

2022 年美国通胀如何见顶回落？

2021 年 12 月 13 日

■ 2021 年四季度以来，美国通胀问题持续发酵，美联储官员对于通胀的表述有所转向，鲍威尔也终于承认了通胀的回升并非暂时性的事实。在即将到来的 12 月议息会议上，美联储有望加快 taper 节奏，为提前加息留出空间。通胀可能造成 2022 年美联储更早、更快地加息。除了对于货币政策的影响，我们此前的报告也指出，通胀严重影响了美国民众的生活，2021 年 8 月以来，对通胀担忧的加剧拖累了拜登的民调支持率，如此以往，可能对美国中期选举产生影响。

■ 多指标观测下，2021 年四季度美国通胀飙升程度普遍升级（图 1-图 6）。我们在此前的报告中介绍了四类反映美国潜在通胀走势的指标，其中剔除了异常波动项的截尾平均 PCE（达拉斯联储）、剔除了反周期性影响的粘性价格 CPI（亚特兰大联储）以及衡量通胀中枢的中位数 CPI（克利夫兰联储），在 9 月还仅仅是恢复到疫情前水平，在 10 月便创金融危机以来的新高。

■ 那么，后续美国通胀将如何演绎？根据我们的预测，核心 CPI 可能于 2022 年 3 月见顶，达到近 6.1%，核心 PCE 可能于 2022 年 2 月见顶，达到近 5.7%（图 7）。

我们选取了 CRB 商品指数、标普美国房价指数作为先行指标，对核心 CPI 的核心商品（除能源和食品外商品）和住宅服务分项进行拟合；除住宅外服务方面使用近 5 年平均环比增速进行预测。

2022 年美国通胀何时见顶？我们预计核心商品（在 2021 年 11 月核心 CPI 指数中的占比，下同，约 26%）同比增速于 2022 年 3 月见顶，届时达到将近 10.6%，住宅服务（占比约 41%）于 2022 年 3 月升至近 5.3%、除住宅外服务（占比约 32%）于 2022 年 1 月达到近 4%。

■ 从分项的维度来分析，2021 年 11 月，通胀的两大主要推手房租和二手车价格飙升动能不减。芯片短缺制约下，美国机动车及零部件制造业产能利用率仍滞后于疫情前水平，造成 9 月以来二手车价格跳升（图 8）。房租价格方面，其同比增速已经从 2 月的 1.5% 飙升至 11 月的 3.9%（图 9），根据我们对于历史数据的分析，标普美国房价指数作为房租的先行指标，约领先房租 15 个月，我们预计在 2022 年一季度仍将推升美国通胀。

■ 从供需错配的维度来看，美国经济复苏下需求端强势回暖，部分领域的供应短缺可能要延续至 2022 年中。美国供货商交付时间于 2021 年 5 月见顶回落于 10 月起再度回升（图 10）。而 10 月美国制造业整体产能利用率已经超过疫情前水平，并且计算机及电子产品、化工行业产能利用率已经处于历史峰值（图 11）。鉴于产能投放周期较长，供不应求可能在 2022 年一二季度进一步推升相关产品价格。

■ 此外，部分行业的薪资通胀已经传导至产品价格（图 12）。我们此前报告指出，疫情造成劳动力市场扭曲，劳动参与率结构性下降，部分临近退休年龄的人员提前退休、美国劳动力的主要增量之一移民数量的骤减等因素下，就业市场供给紧张迟迟得不到缓解。企业为了吸引并留住员工频频涨薪，2021 年 10 月，ECI 私营行业薪资同比增速破 4%（图 13）。

■ 供应短缺延续和薪资增速破 4% 等因素迫使美联储正视通胀非暂时性的现实。会议纪要显示美联储官员在 11 月的议息会议上已经讨论了加速 taper，为后续的加息留出空间。我们预计 taper 的缩减量可能翻倍至 300 亿美元/月，并于 2022 年一季度末结束。加息方面，市场的预测可以用“转弯慢但是转得急”来概括，2021 年 12 月，市场预测首次加息时点为 2022 年 10 月、在首次加息后一年内加息 5 次（图 14-图 15）。

