

明年美国通胀压力大吗？

● 核心结论

Q3以来美国通胀上行压力已由输入型通胀转向内生性通胀。CPI同比方面，Q3以来能源、服装、交运分项季调同比已经高位回落，但食品、居住、娱乐、信息技术服务以及PC设备等分项季调同比却创出新高；CPI环比方面，Q3出现上升压力的分项包括食品、住宅、教育通信、信息技术服务，而Q3环比上升压力缓和甚至开始转降的分项则包括服装、交运。同比环比变化均指向一点，美国通胀上行压力已由输入型通胀、耐用品通胀转向内生性通胀、服务类通胀。

美国通胀压力结构性变化的成因：1) 基数切换。疫情冲击下去年3-5月全球商品价格基数偏低，因此今年同期商品类通胀同比上行压力较大，Q3基数切换后得以缓解。**2) 防疫措施结束。**Q3美国防疫措施全面解除后，耐用品需求骤降、服务需求大幅回升。**3) 就业市场供需矛盾推升了人力成本。**今年1-7月美国私人非农职位空缺数据连创新高，7-9月美国时薪同比均在4%及以上。**4) 房价大涨对居住与房租型通胀产生提振。**

2022年美国内生性通胀压力有望缓解。站在当下，职位空缺与续请失业金人数的回落或表明随着补贴结束就业市场劳动力供给的增加已令就业市场供需矛盾得到边际缓解。往后看，随着储蓄被耗尽、服务消费得到充分满足后，明年服务需求会进入类似疫前的平稳状态，同时也将进一步刺激劳动力的就业意愿，进而美国就业市场的供需矛盾将在明年显著缓解。此外，美国通胀中居住、房租或保持上升态势，但时间与空间或均可控。

基于四因子通胀模型，预计明年美CPI中枢或约3.2%。美国CPI包括四个分项：能源分项、食品分项、剔除能源和食品的商品性分项以及剔除能源和商品的服务性分项。我们依据各分项的传导逻辑构建了四因子模型。基于四因子模型和三点假设，预计2022年美国CPI高点大概率在Q1，Q2-Q3回落，Q4再小幅反弹；全年中枢大约在3.2%，显著低于当前水平。此外，在全球新能源战略背景下，2-3%的温和通胀或为未来数年美国CPI常态：既不是持续高通胀，亦明显高于金融危机后到疫前的低通胀水平。

明年美联储大概不会加息；中期选举年货币政策往往偏鸽。2022年为中期选举年、2024年为大选年，因此今年释放Taper利空影响、2023年首次加息符合政治诉求。进而明年不加息或仍为大概率。预计2022年10Y美债收益率高点或出现在Q1且有望突破2%，Q2-Q3期间中期选举临近货币转鸽进而10年期美债收益率中枢有望小幅下移，中期选举后再度反弹。

风险提示：美国经济基本面超预期；美国疫情超预期；美联储货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、美国通胀高温不降，但结构变化已现.....	4
（一）Q3 以来美国通胀上行压力已由输入型通胀转向内生性通胀.....	4
（二）美国通胀压力结构性变化的成因：防疫结束；就业市场供需矛盾.....	7
二、2022 年美国内生性通胀压力有望缓解.....	8
（一）储蓄耗尽、疫情降温之下，明年美国就业市场供需矛盾将缓解.....	8
（二）居住、房租或保持上升态势，但时间与空间或均可控.....	10
三、基于四因子通胀模型，预计明年美 CPI 中枢或约 3.2%.....	11
四、明年美联储会加息吗？中期选举年货币政策往往偏鸽.....	12
五、风险提示.....	12

