

宏观深度报告

美国通胀与美联储下一步

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

2022年1月美国通胀数据引发市场剧烈反应，美联储官员近期讲话对于加息选项表现出巨大分歧，市场加息预期亦很不稳定。本文由美国通胀的最新变化出发，就美国通胀和美联储下一步作以下判断：

1、美国通胀的主要矛盾正在由“供给因素”向“需求因素”转变，美联储通过紧缩来遏制通胀的可行性与必要性正在提升。美国1月通胀超预期上行，与地缘冲突和Omicron病毒传播有一定关系。但是，住房租金等与需求因素更相关的部分对美国CPI同比的拉动加大。美联储1月会议纪要关于通胀成因的判断首次提到“强劲的消费需求”。此外，美国住房成本与工资上涨对通胀上行构成额外压力，受到美联储高度关注。

2、当前美国通胀预期“失控”风险上升，美联储紧缩紧迫性也相应上升。综合最新克利夫兰联储模型预测、费城联储专家调查、纽约联储消费者调查、亚特兰大联储企业调查和美债市场交易结果等多项指标，目前美国未来1年通胀预期普遍在3-6%，未来2-3年通胀预期普遍在2-3%，长期通胀预期小幅超过2%，而消费者的通胀预期存在较大不确定性，美债市场交易的通胀预期相对克制。虽然尚无实质证据表明美国长期通胀预期脱锚，但“失控”风险已然上升，且中短期通胀预期显著高于2%也并非积极信号，美联储政策取向仍有更加鹰派的空间。

3、我们判断2022年美国通胀增速“前快后慢”，全年通胀走势“前高后低”，继而上半年是美联储紧缩的主要发力期。我们认为，2022年美国通胀水平大概率不及2021年、但仍高于新冠疫情前水平；且上半年通胀环比增速或高于下半年。基于三种情景假设的基准测算显示，2022年1季度美国CPI同比或触顶（峰值或难破8%），2季度有所回落但仍可能高于5%，3季度回落幅度或不会特别明显，4季度在中性情形下或回落至4.5%左右。与通胀“前高后低”相对应，美联储货币政策紧缩发力需要适度靠前。当然，若美联储紧缩节奏前置、力度较强，美国全年通胀形势可能比我们的基准测算更加温和。

4、美联储3月加息25bp（同时配合明确的缩表指引）可能更合适，但我们仍预计上半年或累计加息100bp。美联储3月加息50bp引发市场波动的风险较高。**第一**，历史上，美联储鲜有在加息周期开始时就首次加息50bp及以上。1982年9月以来，美联储13次在降息后首次加息，其中12次加息均不超过25bp。**第二**，仍需考虑就业市场修复瓶颈。最新美国非农就业和劳动力缺口分别仍有288万人和90万人。**第三**，亦需考虑美债期限利差过快收窄风险。当前10年与2年美债利差已缩窄至50bp内。**第四**，市场加息预期大幅波动彰显市场脆弱性。CME数据显示，2月10日市场预计3月加息50bp的概率由24%激增至94%，但截至北京时间2月21日这一概率已大幅回落至21%。

正文目录

一、美国通胀结构：向需求因素倾斜	4
二、美国通胀预期：“失控”风险上升	7
三、美国通胀展望：“前高后低”相对确定，美联储紧缩需靠前	10
四、美联储下一步：3月加息板上钉钉，但加息 50bp 难度尚高	11