■ 不过，如果 12 月议息会议上美联储宣布加快 taper 并于 2022 年一季度末结束，那么市场对于首次加息时间的预测可能过于鸽派。而 12 月议息会议点阵图显示的加息情况可能超市场预期般鹰派（例如 2022 年加息 2-3 次），有造成资产价格波动的风险。如图 15 所示，加息节奏对于十年期美债利率有引导作用，需警惕美联储超市场预期的鹰派引导可能带来的美债利率上行风险。

■ 风险提示：新冠病毒变异、疫苗失效，确诊病例大爆发导致经济重回封锁

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

1、《宏观周报 20211211：中央经济工作会议释放的三条政策主线》2021-12-11

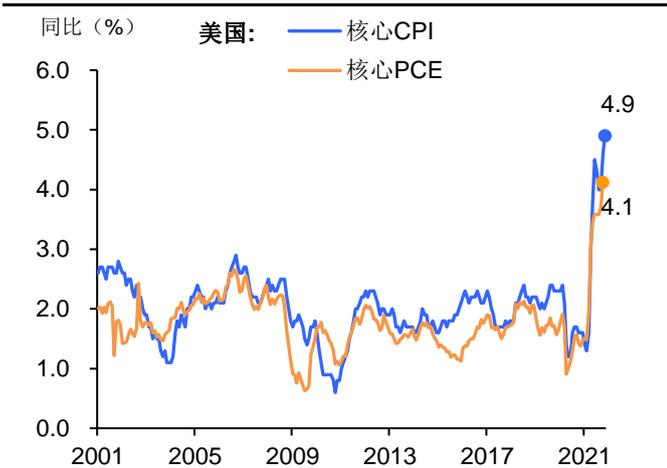
2、《宏观月报 20211209：11 月信贷：稳了地产，“冷”了谁？》2021-12-09

3、《宏观年度报告 20211209：宏观大年的三条政策主线和资产配置逻辑》2021-12-09

4、《宏观月报 20211209：就业的隐忧》2021-12-09

5、《宏观月报 20211208：“地产下、基建上”，2022 年如何演绎？》2021-12-08

图 1: 美国核心 CPI 及核心 PCE 飙升至 21 世纪新高



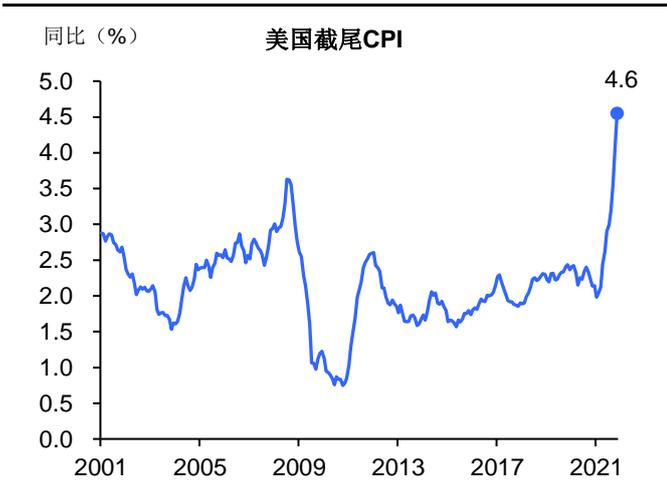
核心 CPI 截至 2021/11, 核心 PCE 截至 2021/10
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 克利夫兰联储的中位数 CPI 创 21 世纪新高



