



Research and
Development Center

高通胀、低失业和挡不住的美联储加息

2022年1月9日

解运亮
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xiyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

高通胀、低失业和挡不住的美联储加息

2022年1月9日

- **美国本次高通胀是由生产端供应链问题(Shipment)和劳动力短缺，以及需求端商品消费需求（尤其是耐用品）暴涨共同导致。**疫情改变了人们的消费结构，服务消费减少但是商品需求增加，经济环境尤其是供应链无法匹配消费者如此大程度对实物商品的需求，导致 PCE 耐用品价格暴涨，当下核心 PCE 录得 4.68%，CPI 录得 6.8%，运输成本飙升（拉动 3.23%），住宅租金高涨（拉动 2.03%）和能源价格（拉动 2.06%）都推升了通胀。由于导致通胀的种种原因都无法短期修复，美联储不得不加速收紧货币政策，控制通胀水平。我们预测 CPI 在 2022 年底回归至 2.3-2.4%，核心 PCE 回归至 2.3%。
- **当下美国失业率录得 3.9%，已经低于自然失业率 4.6%。**Shipment 带来的供应链问题在 2021 年上半年，平均每月对产出增长减损 0.2 个百分点，但股市和房地产市场的繁荣，创造了约 2.6 万亿美元的家庭财富，提高了潜在的消费能力。当下美国消费倾向已转向服务业。失业率大概会在 2022 年底继续修复至 3.5%，但整体劳动参与率可能低于疫情前（部分是由于疫情改变了人们的工作态度，部分是由于自动化生产代替了传统劳力）。
- **3 月份美联储进入加息周期是大概率事件。**随着通胀愈演愈烈，首次加息大概率会提前至 3 月 16 日的 FOMC 会议，全年加息在三次或以上，缩表节奏和体量会相比上一轮更为激进，具体根据数据决定，美联储官员曾表示倾向于在夏季初之前开始。中美经济周期分化为货币政策错位埋下伏笔，历史上中美两国主要利率基本没有发生过背向而驰，但美联储收紧并不影响我国央行降准保持银行间流动性合理充裕。
- **美债短端利率上行幅度可能大于长端。**美债 10 年期国债利率包含实际自然利率、通货膨胀预期和期限溢价，2022 年会随着加息不断上行。通胀预期往往在紧缩政策宣布时降温，即达到市场高点掉头向下，抵消了部分加息带来的期限溢价的增长。短端利率受加息政策影响较大，当下已 Price-In 加息三次的政策利率至 0.81%。随着 2022 年进入紧缩周期推进，整体收益率曲线可能走向平坦化。
- **风险因素：**政策调控力度超预期；海外疫情超预期。

目录

一、 美国高通胀问题难以在短期内解决	3
1.1 高通胀仍大概率会持续半年	3
1.2 美国当下的通胀成因拆分	7
1.3 美国的通胀水平预测	12
1.4 历史上中美经济周期分期，两国利率变化	14
二、 2021 年供应链问题对生产端的影响	16
2.1 FED 测算供应链问题在 2021 年对整体美国生产端的拖累	16
2.2 预计美国 2022 年服务业消费需求边际改善	17
三、 美债短端利率上行幅度可能大于长端	18
风险因素	22

