

宏观快评 | 2022年4月13日

研究部

胡悦

yhu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 3月美国CPI同比增长8.6%，超市场预期，高于前值再次创历史记录；核心CPI环比增长0.3%，符合预期，低于前值0.5%。同时，CPI中位数以及剔除前16%的CPI持续走高，中位数上行至4.91%。整体通胀远超预期，数据公布后金银大涨。我们对于此次的通胀数据有以下看法：
- **能源及食品价格大涨是此次CPI大幅上行的主要原因。**受原油价格上涨影响，3月能源价格大幅上行，环比增速高达11%，远远高于1月的3.8%。食品价格的增速仍维持在1%的高位。从去年年底以来，食品价格的持续上涨，粮食供应短缺导致整体食品价格上行。核心CPI增速放缓，尤其是剔除食品及能源的核心商品，价格增速明显回落，对整体通胀上推作用较小。**往后看，俄乌冲突近期有所缓和，短期内油价再次快速上行的空间有限，能源商品价格对后续CPI推高作用减弱。**
- **二手车价格大幅回落，供应瓶颈不再是高通胀的主要推手。**核心项目中，前期上涨幅度较大的二手车价格持续下跌，且跌幅不断扩大，3月二手车价格环比下跌3.8，2月跌幅仅0.2%。新车方面，3月环比小增0.2%，价格上涨增速放缓。从目前的汽车价格增速观察，“缺芯”不再是高通胀的主要原因。
- **服务业价格持续上行，后续压力仍然较大。**服务业方面，前期医疗服务的价格增速较快，但在疫情得到良好控制后，医疗服务环比增速持续上涨；住房方面，从去年至今美国房价快速上行，住宿服务的价格增速加快，2月录得0.5%，其中房租3月环比增速相较于2月小幅下跌，录得0.4%，2月为0.6%。去年美国房地产市场的火热推动美国房价快速上涨，同时带动房租的价格的持续走高。但今年美联储开启缩表，美国房地产市场将迎来较大的降温，我们认为房租的上涨将是较为温和的。
- **能源价格上涨蔓延至服务业，尤其是交通运输服务。**3月交通运输行业价格环比增速高达2%，其中主要贡献项为机票，环比增速高达10.7%，能源价格的上涨叠加居民出行的快速恢复使得机票价格快速上升。**从此次通胀结构观之，能源价格的快速回落也会带动通胀再次攀升的概率下降，预计3-4月美国通胀拐点将至。**
- **五月加息大概率在50bp并开启缩表。**在5月FOMC会议前，仅有一次通胀数据公布，3月CPI超预期，将不得不逼迫美联储加快收紧货币政策的步伐。因此，预计五月份加息50bp的概率较大。**缩表预计在五月正式进行，将不断调整上限。**根据目前美联储公布的会议纪要看，每月美债缩减规模为600亿，MBS债券缩减350亿美元，其中美债有望达到上限，MBS债券或不达上限。随着通胀的变动，后续美债缩减规模大概率会不断提升，同时整体周期和时间并不确定，若美国经济下行速度较快，缩表的时间或不会持续很久。



图表目录

图表 1: 美国 3 月 CPI 同比创新高.....	3
图表 2: 通胀走扩迹象明显	3
图表 3: 通胀继续蔓延	4
图表 4: 3 月 CPI 具体分项环比增速.....	4
图表 5: 原油价格快速上涨	5
图表 6: 3 月能源商品环比增速高企	5
图表 7: CRB 食品价格环比增速快速反弹	5
图表 8: 3 月整体食品价格快速上行	5
图表 9: 二手车 CPI 环比录的负增长	6
图表 10: 服务行业价格上行速度加快.....	6
图表 11: 全年加息预期在 9-10 次	6
图表 12: 5 月加息 50bp 概率上行	6

3月美国CPI同比增长8.6%，超市场预期，高于前值再次创历史记录；核心CPI环比增长0.3%，符合预期，低于前值0.5%。同时，CPI中位数以及剔除前16%的CPI持续走高，中位数上行至4.91%。整体通胀远超预期，数据公布后金银大涨。我们对于此次的通胀数据有以下看法：

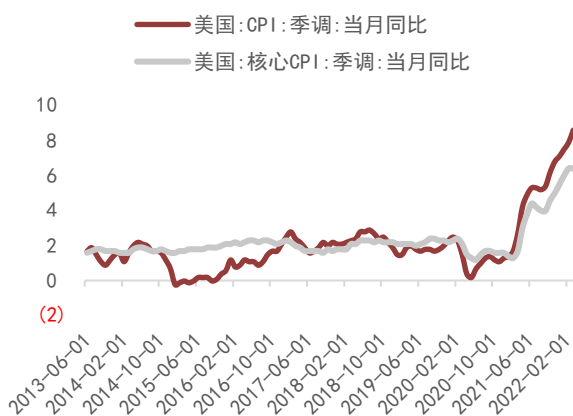
能源及食品价格大涨是此次CPI大幅上行的主要原因。受原油价格上涨影响，3月能源价格大幅上行，环比增速高达11%，远远高于1月的3.8%。其中燃油价格上涨增速为22.3%，汽油价格增速为18.3%，能源服务价格增速为1.8%。食品价格的增速仍维持在1%的高位。从去年年底以来，食品价格的持续上涨，粮食供应短缺导致整体食品价格上行，并且食品中的各个分项均有此消彼长之势。核心CPI增速放缓，尤其是剔除食品及能源的核心商品，价格增速明显回落，对整体通胀上推作用较小。**往后看，俄乌冲突近期有所缓和，短期内油价再次快速上行的空间有限，能源商品价格对后续CPI推高作用减弱。**

二手车价格大幅回落，供应瓶颈不再是高通胀的主要推手。核心项目中，前期上涨幅度较大的二手车价格持续下跌，且跌幅不断扩大，3月二手车价格环比下跌3.8，2月跌幅仅0.2%。新车方面，3月环比小增0.2%，价格上涨增速放缓。从目前的汽车价格增速观察，“缺芯”不再是高通胀的主要原因。

服务业价格持续上行，后续压力仍然较大。服务业方面，前期医疗服务的价格增速较快，但在疫情得到良好控制后，医疗服务环比增速持续上涨；住房方面，从去年至今美国房价快速上行，住宿服务的价格增速加快，2月录得0.5%，其中房租3月环比增速相较于2月小幅下跌，录得0.4%，2月为0.6%。去年美国房地产市场的火热推动美国房价快速上涨，同时带动房租的价格的持续走高。但今年美联储开启缩表，美国房地产市场将迎来较大的降温，我们认为房租的上涨将是较为温和的。

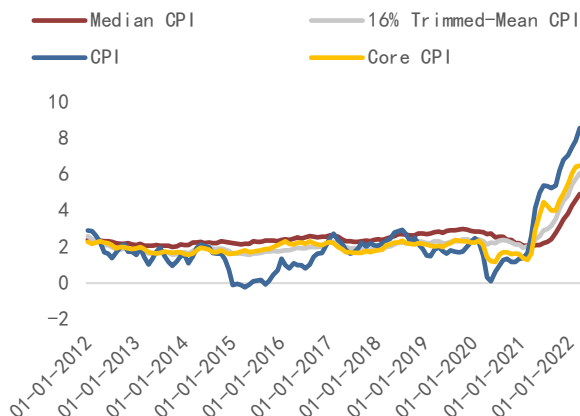
能源价格上涨蔓延至服务业，尤其是交通运输服务。3月交通运输行业价格环比增速高达2%，其中主要贡献项为机票，环比增速高达10.7%，能源价格的上涨叠加居民出行的快速恢复使得机票价格快速上升。**从此次通胀结构观测，能源价格的快速回落也会带动通胀再次攀升的概率下降，预计3-4月美国通胀拐点将至。**

图表 1：美国 3 月 CPI 同比创新高



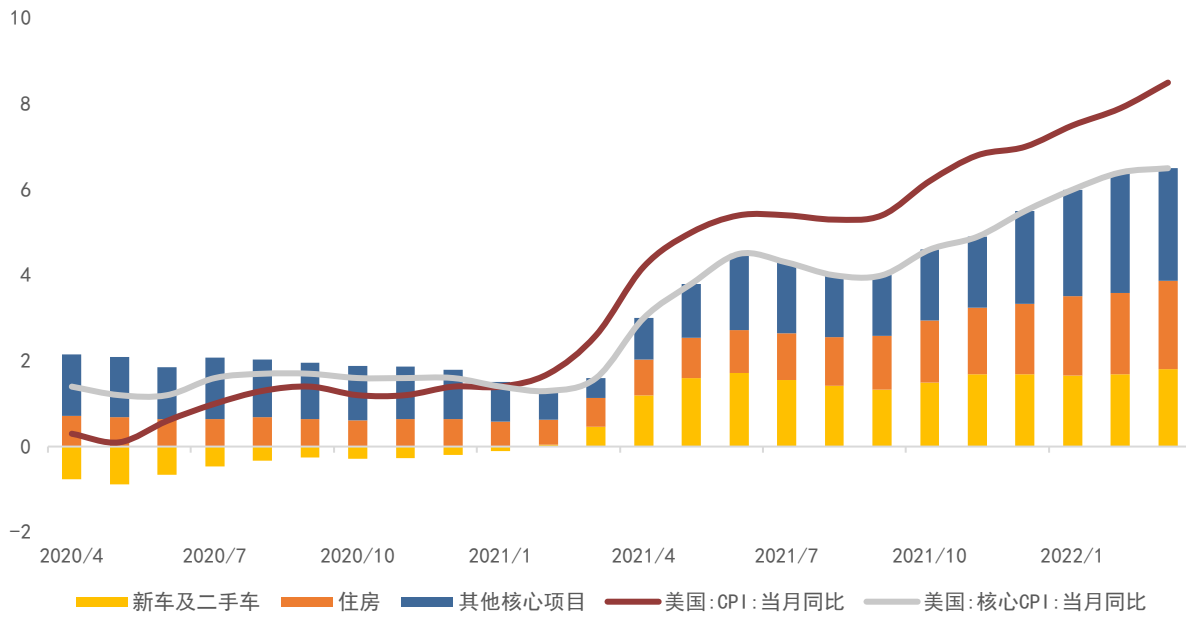
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：通胀走扩迹象明显



来源：Cleveland Fed，莫尼塔研究

图表 3：通胀继续蔓延



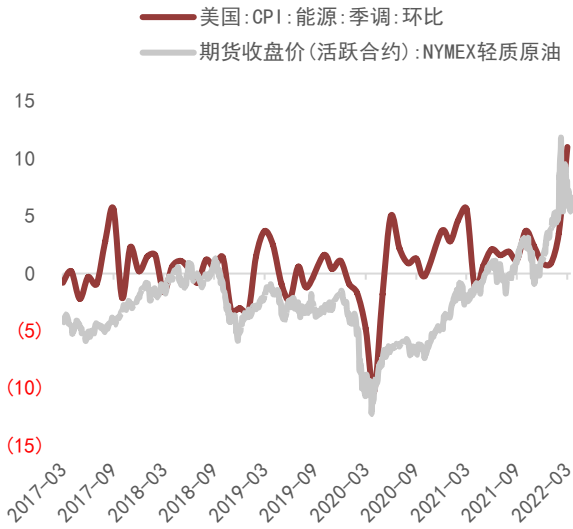
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：3 月 CPI 具体分项环比增速

	2022-03-31	2022-02-28	2022-01-31	2021-12-31	2021-11-30	2021-10-31	2021-09-30
能源	11.00	3.50	0.90	0.90	2.40	3.70	1.20
食品	1.00	1.00	0.90	0.50	0.80	0.90	0.90
食品与饮料	1.00	1.00	0.80	0.50	0.70	0.80	0.80
住宅	0.70	0.50	0.70	0.50	0.50	0.70	0.60
服装	0.60	0.70	1.10	1.10	0.70	0.60	-0.70
交通运输	3.90	1.90	0.40	1.40	2.00	2.00	0.10
医疗保健	0.50	0.20	0.70	0.30	0.30	0.40	0.20
娱乐	0.20	0.70	0.90	-0.10	-0.20	0.70	0.10
教育与通信	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00	0.10	0.40
其他商品与服务	0.50	1.10	0.80	0.50	0.20	0.80	0.10
信息技术、硬件和服务	-0.40	-0.30	0.10	0.10	-0.30	-0.30	0.60
个人计算机及其周边设备	0.90	0.80	0.60	-1.00	-1.30	-0.80	1.20

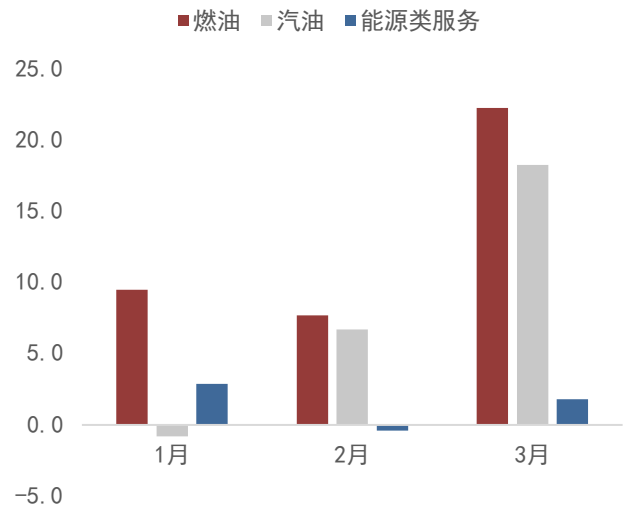
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：原油价格快速上涨



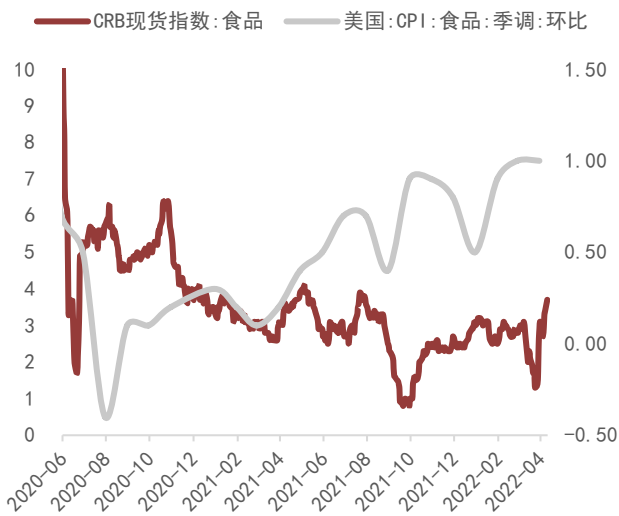
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：3月能源商品环比增速高企



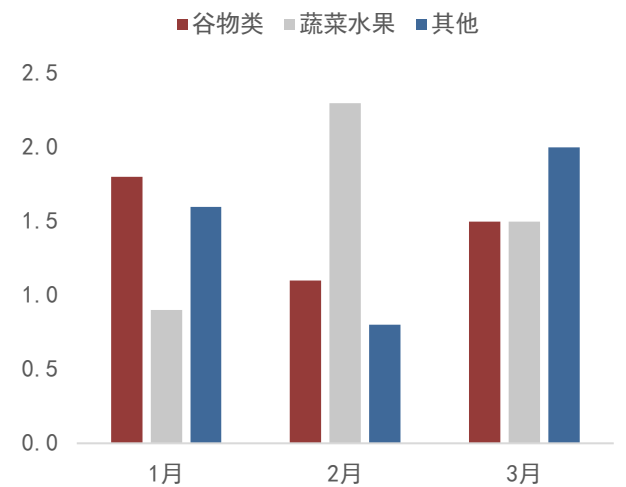
来源：BLS，莫尼塔研究

图表 7：CRB 食品价格环比增速快速反弹



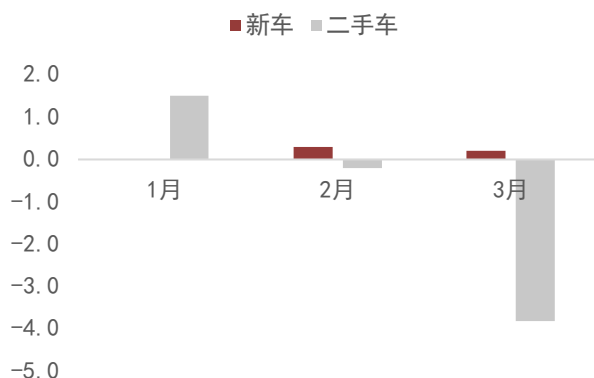
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：3月整体食品价格快速上行



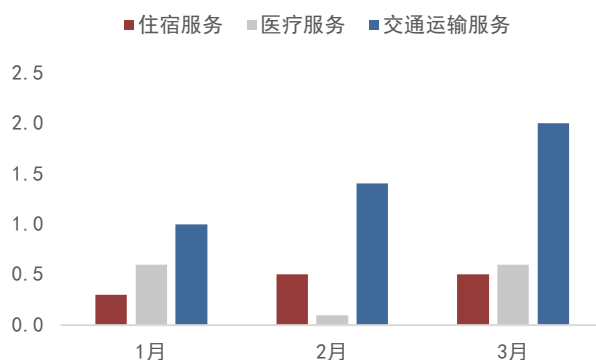
来源：BLS，莫尼塔研究

图表 9：二手车 CPI 环比录的负增长



来源：BLS，莫尼塔研究

图表 10：服务行业价格上行速度加快

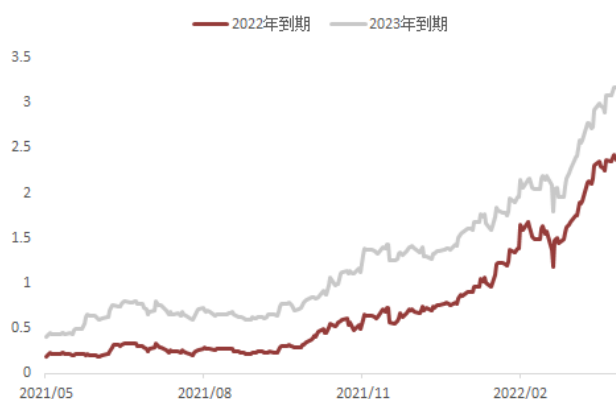


来源：BLS，莫尼塔研究

五月加息大概率在 50bp。根据美联储 3 月 FOMC 会议纪要，为了压制高通胀，美联储不排除在单次或多次会议或加 50bp。在 5 月 FOMC 会议前，仅有一次通胀数据公布，3 月 CPI 超预期，将不得不逼迫美联储加快收紧货币政策的步伐。因此，预计五月份加息 50bp 的概率较大。

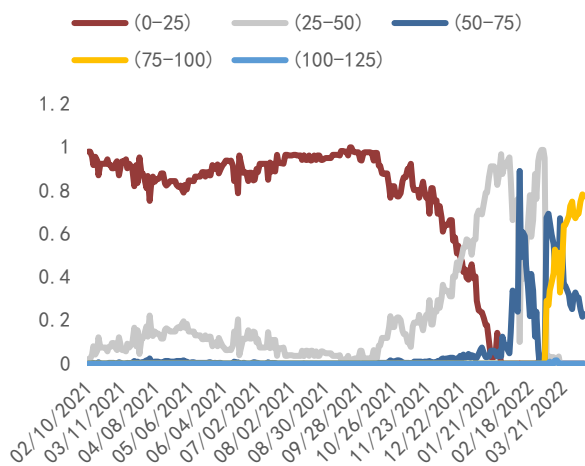
缩表预计在五月正式进行，将不断调整上限。按照目前鲍威尔的表态，对于缩表决定的大概率在 5 月的议息会议上正式公布，并且和上一轮较为类似，只是节奏更快，规模更大。根据目前美联储公布的会议纪要看，每月美债缩减规模为 600 亿，MBS 债券缩减 350 亿美元，其中美债有望达到上限，MBS 债券或不达上限。随着通胀的变动，后续美债缩减规模大概率会不断提升，同时整体周期和时间并不确定，若美国经济下行速度较快，缩表的时间或不会持续很久。

图表 11：全年加息预期在 9-10 次



来源：CME，莫尼塔研究

图表 12：5 月加息 50bp 概率上行



来源：CME，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询：sales.list@cebm.com.cn