宏观专题

失控 or 回落?全年美国通胀如何预测

供应链&通胀特辑#2

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

#供应链&通胀特辑系列

《哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1》

#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》

《市场对美联储的紧缩预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息 50bps 的可能性与影响——FedNote#3》

投资要点：

- **核心观点。**我们将 *PCEPI* 原有分项进行拆解并重构为机动车、能源、其他商品、居住、非居住服务五个项目，分别对应芯片瓶颈、原油、运力瓶颈、房价、薪资/通胀预期五个核心变量。基准路径下，*PCEPI* 口径下全年通胀将在 3 月达到 6.32%的峰值，并在后期逐步回落，对应的市场对通胀预期的拐点将在 Q3 确定，全年流动性预期最紧缩的时刻或在 5、6 月份。

- **通胀是否失控取决于商品通胀与服务通胀的赛跑。**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。而当前俄乌紧张的局势对商品通胀的回落存在显著的延后效应，商品通胀不及时的回落一旦引发通胀预期的上修，由此构成的螺旋或加速市场对美联储紧缩预期的定价，形成更显著的流动性冲击。

- **风险提示：**①俄乌局势全面升级引发的更大的避险情绪；②大宗商品涨价危机深化全球滞胀危机，迫使全球央行执行更激进的紧缩货币政策；③新冠疫情变异风险。

内容目录

1. 基于核心变量重塑美国通胀分项 4
2. 基于五大分项关键函数预测通胀 7
2.1. 机动车 =f（芯片） 7
2.2. 能源 =f（原油） 9
2.3. 其他商品 =f（运力） 10
2.4. 居住 =f（房价） 10
2.5. 非居住服务 =f（通胀预期，实际薪资） 11
3. 展望：全年通胀是失控 or 回落？ 12
4. 风险提示 13

图表目录

图 1：美国 PCEPI 同比增速与三大分项同比拉动率时间序列.....4
图 2：美国 PCEPI 同比增速与五大分项同比拉动率时间序列.....5
图 3：2021 年以来美国 PCEPI 同比增速与五大分项同比拉动率时间序列.....6
图 4：美国 PCEPI 同比增速与五大分项拉动率的实际值 vs 预测值.....6
图 5：彭博调查市场对今年各季度 CPI 预测中值时间序列.....7
图 6：彭博调查市场对今年各季度 PCEPI 预测中值时间序列.....7
图 7：2016 年以来不同月份美国机动车环比增速时间序列.....8
图 8：机动车价格指数与同比增速实际值 vs 预测值时间序列.....8
图 9：美国 PCEPI 能源分项 vs 美油同比增速时间序列.....9
图 10：美国 PCEPI 能源分项同比增速的三种情景假设.....9
图 11：美国 PCEPI 其他商品分项同比拉动率 vs 全球供应链压力指数时间序列.....10
图 12：美国 PCEPI 其他商品分项同比拉动率 vs 零售商库存销售比时间序列.....10
图 13：美国 PCEPI 居住分项 vs 房价同比增速时间序列.....10
图 14：美国 PCEPI 居住分项 vs 房价同比增速实际值 vs 预测值.....10
图 15：美国 PCEPI 非居住服务分项同比拉动率 vs 时薪同比增速时间序列.....11
图 16：美国 PCEPI 非居住服务分项同比拉动率 vs 实际时薪同比增速时间序列.....11
图 17：美国 PCEPI 非居住服务分项同比拉动率 vs 消费者未来 1 年通胀预期均值时间序列.....11
图 18：美国 PCEPI 非居住服务分项同比拉动率 vs 消费者未来 5 年通胀预期均值时间序列.....11
图 19：不同油价假设下 PCEPI 口径下通胀预期走势.....12
图 20：本轮美国通胀的两种可能路径.....12

我们在系列报告的第一篇《*哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1*》中对 *PCEPI* 口径下的美国通胀结构进行了详细的贡献度拆解，同时回顾了前期**供应链瓶颈➡商品通胀➡结构性的指数通胀**的成因，并提示了**商品通胀➡指数通胀➡通胀预期➡服务通胀➡指数通胀**负反馈循环的尾部风险。