截至 2021 年 11 月
数据来源: 克利夫兰联储, 东吴证券研究所

图 3: 克利夫兰联储的截尾 CPI 飙升至 21 世纪新高



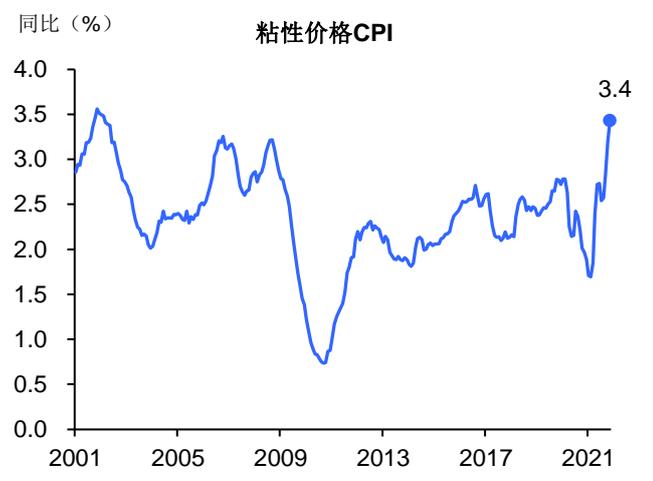
截至 2021 年 11 月
数据来源: 克利夫兰联储, 东吴证券研究所

图 4: 达拉斯联储的平均 PCE 创下金融危机后新高



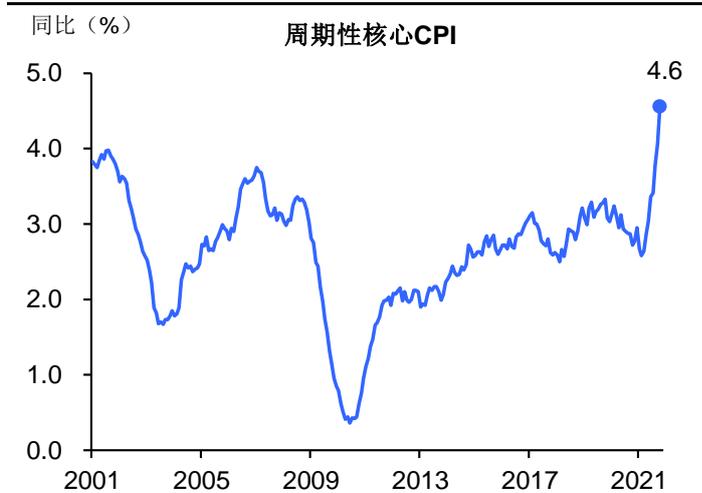
截至 2021 年 10 月
数据来源: 达拉斯联储, 东吴证券研究所

图 5: 亚特兰大联储粘性价格 CPI 创下金融危机后新高



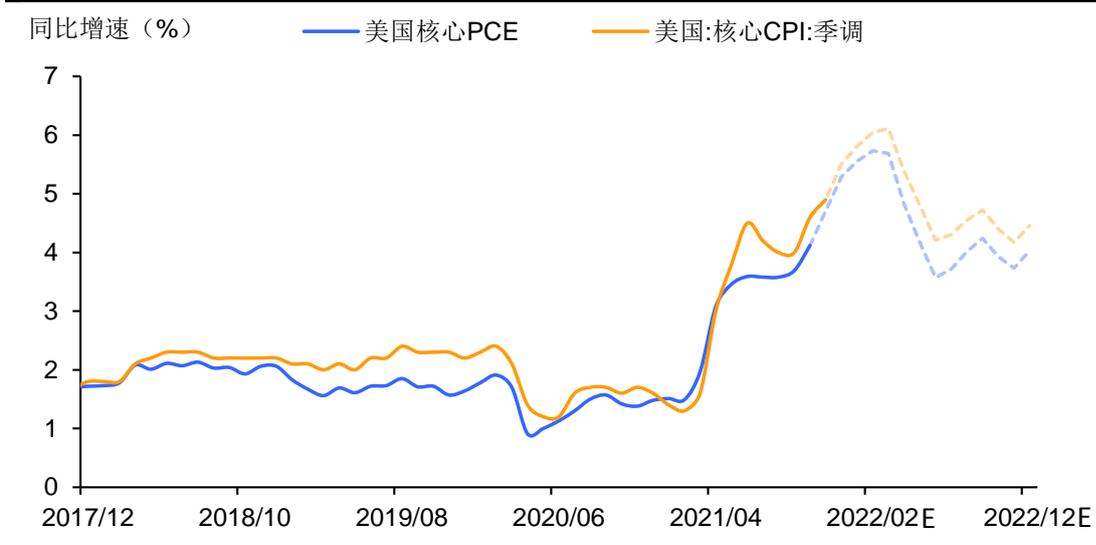
截至 2021 年 11 月
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图 6: 旧金山联储周期性核心 CPI 飙升至 21 世纪新高