图表目录

图表 1	美国 2022 年 1 月 CPI 分项环比：能源维持高增，食品、住宅、医疗保健、娱乐等加速上升	4
图表 2	美国 CPI 分项增速、权重与同比拉动	5
图表 3	住房租金等与需求因素更相关的部分对美国 CPI 的拉动加大，赋予美联储紧缩更高的必要性	6
图表 4	美国住房租金或滞后于房价 1-2 年左右	7
图表 5	美国工资-物价螺旋风险持续上升	7
图表 6	美联储模型显示未来 10 年通胀预期上升	8
图表 7	美联储模型显示未来 30 年通胀预期略高于 2%	8
图表 8	美联储专家调查大幅上调 2022 年通胀预测	8
图表 9	美联储专家调查对 2022 年核心 PCE 预期上升	8
图表 10	消费者中期通胀预期已经显著高于 2%	9
图表 11	消费者通胀预期不确定性维持高位	9
图表 12	企业对未来 1 年成本通胀预期达 3.6%	9
图表 13	大部分企业预计供应链瓶颈持续 6-12 个月	9
图表 14	美债市场隐含通胀已由 2021 年 11 月高点回落	10
图表 15	基于 TIPS 测算的未来 5 年通胀预期接近 2%	10
图表 16	基数效应下，美国通胀或于 2022 年上半年仍维持高位，下半年有望加速回落	11
图表 17	我们的模型预测，基于在中性情形下的 CPI 预测，2022 年美国 PCE 同比将达到 3.6%左右	11
图表 18	截至北京时间 2022 年 2 月 21 日，市场平均预计 3 月加息 30bp，6 月加息 90bp，12 月加息 154bp	12
图表 19	1982 年 9 月以来，美联储 13 次在降息后首次加息，其中 12 次的加息幅度均不超过 25bp	12
图表 20	美国非农就业缺口仍有约 288 万人	13
图表 21	美国劳动力缺口仍有约 90 万人	13
图表 22	本轮美债期限利差更快缩窄	13
图表 23	CME 数据显示，市场对于 3 月是否加息 50bp 的预期波动很大	14

2022年2月10日公布的美国通胀数据显示，美国1月CPI同比达7.5%、再超市场预期。事实上，2021年以来，随着美国通胀形势持续被低估，美联储和市场对于超预期上行的通胀指标应该说已“司空见惯”。但2022年1月通胀数据所引发的市场反应更为剧烈，美联储官员近期讲话对于加息选择表现出巨大分歧，市场对美联储加息的预期也很不稳定。有关美国通胀与美联储的下一步，市场的核心疑问包括：美国通胀是否“失控”？美联储紧缩能否有效遏制通胀？美联储紧缩力度是否会超过经济和市场所能承受的幅度？继而美联储紧缩下一步需要如何进行？

本文由美国通胀的最新变化出发，就美国通胀和美联储下一步作以下判断：

首先，我们看到，美国通胀的主要矛盾正在由“供给因素”向“需求因素”转变，这意味着美联储通过紧缩来遏制通胀的可行性和必要性正在上升。

其次，由于2021年美国通胀指标屡超预期，当前美国通胀预期“失控”的风险在上升（即使尚未证据表明长期通胀预期脱锚），美联储紧缩的紧迫性也相继上升。

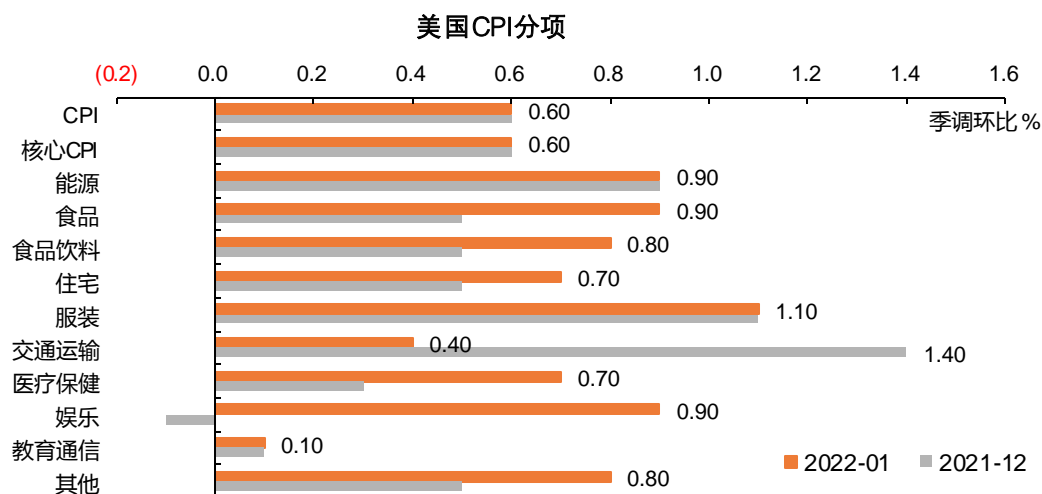
再次，我们判断2022年美国通胀增长“前快后慢”，全年通胀走势“前高后低”，继而上半年是美联储紧缩的主要发力期。

最后，我们从历史参照、就业瓶颈、美债期限利差和加息预期波动等四个角度，认为美联储3月加息25bp（同时配合更加明确的缩表指引）可能更合适，但仍预计美联储上半年或累计加息100bp。

一、美国通胀结构：向需求因素倾斜

美国1月通胀仍超预期上行，主要由地缘冲突和Omicron病毒所引发的能源价格上涨、医疗资源挤兑以及商品与服务供给不足所致。2022年1月美国CPI同比上涨7.5%，高于预期值7.3%和前值7.0%；核心CPI同比6%，高于预期值5.9%和前值5.5%。从分项环比看，环比增速加快的部分主要包括：1) 能源分项，季调环比高达0.9%，持平于前值，但非季调环比高达1.7%，明显高于前值的-1.1%。能源分项环比与油价走势吻合，主要受俄乌冲突等地缘政治因素助推，WTI原油期货1月均价由前值的72美元/桶大幅跃升至83美元/桶。2) 食品、医疗保健、娱乐等分项，季调环比均高于前值，或与Omicron病毒引发的医疗资源挤兑、以及商品与服务供给不足有关。3) 住宅分项，季调环比加速0.2个百分点。本轮美国住宅租金涨价滞后于美国房屋价格的上涨。美国标普20城房价指数同比自2021年以来均保持10%以上，2021年7月触及20%高点，最新数据（11月）回落至18%。而美国住房CPI同比自2021年2月以来持续上涨、尚未见顶。

图表1 美国2022年1月CPI分项环比：能源维持高增，食品、住宅、医疗保健、娱乐等加速上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

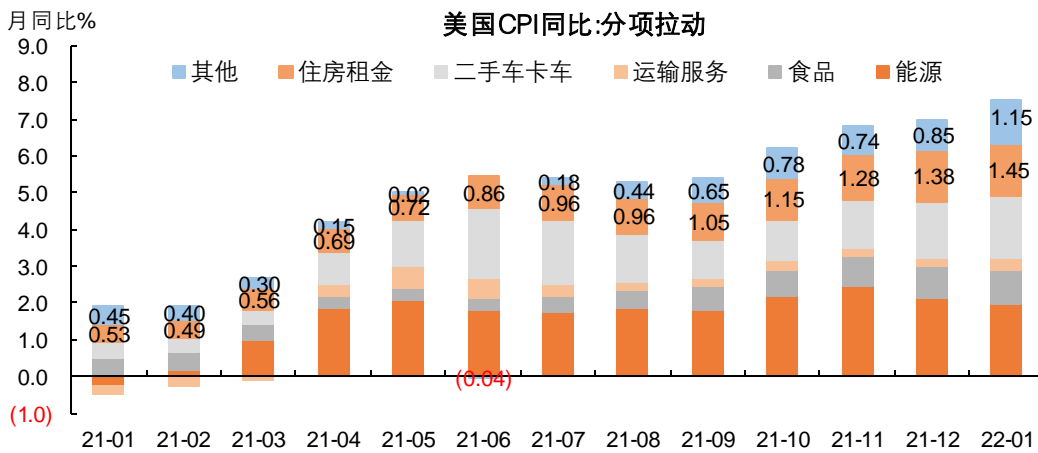
图表2 美国 CPI 分项增速、权重与同比拉动

美国CPI分项 (支出法)				
	2022年1月:同比(%)	2022年1月:非季调环比(%)	2021年12月:权重(%)	同比拉动(%)
全部项目	7.5	0.8	100	7.5
食品	7	1	13.37	0.94
家庭食品	7.4	1.2	8.17	0.6
谷类及烘焙品	6.8	1.7	1.03	0.07
肉蛋类	12.2	0.3	1.89	0.23
奶制品	3.1	1.4	0.75	0.02
果蔬类	5.6	1.7	1.41	0.08
非酒精饮料	5	1.1	0.93	0.05
其他家庭食物	7.4	1.4	2.15	0.16
非家庭食品	6.4	0.7	5.21	0.33
能源	27	1.7	7.35	1.98
能源大宗	39.9	0.4	4.01	1.6
燃油	46.5	9.5	0.12	0.05
发动机燃料	40	0.1	3.82	1.53
汽油	40	0.1	3.75	1.5
能源服务	13.6	3.4	3.33	0.45
电力	10.7	4.5	2.45	0.26
公用事业服务	23.9	0.4	0.88	0.21
全部项目(不含食品和能源)	6	0.7	79.28	4.76
全部商品(不含食品和能源)	11.7	1.3	21.7	2.54
服装	5.3	2.5	2.46	0.13
新车	12.2	0.6	4.11	0.5
二手车和卡车	40.5	1.5	4.14	1.68
医疗保健商品	1.4	0.9	1.52	0.02
酒精饮料	2.7	0.5	0.89	0.02
烟草制品	7	-0.1	0.53	0.04
全部服务(不含能源服务)	4.1	0.5	57.58	2.36
住房租金	4.4	0.4	32.95	1.45
主要居所租金	3.8	0.5	7.4	0.28
自有住宅等效租金	4.1	0.4	24.25	0.99
医疗保健服务	2.7	1	6.96	0.19
医生服务	2.6	-0.1	1.9	0.05
医院服务	3.6	1.3	2.2	0.08
运输服务	5.6	0.8	5.6	0.31
汽车维修保养	4.8	0.2	1.04	0.05
机动车辆保险	4.1	1.1	2.38	0.1
航空票价	4.9	0.9	0.48	0.02

资料来源: BLS,平安证券研究所

美国通胀的主要矛盾正在由供给因素向需求因素转变，住房等与需求因素更相关的部分对美国 CPI 同比的拉动加大。分项看，1月美国 CPI 中能源、食品、住房租金、运输服务、二手车和卡车分项同比增速分别为 27%、7%、4.4%、5.4%、40.5%。基于最新公布的美国 CPI 分项权重（2021 年 12 月），上述五项对 1 月 CPI 同比的拉动分别为 1.98 个、0.94 个、1.45 个、0.30 个、1.68 个百分点，排除上述五项的“其他”分项对 CPI 的拉动为 1.15 个百分点。2021 年以来，能源（以及与之相关的运输服务）、二手车和卡车等价格上涨成为拉动美国通胀率的主要力量，但这些商品与服务涨价多与供给因素有关。由于货币政策难以直接调节供给，因此美联储在 2021 年 3 季度以前对通胀一直持观望态度。但 2021 年 9 月以来，住房等与需求因素更相关的部分对美国 CPI 的拉动加大，2022 年 1 月通胀数据中的住房租金和“其他”分项拉动进一步上行。住房租金分项价格上涨，主要受美国房价快速上涨助推，而美国房价快速上涨与美联储宽松的货币政策不无关系。2021 年 4 季度以来，美联储对于通胀的态度发生明显转变，恰与美国通胀的结构性变化相吻合。美联 1 月会议纪要在关于通胀成因的判断中，首次提到“强劲的消费需求”：与会者认为，近期通胀数据继续大大超过委员会的长期目标，高通胀持续的时间超过了他们的预期，这主要反映了与大流行病和经济恢复有关的供需失衡。然而，一些与会者评论说，高通胀已经扩大到受上述因素最直接影响的行业之外，部分原因是强劲的消费需求。

图 3 住房租金等与需求因素更相关的部分对美国 CPI 的拉动加大，赋予美联储紧缩更高的必要性

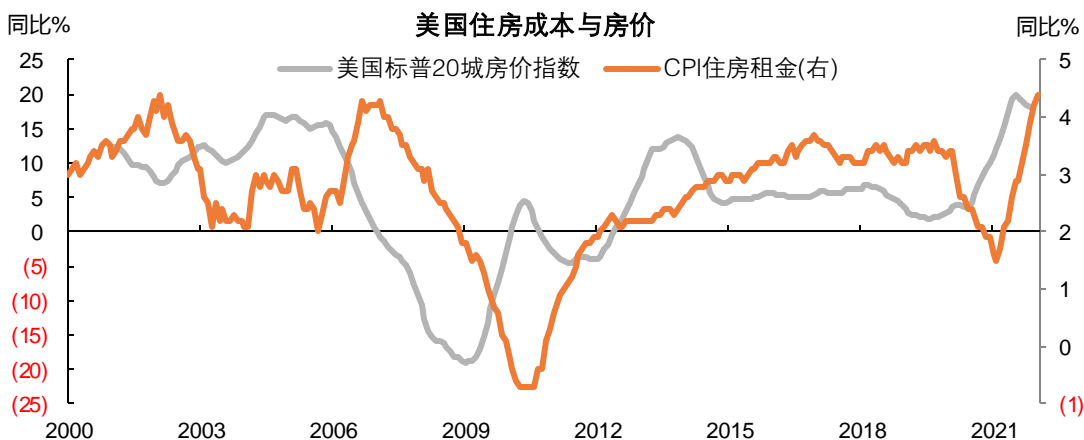


资料来源: BLS, Wind, 平安证券研究所

此外，美国住房租金与工资上涨或有较强持续性，对通胀上行构成额外压力。美联 1 月会议纪要首次提到，一些与会者（various participants）列举了可能对通胀造成额外上升压力的其他事态发展，包括实际工资增长超过生产率增长和住房服务价格上涨。住房成本方面，我们观察历史数据发现，美国住房租金同比走势通常滞后于房价 1-2 年左右。由于 2021 年美国房价指数同比见顶，预计本轮住房租金同比增速高点或在 2022 年下半年，且全年 CPI 住房租金分项有望保持 4% 以上增长。工资方面，美国工资增速并未被直接纳入通胀指标，但工资上涨过快可能从居民收入和企业成本两个途径共同助推物价上涨，形成“工资-物价”螺旋。本轮美国劳动力市场持续紧俏可能至少延续至 2022 年下半年，继而工资快速增长压力也将持续。

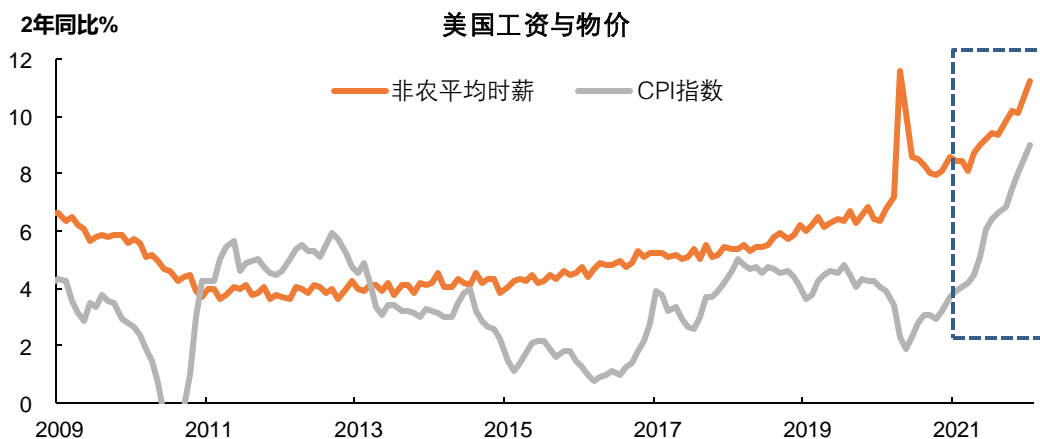
总而言之，由于美国通胀的主要矛盾正在由供给因素向需求因素转变，且房价与工资上涨或将持续构成通胀上行风险，意味着美联储通过紧缩来遏制通胀的可行性与必要性正在提升。

图表4 美国住房租金或滞后于房价 1-2 年左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国工资-物价螺旋风险持续上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、美国通胀预期：“失控”风险上升

将通胀预期稳定在合理水平是美联储货币政策的重要抓手。由于 2021 年美国通胀指标屡次超预期上行，当前美国通胀预期已然全面上升，且稳定性在减弱，或存一定“失控”风险，这也是美联储需要释放鹰派信号乃至落实紧缩行动的重要背景。

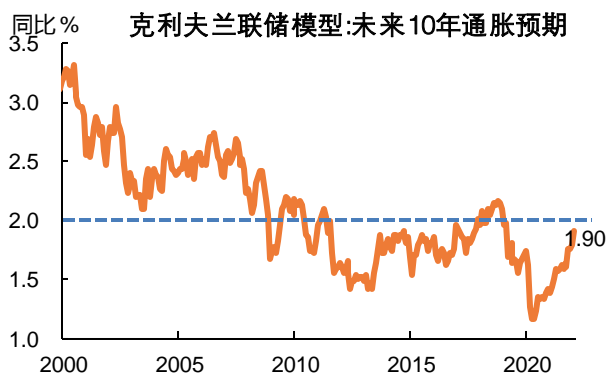
参考克利夫兰联储网站，美联储通过两类方法和一系列指标来观察通胀预期的变化：一类是基于模型的测量（Model-based Measures），另一类是基于调查问卷的测量（Survey-based Measures），后者包括针对专业人士、消费者、企业等不同市场主体的调查。参考各类数据，目前美国未来 1 年通胀预期普遍在 3-6%，未来 2-3 年通胀预期普遍在 2-3%，长期通胀预期小幅超过 2%，且消费者的通胀预期存在较大不确定性，美债市场交易的通胀预期相对克制。综合来看，我们认为尚无实质证据表明美国长期通胀预期已经脱锚，但“失控”风险已然上升，且中短期通胀预期显著高于 2% 也非积极信号，美联储政策取向仍有更加鹰派的空间。

