

总量研究

美国高通胀还能持续多久？

——2021年12月美国CPI数据点评

要点

本周关注：

美国12月CPI同比增7%，前值6.8%，市场预期7.1%；CPI环比增0.5%，前值0.8%，市场预期0.4%；

核心CPI同比增5.5%，前值4.9%，市场预期5.4%；核心CPI环比增0.6%，前值0.5%，市场预期0.5%。

截至1月12日收盘，10年期美债收益率小幅下行2bp，股指全线上扬，标普500指数涨0.3%，纳斯达克指数涨0.2%，道琼斯工业指数涨0.1%。

核心观点：

美国12月CPI同比略不及预期，环比连续第二个月回落，住所项、新车、二手车和卡车为主要贡献项。供应链问题好转缓解通胀压力，预计通胀将在2022年一季度筑顶，并在之后趋于回落。

基于通胀不具备可持续性、长期通胀预期仍处在较合理水平、就业与经济修复仍在进行，预计美联储加息节奏或将比市场预期更慢，加息时点比预期更晚。

若后续通胀压力趋缓，则加速加息预期落空，预计2022年美债收益率前低后高。

通胀压力趋缓，CPI环比持续回落。美国12月CPI同比略不及预期，环比连续第二个月回落，显示通胀压力趋缓。住所项、二手车和卡车、新车是主要贡献项。因Omicron冲击，能源价格环比由正转负。展望看，供应链紧缩问题逐步缓解，进一步改善供需失衡现象，并且，能源价格对CPI的支撑有限且不可持续。预计通胀将在2022年一季度进入筑顶阶段，缓解美联储加速加息压力。

美联储加息节奏或不及预期。我们认为，美联储加息的节奏或将弱于预期，原因有三。一是，美国通胀可持续性较差，通胀后期回落降低美联储加速加息压力。二是，美国长期通胀预期仍处于较合理水平。三是，经济修复和就业市场修复仍需时日，不构成美联储加速加息条件。

预计美债收益率走势前低后高。若通胀压力趋缓，则加速加息预期落空，预计2022年美债收益率可能前低后高。美债名义收益率可以被拆解为实际收益率和盈亏平衡通胀率（通常作为长期通胀预期的衡量标准），这两者主要由经济基本面、通胀和货币政策决定。

上半年，在通胀压力趋弱的背景下，美联储加息节奏或将放缓、市场加速加息的预期落空，美债收益率上行空间有限。但在2022年下半年，在经济持续修复，劳动力市场进一步向最大就业靠近的背景下，美联储货币政策转鹰强度增大，引导市场加息预期，支撑美债收益率走强。

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

为什么美国不愿意加入CPTPP——《大国博弈》系列第十五篇（2022-01-10）

2021年美国就业市场强劲复苏，12月失业率下穿逾4%线——2021年12月美国非农数据点评（2022-01-08）

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角？——美联储观察系列五（2021-12-20）

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021年11月美联储议息会议点评（2021-12-16）

通胀符合预期，如何看下周末美联储议息会议？——光大宏观周报（2021-12-12）

美国失业率下行不抵Omicron冲击，拖累美债收益率——2021年11月美国新增非农数据点评（2021-12-04）

通胀不构成美联储加息条件——2021年11月美国FOMC会议纪要点评（2021-11-25）

Taper如期而至，加息“等等再看”——2021年11月美联储议息会议点评（2021-11-04）

拜登1.75万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？——《大国博弈》系列第十二篇（2021-11-02）

以更全面的稳，迈向更高质量的均衡——2021年12月中央经济工作会议学习体会（2021-12-11）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

目 录

一、通胀压力趋缓，CPI 环比持续回落	3
二、美联储加息节奏或不及预期	6
三、预计美债收益率走势前低后高	8

图目录

图 1：12 月 CPI 同比上行至 7%	3
图 2：核心 CPI 环比回落	3
图 3：基本食品价格同比增速呈下行态势	4
图 4：服务业时薪（除休闲和酒店业）增速持续放缓	4
图 5：能源价格对 CPI 支撑有限	4
图 6：汽车产量回暖	5
图 7：12 月 ISM 数据显示供应链正在逐步修复	5
图 8：国际货运运价格持续回落（USD）	6
图 9：房屋月度供应和住宅开工增速触底反弹	6
图 10：消费支出同比趋弱，需求端向上空间有限（%）	6
图 11：居民可支配收入和个人储蓄已回落至疫情前水平	7
图 12：长期通胀预期指标维持在较稳定水平（%）	7