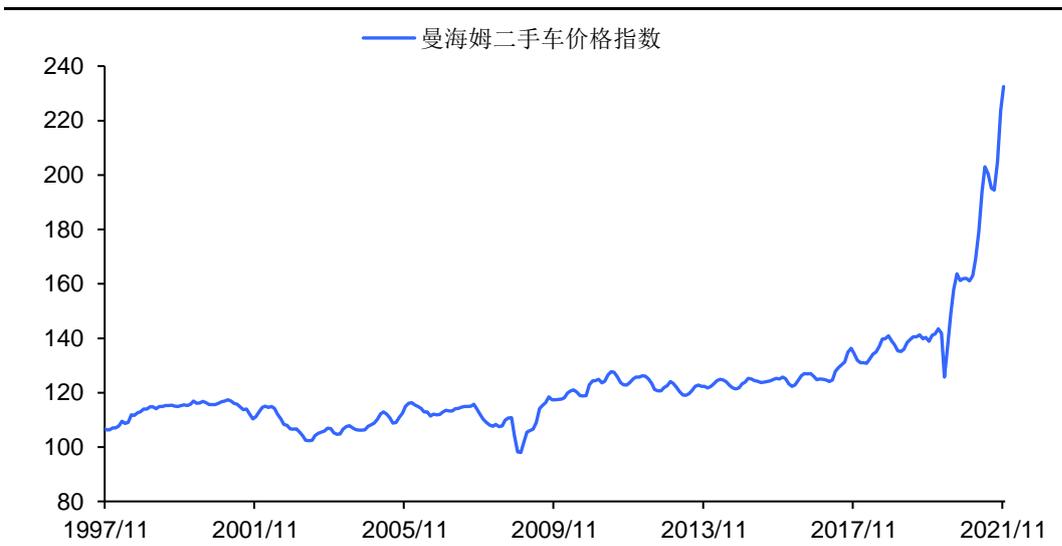
截至 2021 年 10 月
数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 12 月, 我们对美国核心 CPI 和核心 PCE 的预测



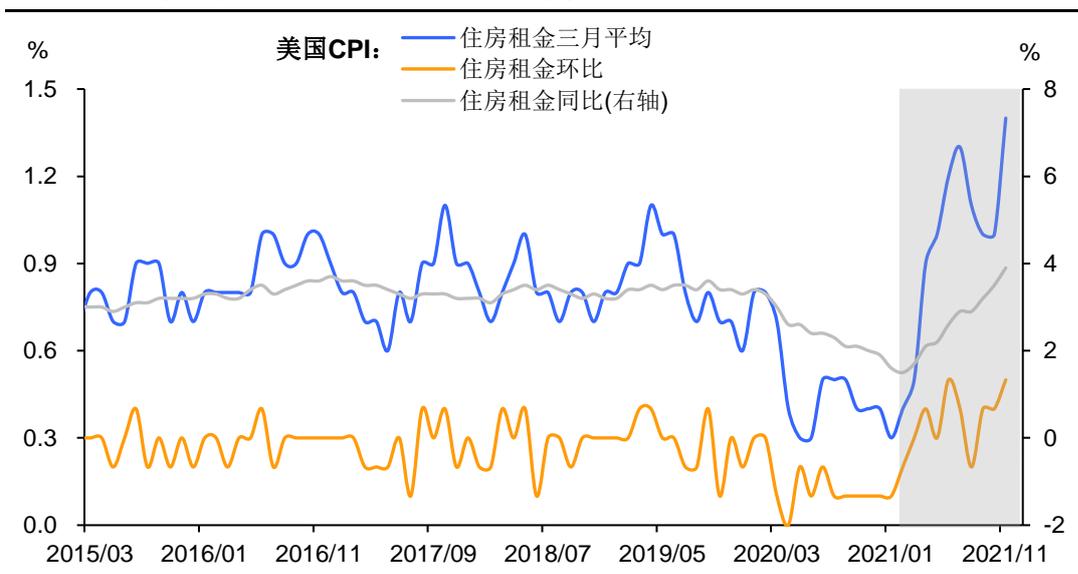
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图 8: 2021 年 9 月以来, 美国二手车价格持续飙升