1) 通胀模型：未来 1 年通胀预期首次破 2.5%、未来 2 年通胀预期首次破 2%。克利夫兰联储基于美债收益率、通胀数据、

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

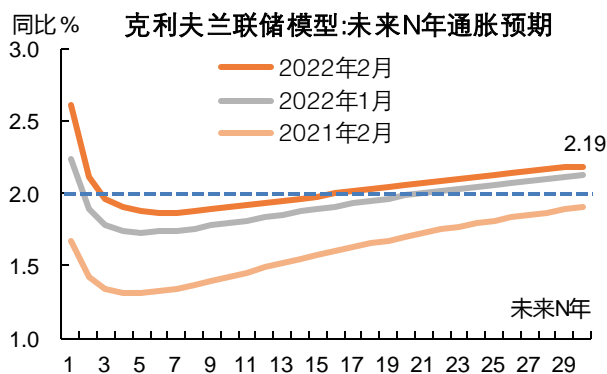
通胀互换和通胀预期调查等一系列数据，采用模型测算得到未来 30 年以内的通胀预期指标，并随美国 CPI 数据同步按月更新。2 月 11 日更新数据显示，2 月美国通胀预期指标进一步上升，未来 1 年通胀预期由 2.2% 升至 2.6%，未来 2 年通胀预期由 1.9% 升至 2.1%，未来 10 年通胀预期由 1.80% 升至 1.90%，未来 30 年通胀预期由 2.13% 升至 2.19%。

图表6 美联储模型显示未来 10 年通胀预期上升



资料来源：克利夫兰联储,平安证券研究所

图表7 美联储模型显示未来 30 年通胀预期略高于 2%



资料来源：克利夫兰联储,平安证券研究所

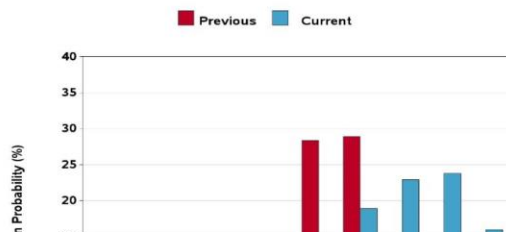
2) 专家调查：2022 年核心 PCE 同比破 3%。费城联储按季度针对职业经济学家进行经济调查 (Survey of Professional Forecasters)，统计专业人士对短期和长期通胀指标的预期，形成专家通胀预期。2 月 11 日更新的 2022 年 1 季度预测显示，专家调查大幅上调 2022 年通胀预测：将 2022Q1 的 CPI/核心 CPI 环比折年率大幅上调 2.3-2.5 个百分点，将 2022Q2 的 CPI/核心 CPI 环比折年率上调 1-1.2 个百分点；专家预测的 2022Q1 美国 PCE 环比折年率平均值由 3.0% 大幅上修至 4.7%，核心 PCE 环比折年率由 2.5% 大幅上修至 4.3%；专家预计 2022 年四季度 PCE 同比平均值由 2.4% 上修至 3.1%，核心 PCE 同比平均值由 2.3% 上修至 3.1%。此外，专家最新预计未来 10 年美国 PCE 年通胀率为 2.2%，小幅超过 2% 的长期目标。

图表8 美联储专家调查大幅上调 2022 年通胀预测

	CPI		核心 CPI	
	2021Q4 预测	2022Q1 预测	2021Q4 预测	2022Q1 预测
2022Q1 环比折年	3	5.5	2.8	5.1
2022Q2 环比折年	2.6	3.8	2.6	3.6
2022Q3 环比折年	2.5	2.7	2.6	3.1

图表9 美联储专家调查对 2022 年核心 PCE 预期上升

Mean Probabilities for Core PCE Inflation in 2022



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_37768



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn