

## 总量研究

## 美国通胀压力不减，供应链和劳动力问题是关键

## ——2021年9月美国CPI数据点评

## 要点

## 事件：

- 1) 美国9月CPI同比增5.4%，前值5.3%，市场预期5.3%；CPI环比增0.4%，前值0.3%，市场预期0.3%；
- 2) 核心CPI同比增4%，前值4%，市场预期4.1%；核心CPI环比增0.2%，前值0.1%，市场预期0.3%。

## 核心观点：

美国9月CPI同比仍高位运行，供应链紧缩和劳动力短缺问题为主要驱动因素。基于近5个月较高通胀水平，我们维持美联储11月官宣Taper的判断，11月议息会议或将对加息节奏进行讨论。

分项看，新车(1.3%)、外出餐饮(0.5%)、住房(0.4%)价格上涨成为此次CPI环比主要拉动项；机票(-6.4%)、二手车和卡车(-0.7%)、二手车租赁(-2.9%)价格下跌是CPI环比主要拖累项。

**供应链紧缩问题持续推升新车价格。**9月新车价格延续上涨态势，环比升1.3%，同比升8.7%。芯片短缺叠加交付时间延长导致汽车产量受限，物流运输受阻延长原材料交货时间和运输成本，推升价格压力。

**劳动力短缺持续带动服务性行业消费价格上涨。**9月非家用食品(外出餐饮)价格环比上涨0.5%，连续第5个月上行。美国劳动力市场需求远高于供给，劳动力短缺推升工资成本，带动服务性行业消费价格上涨。

**住所项价格延续上行态势，反映劳动力回城进度持续。**住房项价格持续稳步提升，环比快速上涨0.4%，同比升3.2%。因住所项在CPI中的比重较大(31%)，其对环比CPI贡献达0.12%。预计劳动力回城进度将加快，四季度住房价格有较强支撑。

**居民出行需求仍较疲弱，压降机票和二手车价格。**9月机票价格环比下行6.4%，二手车租赁和二手车价格环比分别降2.9%和0.7%。外出需求减弱导致9月机票和二手车价格延续下行走势，反映居民和企业对出行决策仍较为谨慎，预计疫情扰动将持续抑制价格水平。

9月CPI数据显示，通胀压力犹存，供应链和劳动力短缺问题持续推升价格压力。通胀压力上行或将加速美联储加息节奏，支撑美债收益率走高。我们预测，2021年全年通胀水平将达4.4%，2022年下行至3.7%，美债收益率将维持上行走势。

自10月初以来，10年美债收益率快速上行8bps，其中通胀预期为美债收益率上行的主导因素。10月13日公布的9月议息会议纪要显示，一些美联储官员认为，未来家庭和企业的通胀预期可能“明显升高”，并且提出明年开始加息的可能性。美联储对通胀的预期的转变暗示通胀风险可能正在上行，我们维持11月Taper官宣的判断，11月议息会议或将对加息节奏进行讨论。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

疫情扰动显现，经济扩张放缓——2021年8月PMI数据点评(2021-08-31)

下游制造继续承压，亟待宏观政策发力——2021年7月工业企业盈利数据点评(2021-08-27)

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会(2021-08-26)

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五(2021-08-20)

经济压力超预期，基建亟待反弹——2021年7月经济数据点评(2021-08-16)

下半年基建投资将迎来持续反弹——光大宏观周报(2021-08-15)

通胀挑战延续，7月美国CPI同比再超预期——2021年7月美国CPI数据点(2021-08-12)

5500亿及3.5万亿拜登刺激法案，将提升美国增长预期——《大国博弈》第八篇(2021-08-12)

财政平滑，货币放松，护航二十大——政治局会议学习体会——20210730政治局会议点评(20210731)

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四(20210722)

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评(20210721)

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评(2021-07-08)

如何看待下半年利率走势？——20210704光大宏观周报(2021-07-04)

## 目 录

一、	9 月通胀压力不减，供应链和劳动力问题是关键.....	3
二、	供应链紧缩和劳动力短缺问题持续推升价格压力.....	4
三、	通胀风险升温，美联储加息或提速，支撑美债收益率走高.....	6

## 图目录

图 1:	9 月 CPI 同比小幅上行至 5.4%.....	3
图 2:	核心 CPI 涨幅连续第二个月低于预期.....	3
图 3:	汽车工业生产指数仍比疫情前低约 20%.....	5
图 4:	海运价格持续快速上行.....	5
图 5:	服务性行业薪资水平快速上行.....	6
图 6:	服务性行业离职率攀升加剧劳动力供给短缺问题.....	6

## 表目录

表 1:	2021 年 7-9 月 CPI 同比和环比分项.....	4
------	-------------------------------	---

## 一、9月通胀压力不减，供应链和劳动力问题是关键

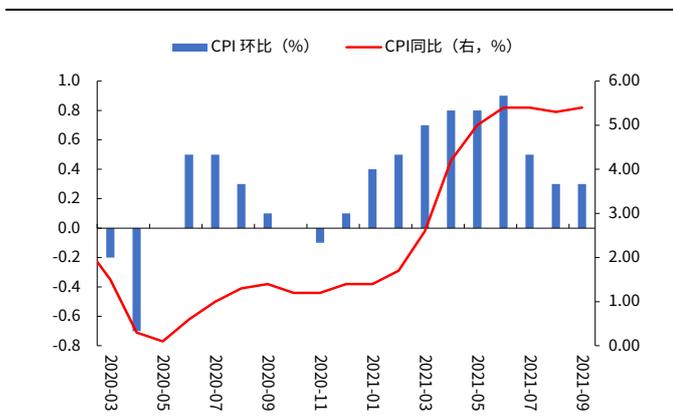
### 事件：

- 1) 美国9月CPI同比增5.4%，前值5.3%，市场预期5.3%；CPI环比增0.4%，前值0.3%，市场预期0.3%；
- 2) 核心CPI同比增4%，前值4%，市场预期4.1%；核心CPI环比增0.2%，前值0.1%，市场预期0.3%

### 核心观点：

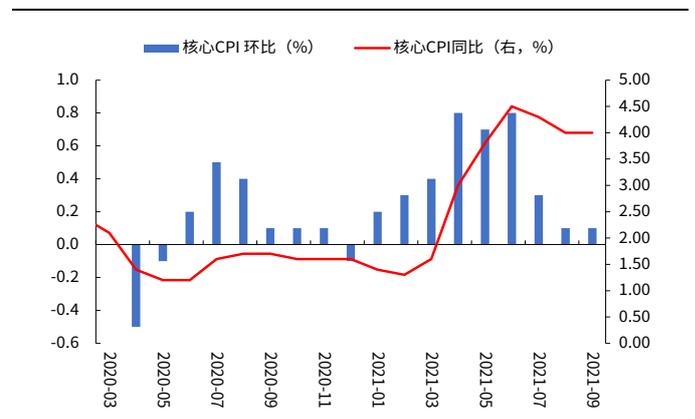
美国9月CPI同比仍高位运行，供应链紧缩和劳动力短缺问题为主要驱动因素。基于近5个月较高通胀水平，我们维持美联储11月官宣Taper的判断，11月议息会议或将对加息节奏进行讨论。

图1：9月CPI同比小幅上行至5.4%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 9 月。

图2：核心CPI涨幅连续第二个月低于预期



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 9 月。

表 1: 2021 年 7-9 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2021年8月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (%)		
		2021-07	2021-08	2021-09	2021-07	2021-08	2021-09
食品	13.9	3.4	3.7	4.6	0.7	0.4	0.9
家庭食品	7.6	2.6	3.0	4.5	0.7	0.4	1.2
谷物和烘焙制品	1.0	1.5	1.6	2.7	1.2	0.0	1.1
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.8	5.9	8.0	10.5	1.5	0.7	2.2
乳制品及相关制品	0.7	1.8	-0.5	0.6	0.6	-1.0	0.7
水果和蔬菜	1.3	2.2	2.3	3.0	-0.9	0.2	0.6
无酒精饮料和饮料原料	0.9	1.1	2.0	3.7	0.7	1.0	1.2
其他家庭食品	1.9	1.3	1.5	3.1	0.8	0.6	1.1
非家用食品	6.2	4.6	4.7	4.7	0.8	0.4	0.5
能源:当月同比	7.3	23.8	25.0	24.8	1.6	2.0	1.3
能源类商品	4.1	41.1	41.9	41.7	2.3	2.7	1.3
燃油	0.1	39.1	33.2	42.6	0.6	-2.1	3.9
发动机燃料	3.9	41.6	42.5	42.0	2.4	2.8	1.2
汽油(所有种类)	3.8	41.8	42.7	42.1	2.4	2.8	1.2
能源服务	3.2	7.3	8.6	8.5	0.8	1.1	1.2
电力	2.5	4.0	5.2	5.2	0.4	1.0	0.8
公共事业(管道)燃气服务	0.7	19.0	21.1	20.6	2.2	1.6	2.7
商品,不含食品和能源类商品	20.7	8.4	7.6	7.3	0.5	0.3	0.2
服装:当月同比	2.7	4.2	4.2	3.4	-1.0	1.8	-1.1
新汽车和卡车	3.8	6.4	7.7	8.7	1.7	1.2	1.3
二手汽车和卡车	3.4	41.7	31.9	24.4	0.2	-1.5	-0.7
医疗护理商品	1.5	-2.1	-2.5	-1.6	0.2	-0.2	0.3
酒精饮料	1.0	2.4	2.6	2.8	0.3	0.3	0.2
烟草和烟草制品	0.6	6.4	6.3	6.7	0.5	0.1	0.7
服务,不含能源服务	58.1	2.8	2.7	2.9	0.3	0.0	0.2
收容所	32.6	2.8	2.8	3.2	0.4	0.2	0.4
主要居所租金	7.6	1.9	2.1	2.4	0.2	0.3	0.4
业主等价租金	23.6	2.4	2.6	2.9	0.3	0.3	-0.1
医疗护理服务	7.1	0.8	1.0	0.9	0.3	0.0	-0.3
医疗服务	1.8	3.9	3.9	3.8	0.4	0.9	0.1
医院服务	2.2	2.8	3.5	3.2	0.5	0.9	0.0
运输服务	5.1	6.2	4.5	4.4	-1.1	-2.3	-0.5
机动车维修保养	1.1	4.1	4.2	4.0	0.9	0.8	0.0
机动车保险	1.6	1.6	1.0	4.8	-2.8	-2.8	2.1
机票	0.6	19.0	6.7	0.8	-0.1	-9.1	-6.4

资料来源:美国劳工部,光大证券研究所。数据截止日期为2021年9月。

## 二、供应链紧缩和劳动力短缺问题持续推升价格压力

**受供应链紧缩影响,9月新车价格延续上涨态势,环比升1.3%,同比升8.7%。**一方面,芯片短缺叠加交付时间延长限制汽车产量,抬升价格。8月美国汽车工业生产指数为80,仍比疫情前低20%,显示汽车产量受限,拖累汽车供给。另外,9月PMI供应商交付时间从8月的69.5上升至73.4(指数越高表示交付时间越长),各大制造业企业均表示,原材料交货时间延长、材料短缺、运输时间的不确定性正持续拖累企业交付时间。

物流运输方面,因港口堵塞、人员紧缺等问题,大量的集装箱船在港口外等待停靠,加剧运输成本,推升商品价格。华尔街日报10月8日表示,从远东抵达美国港口的船舶延误时间已经从2020年6月时的14小时上升至近13天。一方面,港口堵塞导致船舶停摆,进一步导致船舶紧缺。另一方面,集装箱货船极度短缺造成运费快速上行,10月WCI上海到洛杉矶和纽约的集装箱货运基准费率同比已分别上行175%和211%。

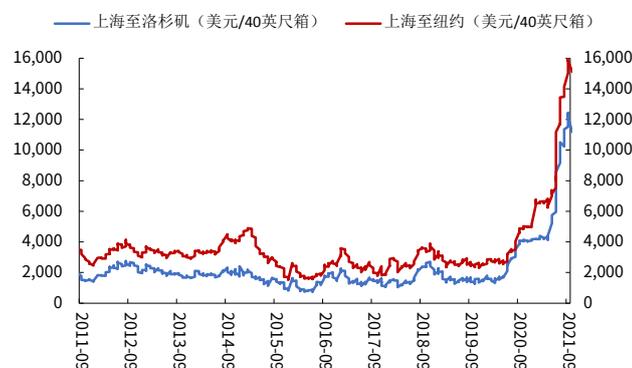
向前看，芯片制造企业扩产需要大约 18 个月的时间，物流运输修复也持续受劳动力短缺影响，恢复节奏仍较缓慢，预计新车价格将在四季度维持上行态势。

图 3：汽车工业生产指数仍比疫情前低约 20%



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 9 月。

图 4：海运价格持续快速上行



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 9 月。

**9 月非家用食品（外出餐饮）价格环比上涨 0.5%，连续第 5 个月上行，预计劳动力短缺将持续带动服务性行业消费价格上涨。**从非农时薪增速的角度可以看到，美国劳动力市场供不应求。一方面，美国劳工部 10 月 12 日发布的一组数据显示，截至 8 月底，有 1040 万个职位空缺，远超 8 月总体失业的 770 万人，显示劳动力市场供需严重不平衡。

另一方面，从离职率的角度看，服务性行业如休闲和酒店业、零售贸易、食宿服务离职率均维持上行走势，迫使企业抬高工资来吸引劳工。工资成本将进一步传导至服务消费价格，抬升通胀水平。

向前看，劳动力市场，尤其是服务性行业薪资水平将维持上行走势，支撑通胀。

**住所项小幅上行，反映劳动力回城进度持续。**住所项持续稳步上行，环比快速上行 0.4%，同比升 3.2%。因住所项在 CPI 中的比重较大（31%），其对环比 CPI 贡献达 0.12%。经济解封叠加工资上行使得大批劳动力返城工作，推动房屋租金上涨，预计劳工返城将持续支撑四季度租金价格提升。

**9 月机票价格环比下行 6.4%，主要受德尔塔病毒影响，居民旅行需求回落。**根据美国运输安全管理局数据显示，飞机乘用数量明显减少，反应居民对德尔塔病毒的担忧。9 月机票价格相较疫情前水平的缺口进一步加大至 72%。预计疫情

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_27701](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27701)

