内对物价总体走势还构不成威胁	8
2、	下半年房价仍然是抑制 CPI 上行的重要因素	9
	租金价格出现见底迹象	9
	自住房价格下行压力仍存	9
3、	服务业价格延续低位运行的可能性大	11
4、	存货扩张放缓对价格的推动力有所减弱	11
	目前整体产能利用率已恢复正常	11
	终端需求弱势复苏不太可能推动 CPI 大幅上行	11
三、	年内美联储维持宽松货币政策的可能性较大	12

图表目录

图表 1	美国 CPI 同比持续上升	4
图表 2	美国核心 CPI 从低位回升	4
图表 3	企业调查价格分项延续扩张态势	5
图表 4	美国 CPI 细分情况	5
图表 5	能源价格推升交通运输价格上升	6
图表 6	CPI 分项中肉类涨幅较大	6
图表 7	PPI 玉米 动物饲料分项涨幅较大	7
图表 8	房价整体延续低迷态势	7
图表 9	房屋整体销售情况欠佳 市场自发需求疲弱	8
图表 10	通胀预期（国债收益率与 TIPS 利差）进入上行通道	9
图表 11	商业票据和 LIBOR 利率在历史低位 企业债收益率延续上行态势	9
图表 12	房屋租金价格出现见底迹象	10
图表 13	美国租房与自住房空置率走势背离说明部分自住房需求转移至租房市场	10
图表 14	除了交通运输分项 服务业价格同比仍在低位运行	11
图表 15	产能利用率回归正常	12
图表 16	就业市场总体仍疲弱	12