图表目录

图 1：美国 CPI 与核心 CPI	4
图 2：美国 CPI 能源分项与食品分项季调同比	4
图 3：美国 CPI 住宅分项与服装分项季调同比	5
图 4：美国 CPI 交运分项与医疗保健分项季调同比.....	5
图 5：美国 CPI 娱乐分项与教育通信分项季调同比.....	5
图 6：美国 CPI 其他商品分项与信息技术服务分项季调同比	6
图 7：美国 CPI 个人计算机及其周边设备分项季调同比.....	6
图 8：美国个人耐用品消费与服务消费	7
图 9：美国私人非农时薪同比增速	7
图 10：2021 年 8 月美国职位空缺及分行业职位空缺相对 2019 年底的变化.....	8
图 11：美国各行业就业人数：2021 年 8 月相对 2019 年 12 月的差异.....	8
图 12：2021 年 8 月美国职位空缺环比回落（单位：千人）	9
图 13：美国续请失业金人数变化	9
图 14：美国个人储蓄率.....	10
图 15：美国成屋售价同比与 CPI 住宅分项同比	10
图 16：2022 年美国 CPI 与核心 CPI 同比预测值	12
表 1：今年 1-9 月美国 CPI、核心 CPI 及 CPI 各类分项季调环比（%）.....	6
表 2：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化	9
表 3：美国 CPI 分项权重（每月微调）	11

表 4: 美国 CPI 分项传导机制 11

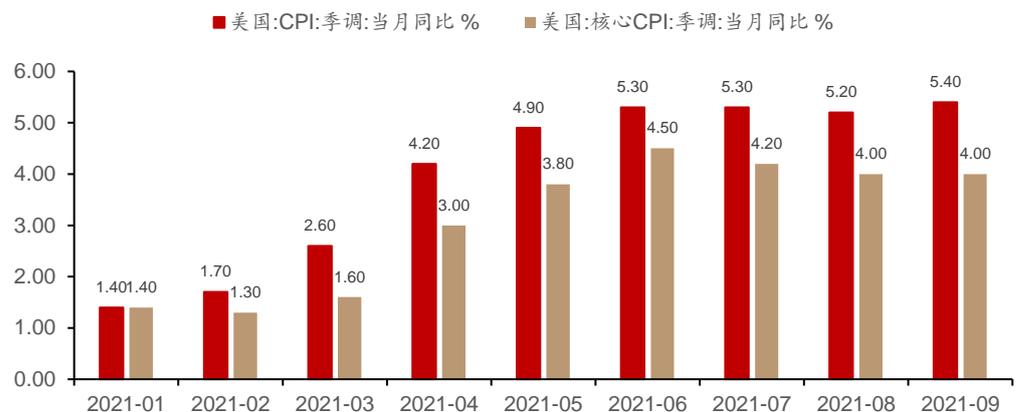
去年8月 Jackson Hole 会议至今年9月前美联储主席鲍威尔多次表示高通胀压力仅是暂时的。9月议息会议以来鲍威尔对通胀形势的看法似乎发生了变化，不仅在议息会议当日提到未来数月美国仍有较大的通胀压力并且强调了供应链风险及其对通胀的影响，本周五在国际清算银行小组讨论在线会议上还提到假若明年仍有较大的通胀压力或将加息应对。那么，明年美国通胀压力究竟大不大？明年美联储是否会采取加息行动？美联储表达的变化对于10年期美债走势又将有何影响？

