

潮起潮落：美国通胀步入后半程

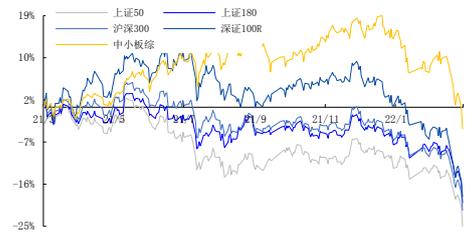
报告要点：

- 历史不会重演细节，过程却总是重复相似。面对 40 年来创历史的高通胀，美联储加息周期已经开启，缩表节奏目前看来也不会过于谨慎。沃尔克模式对当下的管理有着更多的借鉴意义，通胀已经开始了高潮走向落幕的后半程。
 - 以原油为代表的资源品价格在战争因素发酵下的价格风险依旧存在高度不确定性，中性情况下我们预计在 5-6 个月之后原油市场有望实现供需平衡；只是基于长期供应弹性进一步降低的担忧，我们认为原油市场的脆弱性仍然需要关注。
 - 尽管外围因素发酵依旧构成商品绝对价格的拉升因素，同比 PPI 跟随上游已经拐头向下的 CRB 指数已经开始出现回落迹象，经验来看，PPI 同比后续走势将持续受到压制；
 - 不多见的是，CPI 目前并没有弥合 PPI (CRB) 的趋势下行。两者走势出现背离，CPI 强势向上的原因是主要是强劲的需求导致的下游产出缺口以及强化的薪酬-通胀螺旋
- 1) 从价值中枢看，美国零售消费和工业产出的差值暂时确实未见回落的迹象，这直接支撑了 CPI 的上行趋势
 - 2) 鉴于消费需求呈现的特点是周期性的而非单向螺旋，薪酬收入更大程度上是影响消费的加速项，在一定时期能起到强化作用，而非主要矛盾。需求的长期方向判断重点观察货币政策周期，消费过热背后的本质依旧是过量的流动性和疫情下的大量财政补贴和家庭救助。
 - 3) 从产出看，尽管目前制造业的产能利用率已经恢复到疫情前的水平，但贸易商库销比却仍压制在低位，终端库存情况相对更加严重。很大程度上就业人数不足导致的下游产出缺口依旧突出，毕竟非农就业人数依旧没达到大流行前的水平。
- 经验上，从加息周期开启到消费实质性的回落大概需要约一年的时间，鉴于联邦基金利率横盘许久且有拐头向上的趋势，我们认为消费至少继续突破向上的动力已经极为有限，年内走平或是大概率。
 - 而供应的持续恢复目前看来并不悲观：基于疫情干扰因素降低和高薪酬水平的驱动，我们认为青壮年劳动参与率的提升有望补充提前退休潮导致的一部分永久性劳动力缺口，届时随着美国的劳动力结构问题继续修复，供应基于最保守的估计也将能维持当前速率的增长。
 - 至于困扰多时的全球供应链阻塞问题，中短期来看也是边际转好的。不可否认的是，逆全球化思潮抬头已经打开了潘多拉的魔盒，政治的扩大化正在逐步破坏有效的国际分工。只是基于当前全球的出口依存度依然在较高的水平，这些通胀的负外部性更似远虑，而非近忧。
 - 综合来看，我们认为美国通胀在近期有望弥合 PPI 下行趋势出现拐点。一方面，在货币政策周期框架下，消费年内大概率走平；另一方面，供应受益于劳动参与率的稳步提升依旧有恢复空间。基于消费的边际放缓，产出即使维持目前的恢复速率不变，供需缺口也将有效收敛，拉低 CPI 中枢。

主要数据：

上证综指：	3251.85
深圳成指：	11959.27
沪深 300：	4230.77
中小盘指：	11960.43
创业板指：	2569.91

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《铝价表现能否穿越周期》2022.2.24
- 《原油蓄力冲高，如何突破》2022.3.2
- 《镍供应的故事还要说多久》2022.3.8
- 《月赢则亏：大宗商品的周期行至终点？》2022.3.19

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com
联系人 陈怡
邮箱 chenyi@gyzq.com

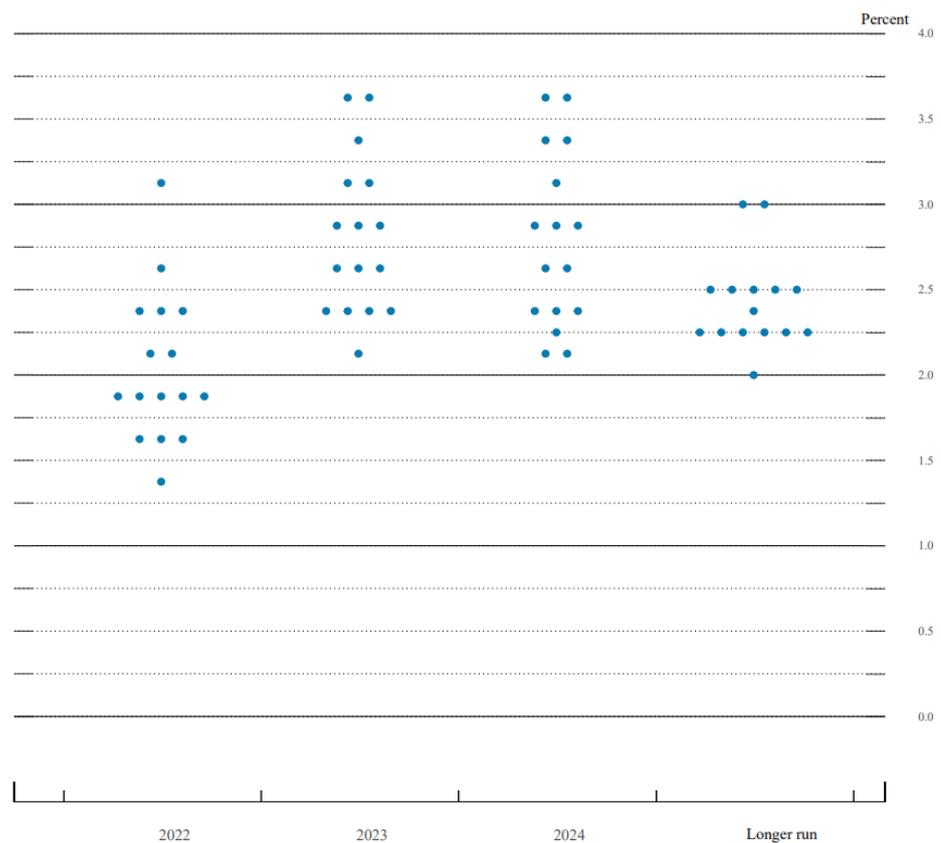
风险提示：俄乌冲突发展超预期，疫情超预期恶化，美国货币政策和经济前景超预期。

历史不会重演细节，过程却总是重复相似。和 1970 年的通胀一样，故事的最开始依旧是泛滥的流动性，发展是货币宽松环境下的经济复苏伴随通胀抬头，而高潮则是外围冲击引发的资源品危机令通胀形势显性化，在这种情况下薪资-通胀螺旋再次引发关注。目前联储加息周期已经正式开启，沃尔克的加息模式对当下的通胀管理有着更多的借鉴意义，通胀已经开始了高潮走向落幕的后半程。

1. 美联储已经开始加快行动，货币收紧的经济面压力尚在可控区间

3 月 17 日，美联储宣布将政府利率联邦基金利率的目标区间上调 25bp, 升至 0.25%-0.5%, 从点阵图来看，年内预计还将加息六次，本轮货币收紧的节奏加快，加息力度也将更强。为应对创历史的高通胀，鲍威尔正在复刻沃尔克模式，美联储治“胀”决心不容置疑。

图 1：美联储 3 月议息点阵图



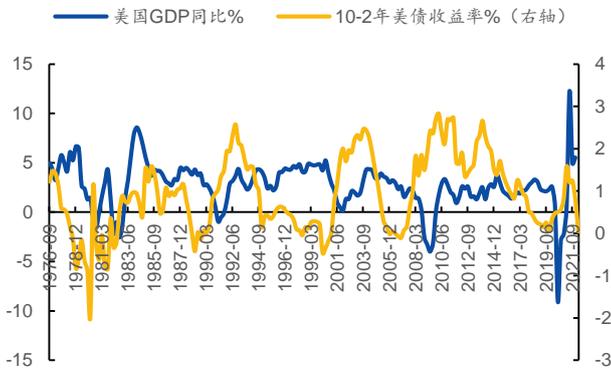
资料来源：FED，国元证券研究所

只是快速升温的加息预期持续抬升短端收益率，10-2Y 期限利差缩窄 2020 年 3 月以来最低水平，衰退预期不断发酵。经验上从曲线倒挂到经济衰退大约需要 6-24 个月时间。而当前私人部门消费依旧强劲，商业信心指数来看并不悲观。在加息周期开启初期即出现收益率倒挂迹象比较少见，很大程度上也在于此轮加息联储和市场的沟

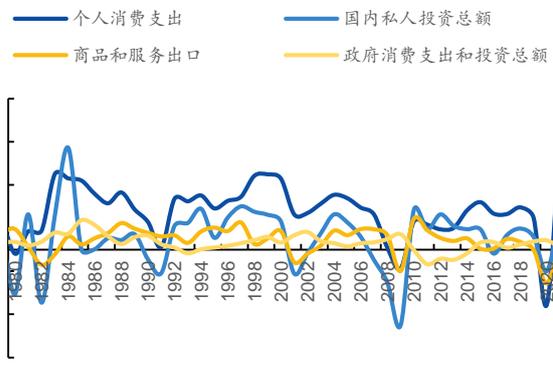
通十分充分。基于当前的经济基本面，我们尚未看到明显的衰退信号，这样一来，货币政策收紧的压力依旧可以认为在可控区间。

图 2：从曲线倒挂到经济衰退大约需要 6-24 个月

图 3：美国 GDP 同比拉动率



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 战争的灰犀牛引爆资源品危机，绝对价格拐点言之尚早

地缘政治冲突依旧是当下的不确定性，俄乌冲突以及大国博弈给本已紧绷的资源品市场再添一把柴火。作为主要工业上游，原油价格对通胀影响深刻，后续走势依旧需要保持关注。当前原油市场的复杂性在于以下两方面：

1) 地缘冲突底色下是本已紧平衡市场：一方面目 OPEC 闲置产能不足，内部多国增产目标尚未达标；而从美国 DUC 油井变化量和新井增加数等多项高频数据上来看，目前页岩油的产量主要还是来自旧井储量，钻机活跃数量尚未恢复到疫情水平，页岩油的增产节奏依旧不及预期。此外，尽管近一年时间，国际油价有了大幅提升，但主要石油公司并没有明显的资本支出计划，资本投资不足对长期产能的掣肘需要考量。从需求来看，随着全球疫情整体状况好转，地区人员管控政策放开，汽油、柴油，尤其是航空煤油这些主要下游需求将进一步回升。供需基本面配合下原油自去年以来一直处于去库的周期，推动原油价格持续走高。

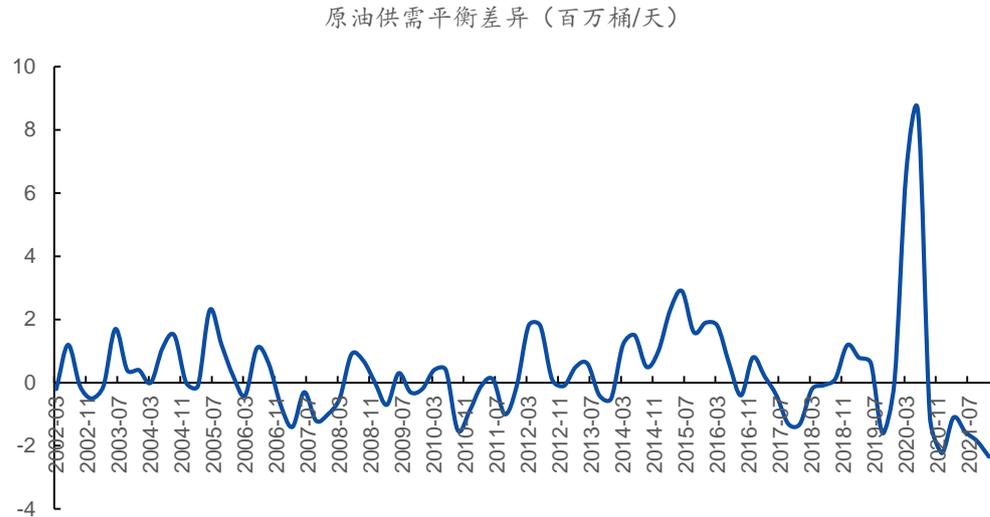
2) 俄乌冲突引发的蝴蝶效应只是顺周期再推了油价一把，鉴于俄罗斯在世界石油贸易的重要地位，尽管实质性制裁概率较低，但对全球供应链伤害性巨大。综合考量下，目前 Price-in 的风险溢价依旧在比较高的水平，因此油价的整体波动也非常大。

由于油价涉及各大国的核心经济利益，很大程度上高油价将催化出内部的负反馈。直接的负反馈是迫于经济政治压力，相关利益主体斡旋解决供给端问题；而更加间接的下跌则是来自需求端的反馈。

2021 年底原油缺口 234 万桶/天。而根据 IEA 的最新预测，随着疫后出行恢复，全球原油将增加 210 万桶/天。我们可以在这个基础上推演今年的情形。鉴于日前，IEA 成员国同意释放 1.2 亿桶石油储备，其中美国占一半（美国这部分的原油储备释放包含在此前拜登政府宣布的 1.8 亿桶原油战略储备释放总量中），基本掐断 OPEC 后续提高增产幅度的可能性，后者大概率维持每月约 40 万桶/天的增产幅度不变；俄罗斯方面受制裁预计将影响 4 月份 300 万桶/天的产量；伊朗和委内瑞拉产能如果回归至多能补充 130-160 万桶/天。而页岩油方面，如我们之前报告所提及的，新钻井数依

旧未完全恢复叠加长期投资不足产能释放受阻，页岩油目前缺乏供应弹性的假设前提下我们预计在 5-6 个月之后原油市场有望实现供需平衡；只是美国当前采取的大量释放原油储备以平衡市场将进一步削弱原油的供应弹性和价格风险抵御能力，基于这层考虑，我们认为原油市场的脆弱性依旧值得关注。

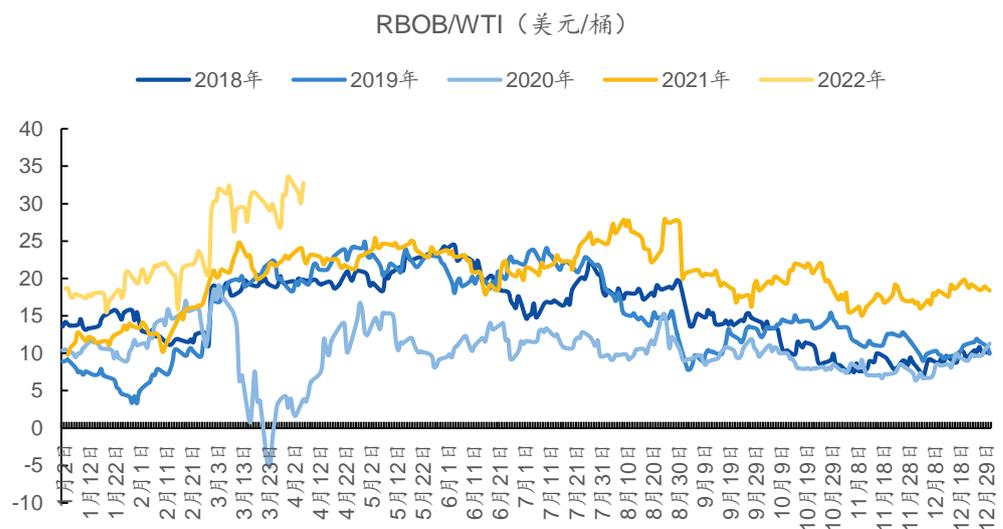
图 4：2021 年底原油缺口 234 万桶/天



资料来源：OPEC，国元证券研究所

需求端来看，在当前油价水平下，美国炼厂利润依旧高位运行，原油产业链传导依旧处于一个正循环。高油价引发需求回落最终作用到油价压低因素的反馈逻辑言之尚早。

图 5：美国炼厂利润依旧处于高位

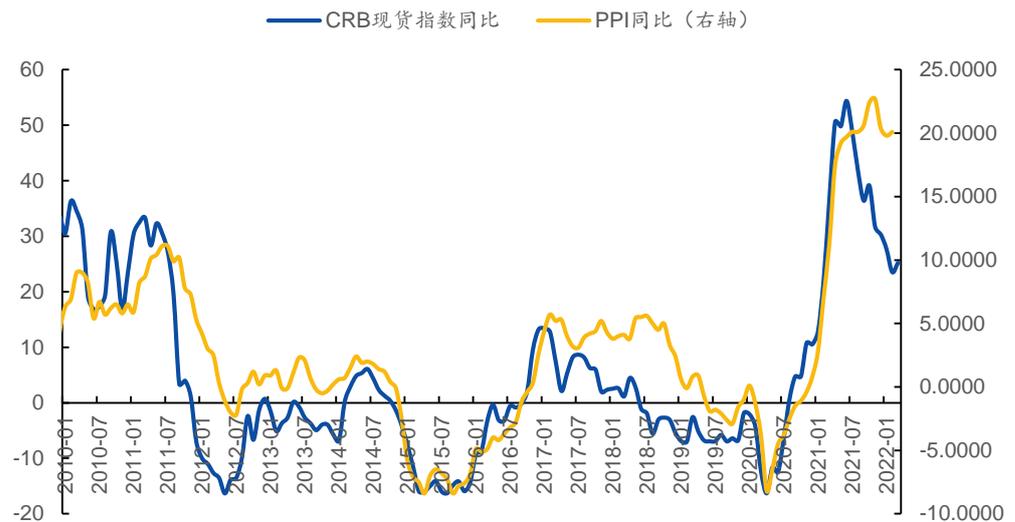


资料来源：wind，国元证券研究所

3. 经验来看，PPI 同比后续走势将依旧受到压制

尽管外围因素发酵依旧构成商品绝对价格的拉升因素，同比上，PPI 跟随上游业已拐头向下的 CRB 指数开始出现回落迹象：经验来看，CRB 的走势通常领先于 PPI，如此，PPI 同比后续走势将依旧受到压制

图 6：PPI 跟随上游业已拐头向下的 CRB 指数开始出现回落迹象

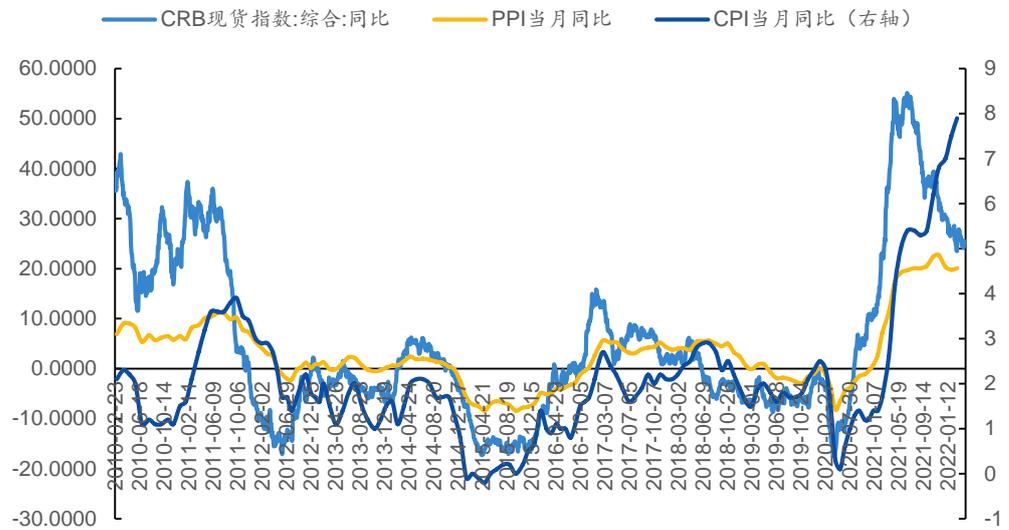


资料来源：wind，国元证券研究所

4. 不多见的是，CPI 目前没有弥合 PPI (CRB) 的趋势下行，而是继续背离向上

仔细看美国 PPI 和 CPI 的走势，其实最近已经出现了一定的背离，PPI 向下而 CPI 依旧向上，这种背离在历史上并不多见。

图 7：CPI 目前并没有弥合 PPI（CRB）的趋势下行，而是继续劈叉向上



资料来源：wind，国元证券研究所

导致背离的因素现在想起来，可能性有二；一是单纯在食品上出现通胀，推高了 CPI，而未影响 PPI；二是供应链瓶颈依旧掣肘下游产出。

图 8：核心 CPI 和 CPI 同步冲高

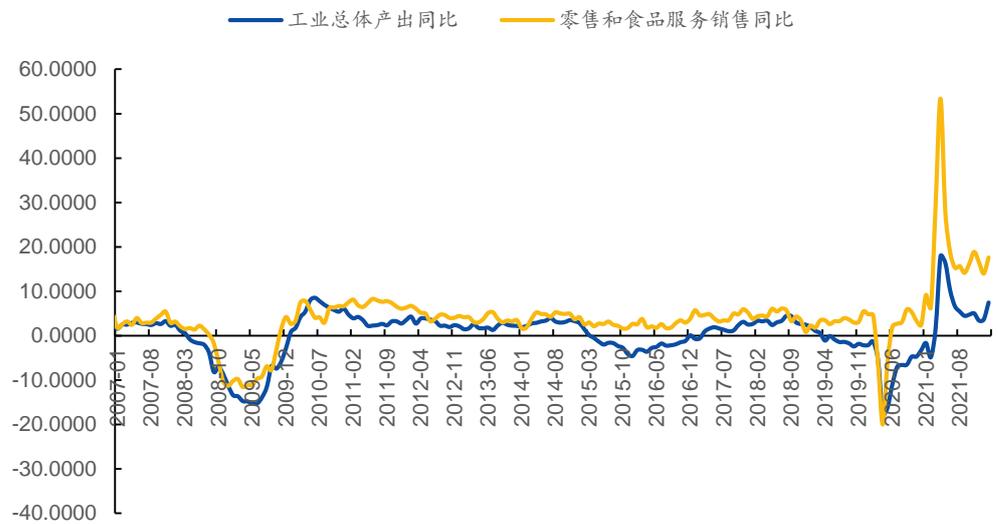


资料来源：wind，国元证券研究所

从核心 CPI 和 CPI 同步冲高的趋势来看，原因更可能在于后者即强劲的需求导致下游产出缺口以及强化的薪酬-通胀螺旋

1)从价值中枢看，美国零售消费和工业产出依旧差很大一截，暂时未见收敛的迹象，这是 CPI 未见回落的表现体现。

图 9：美国零售消费和工业产出依旧差很大一截

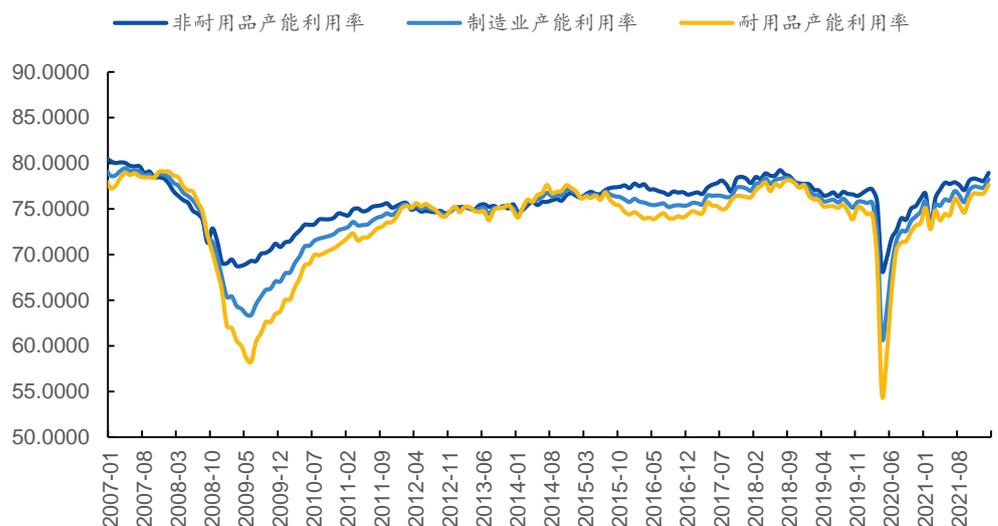


资料来源：wind，国元证券研究所

2) 鉴于消费需求呈现的特点是周期性的而非单向螺旋，薪酬收入更大程度上是影响消费的加速项，在一定时期能起到强化作用，而非主要矛盾。需求的长期方向判断重点观察货币政策周期，消费过热背后的本质依旧是过量的流动性和疫情下的大量财政补贴和家庭救助。

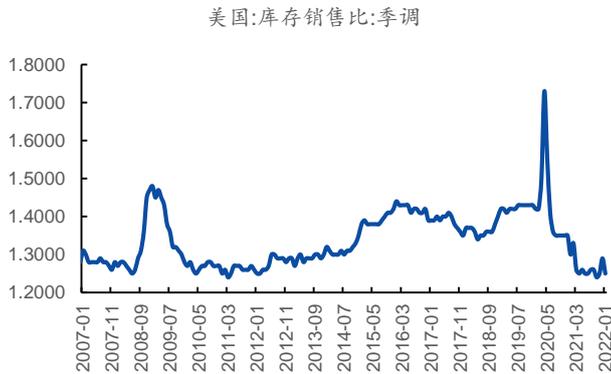
3) 从产出看，尽管目前制造业的产能利用率已经恢复到疫情前的水平，但贸易商库销比却仍压制在低位，且终端库存情况相对更加严重。很大程度上就业人数不足导致的下游产出缺口依旧突出，毕竟非农就业人数依旧没达到大流行前的水平。

图 10：制造业产能利用率恢复到疫前水平



资料来源：wind，国元证券研究所

图 11：库销比依旧压制在低位



资料来源：wind，国元证券研究所

图 12：非农就业人数依旧没达到大流行前的水平

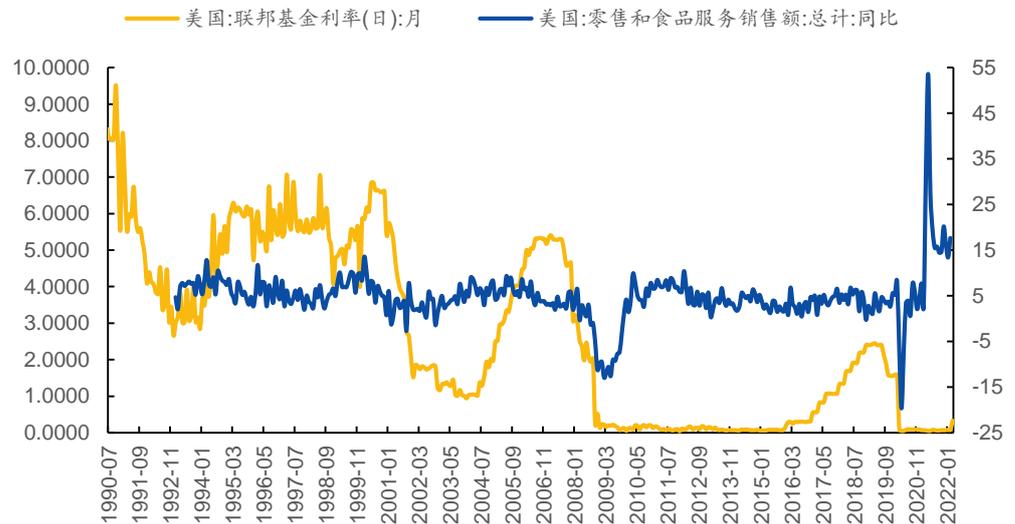


资料来源：wind，国元证券研究所

5. 在货币政策周期约束下，消费年内走平或是大概率

历史上看，从加息周期开启到消费实质性的回落大概需要一年的时间，鉴于联邦基金利率横盘许久且有拐头向上的趋势，我们认为消费至少继续突破向上的动力已经极为有限，年内走平或是大概率。

图 13：联邦基金利率横盘许久且有拐头向上的趋势



资料来源：wind，国元证券研究所

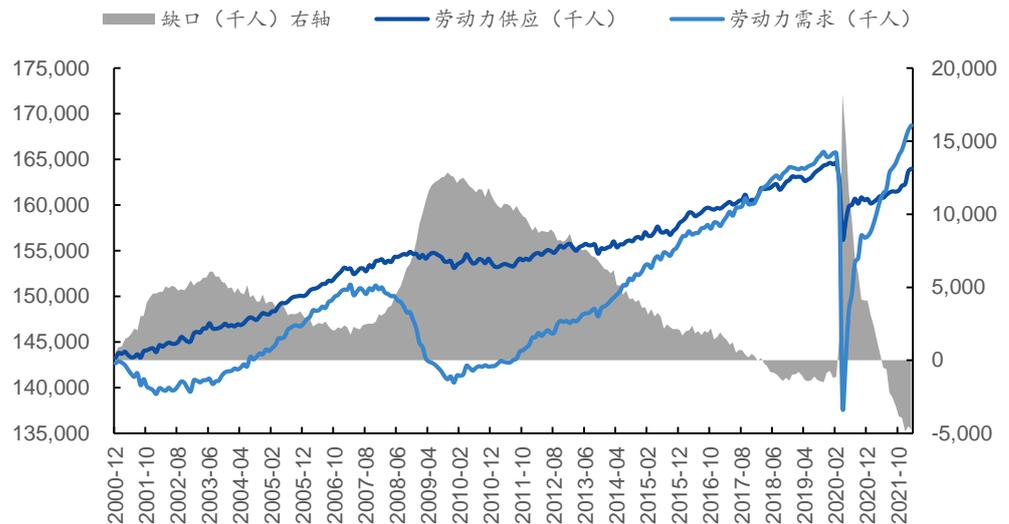
6. 而我们对于供应的持续恢复并不悲观

不同于 1970S 出现的薪酬-通胀螺旋很大程度上由于工会力量做大，通胀挂钩合同盛行导致薪资增速对通胀的传导非常强。当前时薪水平高企，并不是工会话语权的体

现，而更多的是市场化结果。背后反应的是美国劳动力市场结构性问题导致的供给侧摩擦。

事实上，劳动力市场现状确实十分紧张，具体来看，目前劳动力总需求已经大幅恢复，而劳动力供应却仍然未达到大流行前的水平，供需缺口仍然显著。

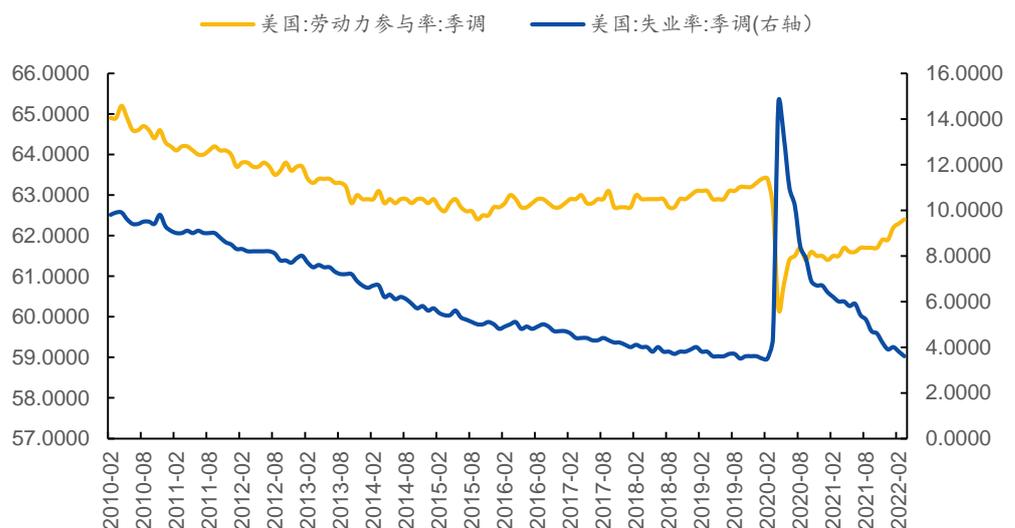
图 14：劳动力供需缺口仍然显著



资料来源：wind，国元证券研究所

鉴于当前失业率已经创下疫情来新低，所以劳动力市场供应紧张的主要原因是劳动参与率在疫情中急剧下降后仅部分恢复。

图 15：劳动力市场供应紧张的主要原因是劳动参与率仅部分恢复

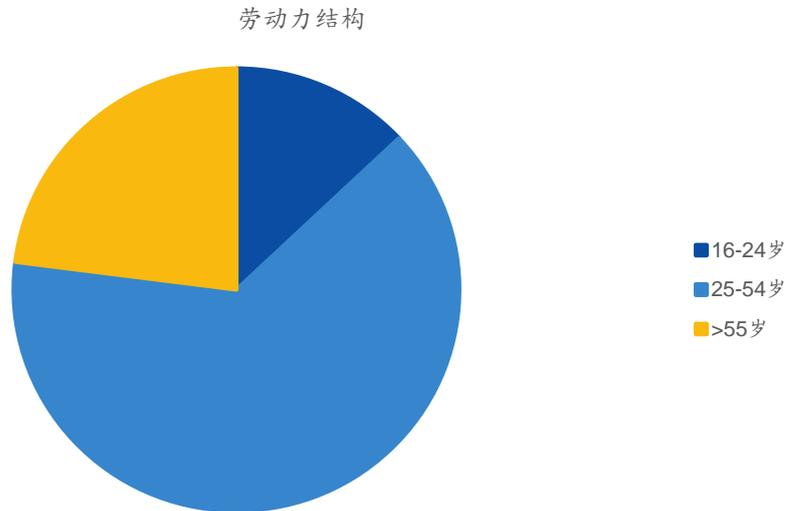


资料来源：wind，国元证券研究所

而我们看到劳动参与率的难题也是结构性的。目前美国劳动力年龄结构来看，16-24

岁的占 13%，25-54 岁的青壮年占比 64%，超过 55 岁的年龄群体占 23%。

图 16: 劳动力市场结构

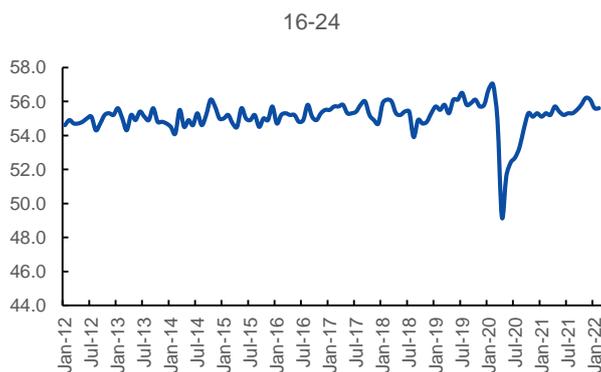


资料来源：美国劳工部，国元证券研究所

数据显示，16-24 岁年龄群体的劳动参与率已经基本恢复到疫情前水平，后续空间有限。

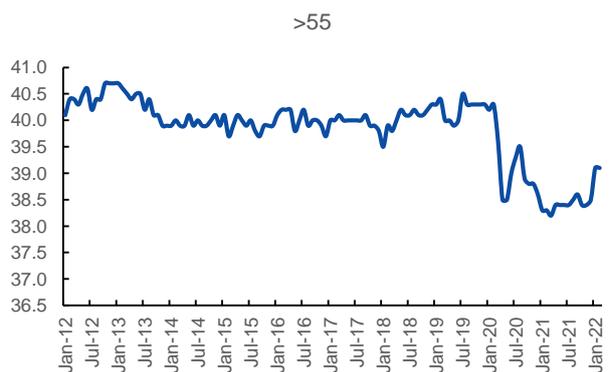
目前劳动率下滑幅度最高的群体依是>55 岁的年龄群体，这个可以归因于疫情以及居民财富效应而催生的提前退休潮。历史经验来看，这些退休人员大多数很难再重新进入劳动力市场。

图 17: 16-24 岁劳动力参与率



资料来源：美国劳工部，国元证券研究所

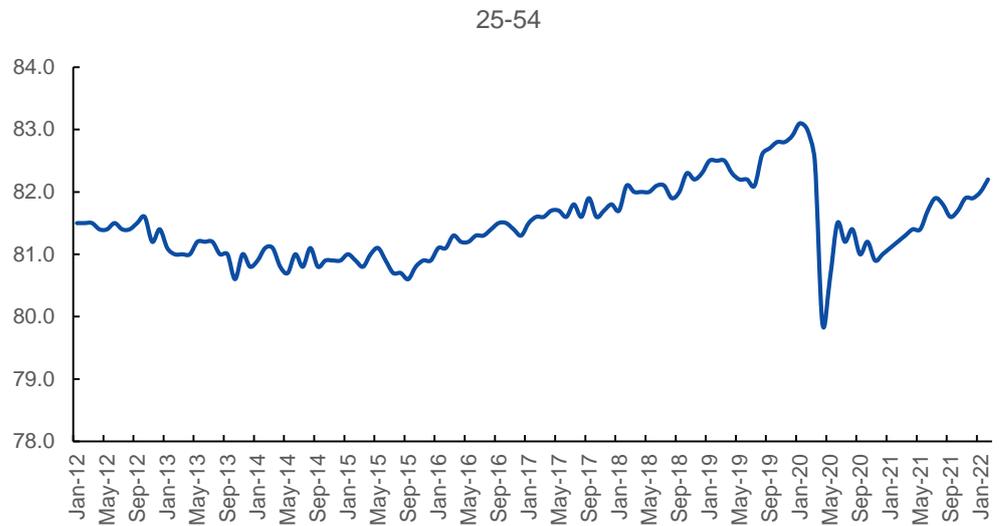
图 18: >55 岁劳动力参与率



资料来源：美国劳工部，国元证券研究所

然而，在目前高薪酬的激励下，青壮年（24-54 岁）这一主要的劳动市场参与群体，依旧有相当的劳动参与率提升空间，这部分的劳动力补充在很大程度上能够填补由于提前退休产生的永久劳动力缺口。

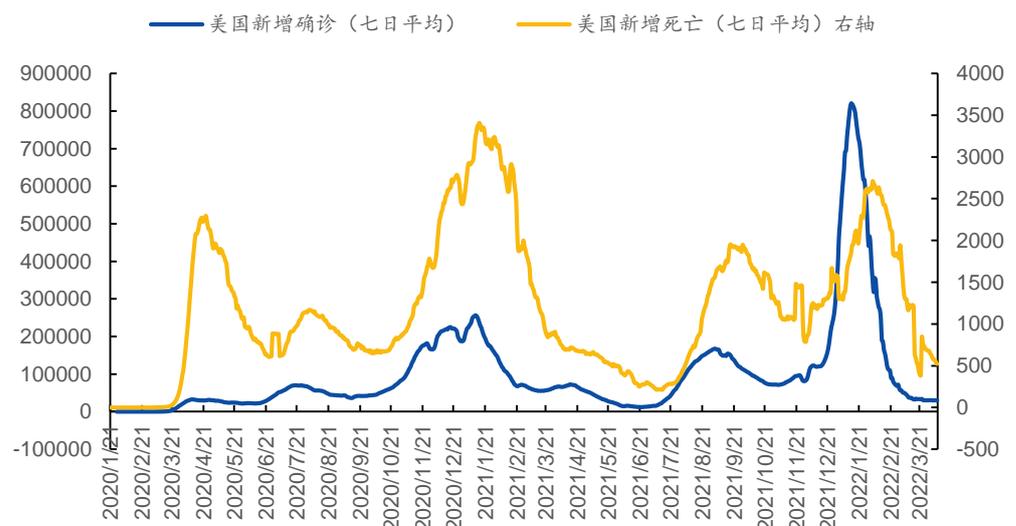
图 19: 25-54 岁劳动参与率



资料来源: 美国劳工部, 国元证券研究所

诚然, 参与率的彻底反弹依旧需要时间, 但是美国的国内疫情波峰已过, 防疫政策常态化的趋势下, 很多影响就业的因素在随着时间减弱, 我们对劳动力市场后续的改善并不十分悲观。届时随着美国的劳动力结构问题进一步修复, 薪酬-通胀螺旋也将迎来破局, 而供应基于最保守的估计也将能维持当前速率的增长。

图 20: 美国疫情动态

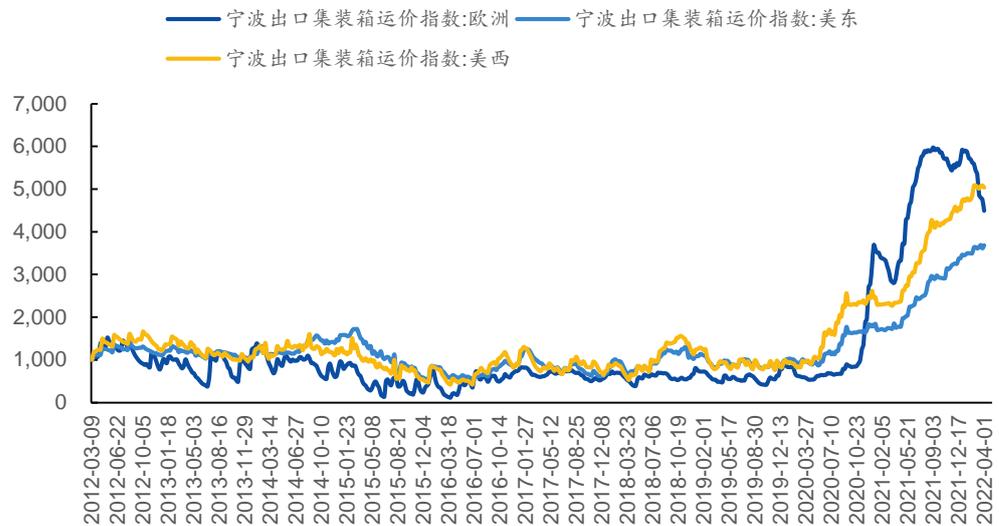


资料来源: wind, 国元证券研究所

7. 至于困扰多时的全球供应链阻塞问题，中短期来看也是边际转好的。

当然，全球供应链的修复在俄乌局势扰动下增添了额外的不确定性。一方面集装箱运价指数维持高位，另一方面逆全球化思潮再度抬头对长期通胀影响不利。前者很大程度上是全球经济复苏不同步导致，我们预计随着疫情好转，供应链阻塞问题能够边际好转。

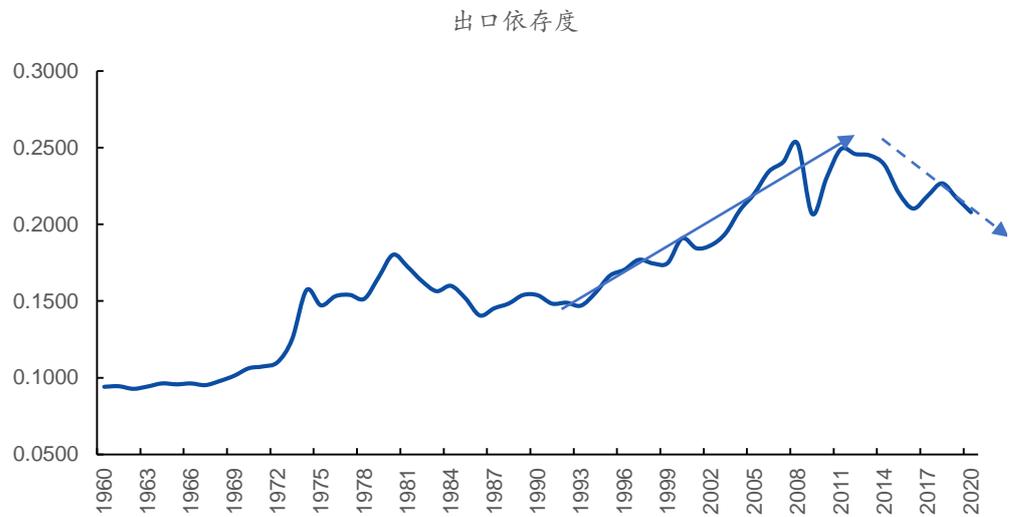
图 21：出口集装箱运价指数



资料来源：wind，国元证券研究所

而后者的问题则更加长期，短期来看影响较小。毕竟纵向对比，全球的出口依存度依然在较高的水平。只是俄乌似乎已经打开了潘多拉的魔盒，从能源开始，产业链安全再次被置于效率之上，政治事件扩大化给全球化分工蒙上的阴影，也使得后续通胀即使回落，也难以重现 90S 黄金时代。只是这些信号带来的负外部性更似远虑，而非近忧。

图 22：纵向对比，全球的出口依存度依然在较高的水平



资料来源：wind，国元证券研究所

8. 美国通胀在近期有望弥合 PPI 下行趋势出现拐点。

综合来看，随着美国需求周期拐点将至，消费年内大概率走平；而供应受益于劳动参与率的稳步提升依旧有恢复空间。基于消费的边际放缓，产出即使维持目前的恢复速率不变，供需缺口也将有效收敛，拉低 CPI 中枢。这样一来，我们认为 CPI 在近期有望弥合 PPI 下行趋势出现拐点。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188