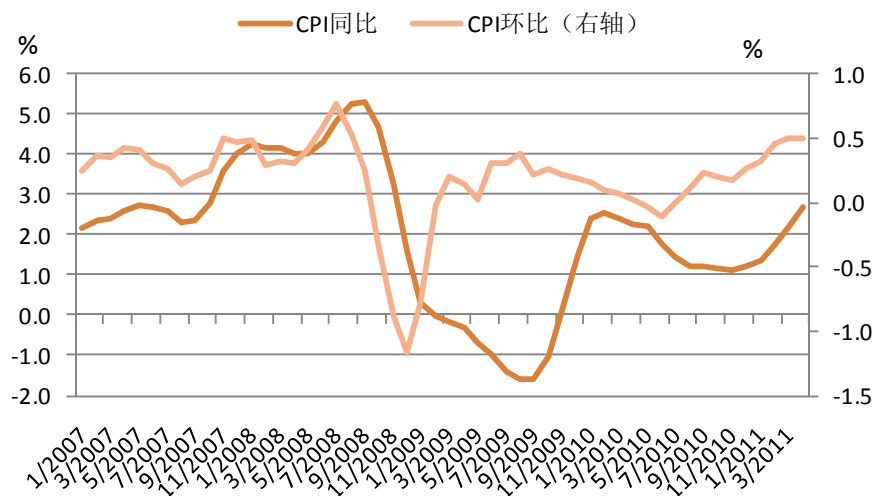
一、美总体物价压力有限 房地产低迷平滑 CPI 涨幅

1.1 美 CPI 和核心 CPI 显示低位回升态势

自去年 3 季度以来，美国 CPI 的同比增长持续上升，目前已达到 09 年底的水平，价格压力增加。

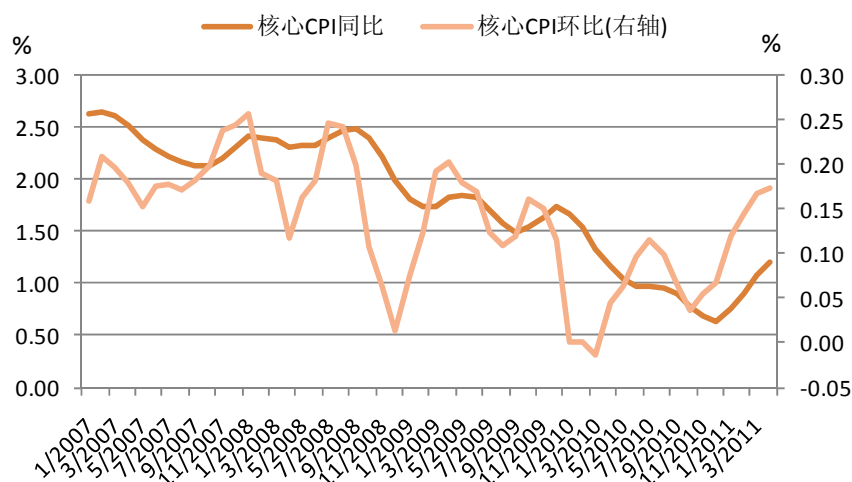
美国核心 CPI 同比由低位回升，今年以来环比延续正增长，3 月核心 CPI 环比 0.3% 已达到危机前水平；采购经理人调查显示企业实际感受到的价格压力显著上升。

图表1 美国CPI同比持续上升



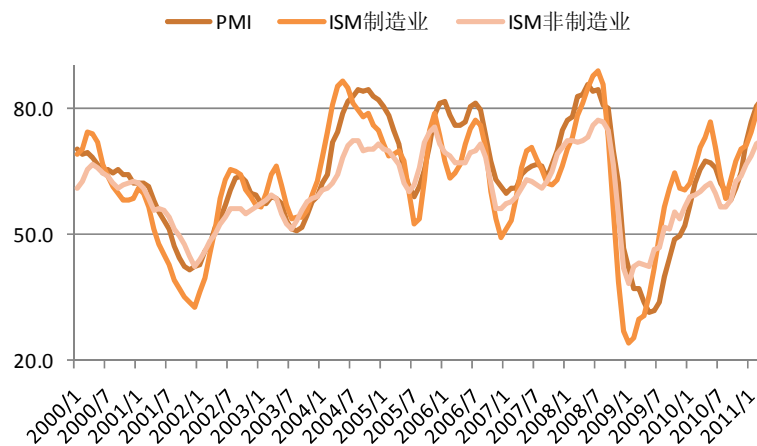
资料来源 CEIC

图表2 美国核心CPI从低位回升



资料来源 CEIC

图表3 企业调查价格分项延续扩张态势



资料来源 CEIC

1.2 推升当前美国 CPI 水平的主要是食品和交通运输价格

美国 CPI 的构成中，住房、交通运输和食品是占比最大的单项因素，如图表 4 所示。

图表4 美国CPI细分情况

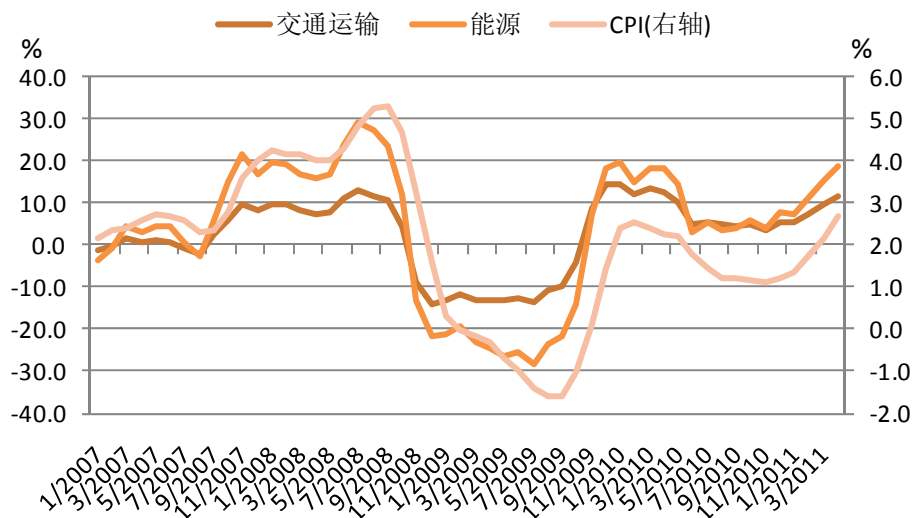
CPI 各细分项占比	
食品饮料	14%
其中食品	13%
住房	42%
其中自住房	24%
租房	6%
服务业	35%
其中交通运输	17%
医疗	6%
娱乐	6%
教育及通讯	6%
服装	3%

