明年美国通胀会有多高？

证券研究报告

2021 年 01 月 05 日

作者

宋雪涛 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师

SAC 执业证书编号：S1110520070002

xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

就主要权重项而言，受低收入群体收入恢复疲弱，住房自住率上行、居民从市中心迁往郊区居家办公影响，未来 CPI 房租项预计仍有下行压力。医疗保健项中核心的服务项未来存在周期性下跌可能，下降趋势预计在一年至一年半左右。供需压力缓解驱使食品项趋于下跌；2021 年有望回升的是受疫情困扰的交通运输服务项。

就波动项能源价格而言，价格仍有上行空间，但高库存和页岩油复产压力可能限制原油价格高点在 55 美元/桶左右。春季新冠疫苗开始较大规模使用将促进原油需求回暖，但通胀压力将在夏天过后消退。

劳动力市场方面通胀仍有下行压力：工资与劳动生产率的缺口逐步扩大，约领先核心 CPI 一年，形成下行压力。

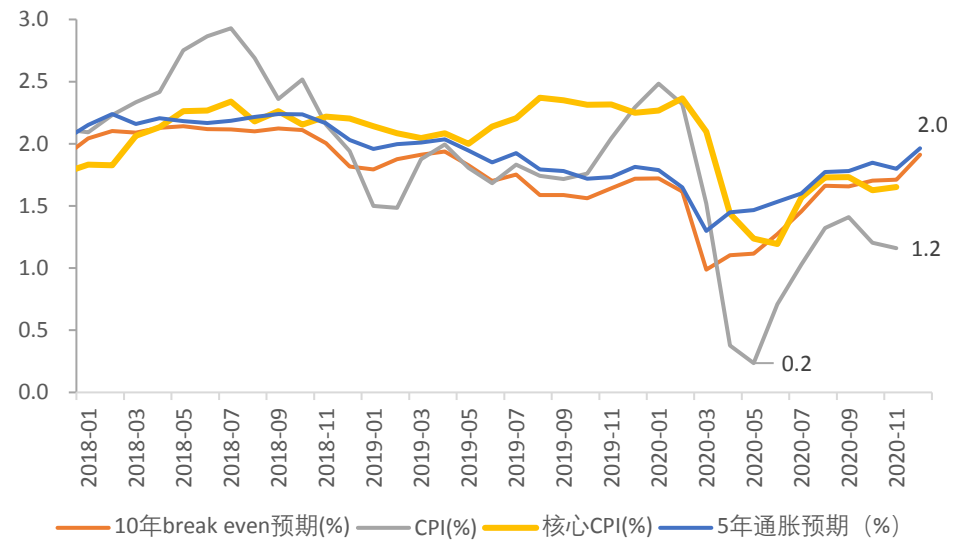
我们预计 2021 年美国 CPI 同比走势前高后低，中枢或在 2.3% 左右，2022 年中枢进一步回落至 2.1%。其中 2021 年 5 月 CPI 同比高于 3.3%，随后在年末或略低于 2%。

风险提示：美国财政宽松超预期，美国货币宽松超预期，美国疫情恶化超预期

2020 年 2 季度美国经济同比收缩 9%，CPI 回落至 0.2%，货币财政双宽松后，通胀在下半年触底反弹。2020 年 8 月 FOMC 美联储引入了“平均通胀目标制”，意味着通胀即使高于 2%也不会立即收紧货币，而是以劳动力市场的恢复情况作为行动的依据。因此市场对 2021 年美国通胀的普遍预期是疫苗接种将使得消费服务业的需求明显恢复，叠加低基数，通胀可能出现高读数，且美联储不会立即退出货币宽松。虽然当前 CPI 还在 1.2%的低位，但 5 年和 10 年期利率隐含的通胀预期已升至 2.0%的充分复苏水平。

虽然未来一年不用担心美国 CPI 的高读数导致货币收紧，但过高的 CPI 会影响估值偏贵的美债并传导到高估值的美股，如果 CPI 持续高增，货币政策考虑退出宽松的时间也可能早于市场预期，参考 2013 年底 QE 退出带来的恐慌，这依然是全球市场最主要的政策风险。因此对于 2021 年美国 CPI 的具体走势，我们用一篇技术性分析来回答。

图 1：美国各项通胀指标向上



资料来源：FRED，天风证券研究所

美国 CPI 分项权重来看，一级分项占比靠前的依次为，住宅（42.173%）、交通运输（15.289%）和食品饮料（15.272%），加上医疗项（7.7%），四者占比合计约为 80%。

