

宏观点评 20220412

美国通胀情景演绎：极限在哪里？

2022年04月12日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

- 俄乌冲突、我国疫情反弹等意外因素对于供应链的扰动为后续美国通胀的演绎增添了不确定性，为了更好地分析通胀动态，我们将乐观、中性、悲观三种情景假设应用于通胀预测模型，并倾向于中性假设，预计美国通胀于4月见顶回落，届时CPI同比增8.7%，年末回落至6%以内。
- 美国通胀持续超预期下，彭博经济学家对于美国通胀的预测经历了多次上调(图2)。而2022年美国通胀的复杂性在于内外多因素的扰动：
- 一方面，美国国内工资-通胀螺旋和房租通胀仍在焦点位，增速未见放缓迹象。

从工资维度来看，2021年10月以来，美国私人行业平均时薪增速普遍破5%，然而涨薪却未能补偿通胀对实际工资的稀释，实际工资与疫情前的趋势仍不断扩大，2021年末缺口约为3%（图3-图4）。纽约联储的消费者调查也显示美国家庭预计工资增长不及通胀（图5）。鉴于当前劳动力市场供给的紧俏，为了吸引并留住员工，我们预计美国企业涨薪的趋势在短期内难以逆转（图6）。

从房租维度来看，根据我们对于历史数据的分析，标普美国房价指数约领先房租15个月，该指数于2021年8月见顶回落，由此推算住房租金增速的回落至少要等到2023年初（图7）。

- 另一方面，俄乌冲突及中国疫情反弹下，大宗价格上涨和供应链的扰动加大通胀风险的不确定性。

俄乌冲突对美国通胀的影响有多大？OECD于2022年3月发布报告，测算了俄乌冲突对全球经济的影响，预计俄乌冲突可能在未来的12个月拖累美国GDP近0.9%，推升通胀1.4%，加剧滞涨的风险（图8）。

我们预计上海疫情对于供应链的影响将于4月开始显现，除了工厂停产外，封锁下卡车司机的短缺已经对物流产生了影响。4月6日，日本海洋网联船务公司 Ocean Network Express 表示，卡车短缺正阻碍上海进口货物的清关。而港口集装箱堆积、沿海船只排队增加可能导致更多延误并推升运价（图9）。此外，卡车司机短缺还造成从沿海港口运往内陆工厂的原材料不足，对浙江和江苏这两大制造业中心的生产产生了影响。未来疫情对于我国出口的影响可能使得交付期延长，加剧全球供应链的中断。

- 为了更好地理解后续美国通胀的演绎，我们对通胀模型进行了三种情景测试：

乐观情景：俄乌冲突在2022年二季度缓解，WTI油价于年内回落至85美元/桶（单位下同），全年NYMEX天然气价格小幅稳定增长，4月至12月中枢6.8美元/百万英热（单位下同）。我们预计美国通胀拐点在3月，届时CPI同比增8.66%，年末回落至5.48%。

中性情景：WTI油价于年内回落至90，NYMEX天然气4月至12月中枢7.1。我们预计美国通胀拐点在4月，届时CPI同比增8.72%，年末回落至5.93%。我们倾向于中性情景假设。

悲观情景：俄乌冲突在2022年内持续，WTI油价年末录得97，NYMEX天然气4月至12月中枢7.3。我们预计美国通胀拐点在4月，届时CPI同比增8.93%，年末回落至6.14%。

- 3月CPI数据是5月美联储议息会议之前的最后一份CPI报告，若通胀维持强劲态势，美联储5月加息50bp并加速缩表的市场预期将得到巩固。2022年4月11日，联邦基金利率期货显示市场预期年内将加息至2.6%。在就业向好、通胀飙升动能不减的背景下，美联储官员的表态愈发鹰派，激进的加息节奏叠加五月即将到来的缩表下，我们调升对于10年期美债利率的预测，预计4-5月美债利率可能将在2.5%-3%的区间持续一段时间。

- 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

相关研究

《信贷超预期回升，央行还将如何发力？》

2022-04-11

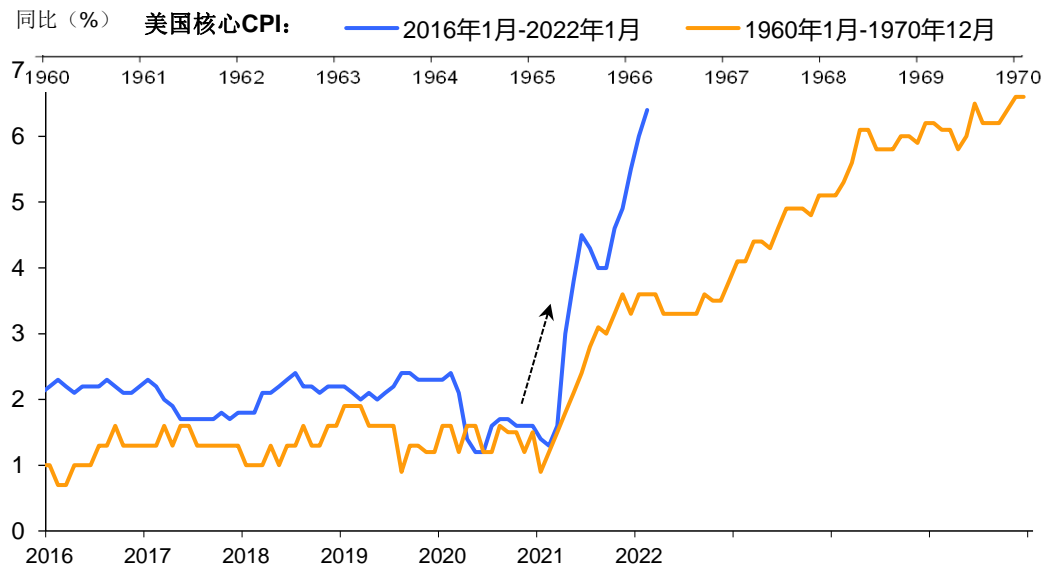
《美元站上100的资产配置含义》

2022-04-11

《加息下狠手，美联储1994的未解之谜》

2022-04-07

图1: 2021年以来, 美国核心CPI的飙升速度已然超越上世纪60年代



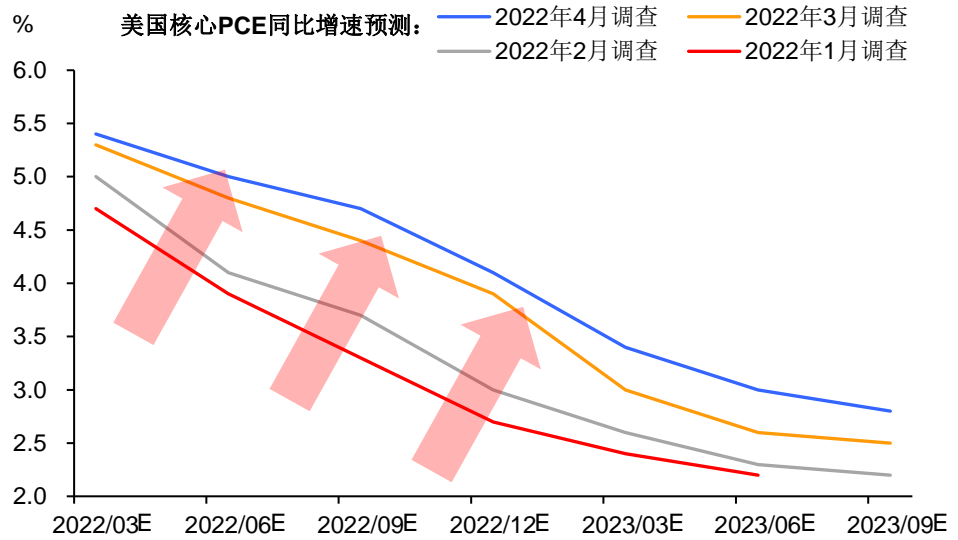
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 美国CPI各分项数据

	同比, 季调 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-02	2022-01	2021-12	2022-02	2022-01	2021-12
CPI	7.9	7.5	7.1	0.8	0.6	0.6
核心CPI	6.4	6.0	5.5	0.5	0.6	0.6
能源	25.7	27.0	29.4	3.5	0.9	0.9
食品	7.9	7.0	6.3	1.0	0.9	0.5
食品与饮料	7.6	6.7	6.0	1.0	0.8	0.5
住宅	5.9	5.7	5.1	0.5	0.7	0.5
服装	6.6	5.3	5.7	0.7	1.1	1.1
交通运输	21.1	20.9	21.3	1.9	0.4	1.4
医疗保健	2.4	2.5	2.2	0.2	0.7	0.3
娱乐	4.9	4.8	3.3	0.7	0.9	-0.1
教育与通信	1.6	1.7	1.6	0.0	0.1	0.1
其他商品与服务	5.6	4.9	4.5	1.1	0.8	0.5
信息技术、硬件和服务	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.8
个人计算机及其周边设备	4.6	3.5	2.8	2.8	4.8	8.4

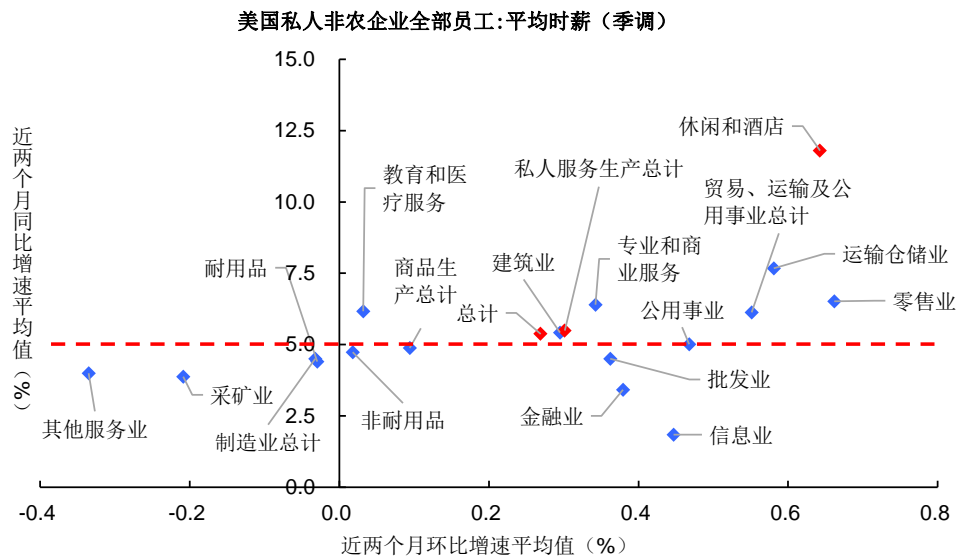
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 彭博经济学家对于美国通胀的预测持续上调



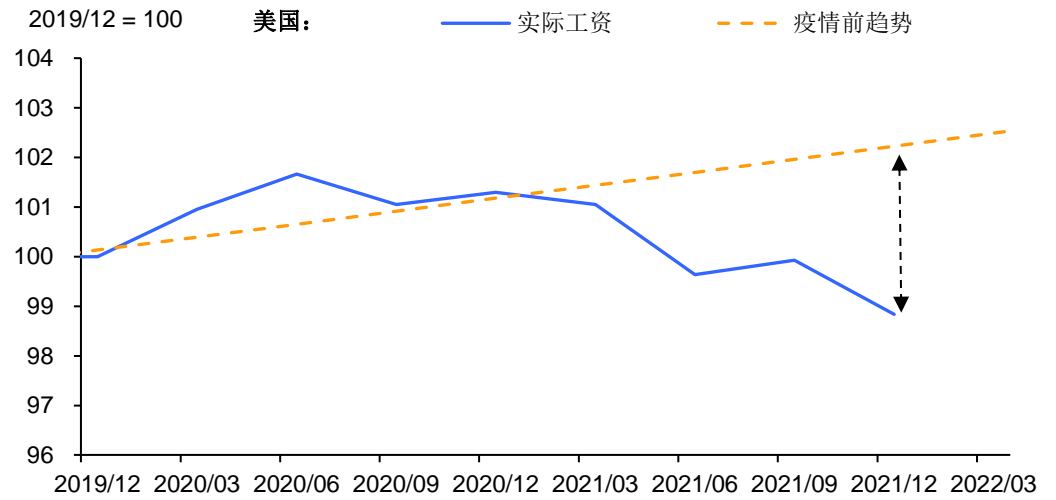
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 2022年2-3月, 美国多行业平均时薪增速破5%



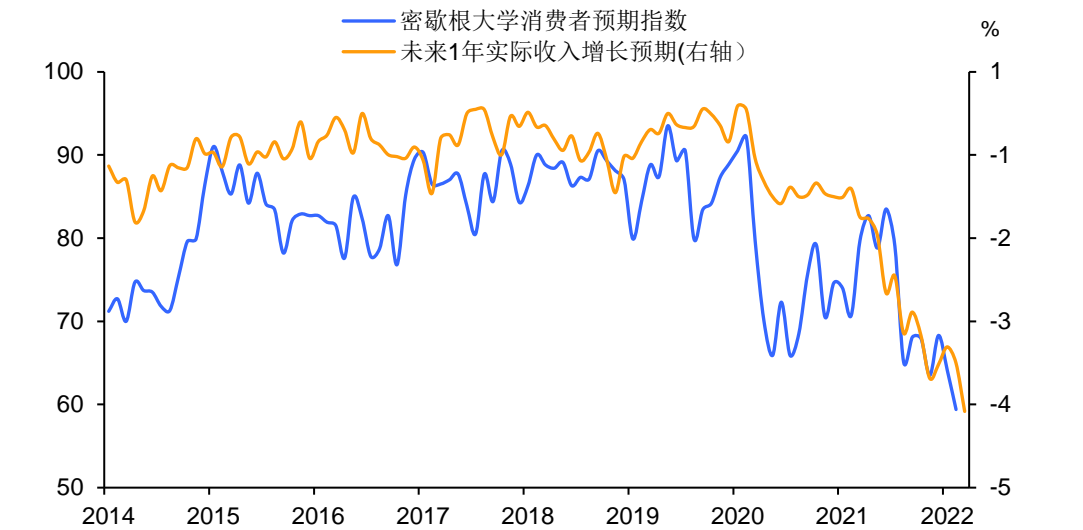
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：然而实际工资是下降的，并且与疫情前的趋势逐渐扩大



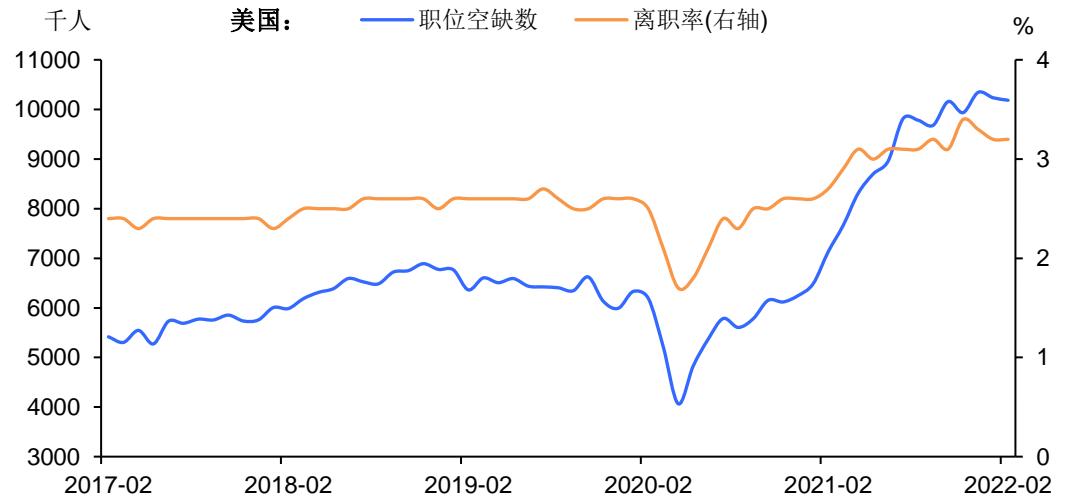
数据来源：Fred，东吴证券研究所

图5：纽约联储 2022 年 4 月调查显示，美国消费者预计未来 1 年实际收入将收缩



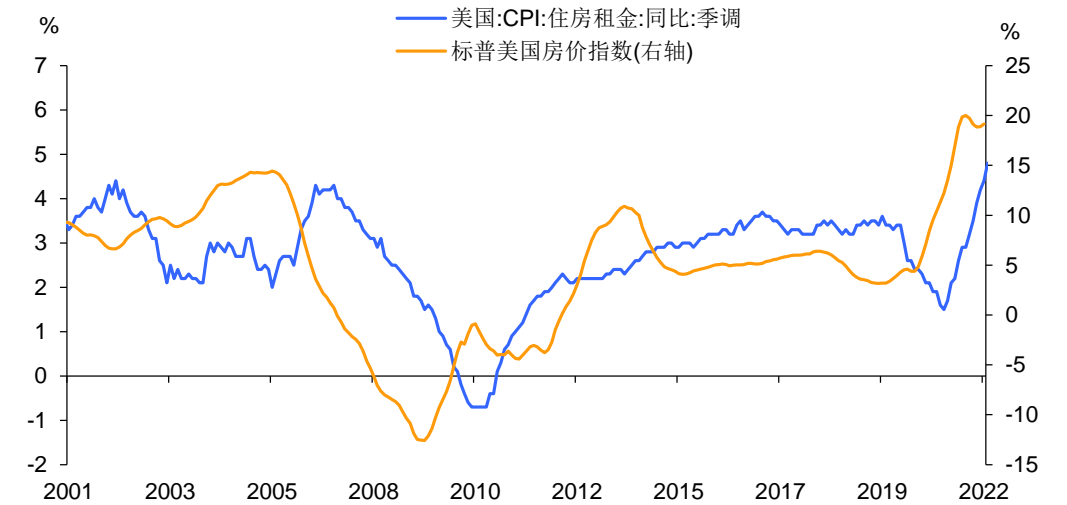
数据来源：Bloomberg，纽约联储，东吴证券研究所

图6: 美国职位空缺和离职率仍维持高位



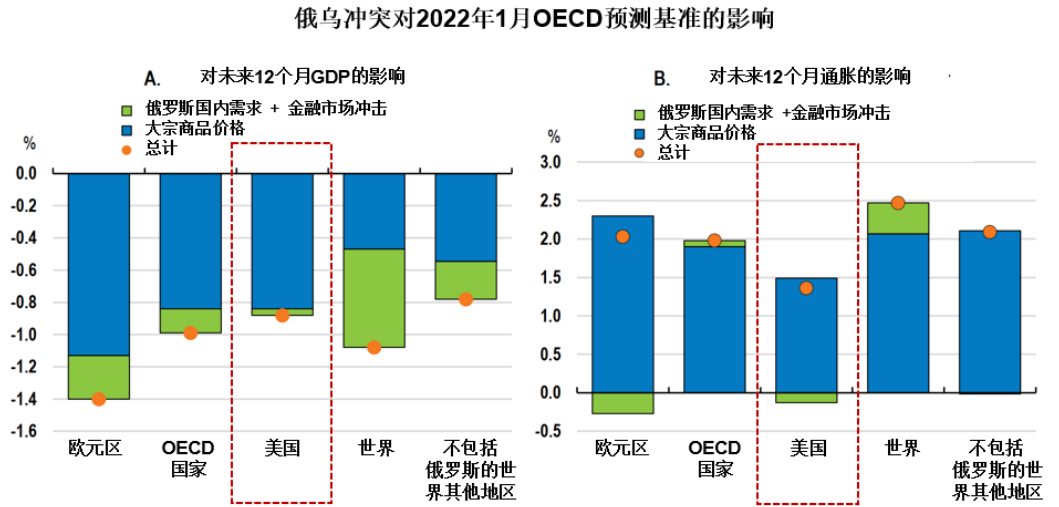
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 标普美国房价指数约领先住房租金 15 个月



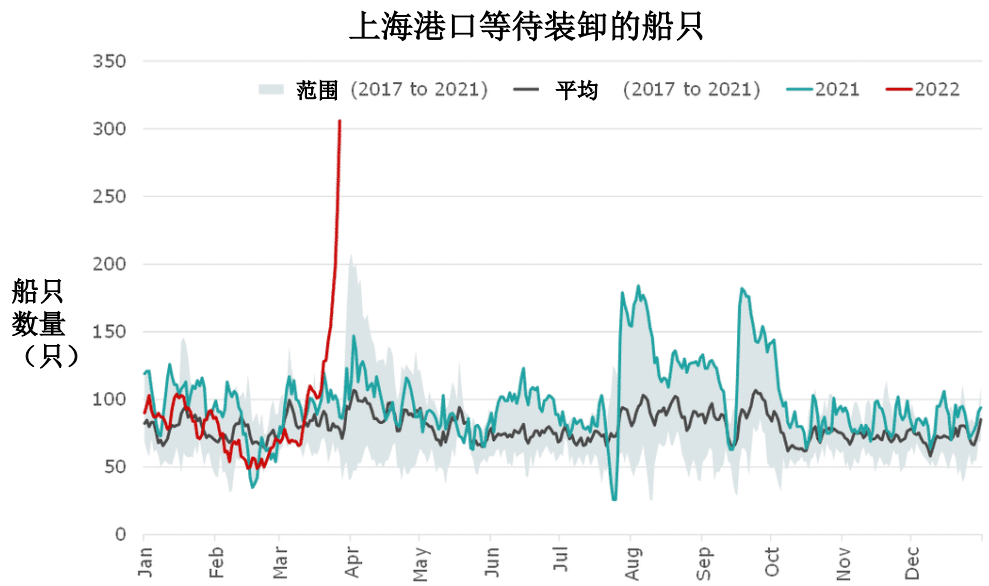
数据来源: Wind, Fred, 东吴证券研究所

图8: 2022年3月, OECD 预计俄乌冲突可能在未来12个月推升美国通胀约1.4个百分点



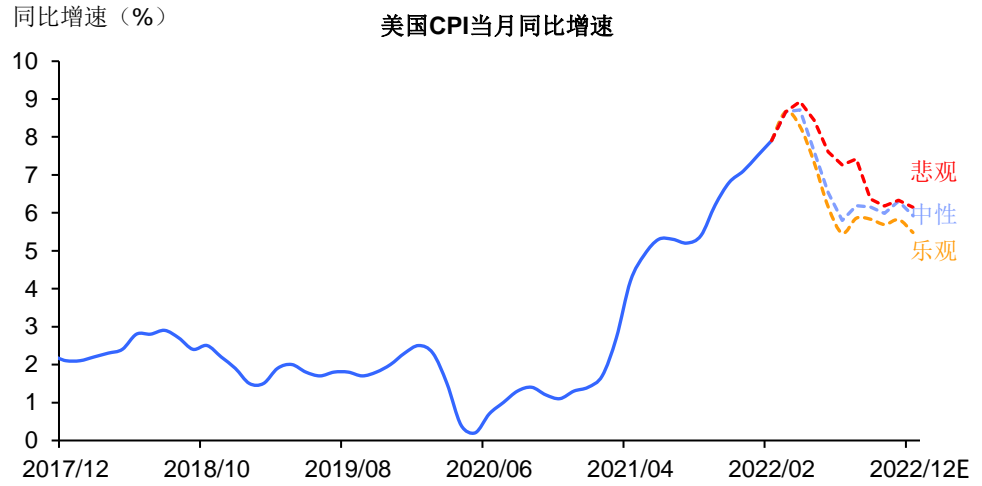
数据来源: OECD (2022/3), 东吴证券研究所

图9: 2022年3月末, 上海港口等待装卸船只飙升, 港口堵塞苗头已现



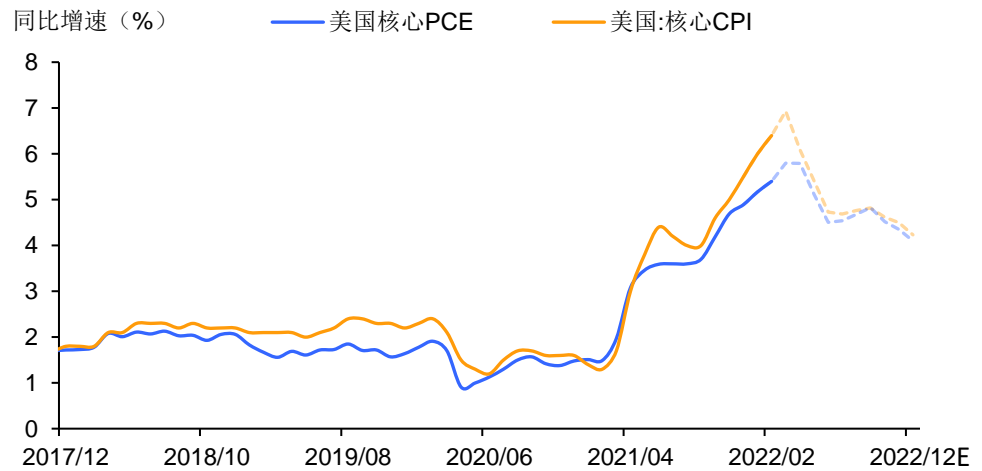
数据来源: VesselsValue, Marineinsight, 东吴证券研究所

图10: 2022年美国CPI走势的三种情景假设



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图11: 2022年美国核心PCE和核心CPI预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>