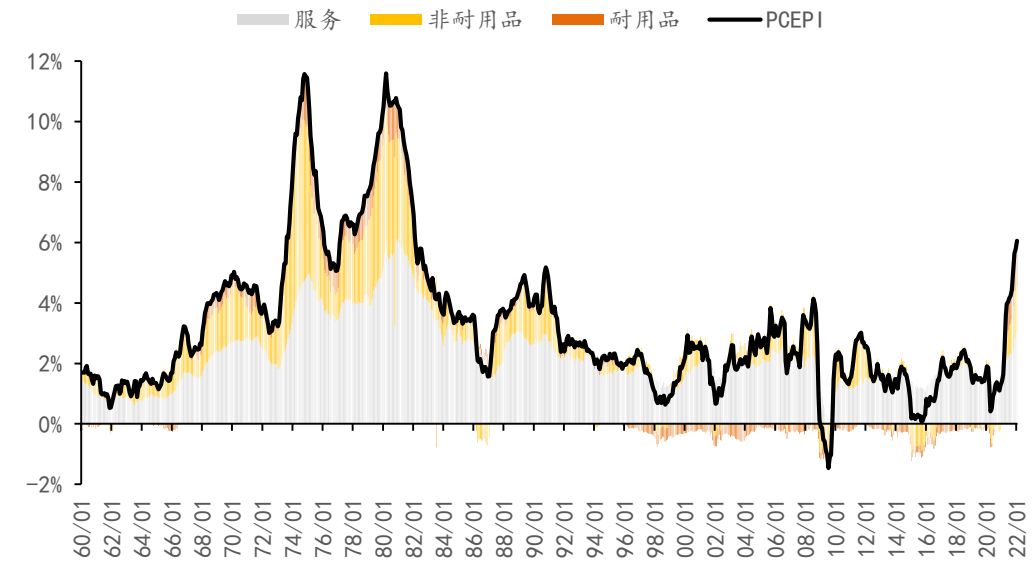
本篇为供应链&通胀特辑的第二篇报告，我们将就全年美国通胀路径进行推演（如期回落 or 全面失控）。**为何要关注美国通胀未来的演绎路径？因为这将是今年决定美联储货币政策路径的核心变量。**这里所述的通胀演绎路径，不仅是通胀读数本身，也包括通胀超预期的程度、每期数据的内部结构、指数二阶导&二阶导所引发资产价格的对线性外推预期的修正。持续高企的通胀&通胀预期将强化美联储执行紧缩货币政策的决心，且这一路径的执行将不会受制于经济衰退预期的掣肘（来自 Paul·Volcker 的经验）。而上述逻辑的另一面则对应着，任何关于通胀确定性回落的信号都易引发市场对美联储货币政策反转的预期修正，进而带来资产价格对流动性预期的抢跑定价。

本报告第一部分中，我们将《*哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1*》中传统的通胀分项拆解方式（耐用品、非耐用品、服务）打碎重组为机动车、能源、其他商品、居住、非居住服务五个项目（分别对应为芯片瓶颈、原油、运力瓶颈、房价、薪资/通胀预期的函数），并就此给出基准情形下的通胀预测。第二部分我们将就上述五个项目的预测逻辑展开详述，第三部分将就不同情境假设下的美国通胀路径进行分析。

1. 基于核心变量重塑美国通胀分项

在前篇专题《*哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1*》中，我们将 *PCEPI* 口径下的美国通胀按照耐用品、非耐用品、服务进行贡献度拆解（图1），把疫情危机以前的美国通胀结构概括为：①服务的拉动；②耐用品的拖累；③非耐用品的塑形。疫情危机以来，史诗级的财政&货币刺激形成的需求拉动型通胀与各类供给侧瓶颈出现共振，叠加零售商被动去库存带来的涨价压力直接引爆美国通胀，构成了前期因商品供需矛盾导致的结构性指数通胀。而随着指数通胀的高企、楼市的升温、通胀预期的上修、劳动力供给的短缺&薪资升温压力的显现，21Q4 以来服务通胀正在以更高的指数二阶导酝酿着更大的通胀风险。

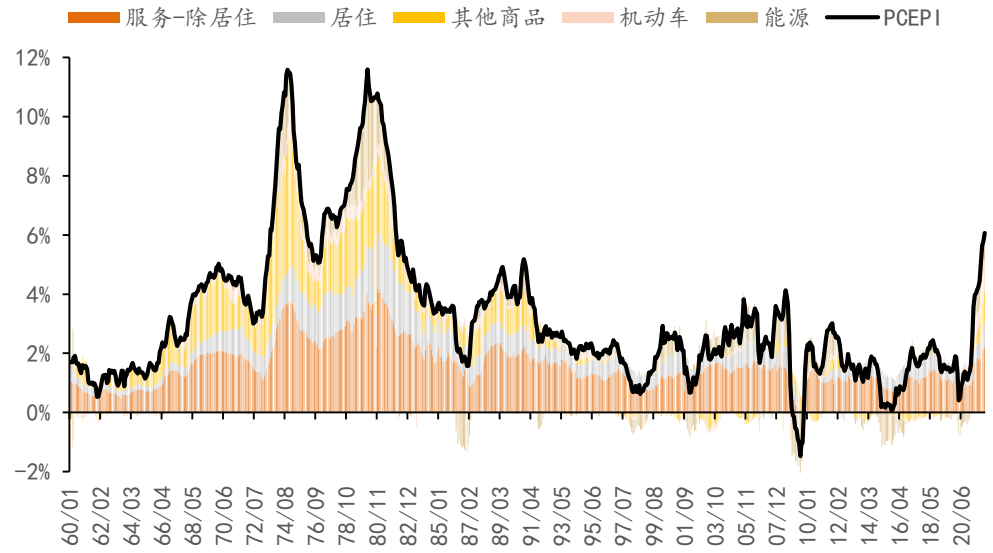
图 1：美国 PCEPI 同比增速与三大分项同比拉动率时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

虽然这一传统的通胀拆解方式有助于我们了解通胀成因并观测通胀的结构压力，但由于耐用品、非耐用品、服务三大分项与时下美国通胀所面临的压力并非一一对应关系（例如，耐用品中的机动车分项的核心变量是芯片瓶颈，而余下耐用品则对应运力瓶颈），因此出于预测的需要，我们基于 *PCEPI* 原有的分项进行拆解，并重构为机动车、能源、其他商品、居住、非居住服务五个项目，分别以芯片瓶颈、原油、运力瓶颈、房价、薪资/通胀预期为核心变量。图 2 展示了这些分项自 1960 年以来对 *PCEPI* 同比增速的拉动率。

图 2：美国 PCEPI 同比增速与五大分项同比拉动率时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

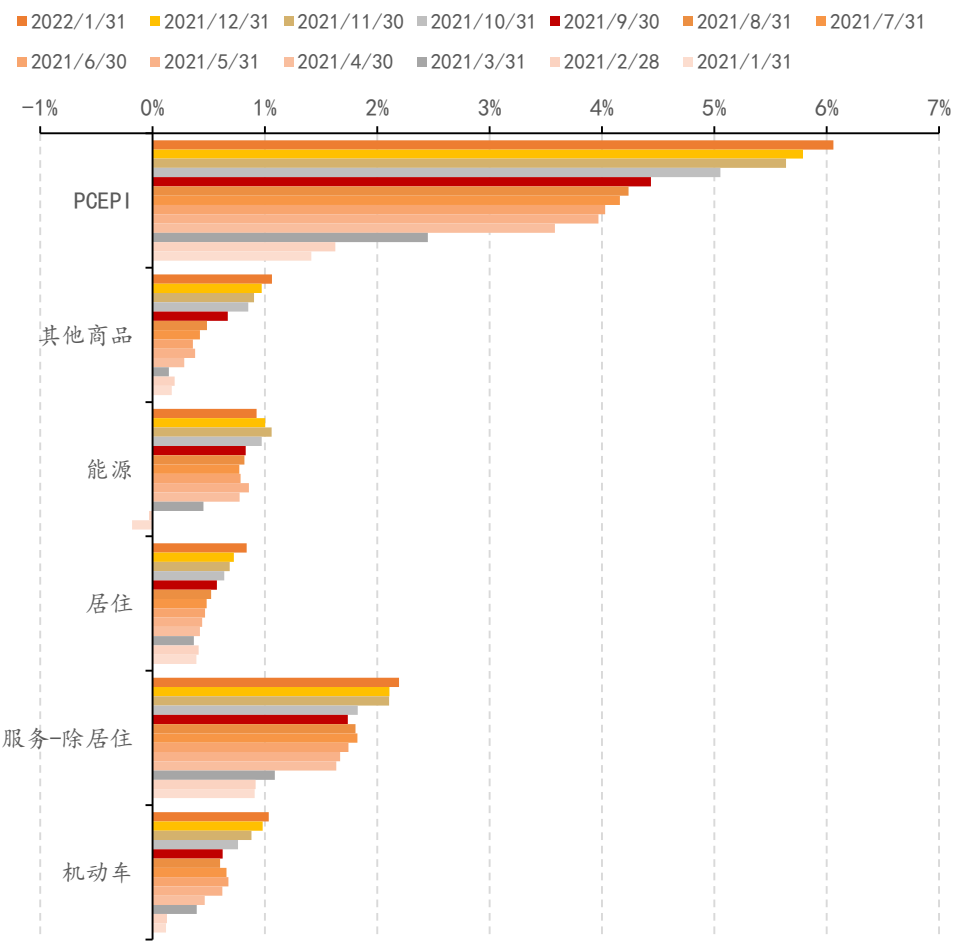
图 3 中，我们截取了 2021 年以来 *PCEPI* 同比增速与五大分项的贡献率共计 13 个月份的截面数据，归纳了如下关键时点，分别对应着不同分项背后核心变量发生质变的时点：

①2021 年 3-4 月。这一时点对应拜登 *ARP* 刚落地时。拜登 *ARP* 与特朗普 2020 年 4 月的 *CARES ACT* 的最大差异在于其发放于居民薪资修复后，因此形成更显著的收入效应，需求拉动型的商品通胀也由此形成雏形。此外，这一时间段的高同比增速也受益于 2020 年同期的低基数效应。此刻开始，商品通胀（机动车、能源、其他商品）开始加速。

②2021 年 9-10 月。这一时点对应芯片瓶颈与内运瓶颈的全面恶化。前者导致机动车分项的同比拉动率加速，后者导致其他商品的拉动率再上一个台阶。

③2021 年 11 月至今。11 月最为标志性的事件便是鲍威尔在听证会问答环节中正式宣布放弃对通胀“*transitory*”的描述，由此引发通胀预期的上修。可以看见，除居住外的服务项目对 *PCEPI* 的同比拉动率在 11 月以来再度上升，而居住项目的同比拉动率则在今年 1 月加速升温。

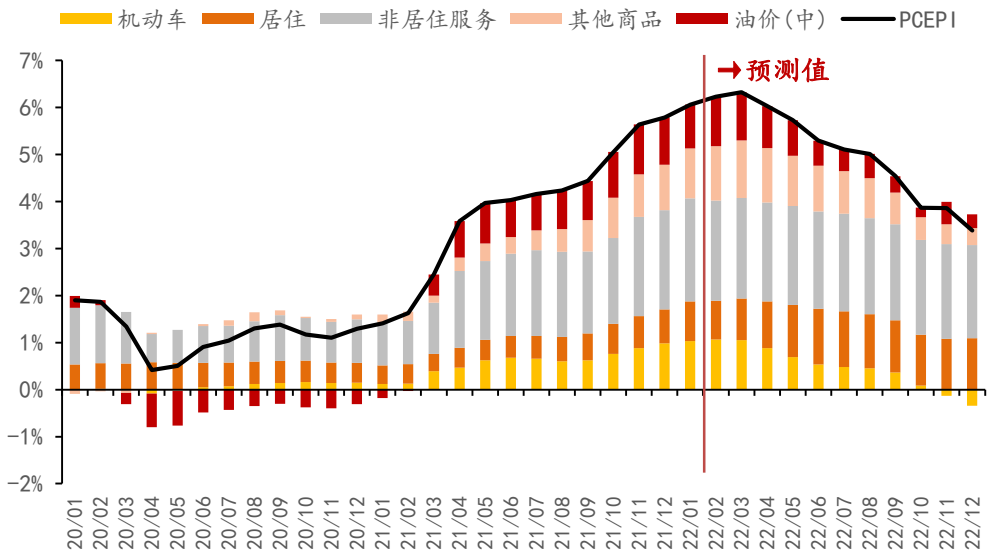
图 3：2021 年以来美国 PCEPI 同比增速与五大分项同比拉动率时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

第二部分中，我们对上述五大分项及其核心变量的未来路径进行了预测，将其加总并推演出了 2022 年全年美国通胀的路径。图 4 显示出，在基准预测下，*PCEPI* 口径下全年通胀将在 3 月达到 6.32%的峰值，并在后期逐步回落，而随着通胀二阶导的回落，市场对通胀预期的拐点将在 Q3 确定。

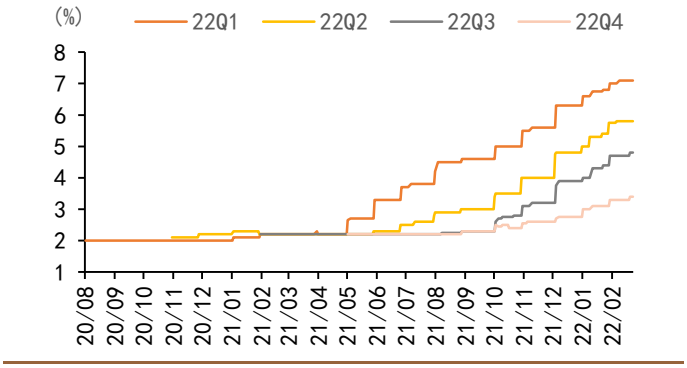
图 4：美国 PCEPI 同比增速与五大分项拉动率的实际值 vs 预测值



资料来源：彭博，德邦研究所，油价的中性预期参考报告 2.4 部分

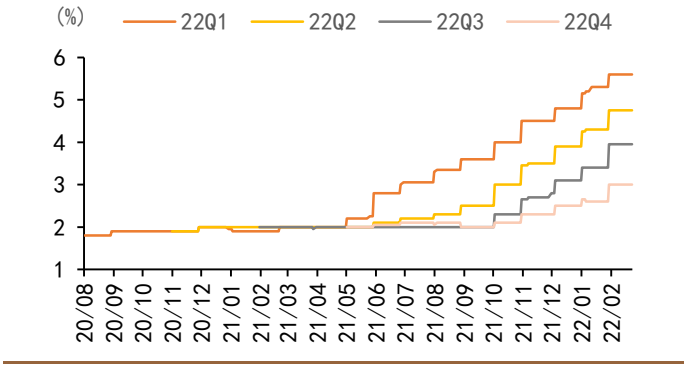
这一路径与市场当前一致预期相吻合，即通胀读数将在二季度开始逐级降台阶。图 5 显示，截止 3 月 7 日最新，市场对全年四个季度的 *CPI* 同比增速预期中位数分别为 7.1%、5.8%、4.8%、3.4%；图 6 显示，截止 3 月 7 日最新，市场对全年四个季度的 *PCEPI* 同比增速预期中位数分别为 5.6%、4.75%、3.95%、3%，**这与我们的乐观预期（图 19，油价按照彭博中位数预期逐步回落）数据基本保持一致**，在油价快速回落的情景假设下，3、6、9、12 月对应的 *PCEPI* 分别为 5.67%、4.80%、4.18%、3.04%。

图 5：彭博调查市场对今年各季度 CPI 预测中值时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

图 6：彭博调查市场对今年各季度 PCEPI 预测中值时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

2. 基于五大分项关键函数预测通胀

本部分我们将详述对五大分项全年走势预测的逻辑。前部分我们提及到，五大分项自 2021 以来的通胀成因各不相同，即所对应的关键函数将是预测各分项全年走势的关键所在。

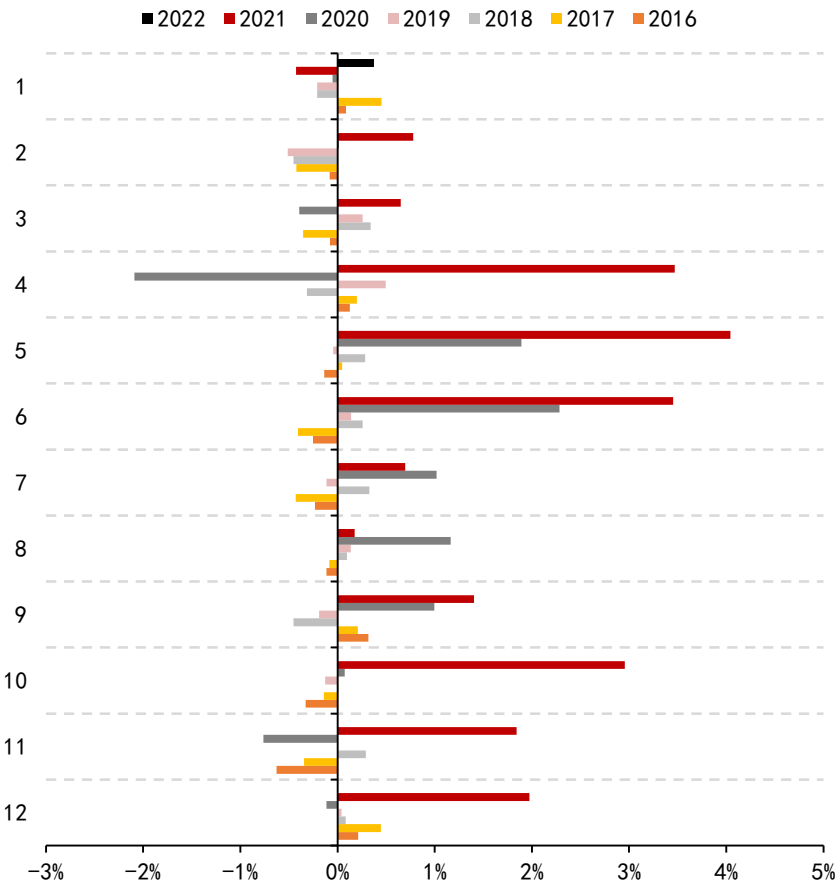
2.1. 机动车 = f（芯片）

我们在美国消费系列的首篇报告《*如何测算芯片瓶颈下的美国机动车消费——美国消费专题之一*》中提及到，当前机动车异常高企的价格走势主要来自高弹性的二手车项目的涨价。

从机动车价格指数的月环比数据可看出（图 7），机动车的涨价路径并不具备明显的季节性规律。2021 年机动车价格有过两波明显的环比上涨：①4-6 月的第一波上涨（3.47%→4.04%→3.45%）来自新车与二手车价格的共振式上涨，背后是拜登 ARP 补助的发放与疫情环境下激增的用车需求；②9-12 月的第二波上涨（1.40%→2.9%→1.84%→1.97%）主要来自二手车价格。此时芯片瓶颈的恶化导致新车库存告急，二手车商趁机加价带来机动车项目更明显的涨价压力。但今年 1 月的环比价格增速仅有 0.37%，较过去四个月出现明显回落，这主要因为前期的涨价幅度过大，反过来抑制住了二手车的消费需求。

根据我们在《*如何测算芯片瓶颈下的美国机动车消费——美国消费专题之一*》中的预测，与机动车相关的核心零部件“车规芯”的产能将在今年 Q1-Q2 恢复，Q2-Q3 运输至造车厂，Q3-Q4 新车库存将逐步恢复。由此，前期疯涨的二手车价将迎来反转式的下跌。假定 Q2 以前，机动车环比增速保持当前速率增长，并在 Q3 按此环比增速反转为负增长，并在 Q4 出现“镜像式的”大幅下跌，那么我们可描绘出全年机动车价格指数的走势（图 8），并根据此价格指数计算全年机动车的同比增速（这样做的好处是可以同时描绘出基数效应）。

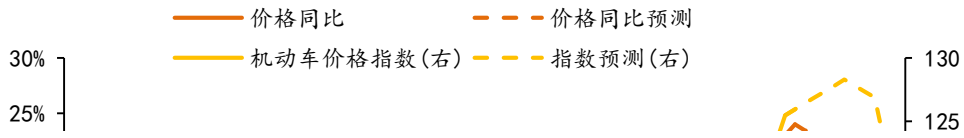
图 7：2016 年以来不同月份美国机动车环比增速时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

根据前述预测，我们测算出机动车价格同比增速将开始自 2 月开始出现回落。上半年的回落更多来自技术层面的原因（去年同期的高基数），下半年的加速回落则是基数效应与负环比增速的共振。

图 8：机动车价格指数与同比增速实际值 vs 预测值时间序列



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_39343