

广发宏观

美国通胀之谜：菲利普斯曲线失效、宽货币失灵与再通胀之路

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001



SFC CE.no: BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

报告摘要：

● 美国菲利普斯曲线因何失效？

我们将上世纪 60 年代后分为 6 段：上世纪 60 年代、70 年代、80 年代、90 年代、2001-2008 年以及金融危机后。数据显示，美国菲利普斯曲线仅在 60 年代以及金融危机前的 2001-2008 年两个阶段有效，其余四个阶段均失效。我们认为美国菲利普斯曲线失效往往是供给冲击的结果，包括技术进步和产业转移两个层面的影响。金融危机后美国菲利普斯曲线失效则是贸易结构变化导致低输入型通胀和页岩油规模化生产压低能源使用成本所致。此外，值得注意的是在每一轮经济的中晚周期阶段，在美国失业率降至极低水平时，均会出现通胀的阶段性回升。也就是说，从长期看菲利普斯曲线的意义十分有限，但经济处于晚周期时菲利普斯曲线将重现。

● 美国宽货币为何并未引发高通胀？主因或为产业转移、人口结构与社会结构。

80 年代以来美货币政策整体宽松推动实体部门杠杆率大幅攀升。由 10 年期美债收益率与美国经济增长相对位置的变化评估，过去 40 年间美国货币政策整体仍偏向宽松。80 年代到 90 年代中期 10 年期美债收益率高于美国名义 GDP 同比增速；90 年代末到金融危机前 10 年期美债收益率逐步降至美国名义 GDP 同比增速下方，但仍高于美国实际 GDP 同比增速；金融危机后的十年间 10 年期美债收益率与美国实际 GDP 同比增速中枢基本持平。80 年代以来货币政策整体宽松的同时美国实体经济部门杠杆率中枢不断上升，但通胀中枢仍波动式下滑。

美国宽货币未能推升通胀或源于三因素：全球产业转移、人口老龄化与社会贫富分化加剧。首先，全球产业转移推动中低端产成品附加值难以攀升，进口物价掣肘通胀水平。60 年代以来全球贸易加权的人均 GDP 增速多数时间低于经济总量加权的人均 GDP 增速。由此可见，长期而言全球产业转移压低了中低端产品的生产成本，加剧了美国通胀中枢下移趋势。此外，贫富分化及老龄化削弱了美国居民部门消费能力、抑制了通胀水平。以 80 年为分水岭，此前美国贫富分化程度缓和、此后则加剧。过去 40 年美国中产占比大幅下降，该指标在上世纪 60-70 年代超过 60%、目前不到 50%。事实上，居民部门总体消费能力取决于中低收入群体，因此过去 40 年美国贫富分化格局严重掣肘了其消费能力。就金融危机后而言，老龄化进一步约束了美国居民部门的消费力。而消费力的疲软是美国内生性通胀核心 PCE 同比中枢持续下移的主因之一。

● 未来 10 年美国有望迎来再通胀：第四轮产业转移进入下半场；劳动力人口增速回升期；社会结构有望逆转。

疫情过后全球进入第四轮产业转移下半场，对应通胀中枢回升过程。尽管长期而言美国通胀中枢不断下移，但美国存在 20 年一轮的通胀周期，大概率与产业转移进程有关。每轮产业转移分为上半场和下半场，各 10 年。

上半场对应弱资本开支周期，压低美国乃至全球通胀；下半场对应强资本开支周期，阶段性抬高美国乃至全球通胀中枢。疫情冲击过后，全球将进入二战后第四轮产业转移的下半场。由于本轮产业转移承接国为小型经济体，因此这意味着全球在疫情过后美国易于发生再通胀过程，但大概率难以出现高通胀。

劳动力人口进入回升期，居民有望加杠杆。根据 OECD 的估计美国 20-64 岁泛劳动力人口增速将于 2023 年进入回升期，并持续至 2041 年。此外，美国 20-49 年购房年龄段人口增速亦于 2017-2026 年处于回升阶段。此外，目前美国政府杠杆率或已接近瓶颈、非金融企业部门杠杆率重回历史高位，唯有居民部门杠杆率处于较低水平。预计疫情结束后，企业部门或进入降杠杆阶段，居民部门则有望进入加杠杆周期。结合人口因素评估，疫情过后地产有望成为美国经济的长期驱动力。美国居民加杠杆、企业降杠杆阶段通胀中枢均现上移。

社会结构或将在未来 10 年迎来逆转。美国两党执政理念反差极大，民主党推动社会公平、共和党崇尚追求效率。两党通过财税政策实现其执政理念，民主党擅于加税、但“劫富济贫”，共和党推动减税、推动资本逐利。一战后美国有两次对于“公平”和“效率”的再选择，分别出现在大萧条后以及 1980 年。由两党执政影响力交替的时点可知，美国社会对于“公平”和“效率”的选择取决于社会结构本身。当前美国贫富分化程度堪比大萧条阶段，该因素极有可能令年内或者 2024 年的美国大选成为逆转美国社会结构的关键时间节点。一旦美国再度迎来民主党总统，大概率将进入加税周期，美国中产占比也有望重新回升。届时，美国居民部门消费力亦将逐步增强。

- **核心假设风险：**美国疫情超预期；美国货币政策超预期；美国人口结构变化超预期；美国大选结果超预期。

目录索引

一、美国菲利普斯曲线因何失效.....	5
（一）60 年代以来美国菲利普斯曲线的有效与失效.....	5
（二）美国就业环境对能源、居住及进口商品价格因素影响有限.....	6
（三）金融危机后美菲利普斯曲线失效的主因：贸易结构变化与页岩油.....	10
（四）每一轮经济中晚周期菲利普斯曲线会短暂“显效”.....	10
二、美国宽货币为何并未引发高通胀？产业转移、人口结构与社会结构.....	11
（一）80 年代以来美货币政策整体宽松.....	11
（二）美国宽货币未能推升通胀或源于三因素.....	12
（三）过去 40 年美国宽货币对应的是金融资产通胀，加剧贫富分化.....	15
三、未来 10 年美国有望迎来再通胀.....	15
（一）疫情过后全球进入第四轮产业转移下半场.....	15
（二）劳动力人口进入回升期，居民有望加杠杆.....	16
（三）社会结构或将在未来 10 年迎来逆转.....	17
四、风险提示.....	18
（一）美国疫情超预期.....	18
（二）美国货币政策超预期.....	18
（三）美国人口结构变化超预期.....	18
（四）美国大选结果超预期.....	18

图表索引

图 1: 2001-2008 年失业率与 CPI 同比增速	5
图 2: 1991-2000 年失业率与 CPI 同比增速	5
图 3: 1981-1990 年失业率与 CPI 同比增速	6
图 4: 1971-1980 年失业率与 CPI 同比增速	6
图 5: 1961-1969 年失业率与 CPI 同比增速	6
图 6: 美国原油消费量占全球比重	7
图 7: 美国原油对外依赖度	7
图 8: 美国 10 大中城市房价指数同比	8
图 9: 美国成屋去库存时间 (单位: 月)	8
图 10: 美国 CPI 住房租金分项同比增速	8
图 11: 全球 GDP 同比、经济总量加权人均 GDP 同比、贸易加权人均 GDP 同比	9
图 12: 全球贸易加权人均 GDP 同比与美国人均 GDP 同比三年移动平均值	9
图 13: 欧盟、中国、日本、加拿大及墨西哥对美出口占美国商品进口比重	10
图 14: 美国及 OPEC 的原油市场份额	10
图 15: 70 年代、80 年代、90 年代经济中晚周期美国失业率与 CPI 同比	11
图 16: 美国名义 GDP 增速、实际 GDP 增速与 10 年期美债收益率	12
图 17: 美国实体经济部门杠杆率	12
图 18: 美国 GDP 平减指数与进口物价指数同比	13
图 19: 美国低收入家庭、中等收入家庭及高收入家庭占比 (%)	13
图 20: 美国低收入群体收入增速与个人消费支出增速	14
图 21: 美国高收入群体收入增速与个人消费支出增速	14
图 22: 美国人均收入同比增速以及按 2008 年人口结构估算的人均收入同比增速	14
图 23: 美国个人消费支出同比增速与核心 PCE 同比	15
图 24: 上世纪 40 年代以来美国 CPI 同比均值 (%)	16
图 25: 美国居民杠杆率/非金融企业杠杆率与美国 CPI 同比	16
图 26: 美国 top1%和 bottom90%收入水平的群体拥有的财富占比	17
表 1: 进口自不同来源地商品价格指数同比与美进口物价总指数同比相关性	10

一、美国菲利普斯曲线因何失效

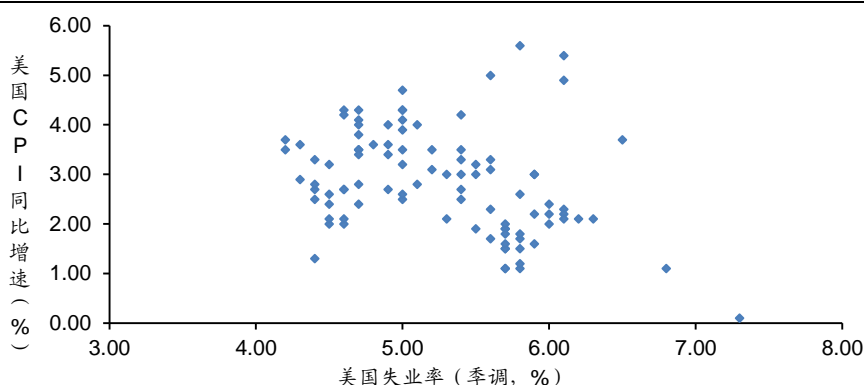
菲利普斯曲线所讲的是失业率回落引发通胀走高的故事。逻辑上，在失业率回落过程中，廉价劳动力逐渐稀缺，时薪增速开始上升，收入走高将推升消费需求进而令通胀攀升。但上世纪60年代以来的6个十年中，美国失业率与CPI同比仅在60年代和金融危机前（2001-2008年）出现了显著的负相关特征，70年代、80年代、90年代以及金融危机后菲利普斯曲线似乎都失效了。我们认为美国菲利普斯曲线失效往往是供给冲击的结果，包括技术进步和产业转移两个层面的影响。金融危机后美国菲利普斯曲线失效则是贸易结构变化导致低输入型通胀和页岩油规模化生产压低能源使用成本所致。

此外，值得注意的是在每一轮经济的中晚周期阶段，在美国失业率降至极低水平时，均会出现通胀的阶段性回升。也就是说，从长期看菲利普斯曲线的意义十分有限，但经济处于晚周期时菲利普斯曲线将重现。

（一）60年代以来美国菲利普斯曲线的有效与失效

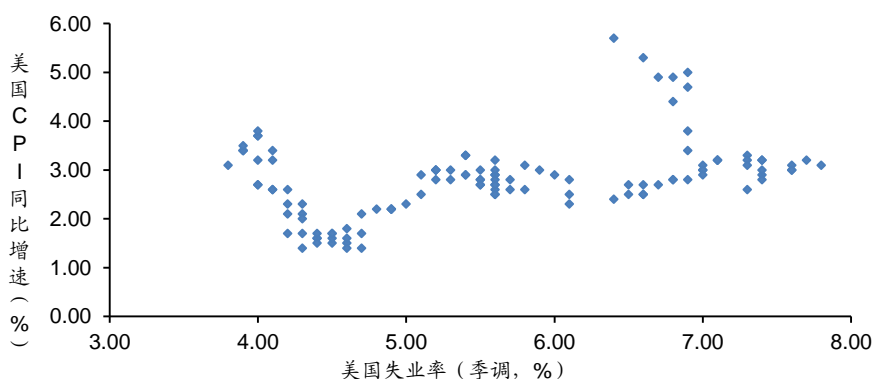
我们将上世纪60年代后分为6段：上世纪60年代、70年代、80年代、90年代、2001-2008年以及金融危机后（2009-2019年）。数据显示，美国菲利普斯曲线仅在60年代以及金融危机前的2001-2008年两个阶段有效，其余四个阶段（70年代、80年代、90年代以及金融危机后）均失效。

图1：2001-2008年失业率与CPI同比增速



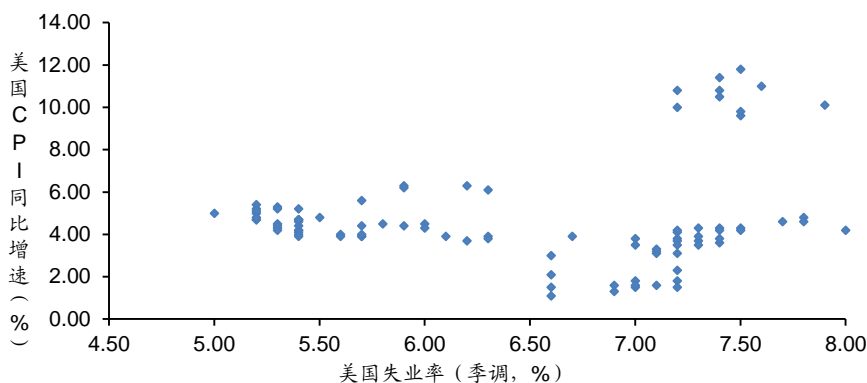
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：1991-2000年失业率与CPI同比增速