一、美国通胀高温不降，但结构变化已现

（一）Q3以来美国通胀上行压力已由输入型通胀转向内生性通胀

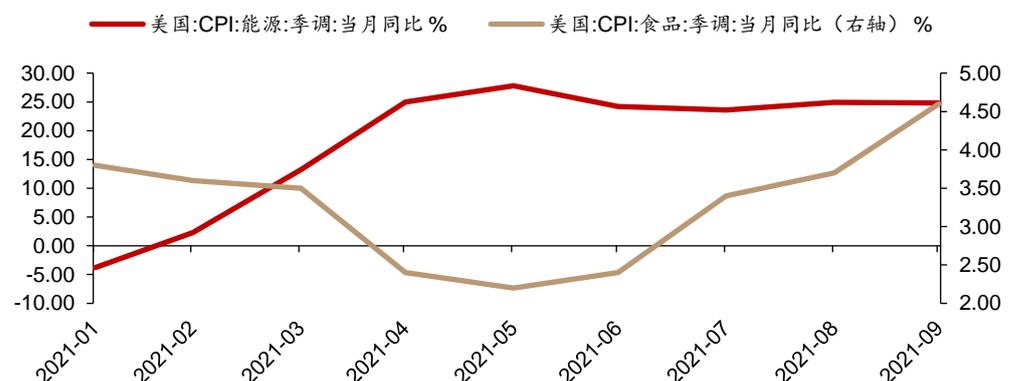
9月美国CPI季调同比为5.4%，创出年内新高的同时也创下金融危机后最高。但美国核心CPI季调同比已于6月见顶。进一步看，如图2-7所示，Q3以来能源、服装、交运分项季调同比已经高位回落，但食品、居住、娱乐、信息技术服务以及PC设备等分项季调同比却创出新高。当然，同比变化往往与基数效应有关，而去年的低基数也给了今年各国通胀极大的同比上行压力，进而我们需结合环比变化观察。如表1所示，美国Q3环比出现上升压力的通胀分项包括食品、住宅、教育通信、信息技术服务，而Q3环比上升压力缓和甚至开始转降的通胀分项则包括服装、交运，与同比变化的结论相似。可见，美国通胀上行压力已由输入型通胀、耐用品通胀转向内生性通胀、服务类通胀。

图1：美国CPI与核心CPI



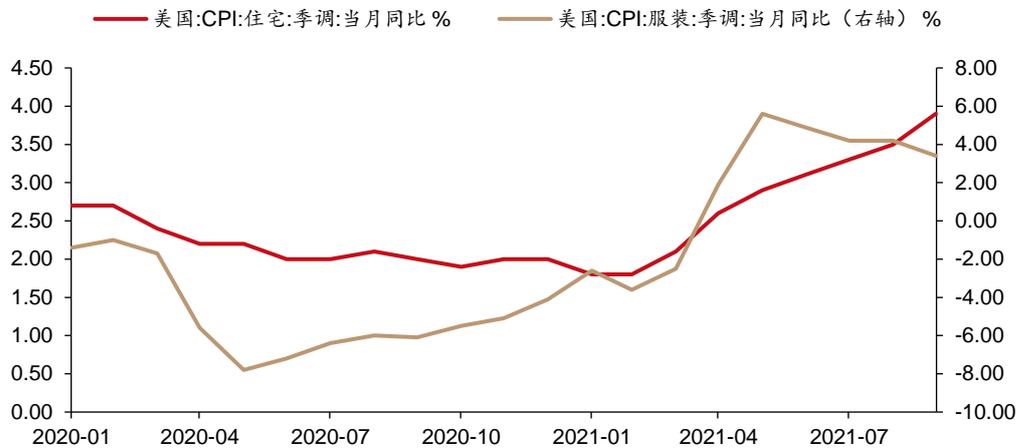
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：美国CPI能源分项与食品分项季调同比