表目录

表 1: 美国 CPI 拆分至主要项对整体的贡献	7
表 2: 美国 CPI 分项同比	8

图目录

图 1: 美国 2018-2021 年商品和劳务的消费水平	3
图 2: 美国 CPI 中耐用品、非耐用品和服务分项的同比增速	4
图 3: 美国核心 PCE 中耐用品同比增速曾在 2021 年 5 月达到峰值	4
图 4: 当下美国通胀达到过去 30 年内最高水平	4
图 7: 联邦基准利率走势预测	6
图 8: 美联储从 2017 年 10 月缩减资产负债表	6
图 9: 美联储 2017-2019 期间资产负债表的缩减量	6
图 10: 美国 M2 和 CPI 有高度相关性	7
图 11: 美国制造业产出缺口仍然存在	8
图 12: 美国制造业产能利用率已经修复至接近疫情前	9
图 13: 美国零售商库存销售比处于低位，制造商产成品运输到终端存在延迟	9
图 14: 美国订单库存高位而客户库存存在底部，订单高需求旺盛且终端库存耗尽	9
图 15: 杜克大学 CFO 调查问卷显示美国当下成本高企的原因	10
图 16: 美国铁路货运每周装载车辆水平	10
图 17: 整体劳动参与率仍然存在缺口	11
图 18: 美国 Indeed 就业网统计的导致劳动力市场就业修复缓慢的原因	11
图 19: 当下美国的原油库存处于历史低位	12
图 20: 美国 CPI 同比预测	12
图 21: 美国 CPI 的贡献项变化及预测	13
图 22: 美国 2022 年 CPI 的预测	13
图 23: 美国核心 PCE 预测	14
图 24: 制造业 PMI 指数隐含的中美经济周期	15
图 25: 中美的主要利率基本没有发生过背向而驰，但并不影响我国央行降准	15
图 26: 金属制品制造业供应链瓶颈在实际生产中的影响	16
图 27: 制造业（除交通运输设备行业以外）受供给瓶颈影响的估测	17
图 28: 两年同比修正下，美国个人消费支出从商品转向服务	17
图 29: 股市和房地产行业的持续繁荣，创造了大量的家庭储蓄存款	18
图 30: 截止 2022 年 1 月 6 日，过去 30 天内美国的收益率曲线变化	18
图 31: 美国市场隐含的通货膨胀利率	19
图 32: 美国短期国债利率已 Price-In 三次加息	19
图 33: 美国 10 年期国债和 2 年期国债利率的差，在紧缩期间收窄	20
图 34: 美联储加息对 2 年期国债利率影响大，10 年期国债利率影响有限	20
图 35: 拜登政府上台重视财政政策，2021 年整体国债发行额激增	21
图 36: 当下美国债务占 GDP 的比率处于 1950 年来高位	21

一、美国高通胀问题难以在短期内解决

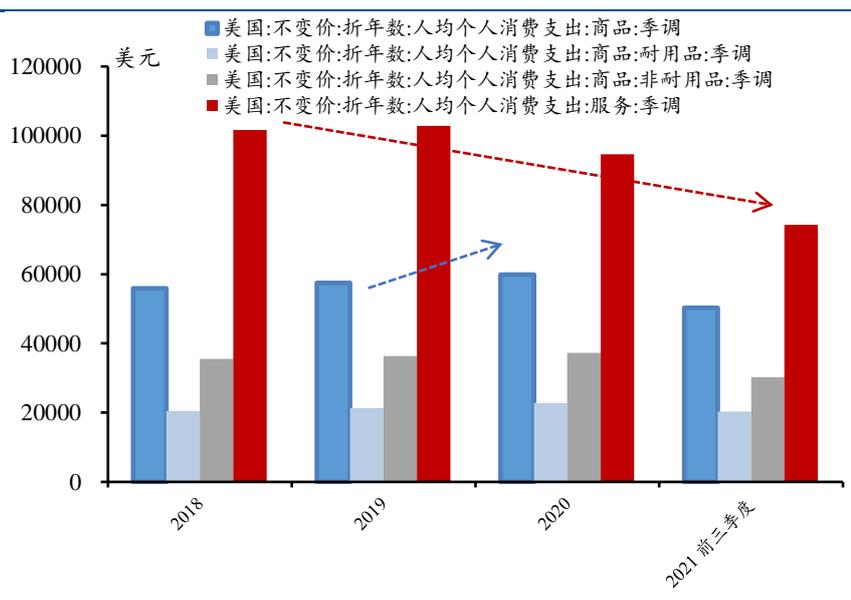
1.1 高通胀仍大概率会持续半年

美国此次疫情后的高通胀水平，本质上是由生产端的供应链问题(疫情导致生产运输不顺 Shipment)和劳动力短缺(Labor shortage)，以及需求端商品消费需求(尤其是耐用品)暴涨共同导致，而高通胀的原因可能至少需要半年的时间才能修复(详细分析见下文)。本次疫情改变了人们的消费结构，美国消费者当下每年在商品上的花销人均接近6万美金，远远高于疫情前的水平，而他们在服务上的花费远远不及疫情前(见图1)。经济环境尤其是供应链无法匹配消费者如此大程度对实物商品的需求，导致耐用品价格的通胀一度达到了17%，而服务价格的通胀仅仅只有3%(见图2)。生产端，生产运输(shipment)和劳动力短缺影响了制造业商品生产；需求端，人们出行不便(transportation)，又大量消费制造业商品，导致PCE耐用品同比增速在2021年5月达到几年来的峰值(见图3)，这是导致此次美国通胀最根本的成因。除此之外，美联储购买MBS向住宅市场投放流动性，住宅租金也助长了高通胀水平。

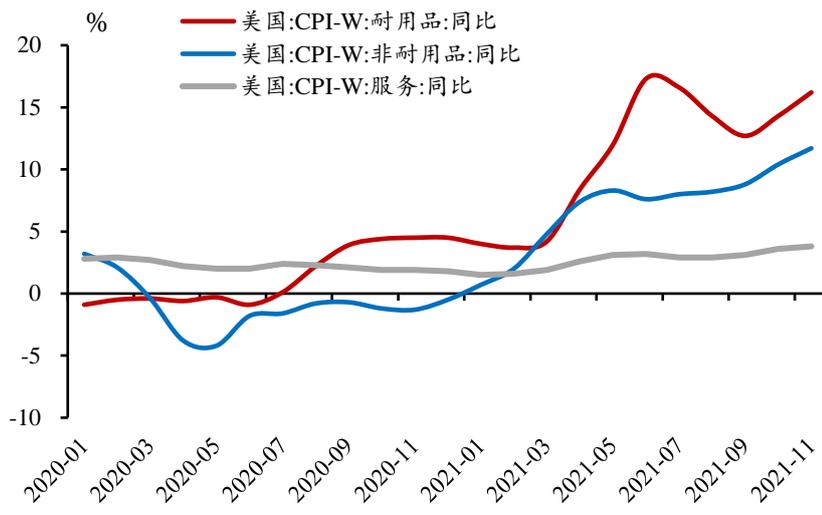
由于造成高通胀的种种原因都无法立刻修复，导致美联储不得不紧急加速收紧货币政策，通过从市场上回收流动性，来控制整体高通胀的局面。疫情反复的环境下，无论是交通运输修复、劳动力重回就业市场、或是消费者消费方式的改变，都需要几个月甚至半年以上的时间，因此美国当下只能通过紧急收紧货币政策，减量购买债券并随后安排加息甚至缩表，才能以最为快速的方式，控制当前经济的高通胀。2022年是美国中期选举年(时间大致在2022年11月)，也是考验拜登上台后经济治理的重要时间点。维持较为合理的通胀水平，无论是出于经济还是政治考虑，都具有重要意义。

我们认为美国2022年高通胀压力大概率仍然会持续，下半年有望回落至正常水平，年末通胀水平可能会略高于2%。CPI大概会在2022年底回归至2.4%左右，核心PCE大概会在2022年底回归至2.3%。随着通胀愈演愈烈，首次加息可能会提前至3月16日的FOMC会议，全年加息三次或以上，缩表节奏和体量相比上一轮更为激进，具体根据数据决定(data dependent)。美国2022.1.5日的FOMC纪要解释道[1]: A significant amount of balance sheet shrinkage, and almost all participants agreed that it would likely be appropriate to initiate balance sheet runoff at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate. 此前美国迟迟不收紧的原因，是由2020年8月公布的新的货币政策框架：将就业放在第一位，稳定通胀放在第二位(详见《如果美联储政策调整，中国央行怎么应对》)导致。美国上半年劳动力市场修复缓慢，导致美联储面临高通胀，仍旧按兵不动。当下，美国CPI达到了近30年来最高点(见图4)，录得6.88%，失业率已经落入自然失业率4.64%以下，美联储紧急退出债券购买并计划加息缩表。

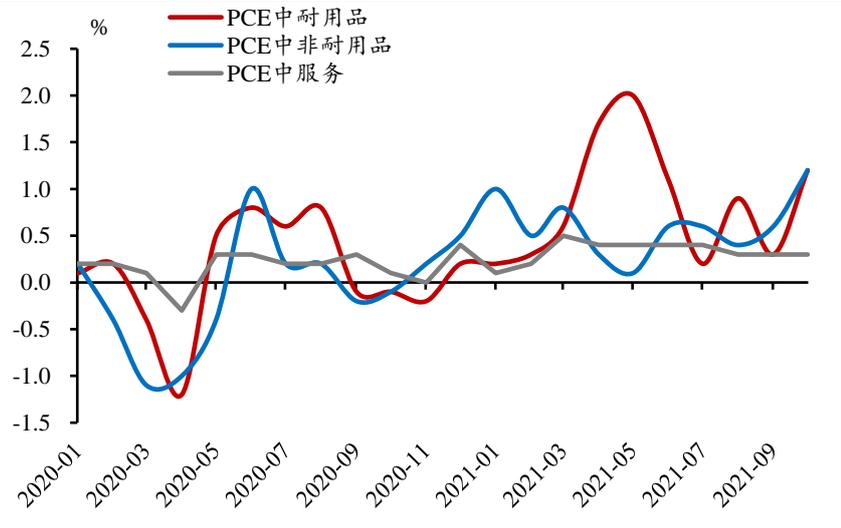
图1：美国2018-2021年商品和劳务的消费水平



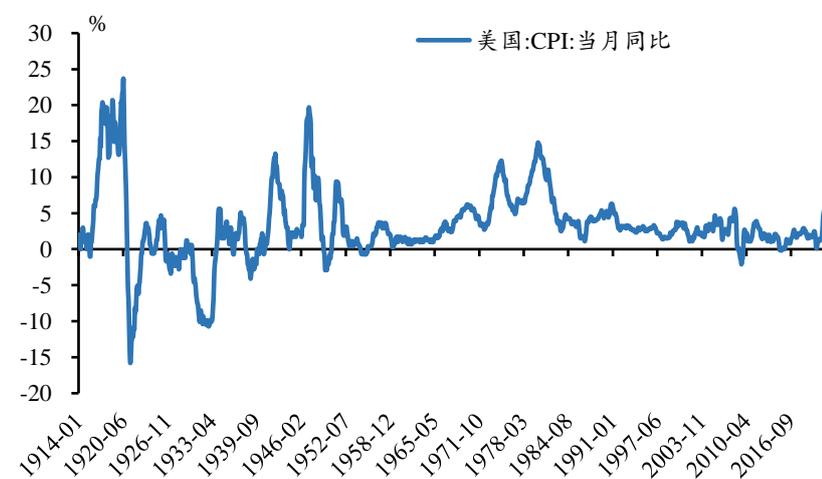
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2：美国 CPI 中耐用品、非耐用品和服务分项的同比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3：美国核心 PCE 中耐用品同比增速曾在 2021 年 5 月达到峰值


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

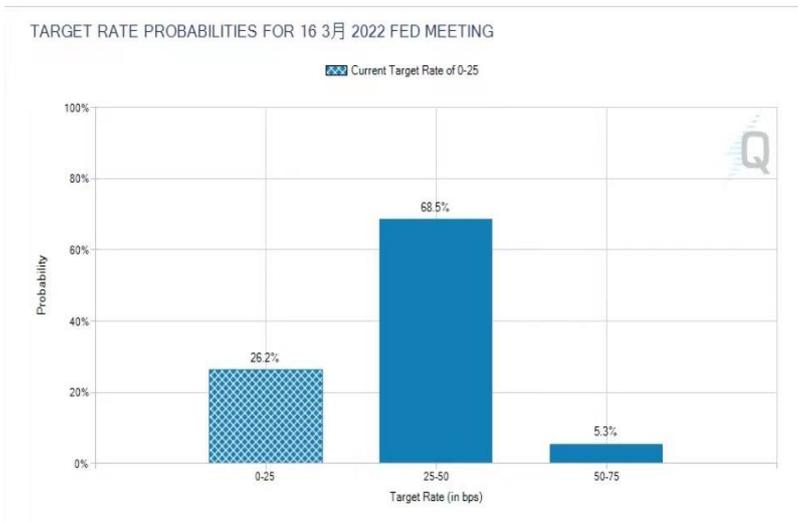
图 4：当下美国通胀达到过去 30 年内最高水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

根据 CME 联邦基金期货合约价格预期，美联储在 2022 年 3 月有 73.8% 的概率会加息，美国 2 年期短期国债利率已经 Price-In 市场预期。回顾历史，2015 年之后每次加息决议都是在相对重要的季末 FOMC 会议上做出的，因此我们预测，美联储可能会在 2022 年 3 月、6 月和 12 月分别加息 0.25%，首次加息的日期可能是 2022 年 3 月 16 日，此时 Taper 已经结束。加息周期内美联储也可能进行缩表，美联储理事沃勒曾表示，倾向于在夏季初之前开始，若需等待很长时间来缩表，将是出于收益率曲线方面的考虑，避免长端利率过快上行的金融风险；但同时美联储缩表也会避免利率曲线平坦化给经济带来的损坏[1]。

回顾 2016 年美联储的紧缩周期，在 2016 年 12 月至 2017 年 7 月之间美联储三次连续加息，同年 10 月美联储开启缩表。本次资产负债表的规模达到了前所未有的水平，几乎是疫情前的 2 倍。考虑到流动性泛滥和天量逆回购操作，以及较强劲的经济数据、严重的通胀数据和良好的就业，我们预计本次美联储可能会以更大幅度，缩减资产负债表规模。美联储减持美国国债，可能对 10 年期国债利率造成上行压力。

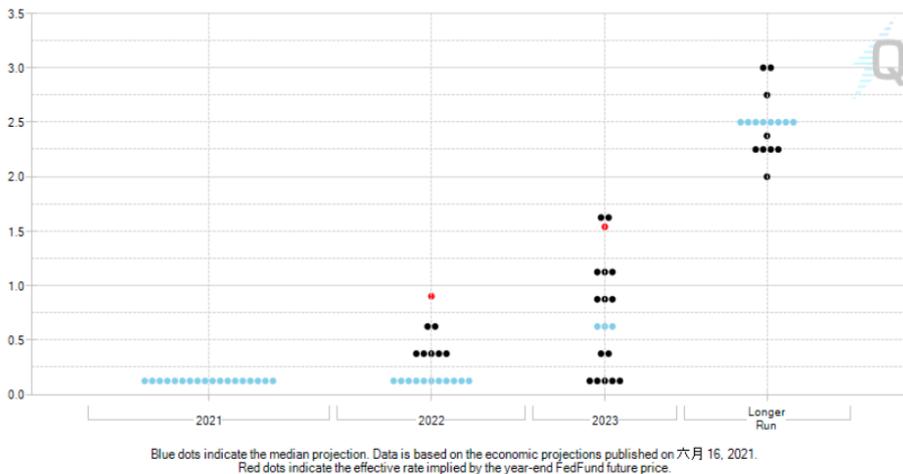
图 5: CME FedWatch Tool 预测有 72.8% 可能最早在 3 月 16 日 FOMC 会议上加息



资料来源: CME, 信达证券研发中心

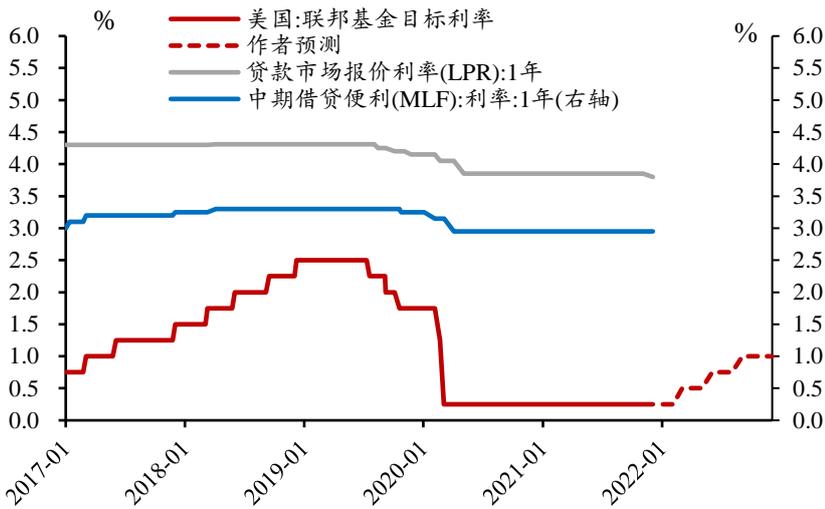
图 6: CME 预测的联邦基金利率区间图

FOMC PARTICIPANTS' ASSESSMENTS OF APPROPRIATE MONETARY POLICY : "DOT-PLOT"

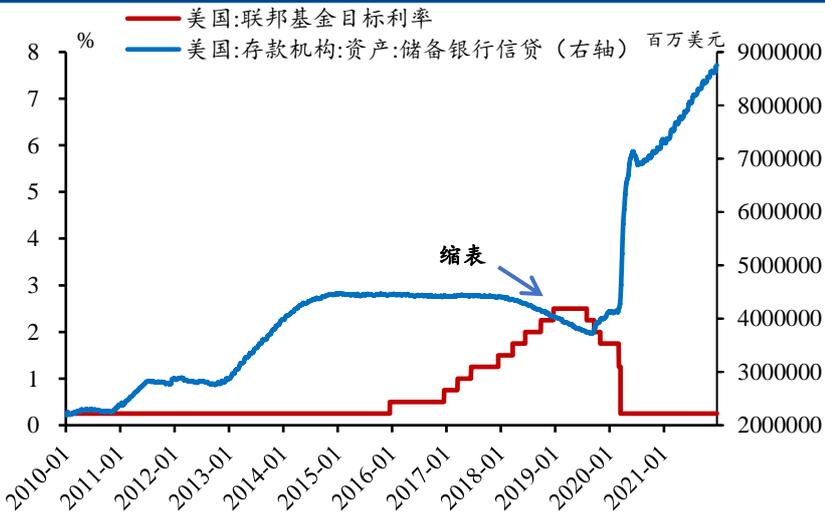


注释: 红色圆点表示联邦基金委员会的成员对在该年份结束时候, 对于联邦基金利率的目标值的判断。

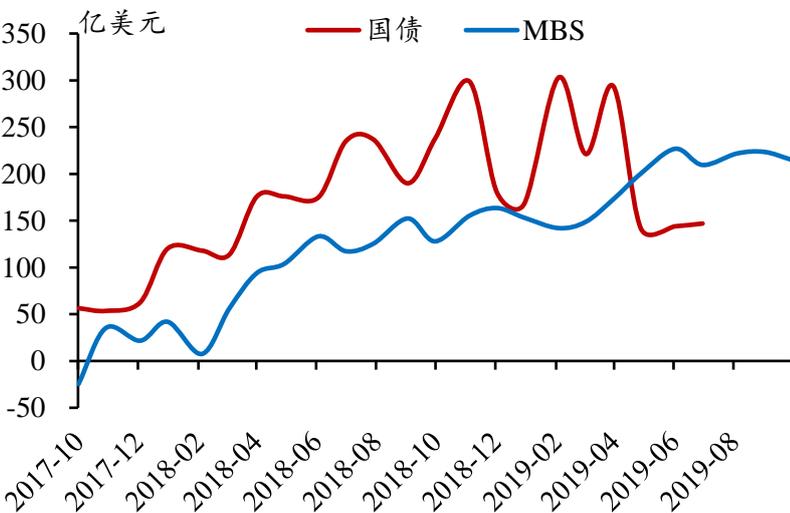
资料来源: CME, 信达证券研发中心

图 7：联邦基准利率走势预测


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：美联储从 2017 年 10 月缩减资产负债表


资料来源：万得，信达证券研发中心

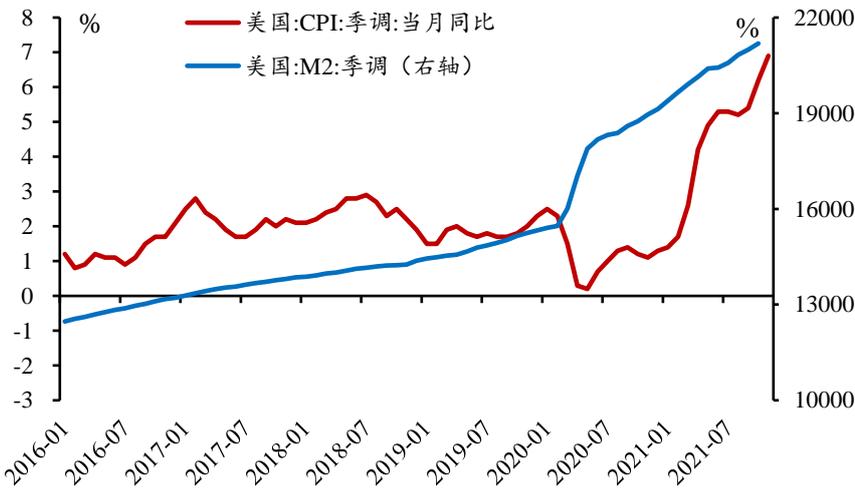
图 9：美联储 2017-2019 期间资产负债表的缩减量


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 美国当下的通胀成因拆分

此次美国高通胀与疫情和量化宽松皆有极大关系（见图 10），具体拆项来看，CPI 同比高涨，是由运输成本飙升（拉动通胀水平 47%）和住宅租金高涨（拉动通胀水平 29.5%）共同导致。能源价格（拉动通胀水平 29.9%）也推升了通胀。如表 1，我们用两种方式对 CPI 进行拆分，美国 11 月 CPI 录得 6.88%，其中住宅租金、私人运输（美国 CPI 统计中私人运输项下包括二手车和卡车）和能源项拉动最大，分别对 CPI 同比贡献了约 2.03、3.25 和 2.06 个百分点。食品和饮料也贡献了 CPI 约 0.88 个百分点。分项来看，能源、二手汽车和卡车、以及家具和床上用品同比增长幅度较大，11 月同比分别录得 33.51%、31.44% 和 11.77%。

图 10：美国 M2 和 CPI 有高度相关性



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：美国 CPI 拆分至主要项对整体的贡献

美国CPI分项（季调）	权重（%）	同比（%）		环比（%）	
		2021-Nov	2021-Nov	2021-Nov	2021-Nov
CPI	100.00	6.88	6.88	0.78	0.78
食品与饮料	15.16	5.83	0.88	0.67	0.10
住宅	42.39	4.80	2.03	0.52	0.22
住房租金	7.86	3.89	0.31	0.49	0.04
业主等价租金	24.26	3.53	0.86	0.44	0.11
家用电器	4.68	4.92	0.23	-0.01	0.00
家具和床上用品	0.94	11.77	0.11	0.59	0.01
服装	2.66	4.97	0.13	1.27	0.03
交通运输	15.16	21.31	3.23	2.47	0.37
私人运输	14.06	23.10	3.25	2.43	0.34
新交通工具	3.76	11.11	0.42	1.13	0.04
二手汽车和卡车	2.75	31.44	0.86	2.51	0.07
机票	0.63	-3.67	-0.02	4.75	0.03
公共服务和公共运输	0.98	4.78	0.05	0.41	0.00
医疗保健	8.87	1.74	0.15	0.23	0.02

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_35886