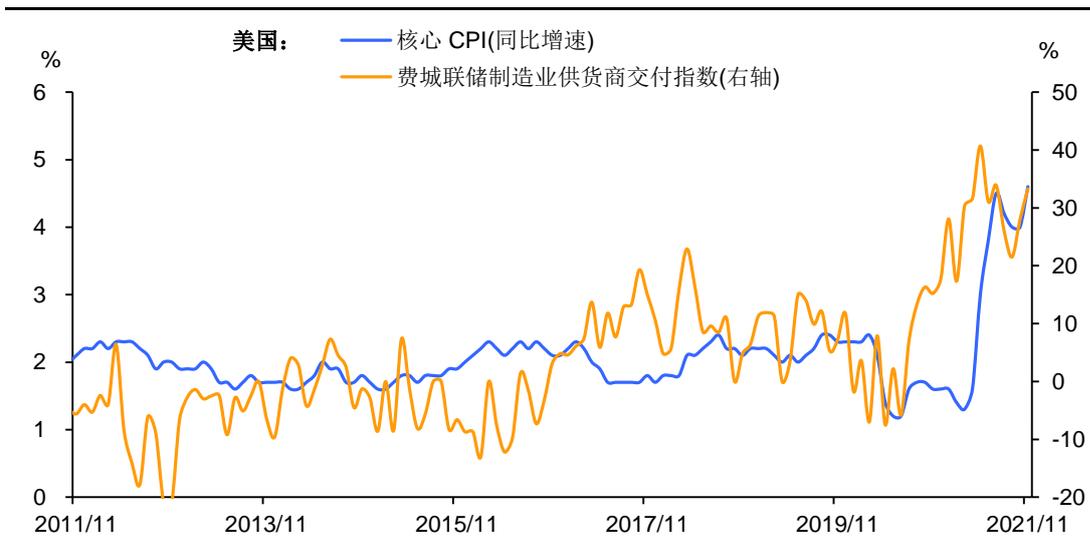
数据来源: Manheim, Haver Analytics, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年以来, 美国住房租金价格增速斜率陡峭化



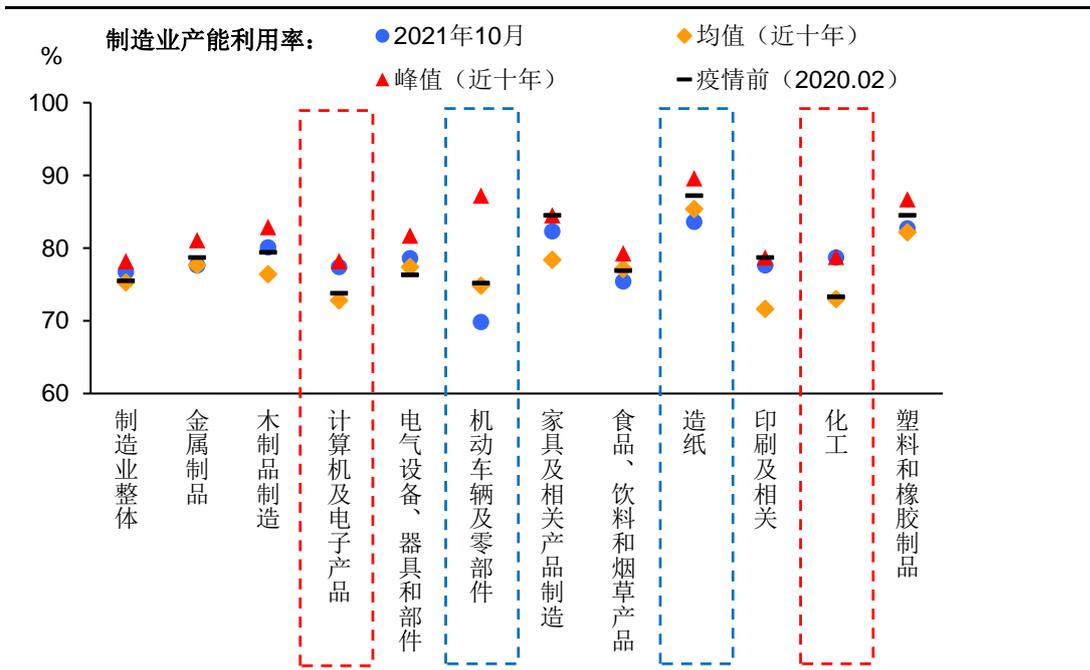
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021 年 10 月以来, 美国供货商交付时间再度延长



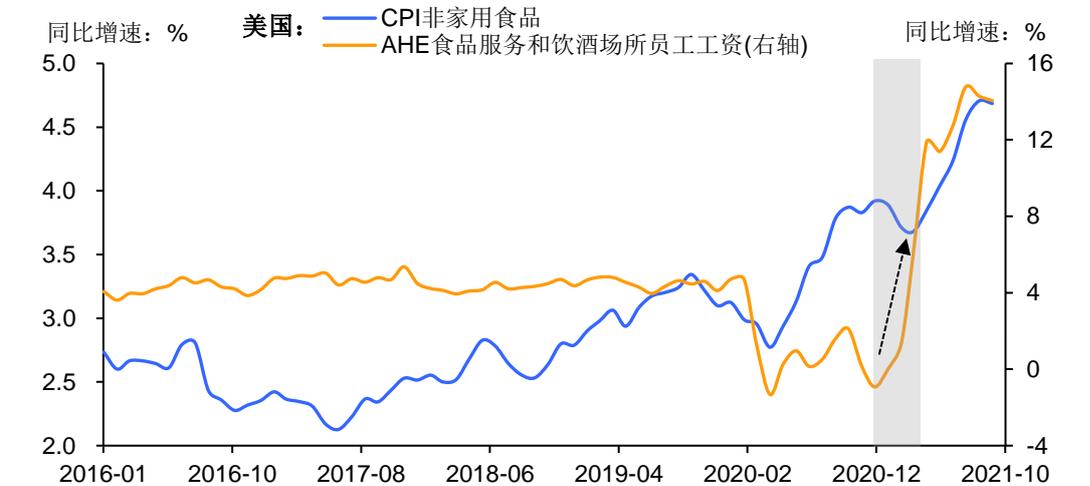
注: 费城联储制造业供货商交付指数的数值越高代表交付速度越慢
数据来源: Wind, Fred, 东吴证券研究所

图 11: 2021 年 10 月, 美国制造业整体产能利用率已经超过疫情前水平并且接近历史峰值



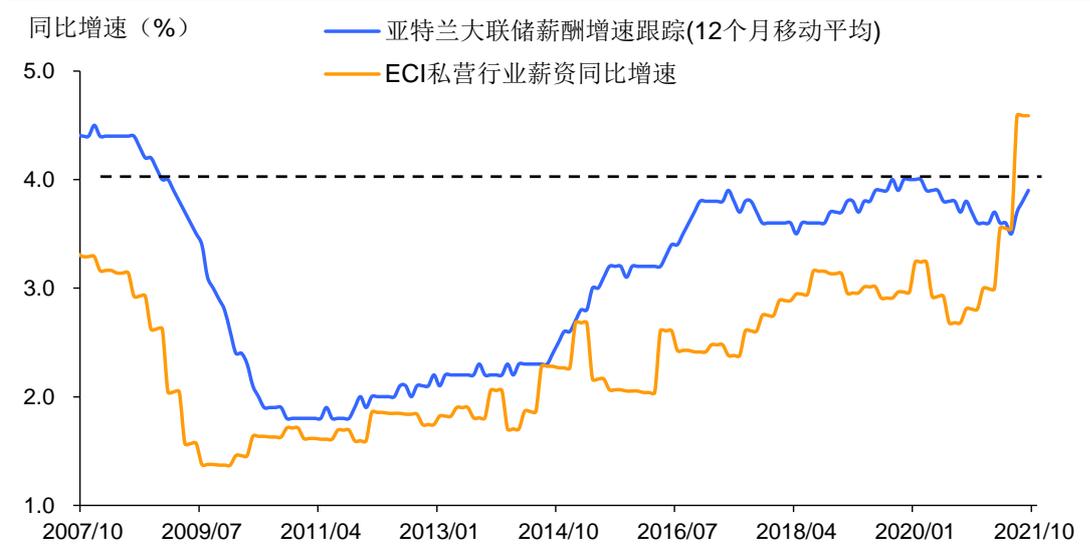
注: 近十年为 2011 年 10 月至 2021 年 10 月
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 12: 2021 年 1 月美国餐饮服务及饮酒场所员工的工资通胀已传导至同年 4 月的产品价格



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图 13: 2021 年 10 月，ECI 私营行业薪资同比增速破 4%



数据来源：FRED，亚特兰大联储，东吴证券研究所

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_31184



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn