



2022 年 2 月 24 日

宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#2021 年海外通胀专题系列

《美国通胀: 供需错配如何博弈——海外通胀专题之一》

《如何刻画美国供应链问题——海外通胀专题之二》

《为何鲍威尔坚定看空明年通胀——海外通胀专题之三》

#FedNote 系列

《美联储剧透了 1 月 FOMC 哪些鹰派信号——FedNote#1》

《市场对美联储的金搜预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息 50bps 的可能性与影响——FedNote#3》

哪些因素会导致美国通胀风险失控

供应链&通胀特辑#1

投资要点:

- **核心观点。**从分项结构看,以黏性项目为主的高权重服务通胀正在加速升温。全年通胀博弈的关键将是“供应链修复→商品通胀下行→指数通胀下行”的节点能否赶在“指数通胀上行→通胀预期上行→服务通胀加速上行→指数通胀失控”之前完成。虽然无法改变供给,但美联储对后者的压制有:①强化鹰派信号打压通胀预期;②缩表以抬升美债利率,2-5 年期美债利率遏制企业债融成本,10 年期美债利率改变企业 DCF 定价与股融成本,进而改变企业 WACC 与用人需求;③缩表抬升 MBS 利率,给楼市降温以抑制居住项通胀压力。向前看,我们倾向于认为供给瓶颈的缓解将赶在通胀预期与服务通胀大幅升温前,但仍需警惕后者失去定力而脱锚,进而引发通胀失控风险。
- **通胀拆解。**我们将关键通胀分项的最新价格同比增速、同比贡献率与占名义消费支出的比重汇总(图 21),可将美国通胀的关键贡献项目拆分为两类,分别为:①高增速低权重的能源、二手车项目;②低增速高权重的居住、食宿、食品商品项目。这两类项目在拉动通胀上“殊途同归”,但分别对应着不同的通胀矛盾。能源、二手车作为典型的高弹性、高波动商品,虽然权重占比较小,但价格增速高,因此带来较高的拉动率。居住、食宿权重占比大,但价格增速的绝对水平暂时未出现显著飙升,因此其高贡献率更多来自高权重。
- **策略启示。**当前市场所面临的核心冲击即俄乌地缘冲击引发的避险情绪与通胀风险升温→美联储紧缩货币政策加速→市场流动性超预期收紧。前者利好避险资产(黄金、美元,本次冲突的特殊性也利好原油),利空风险资产(信用债、权益),后者则是广泛的流动性冲击,利好美元、现金,利空权益、利率、信用、黄金等各类金融资产。因此,综合下来,短期形势对美元存在较大利好,其次为避险资产,最后为风险资产。
- **风险提示:**密切关注 3 月公布的非农、CPI 数据的预期差。警惕“供应链修复不及预期→商品通胀升温→指数通胀高位徘徊→通胀预期升温→黏性通胀加速上行→指数通胀加速上行→美联储加速紧缩货币政策步伐(加快/更大幅度的加息,更前置更大规模的缩表)→金融市场流动性加速紧缩”的风险传导。