表 1：美国 CPI 分项权重

CPI 分项	权重%
食品和饮料	15.272
食品	14.257
住宅（Housing）	42.173
收容所（Shelter）	32.711
租金（Rent of primary residence)	7.159
自有住房等价租金（Owners' equivalent rent of residences）	24.339
燃料和公用事业	5.273
家庭能源	4.051
服装	3.343
交通运输	15.289
私人运输	14.167
机动车燃料	3.979
医疗保健	7.716

娱乐	5.75
教育与通信	7.062
其他商品与服务	3.394
食品和饮料	14.257
能源（家庭能源+机动车燃料）	8.03

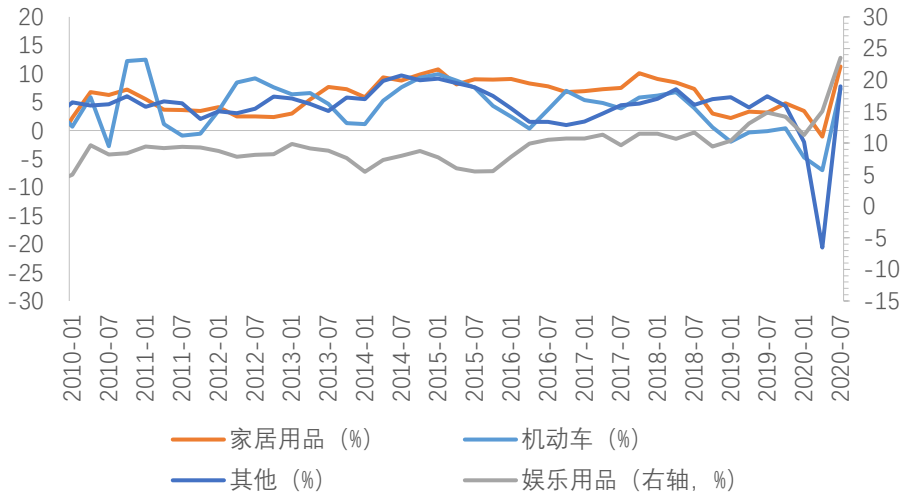
资料来源：美国劳工部，Wind，天风证券研究所

注：采用不同颜色区分 CPI 一级（橙色）二级（粉色）三级（灰色）分项

一、消费对 CPI 的影响

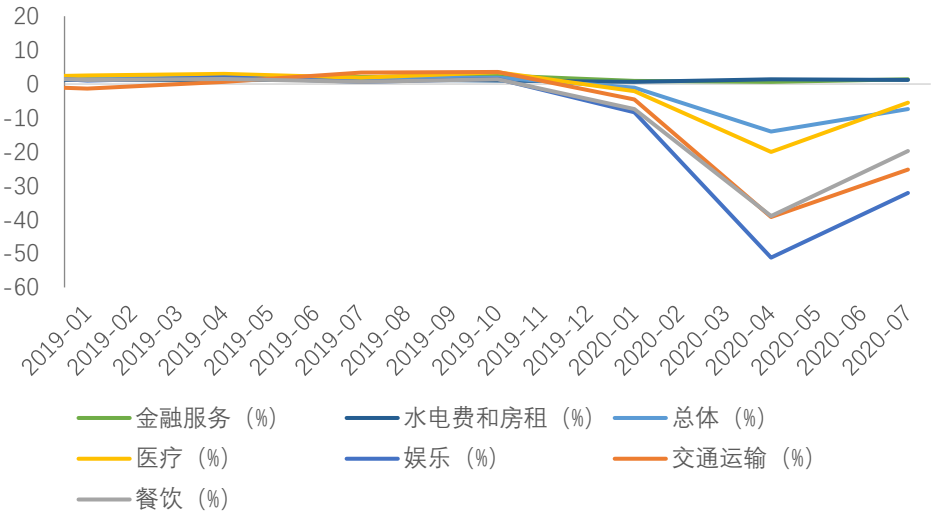
疫情期间美国消费替代效应显著，表现较好的是耐用消费品中的娱乐设备（23.5%）、家居品(11.3%)、汽车（7.3%）和必需消费品中的食品（10.9%），明显下滑的是消费服务中的娱乐（-32.1%）、交通（-25.3%）和餐饮(-19.7%)。2021 年疫苗接种和重新开放将让消费结构回到疫情前，生活服务类消费将回升，受益于疫情的耐用消费品消费将下滑。因此，2021 年美国 CPI 上涨的主要需求贡献应该是服务类消费。

图 2：耐用消费品分项消费同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：服务消费分项消费同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

CPI 服务项中权重最高的是住宅、交通运输和医疗。其中交通运输前期回落较多且权重较大，2021 年有望出现明显回升，而房租和医疗将趋于下行。

1. 交运能源：回升后震荡

交通运输项主要包含私人运输项，其受能源价格影响较大，因此我们把私人运输项与能源项合并考虑。

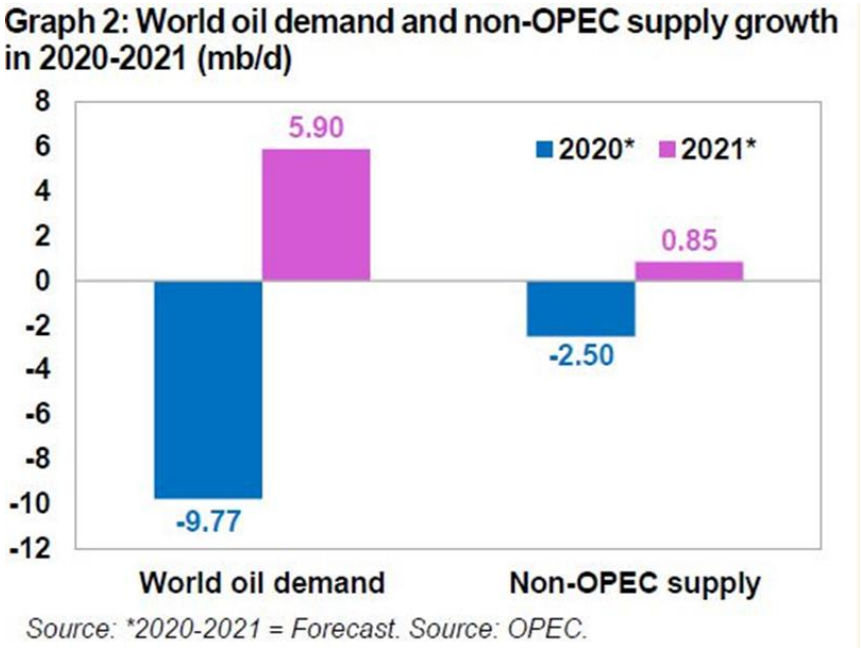
2020 年 3-4 月，全球能源需求遭受疫情重创，原油快速累库，交易者担心现货原油存储问题，WTI 原油价格大幅下跌甚至到负。2020 年 4 月 WIT 原油价格同比下降约 70%，为了应对前所未有的市场变化，参与减产协议的欧佩克和非欧佩克成员国 2020 年削减了约 950 万桶/日的过剩产能。此外，美国和加拿大通过关闭钻井也进一步减少了约 360 万桶/日的产能。油价在之后逐步回升，目前处于 47 美金左右。[1]

从 2021 年的情况看，全球原有需求可能在受到新冠疫苗问世后大幅提振，欧佩克预计 2021 年世界石油需求增长 590 万桶/日；但当前原油库存仍高，页岩油在成本线上积极复工，油气开采产能利用率和油井数量跟随原油价格快速反弹，挪威和巴西的生产活动也将出现增长，欧佩克组织和 EIA 分别预计，2021 年非欧佩克产油国供应量将温和回升 85 万桶/日，欧佩克产油国供应量将回升 190 万桶/天[2] 。

因此 2021 年原油价格高位大概率不超过 55 美元/桶。目前关于新冠疫苗进展乐观的消息层出不穷，很可能在 2021 年春季开始较大规模的使用，另一方面，从基数效应看，通胀高位或出现在 2021 年春季。**假设 2021 年年末 WTI 原油价格达到 55 美金，WTI 同比将在 4 月企及 140%，随后大幅回落，在四季度回升至 54%。**

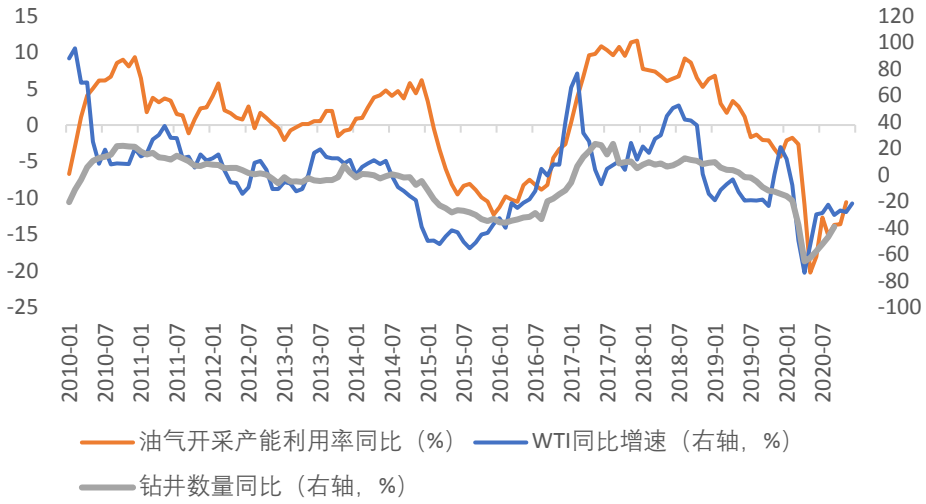
图 4：OPEC 预计 2020-2021 年原油供应和需求增长

[1] https://www.cls.cn/detail/641690
[2] https://www.eia.gov/outlooks/steo/



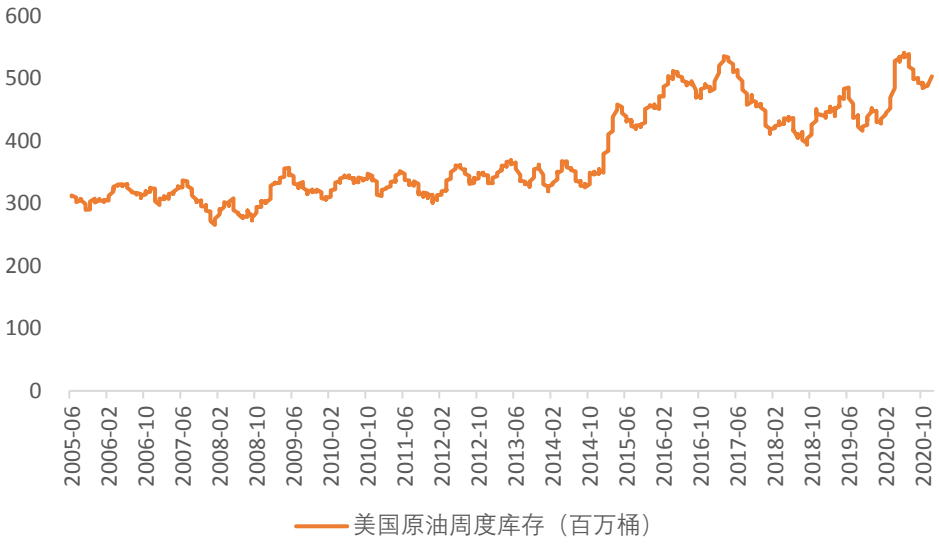
资料来源：OPEC，天风证券研究所

图 5：wti 原油价格反弹引领油气开采产能利用率、钻井数量回升



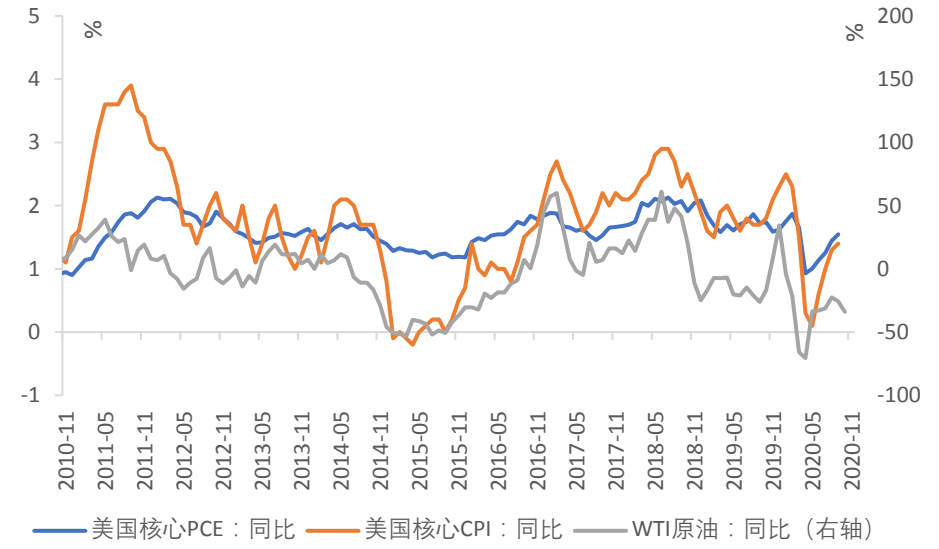
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 6：原油库存仍高



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 7：核心 PCE, CPI, 原油价格

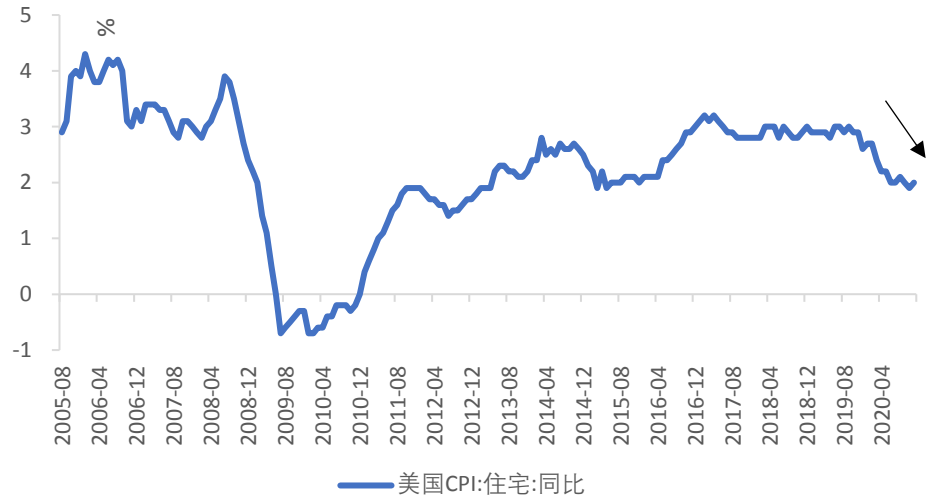


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2. 住宅：下行

从通胀分项上看住房项，自 2018 年 1 季度至 2019 年底，通胀程度较为平稳。2020 年以来，通胀呈下降趋势。

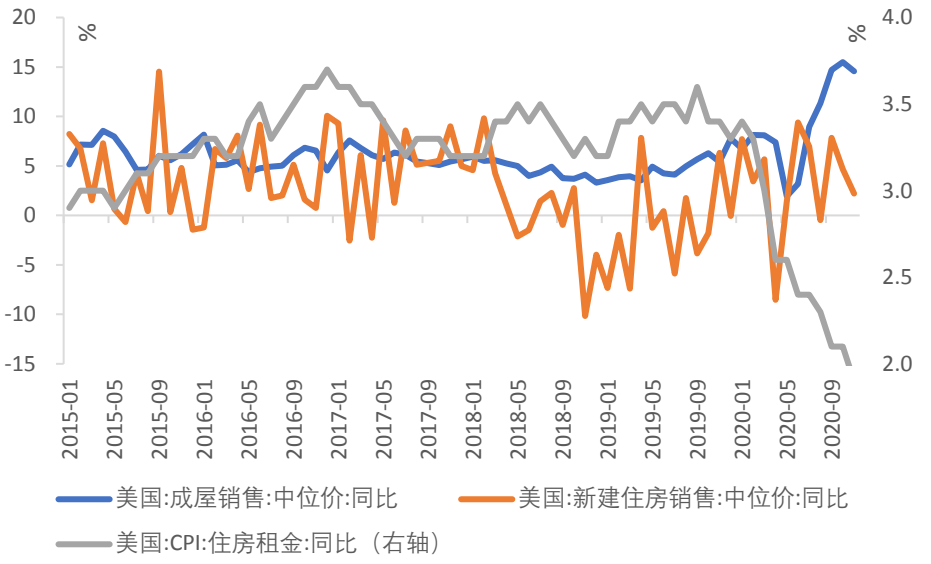
图 8：美国 CPI：住宅：同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

将 CPI 住房项拆分，房租项权重最大，2020 年以来房租同比增速下降。住房能源受到能源价格影响历史波动较大，且和家用电器的走势相反，两者具有一定替代效应。新冠疫情影响催生了居家办公的需求，出租空置率下滑至近 15 年低位，住房销售市场亦非常火热，但房租持续下滑。

图 9：住房租金和房价增长对比

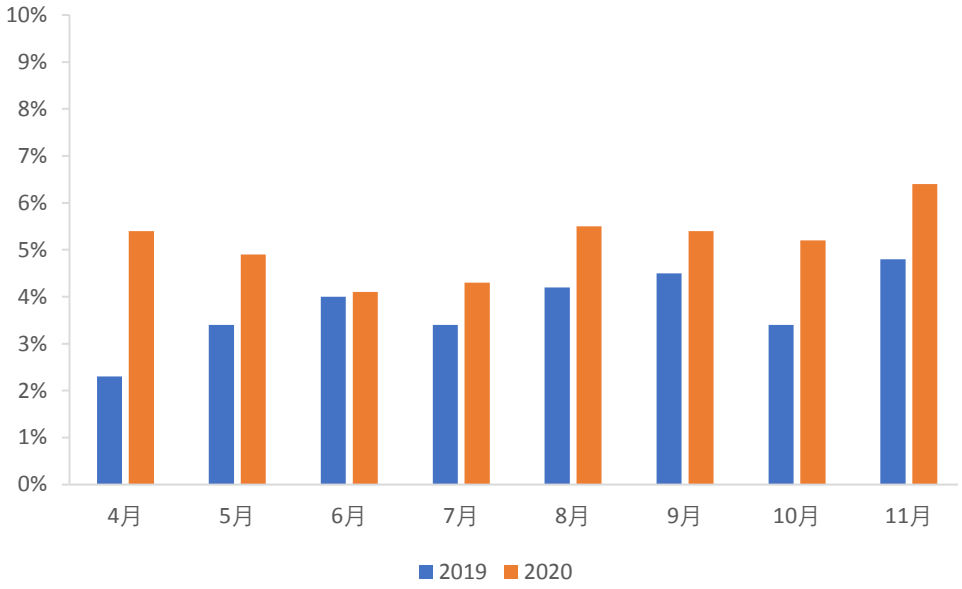


资料来源：WIND，天风证券研究所

失业率高企令低收入人群负担房租的能力下降，房租房贷逾期数量有所增加。根据美国长租公寓委员会（NMHC）的房租付款跟踪器，受疫情影响 2020 年租金每月支付比例均低于 2019 年同期水平。另一方面，居民自住率提升，租房供给也在加大，房租也涨不起来。此外，租房市场的结构性调整也导致了租金的下降。疫情下大企业要求员工在家办公，一线城市居民因此顺势搬到租金较低的郊区。根据 CNBC 的报道，2020 年 10 月纽约考虑折扣后的平均租金比前一年下跌 19%。曼哈顿岛有 16145 套住宅没有租出去，空置率从正常的 2%飙升到 6%。[3]

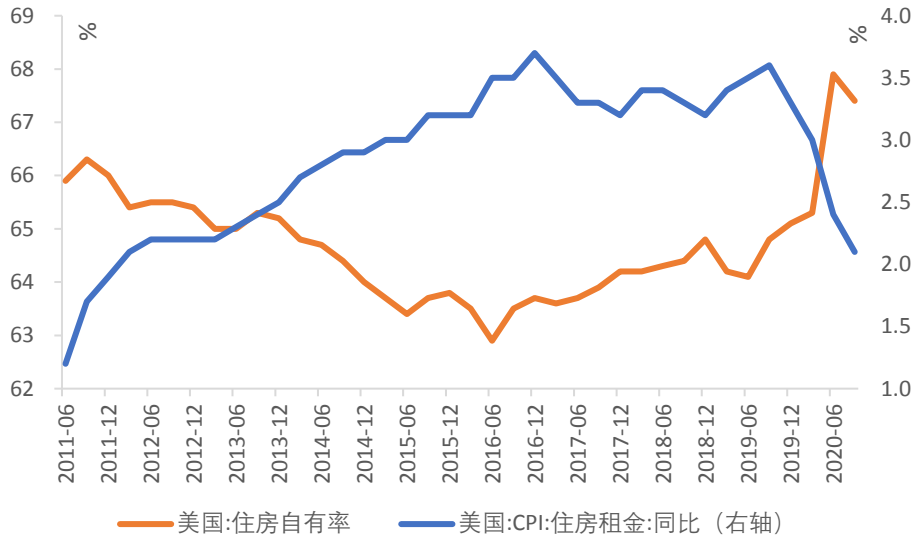
图 10：房租逾期的比例

[3] https://www.cnbc.com/2020/11/12/big-drop-in-manhattan-rental-prices-lures-back-younger-residents.html



资料来源：NMHC，天风证券研究所

图 11：住房自有率与房租同比



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_396