

鲍威尔首提加息，全面评估美国的通胀压力有多大

2021 年 10 月 23 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

■ 本周（2021 年 10 月 18 日至 22 日）美油刷新 2014 年 10 月以来的新高，市场对于美国长期通胀预期的指标飙升，美联储主席鲍威尔终于“坐不住”了。作为“通胀暂时论”的坚定鼓吹者，面对来势汹汹的通胀压力，鲍威尔在 22 日的讲话中表示如果出现通胀预期持续走高的风险，将动用工具稳定价格，暗示了加息的可能。我们发现不仅是市场的通胀预期，就连美联储自己衡量的指标（图 1），也表明未来一年美国面临着近 15 年来最大的通胀压力（图 2）。如何看待当前美国的通胀风险？由于美联储一直以来认为来自供给面的临时性因素夸大了官方通胀指标的回升，本文全面考察了当前利用的衡量美国潜在通胀走势的指标，并由此对美国通胀回升的前景做出评估。

■ 表 1 展示了在官方的通胀指标之外，我们所跟踪的 4 类共 5 个反映美国潜在通胀走势的指标：

■ **第一类指标是在整体的通胀中剔除了异常波动项的影响。**即如果剔除了异常项的波动后通胀仍然回升，那么这种回升应该更具有持续性。克利夫兰联储的截尾 CPI 和达拉斯联储的截尾平均 PCE 均属于这类指标，其在编制方法上剔除了每一期价格变化过大或过小的分项，比如截尾 CPI 剔除了每一期价格变化前 8% 与后 8% 的支出项，而截尾平均 PCE 剔除了价格变化前 31% 和后 24% 的支出项。

■ 与核心通胀（剔除了能源和食品）相比，上述两个指标更能消除通胀在走势上的噪音。因为能源和食品未必在每一期都是异常波动项。如图 3 和图 4 所示，由于剔除支出项价格变化分位数的不同，这两个指标的表现也有所不同——一个在当前创下 2008 年金融危机后新高，一个则回升到疫情前水平。

■ **第二类指标是在整体通胀中剔除了反周期性的影响。**所谓反周期性是指对行业特定因素更敏感，但与经济所处周期阶段的相关性较低，比如疫情后因供给短缺导致的物价飙升。而在剔除了上述影响后的通胀如回升无疑更具持续性。亚特兰大联储的粘性价格 CPI，以及旧金山联储的周期性核心 PCE 即属于这类指标，如图 5 和图 6 所示，这两个指标中一个当前飙升至 2008 年金融危机后的新高，一个则接近疫情前的高点。

■ **第三类指标衡量的是通胀中枢。**如果通胀的回升是持续性的，那么通胀回升的中枢一定也是持续抬升的。比如 CPI 篮子中价格变化在 50% 分位数的分项走势，克利夫兰联储的中位数 CPI 即是这一指标。图 7 表明，当前这一通胀中枢正持续回升，但尚未突破疫情前的高点。

■ 因此，将上述三类指标与官方的通胀指标（第四类）在走势上相比，不难看出如下结论：

■ **一是美国官方的通胀指标在当前确实夸大了美国潜在通胀的走势。**虽然核心 CPI 与核心 PCE 2021 年以来的回升均创下本世纪的新高（图 8），但上述三类指标的回升相对温和，与本世纪头十年的高点仍有距离。

■ **二是通胀的压力应该会持续存在，即此轮通胀的回升并非暂时性。**与核心 CPI 与核心 PCE 的见顶相比，上述三类指标仍处于持续回升中，并未有见顶的迹象，表明经济内生的通胀压力是持续加大的，这就意味着核心 CPI 与核心 PCE 即便见顶后，也不会很快回落。

■ **三是美联储低估了通胀回升的风险，市场对于加息路径的预期可能更合理。**美联储在 2021 年 9 月议息会议上预期明年仅加息 0.5 次，相较而言市场在加息问题上的定价可能更为合理（图 9），因此在 12 月的议息会议上，美联储大概率会释放更早和更快加息的信号。

■ **风险提示：**疫情扩散超预期，美联储货币政策超预期收紧

1、《宏观周报 20211019：为什么 GDP 跌破 5，人民币却升破 6.4？》2021-10-19

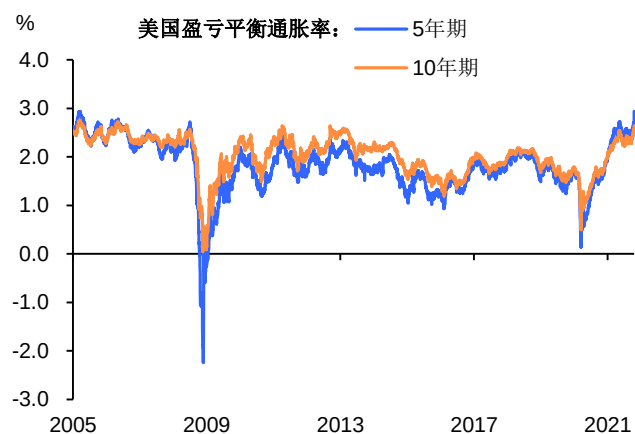
2、《宏观月报 20211018：GDP 增速“破 5”蕴含的“跨周期调节”信号》2021-10-18

3、《宏观周报 20211015：全球“气荒”何时缓解？》2021-10-15

4、《宏观月报 20211014：通胀先见顶还是信贷先见底？》2021-10-14

5、《宏观月报 20211013：价涨量跌，出口高处不胜寒？》2021-10-13

图 1：市场对于美国长期通胀的预期飙升至历史高位



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：未来一年美国通胀压力升值 15 年来的高位



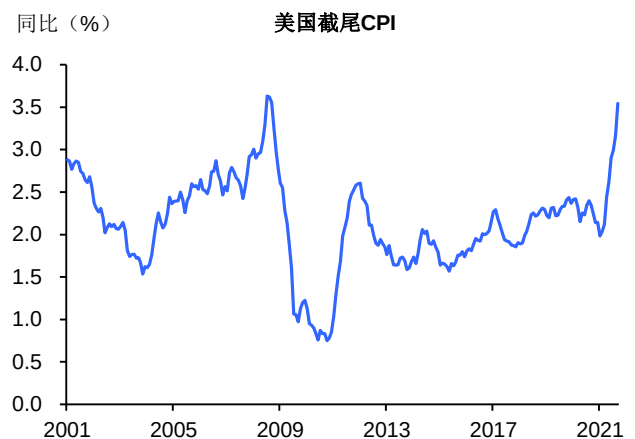
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

表 1：在官方通胀指标之外，大多数通胀指标表明美国潜在通胀持续回升

时间	中位数 CPI	截尾 CPI	截尾平均 PCE	粘性价格 CPI	周期性核心 PCE	核心 CPI	核心 PCE
2021 年 7 月	2.3%	3.0%	2%	2.5%	3.5%	4.3%	3.6%
2021 年 8 月	2.4%	3.2%	2%	2.6%	3.8%	4%	3.6%
2021 年 9 月	2.8%	3.5%	-	2.8%	-	4%	-

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：克利夫兰联储的截尾 CPI 创下金融危机后新高



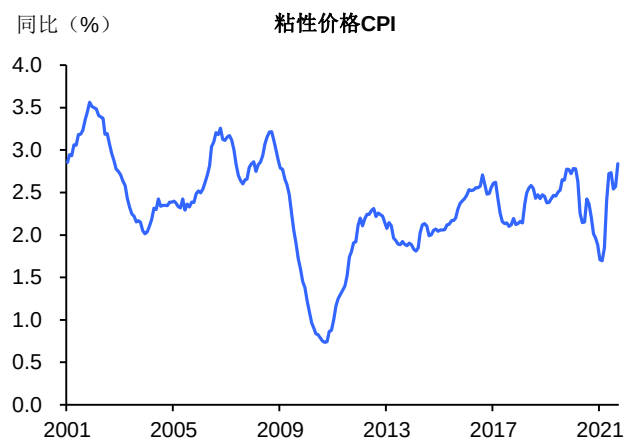
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：达拉斯联储的平均 PCE 才回到疫情前水平



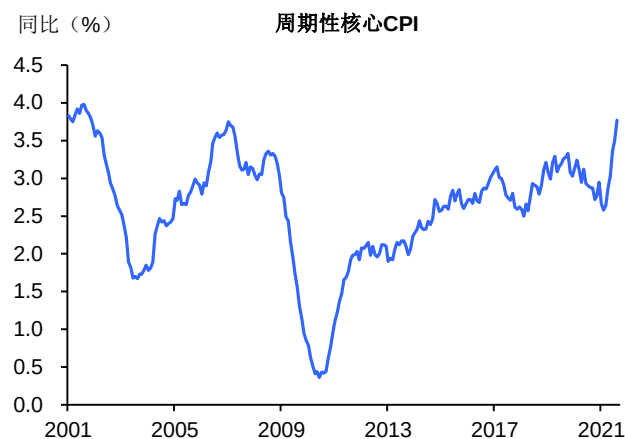
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5: 亚特兰大联储粘性价格 CPI 回升至疫情前水平



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 旧金山联储的周期性核心 CPI 持续飙升



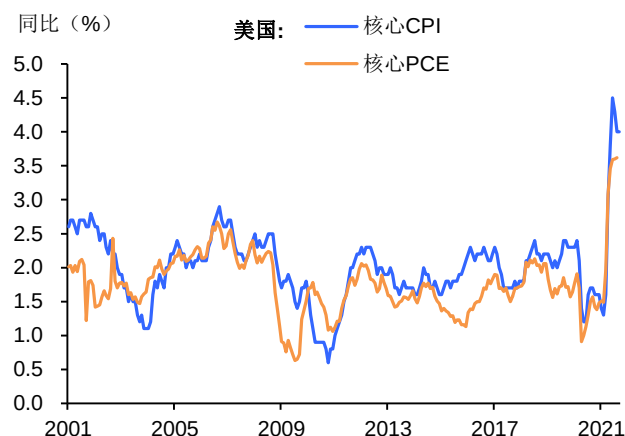
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 克利夫兰联储的中位数 CPI 回升至疫情前水平



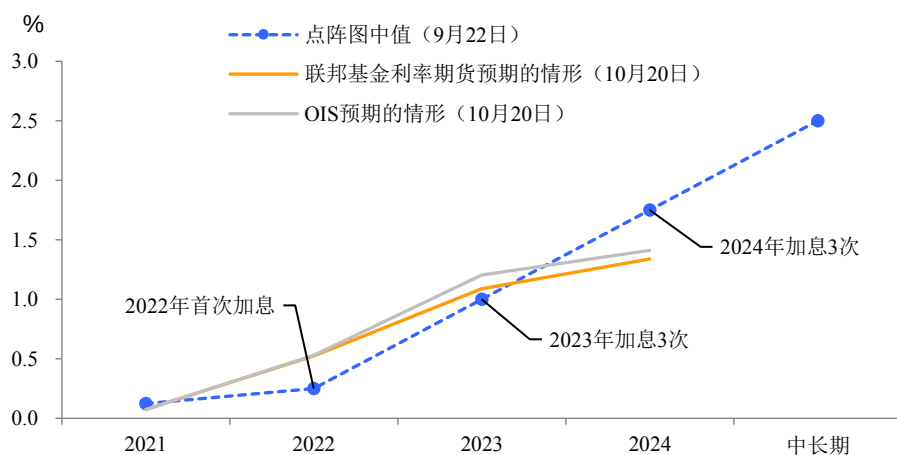
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8: 美国核心 CPI 与核心 PCE 均飙升至 21 世纪新高



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年 9 月美联储点阵图预期 2022 年可能开启加息，市场预期则更加激进



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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_28122