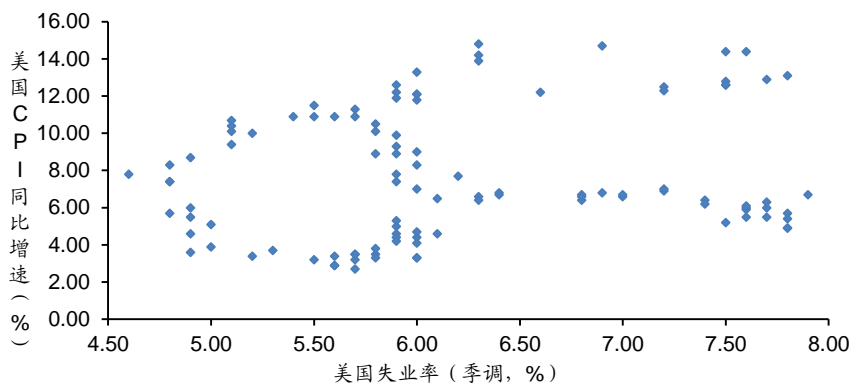
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：1981-1990年失业率与CPI同比增速



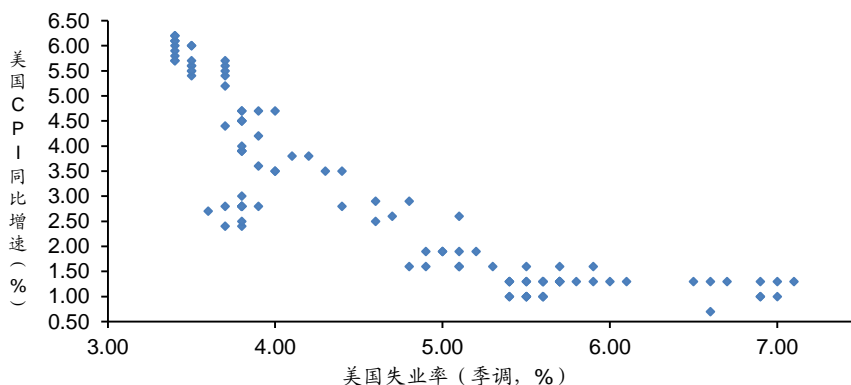
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：1971-1980年失业率与CPI同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：1961-1969年失业率与CPI同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

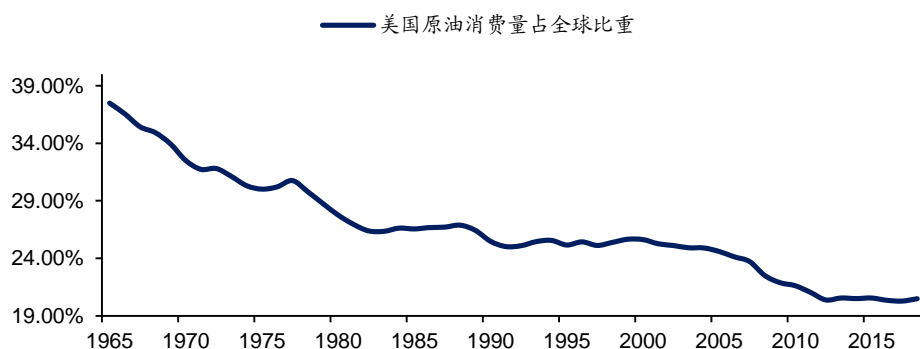
（二）美国就业环境对能源、居住及进口商品价格因素影响有限

美国CPI口径通胀主要受四方面因素：能源分项、居住分项（房租）、进口商

品价格及其他因素。逻辑上，能源因素虽然占比低，但其波动极大；在CPI的二级分项中，居住分项权重最高，占比为33.5%；此外，作为消费国美国通胀数据也会受到进口物价的影响。仅利用CPI能源分项同比增速（ X_1 ）、CPI居住分项同比增速（ X_2 ）以及进口物价指数同比增速（领先1个月， X_3 ）拟合美国CPI同比增速（ Y ）， $R^2=83.5\%$ ，并得到公式： $Y=0.48*X_1+0.05*X_2+0.08*X_3+0.69$ 。也即，能源、居住和进口商品价格三因素对美国CPI口径通胀变化的解释力已达到83.5%。但是美国就业形势对上述价格因素的影响都偏弱，这是菲利普斯曲线不常有效的主因。

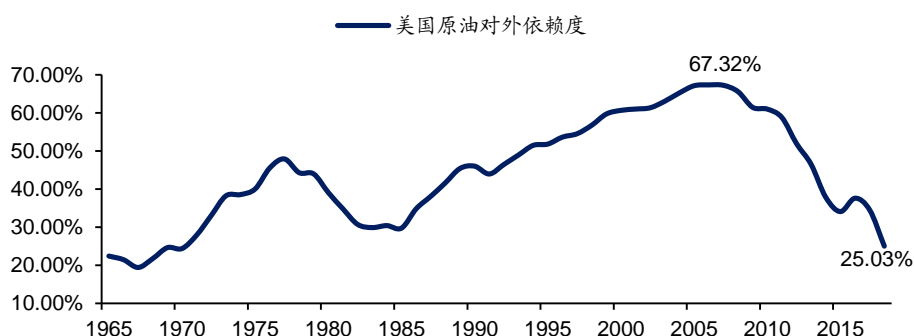
首先，美国失业率的波动难以对原油价格同比增速形成趋势性影响。美国能源CPI分项受原油价格影响，而后者主要受到全球固定资本形成同比增速、运输需求及供给冲击影响。上世纪60年代以来美国原油消费量在全球的占比不断回落，且在2011年页岩油规模化生产之前美国原油对外依赖度也在不断攀升，因此美国内需变化对原油价格的影响权重往往不高。

图 6：美国原油消费量占全球比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：美国原油对外依赖度

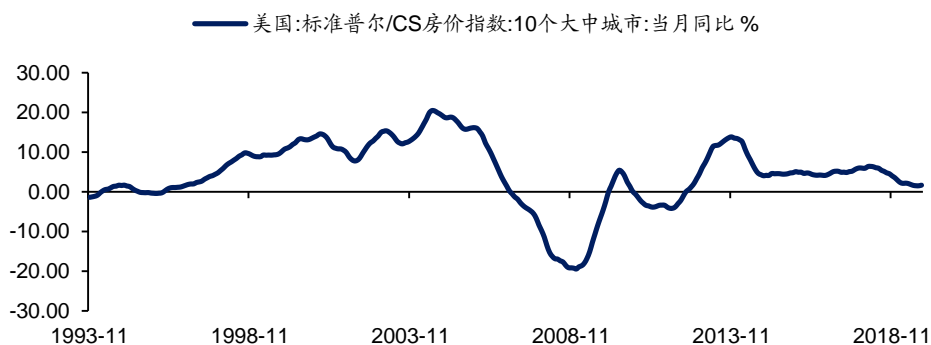


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

此外，美国地产周期与失业率周期属于长周期与中周期的关系。美国CPI居住分项（房租）主要受美国房地产周期影响。我们用成屋去库存周期（领先24个月，

X_1) 和美国10大中城市房价指数同比 (领先18个月, X_2) 两个变量刻画美国CPI住房租金同比增速 (Y), $R^2=71.9\%$, 并得到公式: $Y=-0.25*X_1+0.04*X_2+3.94$ 。由此可见, 美国CPI居住分项 (房租) 变化与美国地产周期趋同。逻辑上, 美国地产周期为库兹涅茨周期, 大约16-20年一轮; 而美国失业率则与朱格拉周期同步, 大约7-10年一轮。因此美国失业率变化未必与租金变化高度负相关。

图 8: 美国 10 大中城市房价指数同比



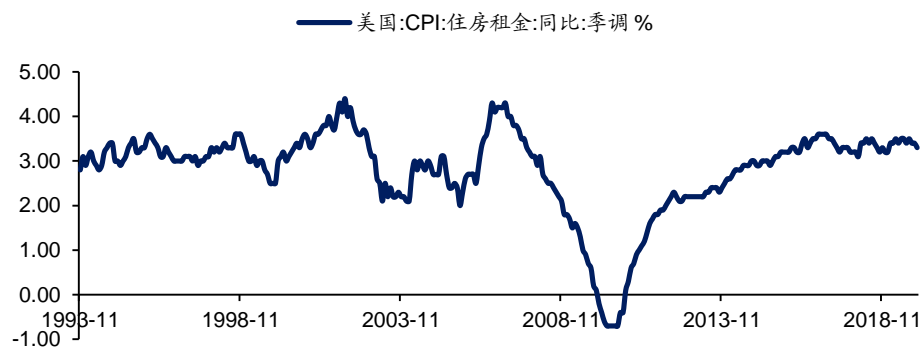
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 美国成屋去库存时间 (单位: 月)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 美国 CPI 住房租金分项同比增速

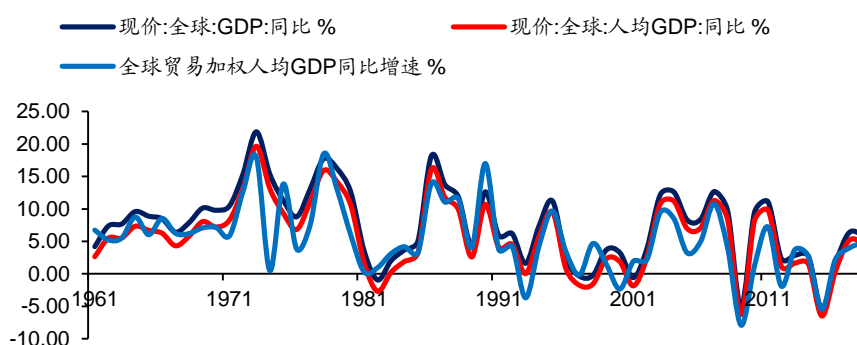


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

最后，进口物价主要受原油价格和人力成本影响，对美国失业率并不敏感。页岩油规模化生产前，美国原油对外依赖度较高，因此油价对进口物价总体影响较大。此外，我们认为全球贸易结构也会对美国乃至各国的进口物价产生影响。每一轮产业转移都是中低端产业由人力成本高的国家/地区向人力成本低的国家/地区转移，因此每一轮产业转移也都实现了阶段性生产成本的回落。我们用贸易占比为权重得到的全球人均GDP比较符合全球产成品的整体人力成本。上世纪60年代以来该指标同比增速出现过8次增长停滞甚至负增长，分别发生在1974年、1981-1982年、1993年、1997年、2000年、2009年、2012年以及2015年。巧合的是，上世纪60年代以来美国菲利普斯曲线有效的60年代和2001-2008年中并未出现上述年份，而出现全球贸易加权的人均GDP增长停滞的年代美国菲利普斯曲线均失效了。

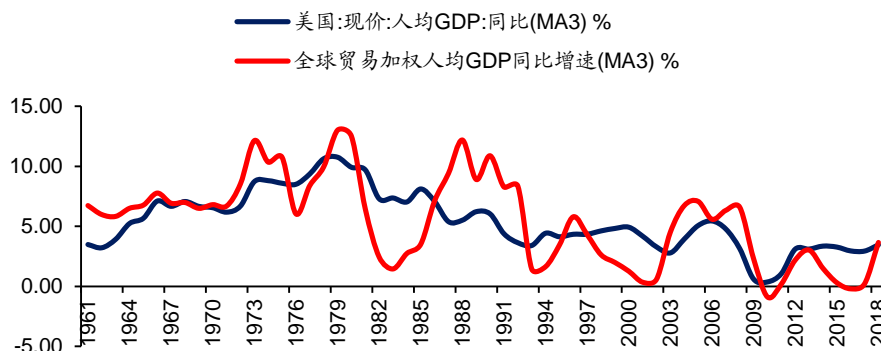
此外，如图11所示以经济总量加权得到的人均GDP同比增速与全球GDP同比增速高度相关，但以贸易加权得到的全球人均GDP同比增速与全球GDP同比增速则经常背离，我们认为这种背离或与产业转移有关。并且，在全球贸易加权人均GDP增速显著低于美国人均GDP增速的年份（年代），美国菲利普斯曲线就可能因为进口物价（输入型低通胀）的干扰而失效。

图 11：全球 GDP 同比、经济总量加权人均 GDP 同比、贸易加权人均 GDP 同比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：全球贸易加权人均 GDP 同比与美国人均 GDP 同比三年移动平均值

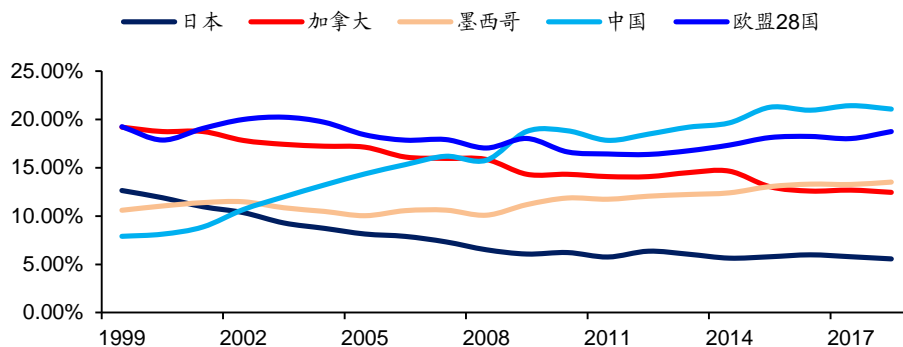


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）金融危机后美菲利普斯曲线失效的主因：贸易结构变化与页岩油