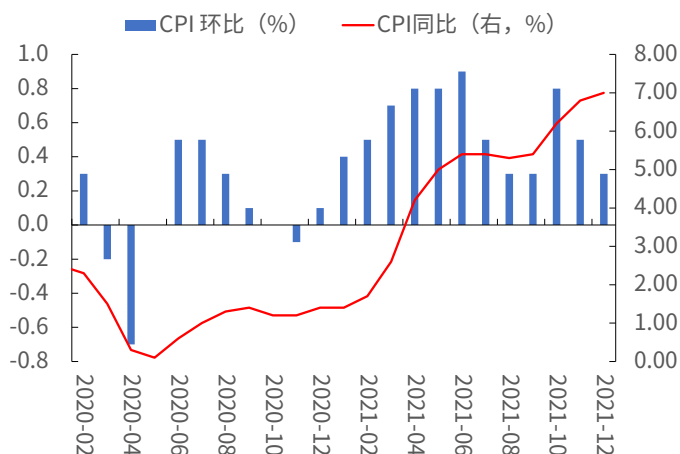
表目录

表 1：2021 年 10-12 月 CPI 同比和环比分项	3
--------------------------------------	---

一、通胀压力趋缓，CPI 环比持续回落

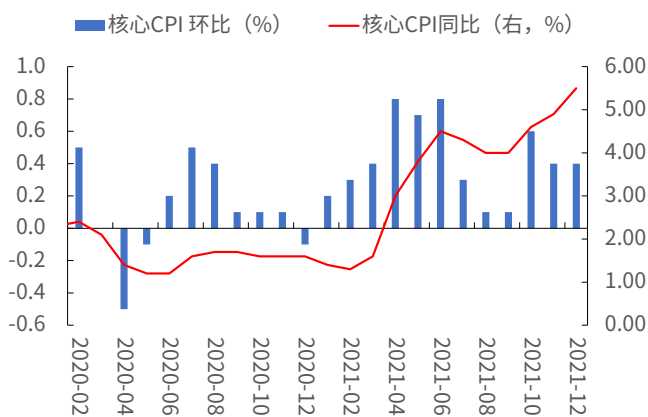
美国 12 月 CPI 同比和环比持续上行走势。住所项、二手车和卡车、新车是主要贡献项。CPI 同比不及预期，环比连续第二个月回落，显示通胀压力趋缓。