内容目录

1. 为何要关注美国通胀？	5
2. 技术指南：如何测算美国通胀的分项贡献？	6
2.1. 指标选用：PCEPI 而非 CPI	6
2.2. PCEPI 指标的编制原理	6
2.3. 测算通胀分项贡献度的两种思路	6
3. 谁动了美国的通胀——来自关键分项的贡献拆分	7
3.1. 三大分项	7
3.2. 能源、食品与非耐用品分项	9
3.3. 耐用品分项	11
3.4. 耐用品之机动车分项	14
3.5. 服务分项	16
3.6. 指标汇总：谁动了美国的通胀？	18
4. 展望：通胀风险是供给修复与通胀预期的赛跑	20
4.1. 住房项的关键是楼市	21
4.2. 非居住项的关键是劳动力	22
5. 策略启示：警惕服务通胀的尾部风险	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 美国 PCE 物量指数 (横轴) 与价格指数 (纵轴) 散点图及期间 AS-AD 曲线平移轨迹.....	5
图 2: 美国 PCEPI 与三大分项同比增速时间序列.....	7
图 3: 美国 PCEPI 同比增速与三大分项同比拉动率时间序列.....	8
图 4: 美国个人消费支出及分项 PCE 价格指数同比 (横轴) vs 实际 PCE 同比 (纵轴) 散点图.....	9
图 5: 美国 PCEPI、非耐用品及其分项同比增速时间序列.....	9
图 6: 美国 PCEPI、非耐用品及其分项同比增速时间序列 (1992 年以来).....	10
图 7: 美国 PCEPI 同比增速及能源、食品商品分项同比拉动率时间序列.....	10
图 8: 美国 PCEPI、PCEPI 除食品、PCEPI 除能源同比增速时间序列.....	11
图 9: 美国 PCEPI、耐用品及其四大分项同比增速时间序列.....	12
图 10: 美国 PCEPI、耐用品及其四大分项同比增速时间序列 (1995 年以来).....	12
图 11: 美国耐用品价格同比增速及其四大分项同比拉动率时间序列.....	13
图 12: 美国耐用品及分项 PCE 价格指数同比 (横轴) vs 实际 PCE 同比 (纵轴) 散点图.....	13
图 13: 美国 PCEPI、耐用品、机动车及其三大分项同比增速时间序列.....	14
图 14: 美国机动车价格同比增速及其三大分项同比拉动率时间序列.....	15
图 15: 美国机动车及分项 PCE 价格指数同比 (横轴) vs 实际 PCE 同比 (纵轴) 散点图.....	15
图 16: 美国 PCEPI、服务及居住、医保、交通、娱乐分项同比增速时间序列.....	16
图 17: 美国 PCEPI、服务及食宿、金融保险、其他服务、非盈利组织分项同比增速时间序列.....	16
图 18: 美国服务分项价格指数同比增速及其分项同比拉动率时间序列.....	17
图 19: 美国服务分项价格指数同比增速及其分项同比拉动率时间序列 (1995 年以来).....	17
图 20: 部分月份美国 PCEPI、服务及其分项对 PCEPI 同比拉动率一览.....	18
图 21: 美国 PCEPI 及其主要指标 2021 年 12 月价格同比增速 (横轴)、同比贡献率 (纵轴) 与权重占比 (气泡大小).....	19
图 22: 美国 CPI 及其黏性、弹性项目同比增速时间序列.....	19
图 23: 美国核心 CPI 及其黏性、弹性项目同比增速时间序列.....	19
图 24: 美国核心 PCE 同比及周期性 vs 非周期性同比拉动率.....	20
图 25: 美国核心 PCE 同比及疫情敏感 vs 非疫情敏感同比拉动率.....	20

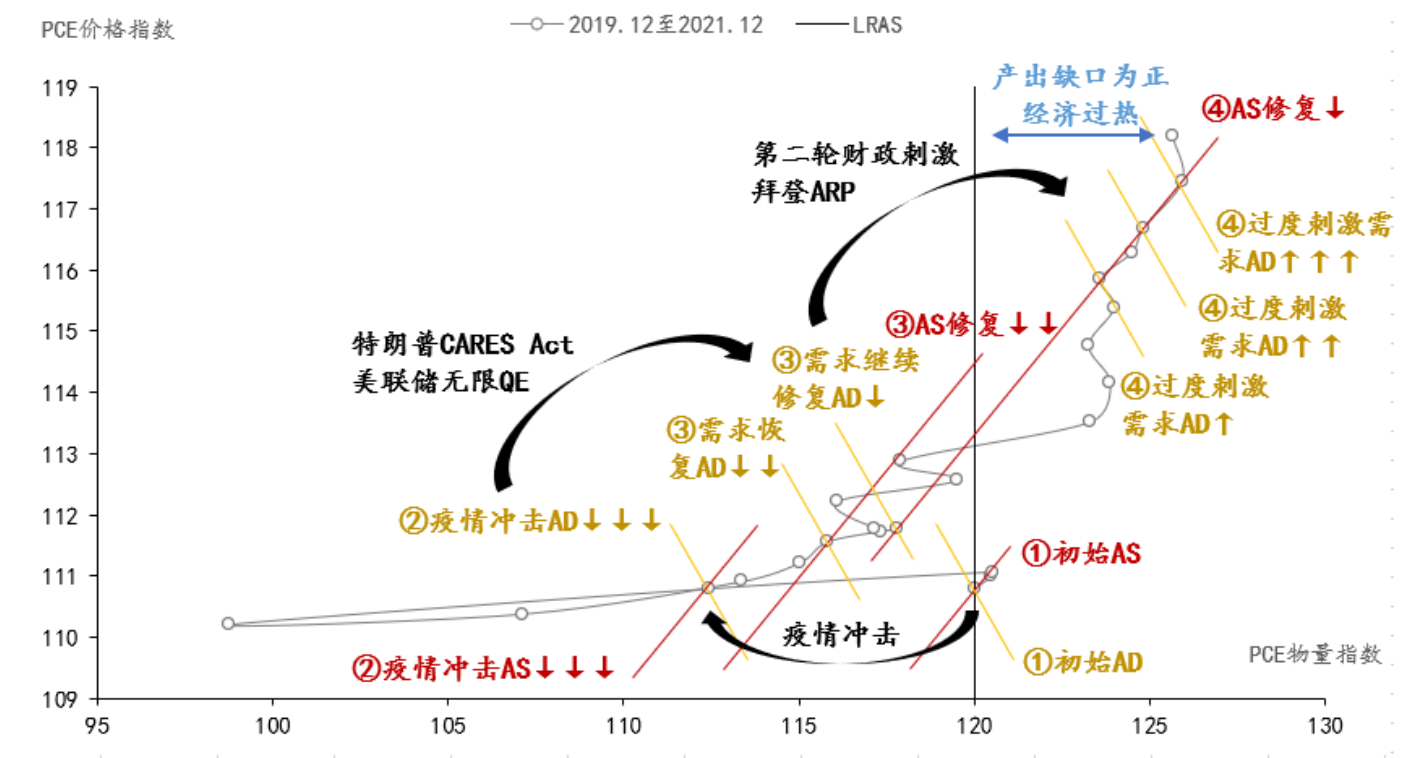
图 26: 美国 PCE 与截尾 PCE 同比增速时间序列	20
图 27: 美国 CPI 与截尾 CPI 同比增速时间序列	20
图 28: 本轮美国通胀传导图	21
图 29: 彭博调查市场对今年各季度 CPI 预测中值时间序列	21
图 30: 彭博调查市场对今年各季度 PCE 预测中值时间序列	21
图 31: 美国 20 城房价同比增速 vs 30 年期 MBS 时间序列	22
图 32: 美国职位空缺率 (横轴) vs 失业率 (纵轴) 散点图	22
图 33: 美国休闲住宿业职位空缺率 (横轴) vs 失业率 (纵轴) 散点图	22
图 34: 美国部分行业名义时薪水平时间序列	23
图 35: 美国部分行业名义时薪同比增速时间序列	23

1. 为何要关注美国通胀？

今年以来，针对海外市场，我们共启动了四个系列专题报告：《美债笔记》系列主要跟踪十年美债的走势，用以分析判断其对国内资产的冲击，尤其是对 A 股高估值、成长板块的冲击。而影响美债利率的关键之一则是美联储的货币政策，后者通过流动性风险溢价直接冲击美债利率（加息影响中性利率，缩表影响期限溢价）。同时，美联储货币政策对我国汇率、央行货币政策的执行空间等存在一定影响，由此也将传导到资产价格层面，因此我们开启了《FedNote》系列，用于跟踪美联储的货币政策动向。而影响美联储货币政策的关键则是美国的基本面，其可进一步展开为增长与通胀两个维度，前者对应我们的《美国消费专题》系列，后者对应《供应链&通胀特辑》系列。本篇为《供应链&通胀特辑》的首篇。

相对于增长，通胀风险已经成为美联储目前亟待解决的首要问题，也是今年以来美联储出现鹰派大转向的核心成因。大滞胀时期美联储的货币政策，尤其是末期 Paul·Volcker 的经验告诉我们，在“滞”与“胀”同时发生的宏观环境下，解决“滞”将带来更严重的滞胀，而只有解决了“胀”（进而引发更严重的“滞”）之后，才能彻底根除滞胀问题。

图 1：美国 PCE 物量指数（横轴）与价格指数（纵轴）散点图及期间 AS-AD 曲线平移轨迹



资料来源：彭博，德邦研究所绘制

我们在 FedNote 的第一篇报告《美联储剧透了 1 月 FOMC 哪些鹰派信号——FedNote#1》中向投资者描绘了当下美国所面临的宏观环境（图 1）：总需求被外生性的货币与财政政策过度刺激，进而引发产出缺口回正与经济过热，而总供给则因疫情扰动、劳动力短缺等问题修复缓慢，最终供需失衡引发了通胀加速。因此，以 12 月 FOMC 纪要为分水岭，当下美联储货币政策的方针便是放缓甚至抑制矫枉过正的总需求，让总需求能与缓慢恢复的总供给相适应，达到抑制高通胀的目的。因此，供给瓶颈的改善、通胀读数的放缓直接关系美联储紧缩货币政策的节奏与幅度，进而影响我国人行货币政策的执行空间与资产价格（美债、人民币汇率），由此带来的流动性风险溢价与风险情绪也容易外溢到更多国内资产上（A 股高估值板块）。

2. 技术指南：如何测算美国通胀的分项贡献？

2.1. 指标选用：PCEPI 而非 CPI

我们选用个人消费支出价格指数（*Personal Consumption Expenditure Price Index, PCEPI*）而非 CPI 作为观测美国通胀的指标。我们在 2021 年的海外通胀专题系列的第三篇报告《为何鲍威尔坚定看空明年通胀——海外通胀专题之三》中有分析过，相对于 CPI，美国经济分析局编制的 PCEPI 有两点优势：①数据来源上，PCEPI 数据主要来源于美国人口普查局的经济普查与贸易调查、BEA 的国际交易账户与劳工部统计司的 CPI 数据；②编制方法上，PCEPI 为 *Laspeyres* 指数与 *Passche* 指数的几何平均。与仅使用 *Laspeyres* 指数编制的 CPI 不同，*Passche* 指数的引入主要是考虑了替代效应（当某一商品变贵时，消费者会倾向于购买其替代品，进而导致一揽子消费品权重出现变化）。

也正因如此，相对于 PCEPI，没有考虑替代效应的 CPI 事实上一直在高估美国真实的通胀，且囊括了 CPI 数据来源的 PCEPI 也意味着，后者更广泛的统计口径能更大程度减少统计偏差。这也是美联储选用 PCEPI 而非 CPI 的重要原因。

2.2. PCEPI 指标的编制原理

如 2.1 部分所述，PCEPI 是一个由 *Laspeyres* 指数与 *Passche* 指数的几何平均值算出的 *Fisher* 指数，即——

$$P_t^F = \sqrt{\frac{\sum p_{i,t} q_{i,t-1}}{\sum p_{i,t-1} q_{i,t-1}} \times \frac{\sum p_{i,t} q_{i,t}}{\sum p_{i,t-1} q_{i,t}}}$$

这里， P_t^F 代表第 t 期的 *Fisher* 价格指数，由前半部分的 *Laspeyres* 指数 P_t^L 与后半部分的 *Passche* 指数 P_t^P 构成，前者以 $t-1$ 期的商品数量为权重构造，后者则由 t 期的商品数量构造。由此构造出的链式指数也意味着，每期 PCEPI 指数对应的权重都是动态调整的。

根据上述公式，我们可推导出项目 i 在第 t 期对 PCEPI 的拉动率的解析式 $C_{i,t}$ ，通过这一公式我们可得出分项拉动率的精确值——

$$C_{i,t} = 100 * \left(\frac{[q_{i,t-1} + (q_{i,t} / Q_t^F)] * (p_{i,t} - p_{i,t-1})}{\sum_j [q_{j,t-1} + (q_{j,t} / Q_t^F)] * p_{j,t-1}} \right)$$

上述两公式中， $p_{i,t}$ 与 $q_{i,t}$ 分别代表项目 i 在第 t 期的价格与数量， Q_t^F 代表第 t 期的 *Fisher* 物量指数，其计算方法与 *Fisher* 价格指数类似（准确说，是镜像的）。但是，由于 BEA 公布的数据中，分项数据仅以 *Fisher* 的价格与物量指数呈现，因此我们无法通过上述公式求得各时期各项目对 PCEPI 的精确拉动率。

2.3. 测算通胀分项贡献度的两种思路

由于数据的不可得性，本报告将采取两种方法来测算各时期各项目对 PCEPI 的拉动率——

方法①：如果两分项互补且对应的分项 PCEPI 已知，可采用简单的一元一次方程求解得到精确值，3.1 与 3.2 部分我们采用了这一方法计算分项的贡献率。

方法②：如果分项数目大于两项，则以当期名义消费支出占比为权重，并通过等比例缩放的方式拟合出各分项的拉动率。由于 PCEPI 本质上采用的是链式指数，并不存在“基期权重”这么一说，因此该方法得出的数据在分项的数目波动较大时，易出现异常。3.3、3.4 与 3.5 部分我们采用了这一方法计算分项的贡献率。

3. 谁动了美国的通胀——来自关键分项的贡献拆分

本部分我们将 PCEPI 中三大分项（耐用品、非耐用品、服务），及三大分项中的主要子项进行拆分，分别呈现出其同比增速与同比拉动率，以展现本轮美国通胀中所蕴含的结构特征，并用于第四部分的展望分析。

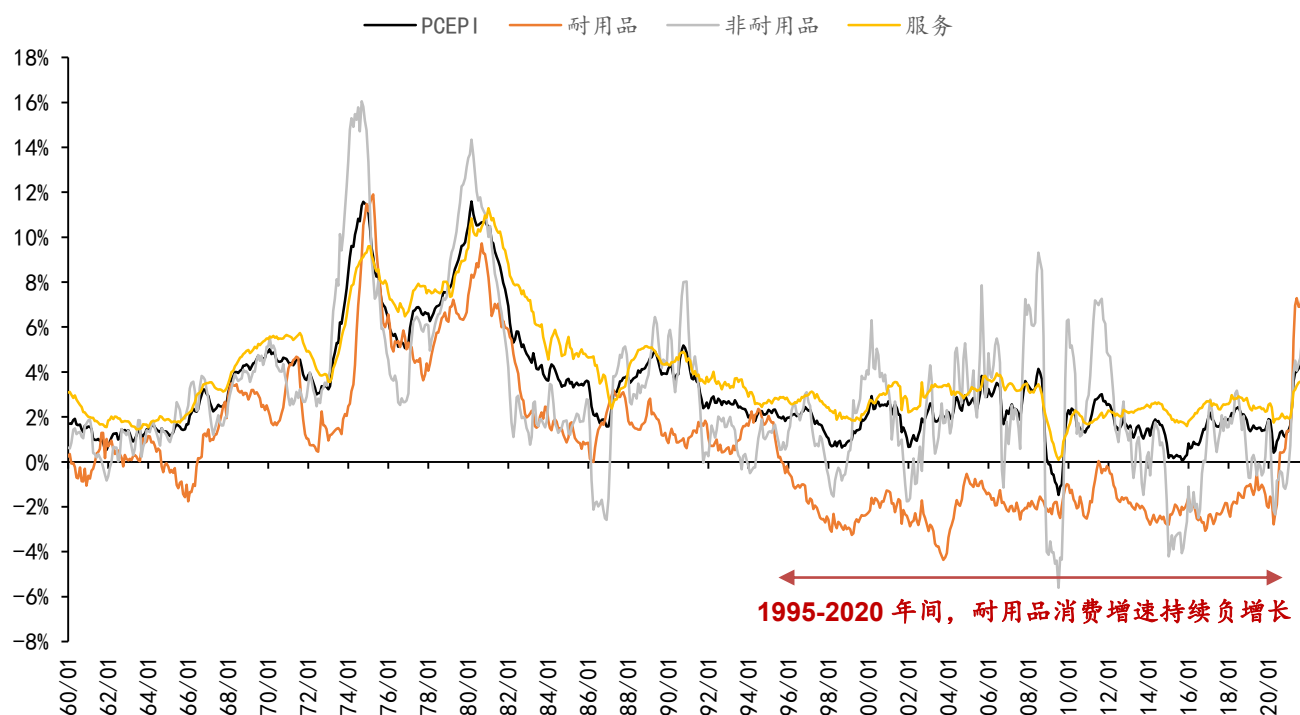
3.1. 三大分项

从 PCEPI 及其三大分项（耐用品、非耐用品、服务）自 1960 年以来的价格同比增速中可见（图 2），自大滞胀结束后的大缓和时代以来，服务价格一直保持温和上涨，非耐用品因包含食品与能源商品两大高波动项的缘故，其增速一直处于高波动状态。而在 1995 年至 2020 年间，美国耐用品 PCE 价格一直处于负增长区间，这主要来自全球化分工、技术革命、人口结构等原因的影响。

*The persistent, global, low neutral-rate environment that virtually all advanced-economy central banks have struggled with was driven by **demographics, trade, and technology factors**.*

——Kashkari, <Two Opposing Risks>, 2022.1.4

图 2：美国 PCEPI 与三大分项同比增速时间序列



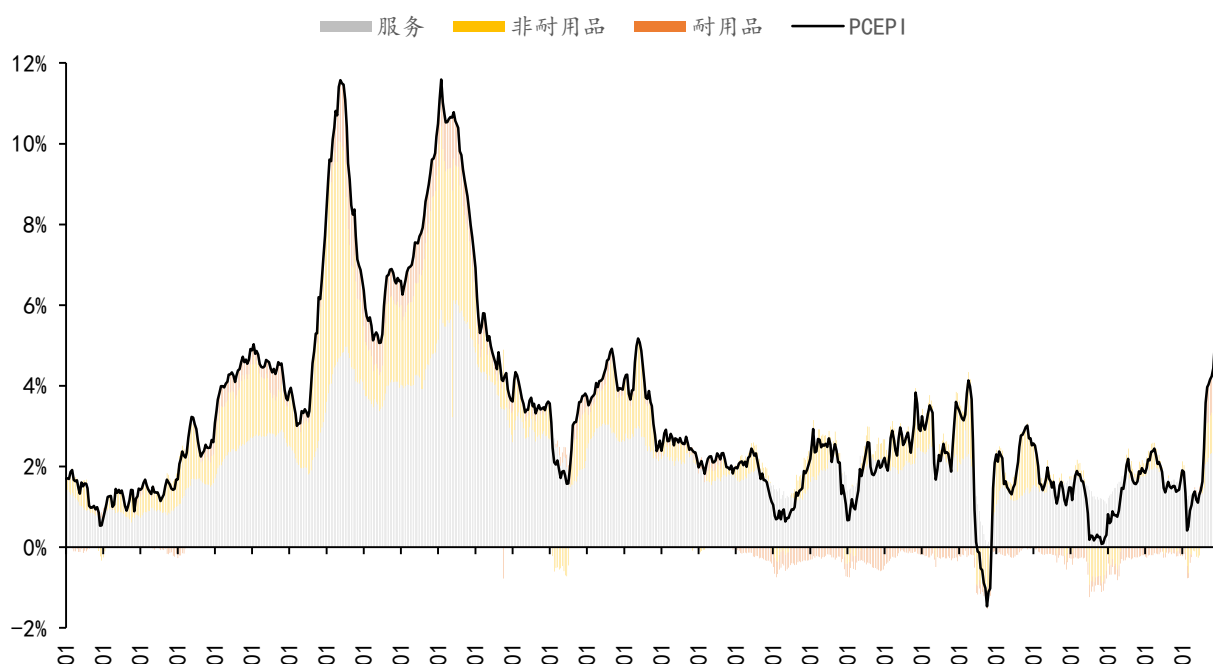
资料来源：彭博，德邦研究所

但耐用品负增长的格局在 2021 年以来被打破了。在①旺盛的消费需求：财政补助→疫情反复→服务消费受阻→商品消费前置/透支；②结构性供给瓶颈：疫情→东南亚生产国复工复产→芯片等结构性材料短缺→汽车产业链瓶颈→结构性价格压力；③广泛的运力瓶颈：商品需求→进口激增&劳动力紧缺→海运/港口/内运供需矛盾激化→运费上涨→广泛的商品价格压力；④极限的库存水平：上游运力短缺&下游需求旺盛→零售商库存销售比触及极限低水平→零售大幅涨价以缓解被动去库存压力下，美国在商品、尤其是耐用品层面出现明显的涨价压力。

而这一涨价压力是本轮通胀的关键增量。从三大分项对 PCEPI 的同比拉动率可见（图 3），GFC 以来，服务价格同比拉动率一直保持在 2%（这也部分得益于美联储引入 2% 的通胀目标，进而锚定通胀预期，稳定黏性项目通胀的策略），非耐用品高波动率的特征塑造了 PCEPI 的走势，耐用品持续的负拉动率则有效对冲了服务消费的通胀。而当供应链的瓶颈出现时，商品高弹性的属性决定了其供需矛盾更敏感的特性，使得其对 PCEPI 的贡献由负转正，叠加能源价格从 2020 年的低位拉升，由此形成的共振带来了通胀的快速走高。在早期阶段（通胀预期、服务通胀尚未加速抬升时），美国的通胀仍然是高度结构性的（正如鲍威尔在 2021 年 8 月全球央行年会上所述）。

根据我们测算，2021 年 8 月，PCEPI 同比 4.24% 的涨幅中，耐用品、非耐用品、服务分别贡献了 0.91%、1.00%、2.31%，而 2021 年 12 月 PCEPI 同比 5.79% 的涨幅中，耐用品、非耐用品、服务分别贡献了 1.34%、1.66%、2.79%。这里，真正让美联储和市场恐惧的不是供需矛盾下飙升的商品价格增速，而是由商品通胀→指数通胀→通胀预期上升→菜单成本相对下降→服务通胀传导链下，服务通胀的加速（从 2021 年 8 月的 3.58% 升至 12 月的 4.25%），因为服务消费支出的名义权重是 66%（2021 年 12 月），而同期耐用品、非耐用品的名义权重分别是 13% 与 21%。

图 3：美国 PCEPI 同比增速与三大分项同比拉动率时间序列



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_38205