金融危机后，美国通胀指标受到了两个结构性因素的“供给侧压制”：中国取代加拿大和欧盟成为美国最大贸易伙伴，压低了美国输入型通胀；页岩油规模化生产压低了美国乃至全球的能源使用成本。也即，金融危机后中国承接全球中高端产业以及页岩油技术革命压低了美国通胀中枢并导致菲利普斯曲线失效。

图 13：欧盟、中国、日本、加拿大及墨西哥对美出口占美国商品进口比重



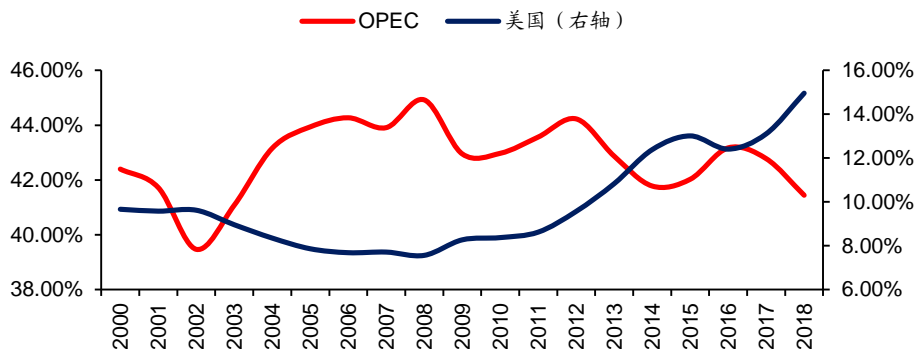
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1：进口自不同来源地商品价格指数同比与美进口物价总指数同比相关性

	中国	加拿大	墨西哥	日本	欧盟
2011-2019 年	70.25%	85.52%	96.02%	75.85%	90.98%
2001-2010 年	49.54%	96.29%	88.52%	19.26%	88.50%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14：美国及 OPEC 的原油市场份额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

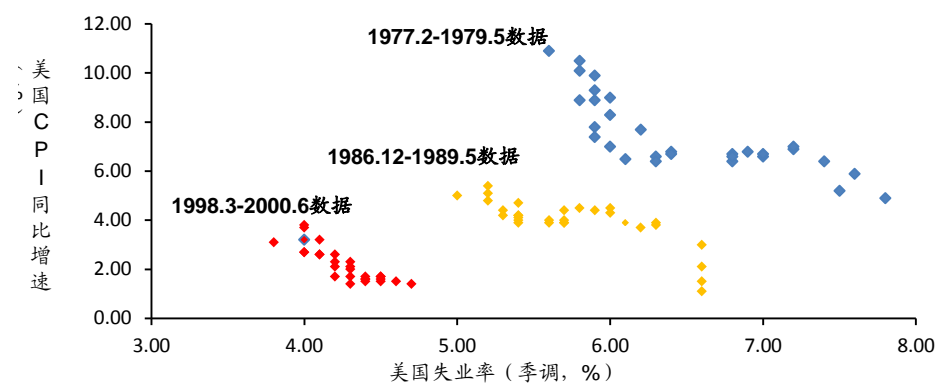
（四）每一轮经济中晚周期菲利普斯曲线会短暂“显效”

虽然以10年维度看，上世纪60年代以来仅有60年代和金融危机前（2001-2008年）两个阶段美国存在菲利普斯曲线效应，但每一轮经济周期的late-cycle阶段菲利

普斯曲线却均会短暂显效，甚至这种现象可能会从mid-cycle阶段就开始。

从长期来看，美国菲利普斯曲线的失效主因，在于供给端成本因产业转移和技术进步而持续下移。但经济晚周期阶段，美国菲利普斯曲线重现或与三个因素有关。首先，在贸易一体化格局下全球经济共振，美国经济晚周期、失业率极低的阶段往往也对应着非美经济体特别是新兴经济体的经济繁荣期，此阶段全球需求极为强劲，美国进口物价对通胀的贡献上升。其次，类似传统原油、有色等大宗商品均存在5-8年的供给周期，每轮经济晚周期阶段部分大宗商品面临供给不足，其价格弹性极强，易于推升全球通胀。最后，美国失业率本身会通过时薪影响部分内生性服务价格，特别是在失业率极低的时候服务消费价格会明显走高，也强化了经济晚周期菲利普斯曲线的特征。综上所述，我们仍然能体会到即便是在经济晚周期阶段美国菲利普斯曲线重现，其逻辑也并非简单源于失业率回落带动时薪增速上升进而推高通胀，输入型通胀因素仍是此阶段美国通胀上升的关键。

图 15：70 年代、80 年代、90 年代经济中晚周期美国失业率与 CPI 同比



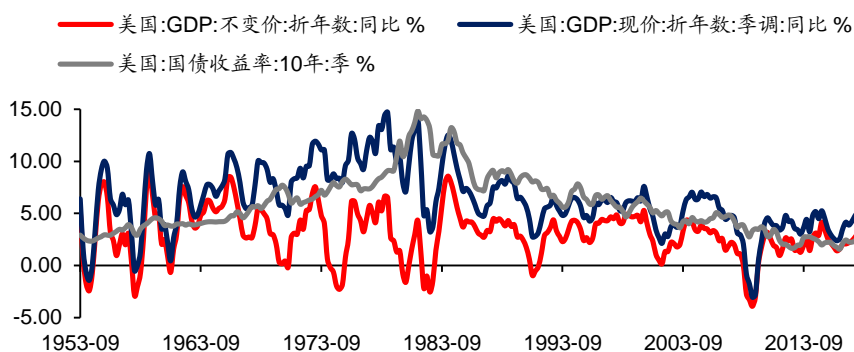
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、美国宽货币为何并未引发高通胀？产业转移、人口结构与社会结构

(一) 80 年代以来美货币政策整体宽松

正如今年 Jackson Hole 全球央行会议上美联储主席鲍威尔所述，70 年代美国出现严重的经济滞胀后美联储始终以防止高通胀为己任，每当失业率大幅回落、核心 PCE 等通胀指标达到目标值后美联储就开始实施加息操作。但由 10 年期美债收益率与美国经济增长相对位置的变化评估，过去 40 年间美国货币政策整体仍偏向宽松。80 年代到 90 年代中期 10 年期美债收益率高于美国名义 GDP 同比增速；90 年代末到金融危机前 10 年期美债收益率逐步降至美国名义 GDP 同比增速下方，但仍高于美国实际 GDP 同比增速；金融危机后的十年间 10 年期美债收益率与美国实际 GDP 同比增速中枢基本持平。

图 16: 美国名义 GDP 增速、实际 GDP 增速与 10 年期美债收益率

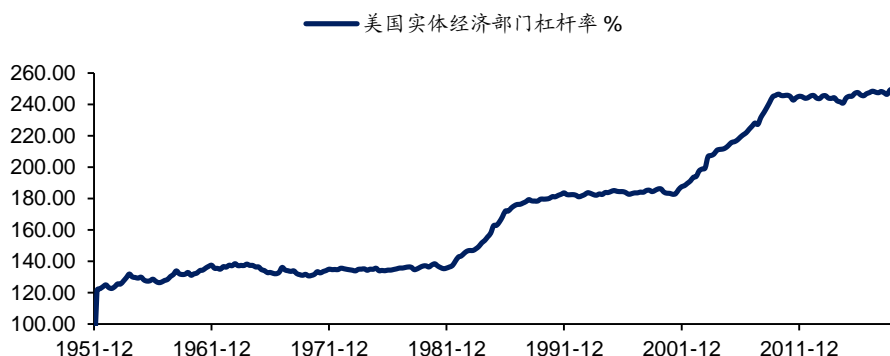


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 美国宽货币未能推升通胀或源于三因素

80年代以来在货币政策整体宽松的同时, 美国实体经济部门杠杆率中枢不断上升, 但通胀中枢仍波动式下滑。我们认为过去40年间美国通胀中枢下移是三个因素共振的结果: 全球产业转移、人口老龄化与社会贫富分化加剧。

图 17: 美国实体经济部门杠杆率



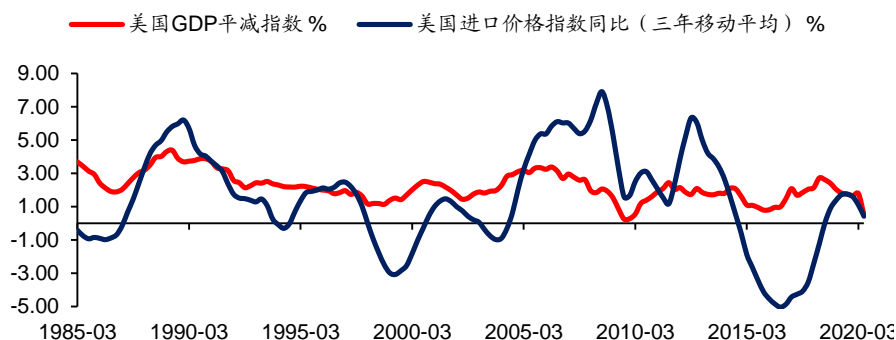
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1. 全球产业转移推动中低端产成品附加值难以攀升, 进口物价掣肘通胀水平

全球产业转移是原有产业国劳动力比较优势不再, 将其中低端产业向存在劳动力比较优势且有一定工业基础的经济体转移的过程。二战后, 全球已经经历了三轮产业转移: 50-60年代美国中低端产业向德国及日本等国转移; 上世纪70-80年代日德中低端产业向亚洲四小龙¹转移; 上世纪90年代至2010年全球中低端产业向中国大陆地区转移。随后全球正在发生第四轮产业转移, 也即: 中国中低端产业向东盟及其他中低收入经济体转移, 同时中国承接全球中高端产业。

¹ 亚洲四小龙指中国台湾、中国香港、韩国及新加坡。

图 18: 美国 GDP 平减指数与进口物价指数同比



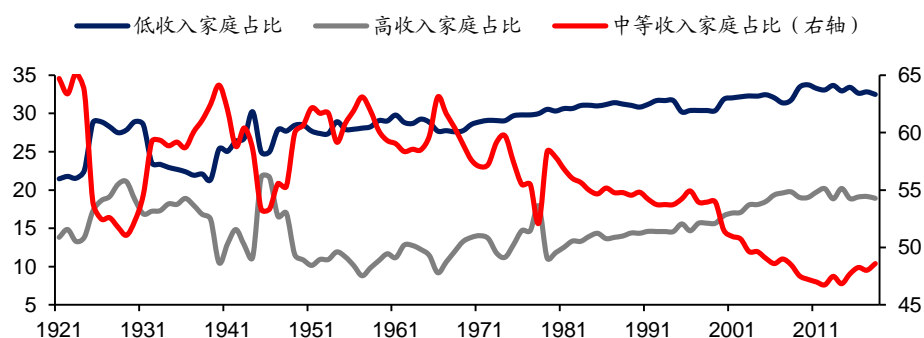
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

产业转出国一般为高收入或中高收入国家, 承接国一般是具备一定工业基础的中低收入国家 (而非低收入国家)。60年代以来全球贸易份额加权得到的人均GDP增速多数时间低于经济总量加权的人均GDP增速。由图11可知, 1961年-2018年间全球贸易份额加权人均GDP年均增幅仅为5.8%, 全球经济总量加权人均GDP年均增幅则高达7.5%。表明长期来看, 产业转移压低了中低端产品的生产成本, 加剧了全球、特别是高收入经济体通胀中枢下移的趋势。如图18所示, 80年代以来美国进口物价指数同比多数时间低于美国GDP平减指数。

2. 贫富分化及老龄化削弱了居民部门消费能力、抑制了通胀水平

以80年为分水岭, 此前美国贫富分化程度缓和、此后则加剧。过去40年美国中产占比大幅下降, 该指标在上世纪60-70年代超过60%、目前不到50%。事实上, 居民部门总体消费能力取决于中低收入群体, 因此过去40年美国贫富分化格局严重掣肘了其消费能力。就金融危机后而言, 老龄化进一步约束了美国居民部门的消费力。

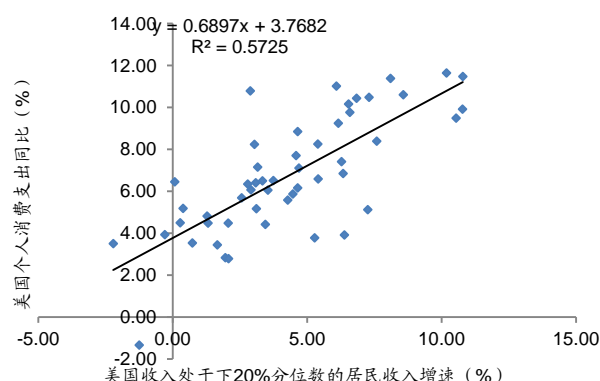
图 19: 美国低收入家庭、中等收入家庭²及高收入家庭占比 (%)



数据来源: 美国商务部普查局, 广发证券发展研究中心

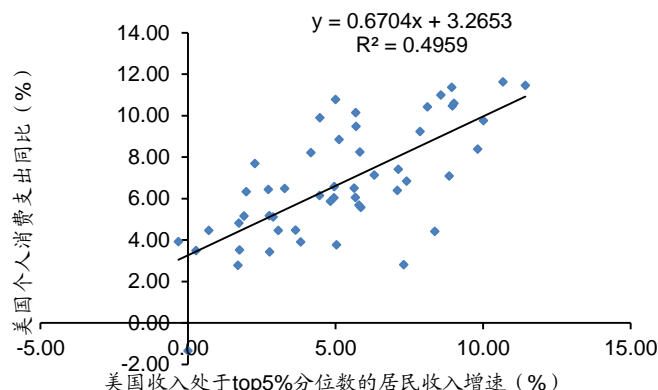
² 根据 Pew Research, 中产阶级工资收入下限为该年收入中位数的 2/3, 上限为该年收入中位数的 2 倍。

图 20: 美国低收入群体收入增速与个人消费支出增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 美国高收入群体收入增速与个人消费支出增速

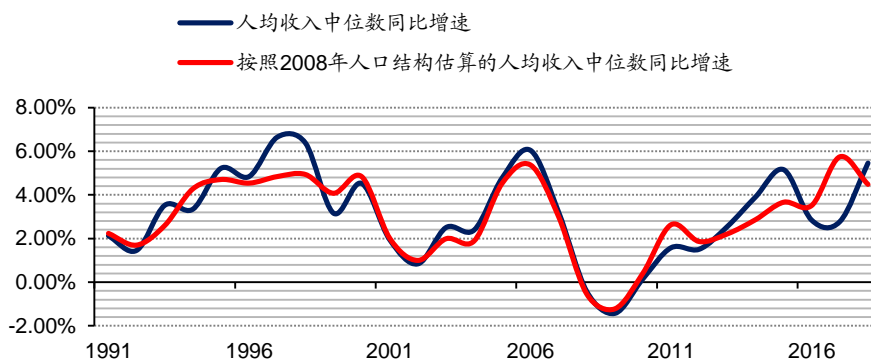


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

不考虑移民并假定1960年以前美国每年的死亡率为0.5%，则截止2018年美国25-54岁年龄段及55岁及以上年龄段人口占比分别为37.5%、30.7%，分别较2008年变化-2.8%及5.4%，分别较2000年变化-4.3%、7.9%。由各年龄人口占比变化可知，金融危机后美国的人口老龄化程度显著加深，其中美国55岁及以上劳动力占比提高了6.0%、而25-54岁年龄段劳动力占比下降了4.6%。

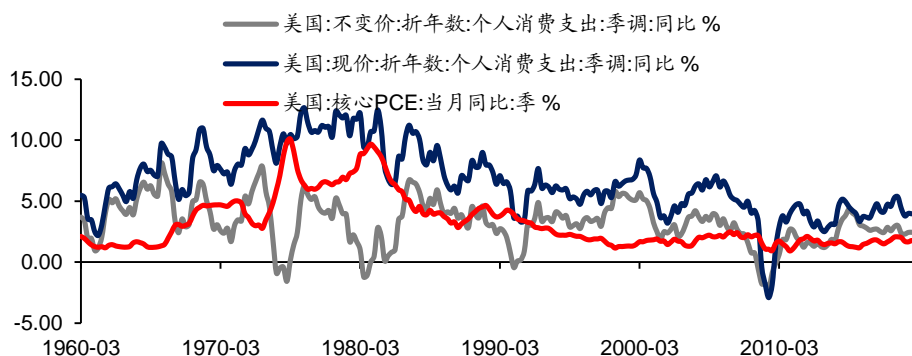
美国不同年龄段人均收入中位数差距也十分显著。截止2018年美国15-24岁年龄段、25-34岁年龄段、35-44岁年龄段、45-54岁年龄段、55-64岁年龄段、65岁及以上年龄段人均收入中位数分别为13967美元、37133美元、45952美元、47088美元、39940美元及25601美元。也就是说，55-64岁年龄段、65岁及以上年龄段人均收入中位数分别为45-54岁年龄段人均收入中位数的84.8%及54.4%。美国暂无不同年龄段时薪数据，但依据不同年龄段人均收入中位数的差异，我们有理由相信不同年龄段劳动力时薪差异同样显著。换言之，金融危机后老龄化程度加深大概率亦为美国时薪增速疲软的主因。

图 22: 美国人均收入同比增速以及按 2008 年人口结构估算的人均收入同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 美国个人消费支出同比增速与核心 PCE 同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

90年代以来美国人均收入中位数同比增速高点两度下移（1997年为6.7%、2006年为6.0%、2018年为5.5%），但以2008年美国人口结构与不同年龄段人均收入中位数估得的美国人均收入中位数同比增速高点却小幅上移（1998年为4.9%、2006年为5.4%、2017年为5.7%）。该数据进一步说明了金融危机后老龄化削弱了美国居民部门的消费力。而消费力的疲软是美国内生性通胀核心PCE同比中枢持续下移的主因之一。

（三）过去 40 年美国宽货币对应的是金融资产通胀，加剧贫富分化

1981-2019年间标普500指数上涨2279.8%，年化收益率为8.5%；1987-2019年间美国标准普尔/CS 10大城市房价指数上涨268.2%，年化涨幅为4.0%；1980-2019年间美国CPI同比年度均值仅为2.8%。换言之，过去40年无风险利率下行给金融资产带来了前所未有的估值红利，但该过程又加剧了贫富分化。

三、未来 10 年美国有望迎来再通胀

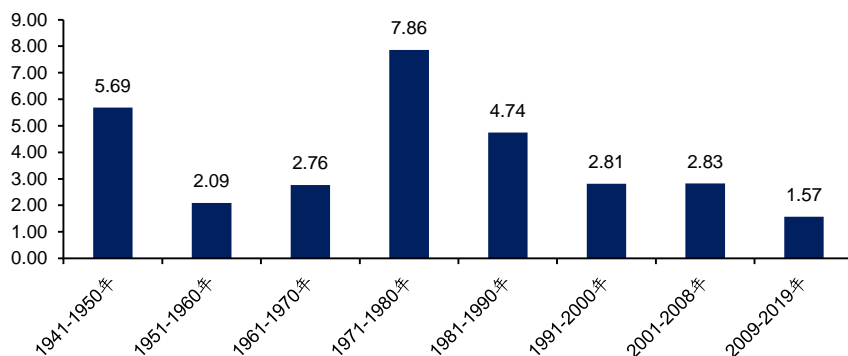
（一）疫情过后全球进入第四轮产业转移下半场

尽管长期而言美国通胀中枢不断下移，但若剔除70年代数据（受婴儿潮代际影响、美元与黄金脱钩、石油危机等特定因素驱动），则40年代以来美国存在20年一轮的通胀周期。事实上，美国通胀的周期波动与产业转移进程有关。我们将每轮产业转移分为上半场和下半场，各10年。每轮产业转移上半场意味着全球生产端成本中枢显著下移且产业承接国处于城镇化率低速攀升期进而压低全球通胀中枢；进入下半场后，全球生产端成本中枢将不断回升且产业承接国城镇化率加速攀升、对地产等实物资产需求增加进而推升全球通胀中枢。此外，产业承接国的经济体量决定了美国通胀中枢的波动幅度。假若由大型经济体承接中低端产能，则在产业转移下半场美国乃至全球就易于出现滞胀；若由小型经济体承接中低端产能，则产业转移下半场美国乃至全球仅有再通胀、并无高通胀。

从60年代以来全球产业转移的特征来看，每一次经济衰退都会推动全球产业转移进入一个新的阶段。2012年以来全球迎来了二战后第四轮产业转移：中低端制造

业产能由中国大陆转向东盟。在延续全球化的背景下，疫情冲击过后，全球将进入二战后第四轮产业转移的下半场。由于东盟属于小型经济体，因此这意味着全球在疫情过后美国易于发生再通胀过程，但大概率难以出现高通胀。

图 24: 上世纪 40 年代以来美国 CPI 同比均值 (%)

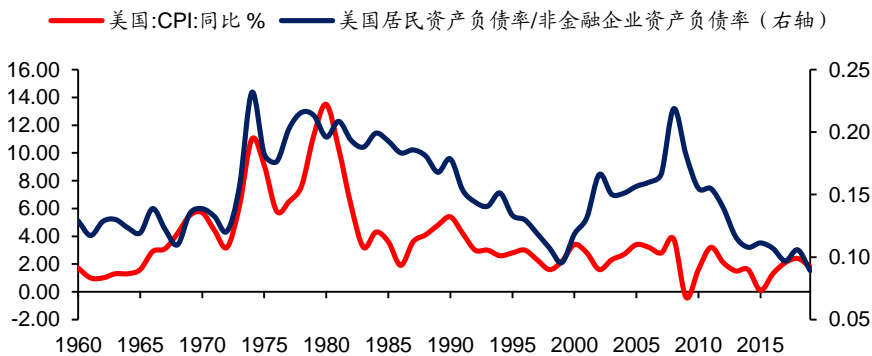


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 劳动力人口进入回升期，居民有望加杠杆

未来10年美国人口结构或为低配版的90年代。尽管美国老龄化趋势无法逆转，但根据OECD的估计美国20-64岁泛劳动力人口增速将于2023年进入回升期，并持续至2041年。此外，美国20-49岁购房年龄段人口增速亦于2017-2026年处于回升阶段。

图 25: 美国居民杠杆率/非金融企业杠杆率与美国 CPI 同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

此外，疫情冲击过后美国三部门或迎来杠杆率切换，居民加杠杆、企业降杠杆阶段通胀中枢均现上移。2019年美债规模占GDP比重已高达106.2%。疫情冲击下，今明两年该指标或将攀升至130%-140%。疫情结束后的几年内美国亦将处于高债务、低利率环境，类似上世纪40年代末到50年代初。金融危机后美国非金融企业部门资产负债率持续回升，2019年美国非金融企业资产负债率为138%，略低于

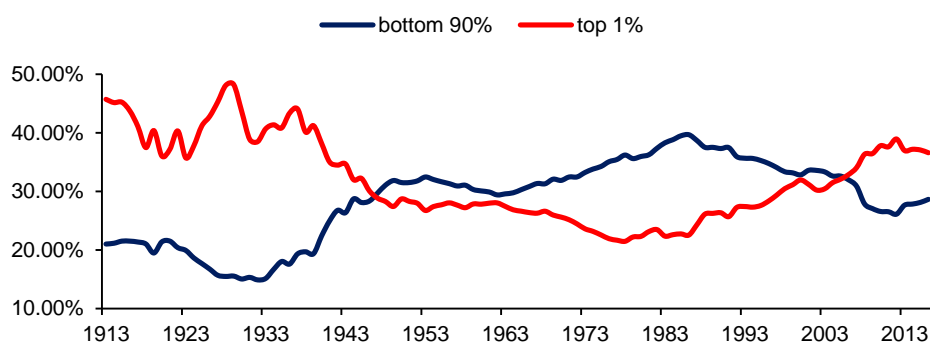
1999年的142%，为有数据以来的次高水平。金融危机后居民部门则一直去杠杆：2008年美国居民资产负债率为18.9%，2019年该指标已降至12.3%，为35年以来最低水平。整体而言，目前美国私人部门杠杆率水平类似上世纪90年代末。疫情结束后，企业部门或进入降杠杆阶段，居民部门则有望进入加杠杆周期。结合人口因素评估，疫情过后地产有望成为美国经济的长期驱动力。如图25所示，美国居民加杠杆、企业降杠杆阶段通胀中枢均现上移。

（三）社会结构或将在未来 10 年迎来逆转

美国两党执政理念反差极大，民主党推动社会公平、共和党崇尚追求效率。两党通过财税政策实现其执政理念，民主党擅于加税、但“劫富济贫”，共和党推动减税、推动资本逐利。一战后美国有两次对于“公平”和“效率”的再选择，分别出现在大萧条后以及1980年。大萧条时代美国贫富分化形势极其严峻、中产占比极低，随后美国社会进入了“公平”理念主导阶段，民主党政治影响力上升。70年代经济滞胀叠加当美国社会结构显著改善使得美国社会重新渴望“效率”。以1980年共和党人里根当选美国总统为标志性事件，美国社会重新进入由“效率”主导阶段，共和党政治影响力上升。此后，美国中产占比开始下降、贫富分化程度重新加剧，当前美国中产占比已经低于50%。

由两党执政影响力交替的时点可知，美国社会对于“公平”和“效率”的选择取决于社会结构本身。当前美国贫富分化程度堪比大萧条阶段，该因素极有可能令今年内或者2024年的美国大选成为逆转美国社会结构的关键时间节点。一旦美国再度迎来民主党总统，大概率将进入加税周期，美国中产占比也有望重新回升。届时，美国居民部门消费力亦将逐步增强。

图 26：美国 top1%和 bottom90%收入水平的群体拥有的财富占比



数据来源：<https://eml.berkeley.edu/~saez/>，广发证券发展研究中心

四、风险提示

- (一) 美国疫情超预期
- (二) 美国货币政策超预期
- (三) 美国人口结构变化超预期
- (四) 美国大选结果超预期

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，CFA。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子行业分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。