图 1：12 月 CPI 同比上行至 7%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 12 月。

图 2：核心 CPI 环比回落



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 12 月。

表 1：2021 年 10-12 月 CPI 同比和环比分项

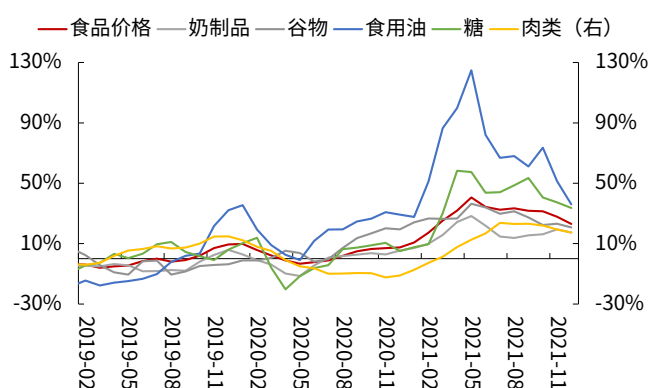
指标名称	2021年11月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (%)		
		2021-10	2021-11	2021-12	2021-10	2021-11	2021-12
食品	14.0	5.3	6.1	6.3	1.0	0.5	0.5
家庭食品	7.7	5.4	6.4	6.5	1.0	0.8	0.4
谷物和烘焙制品	1.0	3.5	4.6	4.8	1.0	0.8	0.4
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.8	11.9	12.8	12.6	1.7	0.9	-0.4
乳制品及相关制品	0.7	1.8	1.6	1.6	0.2	0.2	0.7
水果和蔬菜	1.3	3.0	4.0	5.0	0.1	1.0	0.9
无酒精饮料和饮料原料	0.9	4.5	5.3	5.2	0.8	0.2	0.8
其他家庭食品	1.9	4.1	5.7	5.6	1.2	1.0	0.6
非家庭食品	6.3	5.3	5.8	6.0	0.8	0.6	0.6
能源：当月同比	7.5	30.0	33.3	29.3	2.9	1.5	-0.4
能源类商品	4.3	49.5	57.5	49.0	6.2	5.9	-0.6
燃油	0.1	59.1	59.3	41.0	12.3	3.5	-2.4
发动机燃料	4.1	49.6	58.0	49.5	6.1	6.1	-0.5
汽油（所有种类）	4.0	49.6	58.1	49.6	6.1	6.1	-0.5
能源服务	3.2	11.2	10.6	10.3	3.0	0.3	-0.1
电力	2.4	6.5	6.5	6.3	1.8	0.3	0.3
公共事业（管道）燃气	0.8	28.1	25.1	24.1	6.6	0.6	-1.2
商品，不含食品和能源类	20.8	8.5	9.4	10.7	1.0	0.9	1.2
服装	2.7	4.3	5.0	5.8	0.7	-1.6	-1.1
新汽车和卡车	3.9	9.9	11.1	11.8	1.4	1.1	1.0
二手车和卡车	3.4	26.4	31.4	37.3	2.5	2.5	3.5
医疗护理商品	1.5	-0.4	0.2	0.4	0.6	0.1	0.0
酒精饮料	1.0	2.2	1.9	2.3	-0.2	0.0	0.5
烟草和烟草制品	0.6	8.5	8.9	9.0	1.9	0.9	0.7
服务，不含能源服务	57.8	3.3	3.4	3.7	0.4	0.4	0.3
住所	32.4	3.5	3.9	4.2	0.5	0.5	0.4
主要居所租金	7.6	2.7	3.0	3.3	0.4	0.4	0.4
业主等价租金	23.5	3.1	3.5	3.8	0.4	0.4	0.4
医疗护理服务	7.0	1.7	2.1	2.5	0.5	0.3	0.3
医疗服务	1.8	3.9	4.3	4.3	0.0	0.4	0.0
医院服务	2.2	4.0	3.5	3.3	0.5	-0.3	0.2
运输服务	5.0	4.5	3.9	4.2	0.4	0.7	-0.3
机动车维修保养	1.1	5.4	4.9	4.8	1.5	0.0	-0.1
机动车保险	1.6	6.3	5.7	4.1	0.0	-0.8	-1.5
机票	0.6	-4.6	-3.7	1.4	-0.7	4.7	2.7

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 12 月；权重单位为%。

分项看，家用食品环比升 0.4%，同比升 6.5%，主要受蔬菜和水果、乳制品、谷物类食品价格上涨影响。向前看，食品价格上行空间有限。联合国粮食及农业组织数据显示，12 月全球居民最常用的食品类价格持续回落，虽仍未完全回到疫情前水平，但价格上行最快阶段已经过去。因食品类商品可替代性较强，若美国本土食品价格持续上行，则会带动食品进口，缓冲食品价格上涨态势。

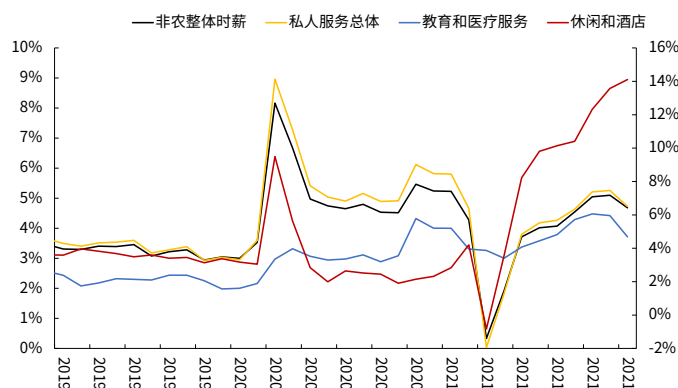
非家用食品（外出餐饮）价格环比升 0.6%，连续第五个月上行，同比升 6%。其中，有限服务和全套服务用餐价格同比分别升 8%和 6.6%，为历史最高水平。服务业劳动力短缺是带动外出餐饮价格上行的主要因素。向前看，服务业时薪增速已开始边际放缓，虽然劳动力短缺将持续带动消费价格上涨，但其持续时间和影响幅度或将有限。

图 3：基本食品价格同比增速呈下行态势



资料来源：Food and Agricultural Organization，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 11 月。

图 4：服务业时薪（除休闲和酒店业）增速持续放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 12 月。

12 月受 Omicron 冲击，全球能源价格小幅回落。能源价格环比由正转降负，环比跌 0.4%，同比升 29.3%，同比增速放缓。

展望来看，能源价格对 CPI 的支撑是有限且不可持续的。以美国劳工部能源项 CPI 指数与指数权重的计算方式来看，12 月能源项同比升 29.3%，拉动 CPI 上行 1.8 个百分点。若我们假设，如能源项同比持续上行至 35%（2000 年以来历史最高位为 34.8%），CPI 同比上行至 8%，则能源项对 CPI 的额外拉动预计在 0.1 个百分点，对通胀的威胁也是有限的。

图 5：能源价格对 CPI 支撑有限

2021年12月能源项同比上行29.3%					
	2020年12月权重	2020年12月指数	2021年12月指数	对CPI贡献	对CPI的拉动 (百分点)
能源项	6.2	198.2	256.2	25.6%	1.8
全部	100.0	260.5	278.8		

假设能源项同比上行35%，CPI上行8%					
	2020年12月权重	2020年12月指数	2021年12月指数	对CPI贡献	对CPI的拉动 (百分点)
能源项	6.2	198.2	267.5	26.9%	1.9
全部	100.0	260.5	281.3		

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所整理。

数据截至 2021 年 12 月

受供应链紧缩影响，12月新车价格延续上行走势，环比升1.0%，同比升11.8%。二手车价格环比升3.5%，同比升37.3%。**芯片短缺和供应链问题持续限制汽车产量，抬升价格。**

但需要注意，汽车供需失衡已有趋好迹象。12月汽车产量环比超过销量环比，并且，汽车销量在2021年4月达到24.7万辆之后，持续回落。向前看，汽车需求再次大幅上行的概率较低。另外，12月PMI供应商交付指数从11月的72.2%下滑至64.9%，连续两月下滑（指标越低说明交付时间越短），新订单小幅下行，客户库存有触底反弹迹象，同样也证明，供应链逐步好转。

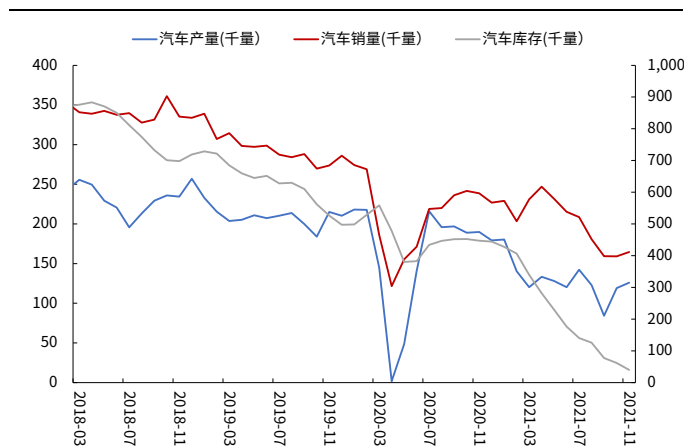
物流运输方面，全球海运价格已经触顶回落，显示物流运输修复正在持续，边际缓解因商品短缺导致的价格上行压力。向前看，若高频数据持续趋好，新车和二手车价格持续上行的时间和空间都将有限。

住所项价格环比上行0.4%，同比升4.2%，因住所项在CPI中的比重较大（32%），其对环比CPI贡献达0.13%。一方面，疫情趋弱，劳动力回城提升租房需求，推升房租价格。另一方面，供应链问题导致美国新屋开工数量低迷，房屋空置处于历史低位0.9%（第三季度），显示供需仍偏紧，带动房屋和租金价格上行。

向前看，房屋价格环比增速已边际回落，月度房屋供应已有触底反弹迹象，显示供应链修复持续，将在供给端缓解住所项价格继续上行压力。预计住所项价格上行将持续至2022年上半年，并在之后趋于回落。

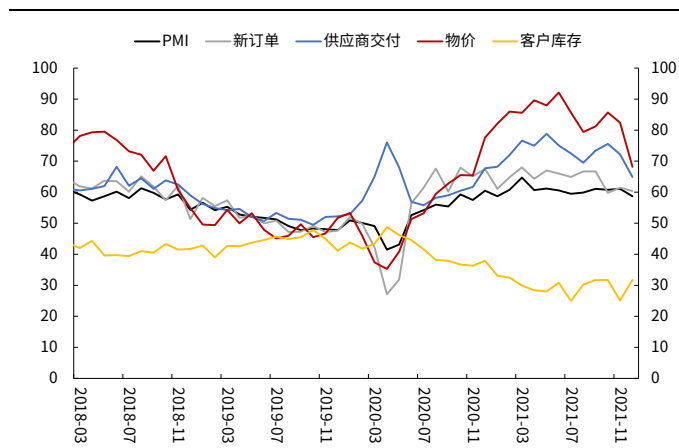
整体来看，从供应链和劳动力供需的角度出发，我们认为，通胀已经见顶，2022年一季度将进入筑顶阶段，不会导致美联储加速加息。

图6：汽车产量回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期2021年11月。

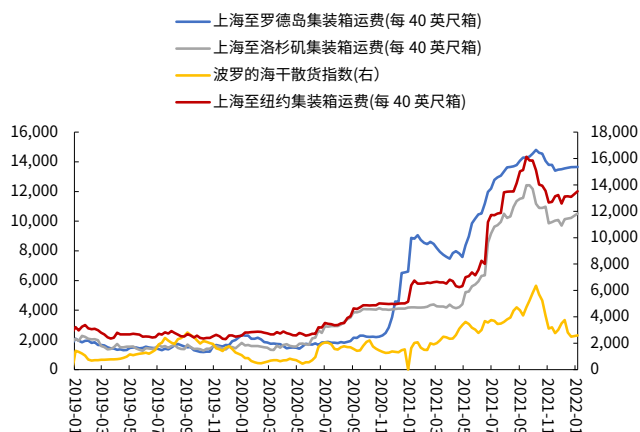
图7：12月ISM数据显示供应链正在逐步修复



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期2021年12月

单位：%

图 8：国际货运运价持续回落（USD）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 1 月 6 日。

图 9：房屋月度供应和住宅开工增速触底反弹



资料来源：Fred，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 11 月。

二、美联储加息节奏或不及预期

根据 CME FedWatch 数据显示，截至 2022 年 1 月 12 日，市场押注美联储有 74% 的概率在 2022 年 3 月宣布第一次加息，有 32% 的概率于 5 月宣布第二次加息，有 36% 的概率于 9 月宣布第三次加息。

但我们认为，美联储加息的节奏会更慢，加息的时点会更晚，原因有三。

第一，美国通胀可持续性较差，通胀后期回落降低美联储加息动力。如前文所述，供给端问题已经边际缓解，而需求端的支撑也在逐步回落。耐用品消费增速同比已从 2021 年 3 月的 18.8% 回落至 2021 年 11 月的 10.5%；非耐用品消费增速虽然维持平稳，但上行空间有限。占美国 GDP 比重最大的服务消费同比缓慢复苏。展望来看，供需矛盾正在逐步缓解，叠加美国居民收入和储蓄持续下行，通胀压力预计在 2022 年第一季度进入筑顶阶段，不具备可持续性。

图 10：消费支出同比趋弱，需求端向上空间有限（%）



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_35965