资料来源 BLS 平安证券研究所

■ 能源价格推升交通运输价格上升

交通运输分项在 CPI 中的占比约 17%，是 CPI 细分项目中涨幅最大的，自 09 年底以来运输分项同比延续正增长态势，4 月份交通分项同比增速高达 11.6%，能源价格的上涨是其主因，4 月份 CPI 能源分项同比涨幅高达 18%，交通运输分项推升当前整体 CPI 上行；

图表5 能源价格推升交通运输价格上升

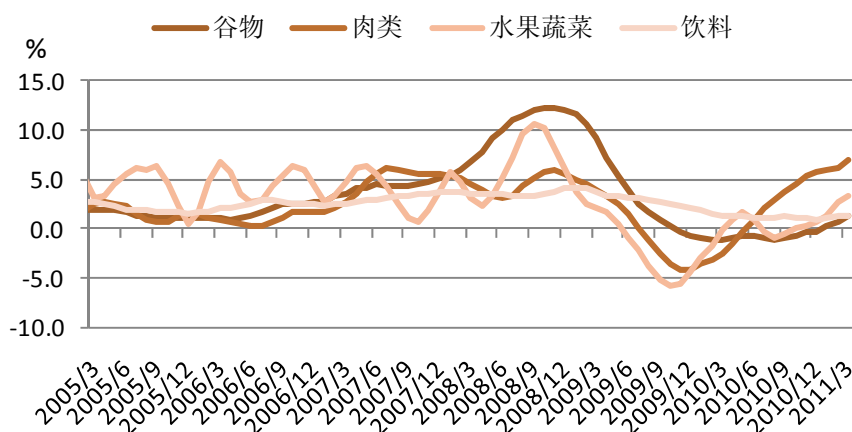


资料来源: CEIC

■ 玉米及肉类价格推升食品价格

CPI 细分项目中涨幅第二的为食品及饮料类，其中肉类涨幅居前，这主要与大宗商品价格特别是玉米价格飙升导致的饲料价格上升有关。

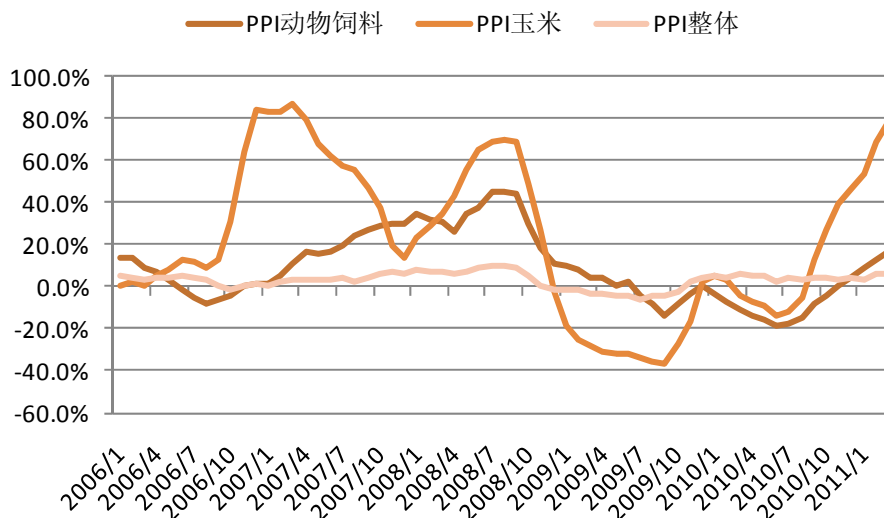
图表6 CPI分项中肉类涨幅较大



资料来源: CEIC

自 2007 年以来，PPI 玉米分项、动物饲料分项与整体 PPI 走势较为一致，但自 2010 年 2 季度以来，PPI 玉米、动物饲料分项增幅远超过整体 PPI 增幅；在玉米供应量仍偏紧的背景下，玉米、饲料、以及肉类价格的上行压力仍较大。

图表7 PPI玉米 动物饲料分项涨幅较大

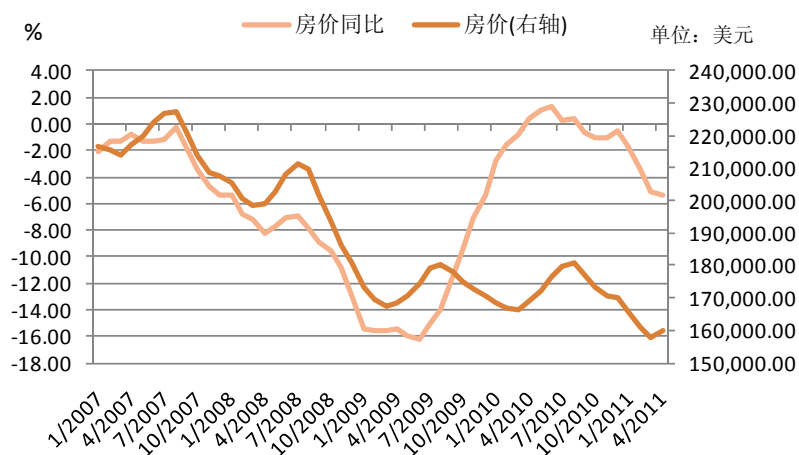


资料来源: CEIC

1.3 房价低位运行 平滑了CPI的上行压力

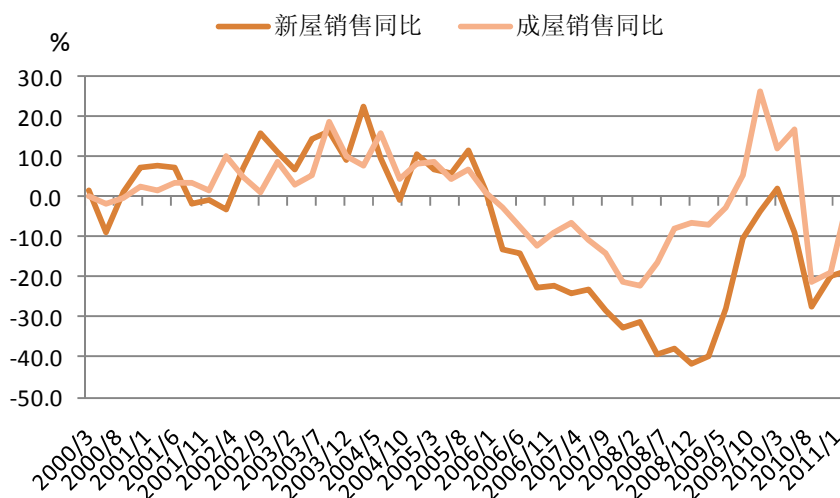
09年3季度开始房价同比有所回升,负增速收窄,去年下半年房价同比负增速重新扩大,反映了在减税政策刺激下房价的短暂回暖,但由于市场自发需求疲弱,供大于求的局面仍未改观,房价整体下行态势仍持续。

图表8 房价整体延续低迷态势



资料来源: CEIC

图表9 房屋整体销售情况欠佳 市场自发需求疲弱



资料来源: CEIC

在美国整体 CPI 中房屋价格指数权重较高, 占比约 42%, 其中自住房占比约 24%, 占了房屋价格总权重的 60%, 房价整体低位运行在一定程度上平滑了 CPI 的上行压力。

小结: 当前构成美国 CPI 中的三个大项——交通运输和食品价格的上行态势明显, 而在 CPI 中具有最大权重的住房价格仍处于低位运行状态, 结构分化明显。与此相关, 无论是总体 CPI 还是具有指标意义的核心 CPI 都还处于低位回升态势, 总体通胀压力不明显。

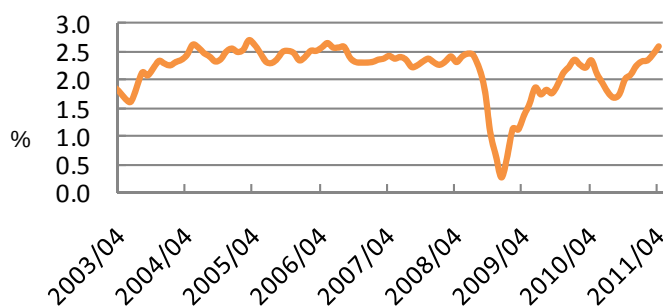
二、美国下半年整体价格大幅上行风险较小

2.1 通胀预期开始上升, 但短期内对物价总体走势还构不成威胁

目前市场对美国下半年通胀压力的担忧显著上升:

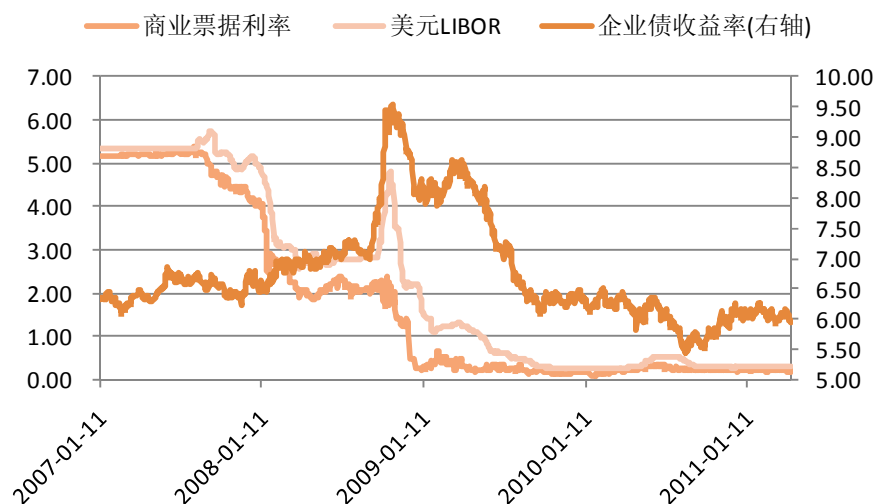
- 美国 10 年期国债收益率与同期 TIPS (通胀保护债券) 收益率之差反映市场通胀预期, 4 月两者利差上升至 2.5%, 超过 2.2% 的长期均值, 表明通胀预期进入上行通道;
- 目前商业票据利率和 LIBOR 利率均在历史低位, 表明市场流动性充裕, 商业融资层面并不存在供求紧张的状况, 但企业债收益率延续自 2010 年 8 月份以来的上行态势, 反映了企业对未来通胀压力的担忧。

图表10 通胀预期（国债收益率与TIPS利差）进入上行通道



资料来源：CEIC 平安证券研究所

图表11 商业票据和LIBOR利率在历史低位 企业债收益率延续上行态势



资料来源：CEIC 平安证券研究所

2.2 下半年房价仍然是抑制 CPI 上行的重要因素

■ 租金价格出现见底迹象

目前租房市场供求状况正在回归正常：去年年底租房空置率连续3个月下降，去年12月已降至9.4%，接近自2000年以来的长期均值水平。

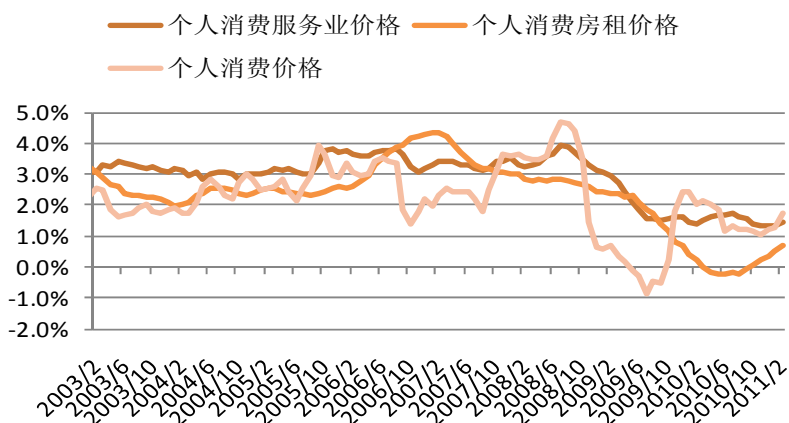
房屋租金价格出现见底迹象：去年4季度租金价格同比结束负增长，环比连续2个季度正增长，累计同比降幅连续3个季度收窄；而个人消费价格指数同比仍维持较低增速，但其中租金分项已开始回升；

■ 自住房价格下行压力仍存

目前自住房供大于求的局面仍未改观，自住房空置率仍在上升且大于长期均值，而租房空置率在下降，自住房和租房空置率走势背离说明存在部分自住房需求向租房市场转移的可能性，将进一步增加自住房市场价格的下行压力。

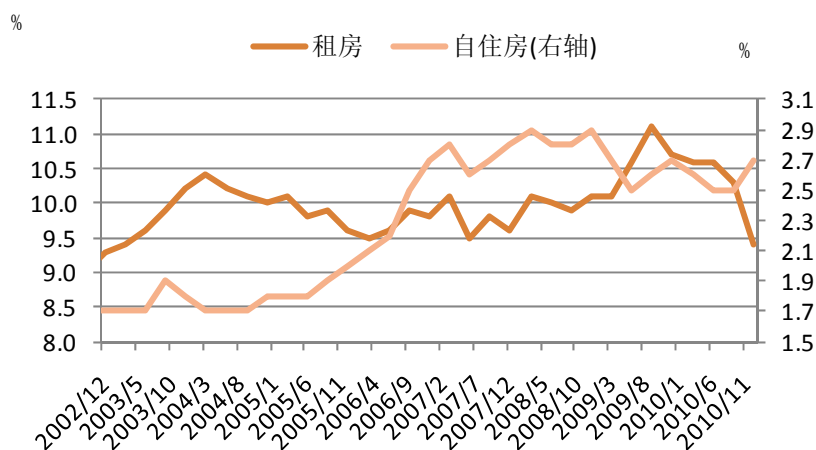
综上所述，目前租房市场价格显现见底迹象，但由于租房部分占整体房屋价格指数的权重约为 14%，在 CPI 中的权重约 6%，租房市场的回暖对整体价格的影响相对有限；房价的整体走势主要取决于自住房市场的恢复情况，在自住房价格下行压力仍存，个人领域去杠杆化持续的背景下，下半年房价将继续抑制 CPI 上行。

图表12 房屋租金价格出现见底迹象



资料来源 CEIC

图表13 美国租房与自住房空置率走势背离说明部分自住房需求转移至租房市场

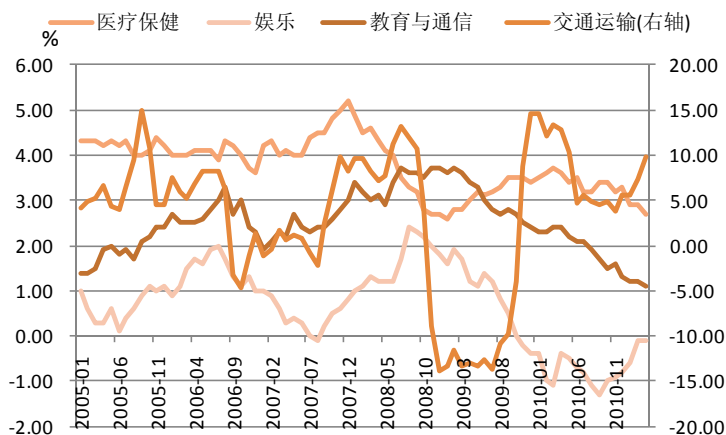


资料来源 CEIC

2.4 服务业价格延续低位运行的可能性大

在 CPI 分项中交通运输占比为 17%，医疗、娱乐、教育及通讯占比均为 6%，即服务业在 CPI 中的权重占比约 35%，目前其中 50% 的价格分项仍延续下行趋势，受油价推动的交通运输价格回升明显，目前已恢复到 07 年的水平；下半年服务业价格上行压力并不大，主要的上行风险仍来自油价。

图表14 除了交通运输分项 服务业价格同比仍在低位运行



资料来源: CEIC

房价及服务业在 CPI 中的占比约 75%，而在房价和服务业价格的上行压力有限的背景下，下半年整体 CPI 不存在大幅上行风险。

2.5 存货扩张放缓对价格的推动力有所减弱

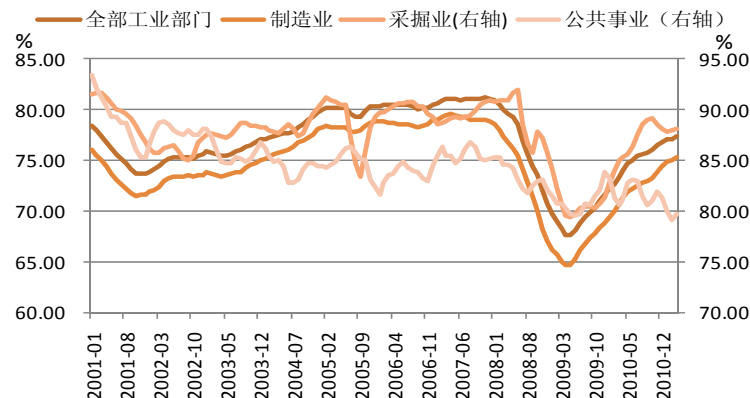
■ 目前整体产能利用率已恢复正常

从供需角度看：在前期企业补库存作用的推动下，产能利用率已恢复正常，制造业、采掘业产能利用率高出 2000 年以来的长期均值水平约 1 个百分点，采掘业已回复至 07 年的高点水平，制造业距 07 年的高点仅 4 个百分点。

■ 终端需求弱势复苏不太可能推动 CPI 大幅上行

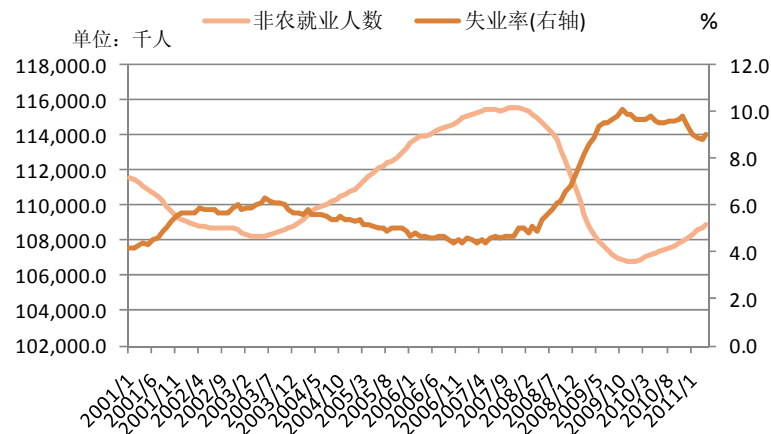
但从 2 季度开始，各项先行指标的新订单分项均出现下滑，而存货扩张的幅度也开始减缓，存货扩张放缓将减弱对价格的推动力；而目前总体就业市场仍未恢复至正常水平，失业率徘徊在自 2000 年以来的高位，终端需求仍在弱势复苏，不太可能推动 CPI 大幅上行。

图表15 产能利用率回归正常



资料来源：CEIC

图表16 就业市场总体仍疲弱



资料来源：CEIC

三、年内美联储维持宽松货币政策的可能性较大

我们认为在美国房产市场供求基本面仍未改善，服务业价格延续低位，存货扩张放缓的背景下，下半年美国国内的价格上行压力有限，大宗商品特别是油价的大幅波动将增加整体价格的波动性，但大幅增加价格上行风险的可能性较小；

美国就业市场整体处于脆弱复苏进程中，这种复苏的稳定性和持续性还有待观察；目前政府面临缩减财政赤字的压力，在财政刺激效应可能减退的背景下，过早收紧货币政策不利于经济增长的稳定；因此美联储年内维持目前宽松货币政策的可能性较大，至少未来 3-6 个月美元指数的下行压力仍存。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257