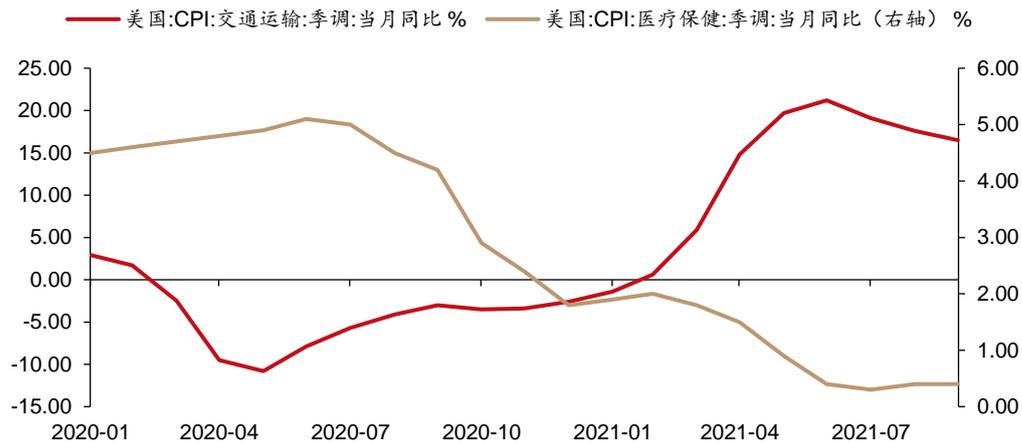
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：美国CPI住宅分项与服装分项季调同比



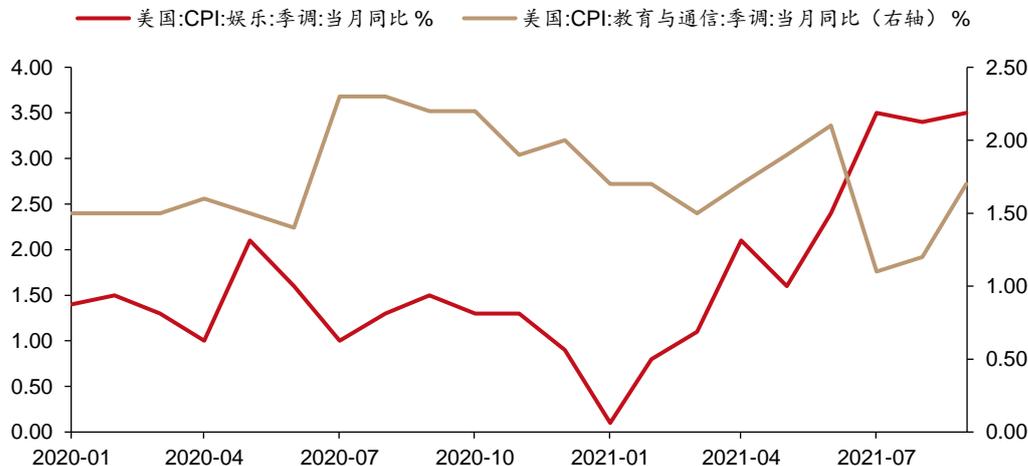
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：美国CPI交运分项与医疗保健分项季调同比



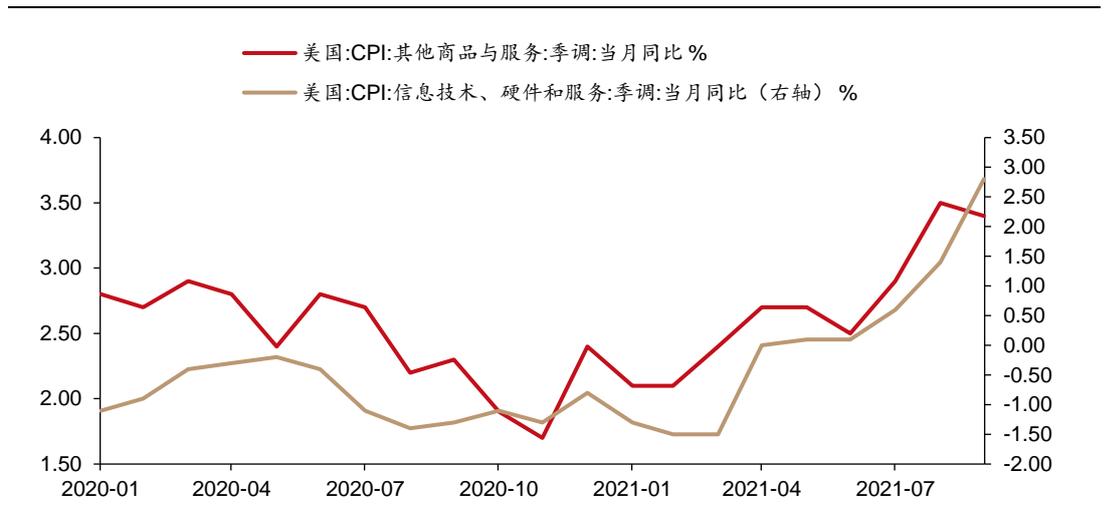
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：美国CPI娱乐分项与教育通信分项季调同比



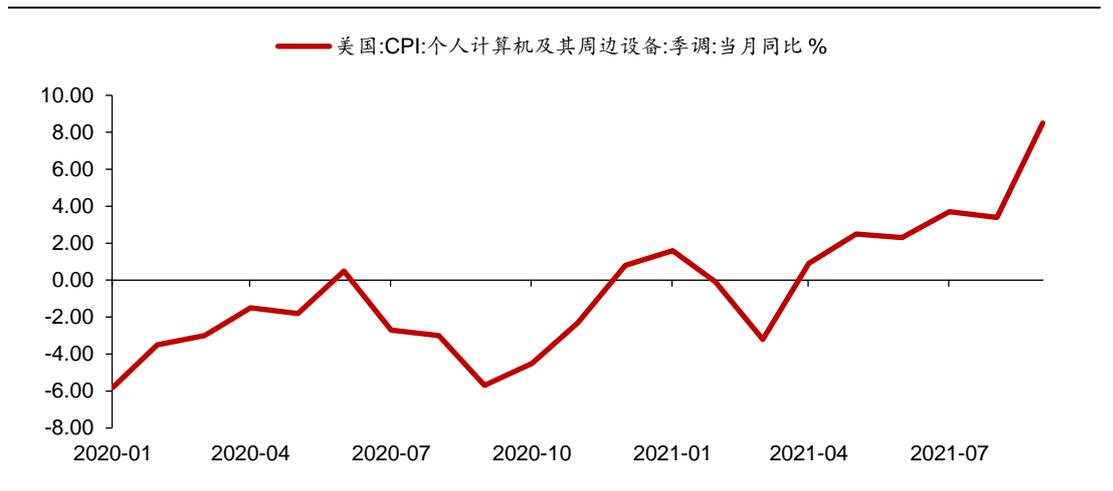
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：美国 CPI 其他商品分项与信息技术服务分项季调同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：美国 CPI 个人计算机及其周边设备分项季调同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：今年 1-9 月美国 CPI、核心 CPI 及 CPI 各类分项季调环比 (%)

	CPI	核心 CPI	能源	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	信息技术、硬件和服务	个人计算机及其周边设备
9月	0.40	0.20	1.30	0.90	0.50	-1.10	0.30	0.00	0.20	0.40	0.10	0.70	1.20
8月	0.30	0.10	2.00	0.40	0.40	0.40	-0.10	0.20	0.50	0.20	0.40	0.80	0.10
7月	0.50	0.30	1.60	0.70	0.40	0.00	0.60	0.30	0.60	0.20	0.70	0.60	1.20
6月	0.90	0.90	1.50	0.80	0.40	0.70	3.60	-0.10	0.20	0.10	0.10	-0.40	0.10
5月	0.60	0.70	0.00	0.40	0.40	1.20	2.10	-0.10	0.20	0.30	-0.10	0.10	0.60
4月	0.80	0.90	-0.10	0.40	0.50	0.30	2.50	0.10	0.90	0.30	0.20	1.40	5.10
3月	0.60	0.30	5.00	0.10	0.30	-0.30	2.70	0.10	0.40	-0.10	0.60	0.20	-2.00
2月	0.40	0.10	3.90	0.10	0.20	-0.70	1.10	0.30	0.60	0.10	0.40	-0.10	-0.30
1月	0.30	0.00	3.50	0.10	0.00	2.20	1.10	0.40	-0.60	0.00	0.40	-0.50	0.00

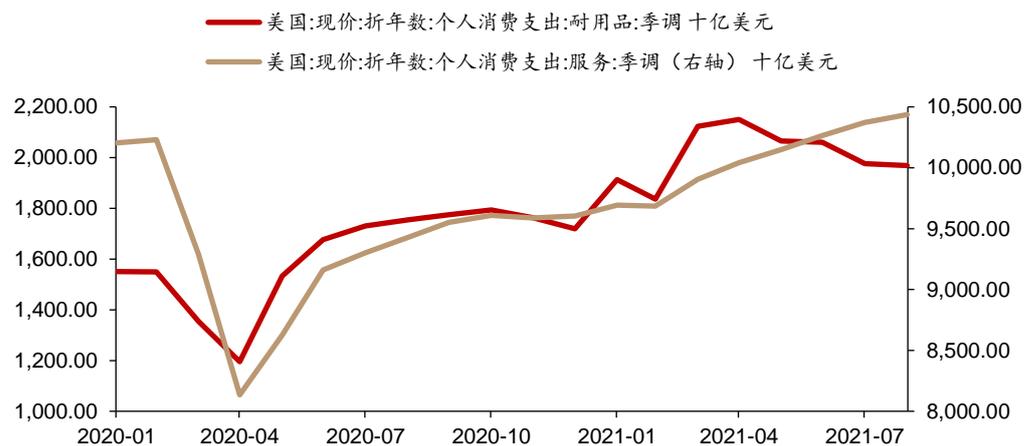
资料来源：Wind，西部证券研发中心

(二) 美国通胀压力结构性变化的成因：防疫结束；就业市场供需矛盾

我们认为美国通胀压力结构性变化与四点原因有关。首先，基数切换。疫情冲击下去年3-5月全球商品价格基数偏低，因此今年同期商品类通胀同比上行压力较大，Q3基数切换后得以缓解。第二，防疫措施结束。美国防疫措施包括两点：一是发钱，二是出行等服务需求的约束。两点因素共振下，疫后美国耐用品需求激增、服务需求则较差。Q3美国防疫措施全面解除后，耐用品需求骤降、服务需求大幅回升，导致耐用品价格上行动能衰减、但服务供需错配推升了服务价格。第三，就业市场供需矛盾推升了人力成本。由于美国各州财政转移支付于6-9月才相继结束，尽管此间美国就业已经加速恢复，但仍有部分劳动力就业意愿不强，加上需求过于强劲，因此就业市场形成了供需矛盾。7-9月美国时薪同比分别为4.0%、4.0%及4.6%，在高基数背景下如此高的时薪增速刚好反映了这一结构性矛盾。最后，去年房价大涨后对房租产生提振。

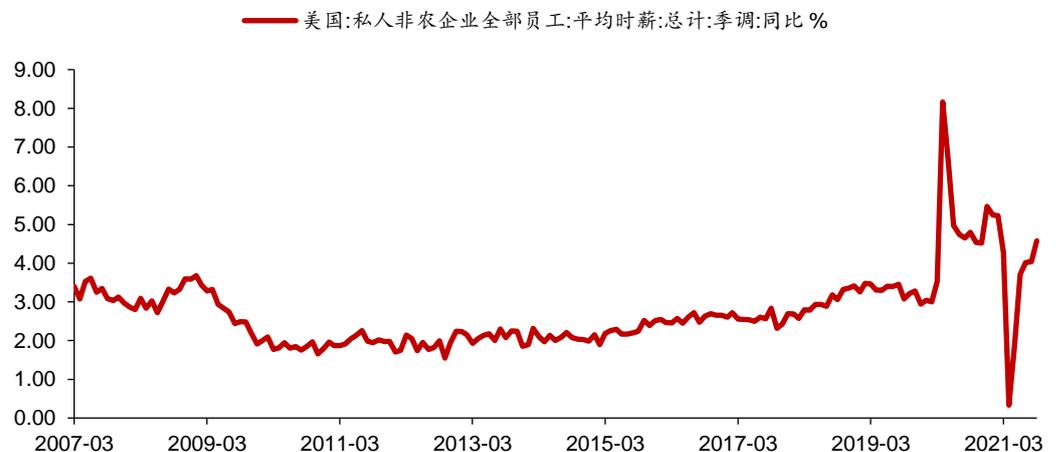
此外，从时薪与CPI居住分项看，当前美国内生性因素中人力成本压力高于房租与居住压力。

图8：美国个人耐用品消费与服务消费



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图9：美国私人非农时薪同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

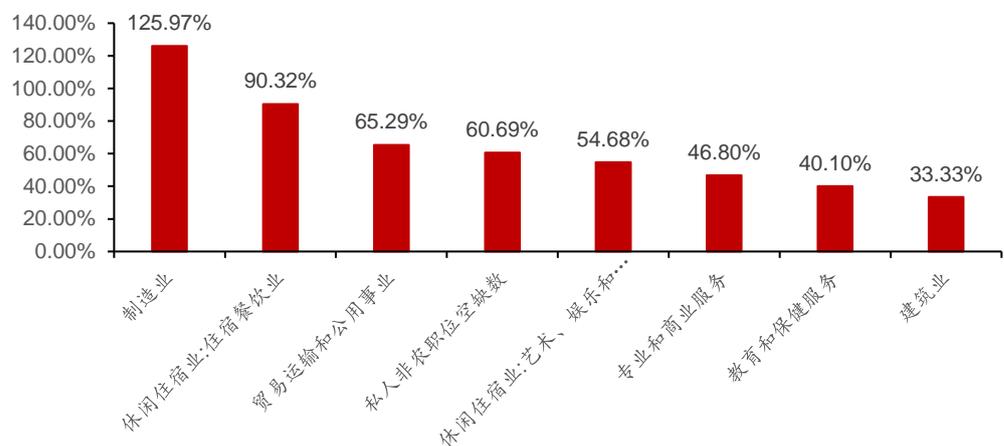
二、2022年美国内生性通胀压力有望缓解

我们认为明年美国就业市场供需矛盾可以得到极大缓解，居住与房租压力仍上升，但因前者对内生性通胀的影响高于后者，因此2022年美国内生性通胀压力有望缓解。

（一）储蓄耗尽、疫情降温之下，明年美国就业市场供需矛盾将缓解

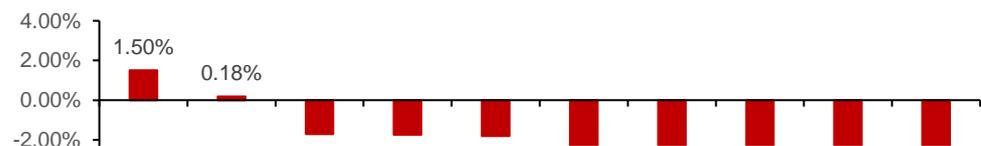
结合图10可知，目前美国几乎所有行业的企业都有大量招工需求，且制造业、休闲餐饮及贸易运输等行业的招工压力尤为突出。那这种局面究竟是需求过强导致的，还是劳动力就业意愿偏低的结果呢？结合图11可知，虽然需求因素与劳动力供给因素均对就业市场供需矛盾产生影响，但整体看需求因素权重或更大，而在休闲酒店、教育保健等个别行业劳动力供给短缺的形势亦较为严峻。

图10：2021年8月美国职位空缺及分行业职位空缺相对2019年底的变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图11：美国各行业就业人数：2021年8月相对2019年12月的差异



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_28121

