

2022年4月20日

证券研究报告—专题报告

美国滞胀预期升温，大类资产如何配置

分析师：樊彬彬

执业证书编号：S0890522020001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001
电话：021-20321005
邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-203213006

相关研究报告

摘要

◆**美国经济高位回落的趋势基本确立。**在美联储快速加息缩表的背景下，美国实物消费将逐步回落，而服务消费增长则很难大幅超预期，总体上美国经济逐步高位回落的趋势已经基本确立。

◆**22年美国处于较高通胀区间的概率较大。**本轮通胀是在货币天量超发的背景下，旺盛的需求端与紧张的供给端错配引发的。短期内，美联储货币政策转向将会抑制总需求，但对供给端问题却影响有限。而影响供应链的三大主要问题——产能短缺问题、运力不足问题、劳动力供给短缺问题在短期内难以得到有效缓解。俄乌局势持续动荡又加剧了供应链紧张的现状。在以上因素扰动的背景下，我们认为通胀或由于基数原因见顶回落，但实质上，高通胀的韧性目前来看仍较强，22年通胀回到美联储合意区间内比较有难度。

◆**美国经济或有可能正在进入类滞胀特征的状态中。**在此之后美国经济有可能会衰退，这取决于美联储决策层的智慧和能力。以70年代美国大滞胀的历史为鉴，美联储货币政策实行大幅且较长时间的收紧能够彻底扭转民众对未来高通胀的预期。但这将会带来短期高昂的社会成本。而本次美联储紧缩周期若较快且维持时间较长，那么经济将有可能陷入衰退，衰退时间点最快可能在23年出现。

◆**美国货币政策动态及其对经济的影响是未来资产配置方向的决定因素。**滞胀预期或正处于发酵前期阶段。此阶段投资商品为代表的实物资产是有比较好的超额收益，至少相对超额收益是比较确定的。当美联储采取大幅且持续较长时间的紧缩政策后，通胀真正确立拐头向下的信号，彼时将是实物资产获利了结的最佳时期。

风险提示：全球疫情变化超预期、俄乌局势演绎超预期、国际形势变化超预期。

目录

一、 美国经济陷入滞胀的可能性	5
1. 消费主导美国经济的发展	5
2. 实物商品消费将高位回落	5
3. 服务业消费独木难支	6
二、 22 年通胀将维持高位运行	8
1. 22 年供应链瓶颈问题或将持续	8
1.1. 国内疫情多发影响全球产业链供应	9
1.2. 22 年海运成本大概率维持高企的现状	10
1.3. 劳动力紧缺短期内难以缓解	11
2. 俄乌冲突对大宗资源品价格影响广泛	13
2.1. 原油价格预计将高位维持	14
2.2. 粮食及农资产品价格大幅上升	15
三、 滞胀特征下的资产配置方向	17

图表目录

图 1 消费在美国 GDP 中占主导地位	5
图 2 疫情期间商品消费支出迅猛增加	5
图 3 商品支出中，耐用品支出占消费比例上升更快	5
图 4 美国个人储蓄存款总额近期大幅下降	6
图 5 美国耐用品新增订单逐步下滑	6
图 6 人均可支配收入已低于疫情前趋势水平（单位：美元）	7
图 7 美国居民收入结构拆分（单位：十亿美元）	7
图 8 美国 TSA 统计的旅客运输吞吐量尚没有超过疫情前水平	7
图 9 22 年以来，美国商业活动指数呈趋势性下滑	7
图 10 通胀预期升高会降低消费预期变化	7
图 11 2007 年后，美国居民杠杆率的下降并没有带来消费支出的整体抬升 错误!未定义书签。	
图 12 美国 CPI 同比、环比均大幅上升（单位：%）	8
图 13 美国核心 CPI 同比、环比均大幅上升（单位：%）	8
图 14 全球供应链压力指数持续高企（偏离均值的标准差）	8
图 15 供应链瓶颈造成的产业链影响测算	9
图 16 本土疫情蔓延形势较为严峻	10
图 17 22 年春季以来，国内物流吞吐量下降较大	10
图 18 22 年春季国内港口集装箱吞吐量大幅下滑	11
图 19 CCFI 美国航线集装箱船的价格指数持续高位	11
图 20 洛杉矶港口拥堵时长近期小幅攀升	11
图 21 美国运输成本逐步上涨（单位：%）	11
图 22 移民人口占工种人口的比例排名	12
图 23 美国绿卡获得者自 2016 年来持续下降	12
图 24 近期美国失业率处于历史较低位置	13
图 25 美国职位空缺数创有记录以来新高	13
图 26 私人部门薪资大幅高于疫情前，且仍在持续攀升	13
图 27 劳动参与率尚未回到疫情前（单位：%）	13
图 28 俄乌冲突带动商品价格快速攀升	13
图 29 俄乌两国出口至各国的权重占比	14
图 30 俄乌两国出口至欧洲贸易量占欧盟总贸易量的比例	14
图 31 opec 有动力维持高油价，增产意愿不足	15
图 32 美国石油产量占全球原油产量的 20%	15
图 33 美国石油库存量下降较快	15
图 34 页岩油钻井数没有随着油价升高而提高	15
图 35 俄乌冲突背景下，全球食品价格指数大幅攀升	16
图 36 全球玉米出口结构	16
图 37 全球小麦出口结构	16
图 38 全球肥料价格指数创 10 年以来新高	17
图 39 国内化肥价格指数持续攀升	17
图 40 为对抗高通胀，美国联邦基金利率处于较高水平	18
图 41 1982 年后通胀从高位回落，失业率则大幅攀升	18
图 42 原油价格在两次滞胀时期显著上行	18
图 43 滞胀时期黄金表现较好	18
图 44 CRB 商品指数在滞胀期间呈现全面上行的状态	19

图 45 股票指数在第一次滞胀期间大幅下挫；第二次滞胀期间震荡加大	19
图 46 第二次滞胀时代，国债收益率大幅上升	19
图 47 美元指数在滞胀早中期震荡下滑	19

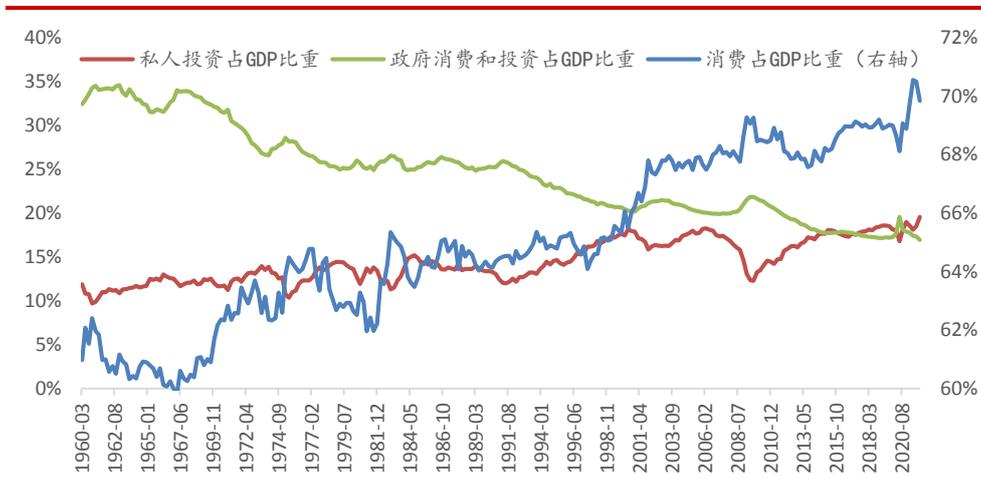
美联储目前已开启新一轮加息缩表周期，海外经济高位回落的趋势已经确立，同时考虑地缘冲突对全球供应链冲击、页岩油供给弹性缺失以及劳动力市场短缺等因素影响，海外经济陷入滞胀的风险正逐步加大，这将广泛影响全球大类资产的表现。美国经济如果陷入滞胀也会拖累国内经济的复苏，对我国稳增长带来进一步压力。因此，在现在时间点，有必要深入探究下美国经济陷入滞胀的风险以及可能的路径，并对后续大类资产的表现给出推演。

一、美国经济高位回落趋势基本确立

1. 消费主导美国经济的发展

消费兴，美国经济就强；消费衰，美国经济就弱。消费在美国经济中占主导地位，约贡献了美国 GDP 的 70%。从 1960 年到 2022 年的 60 多年间，消费占 GDP 比重从 60% 左右上升到 70% 左右。而在疫情期间，消费占比则迅速提升 3 个百分点，从 68% 上提至 71%，近期有所回落。

图 1 消费在美国 GDP 中占主导地位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

目前美国消费处于高位见顶回落的趋势中。消费包括实物商品消费和服务消费两类。下文将从实物消费和服务消费两方面来论证：实物商品消费将高位回落，服务业消费独木难支，难以显著带动消费的整体回暖。

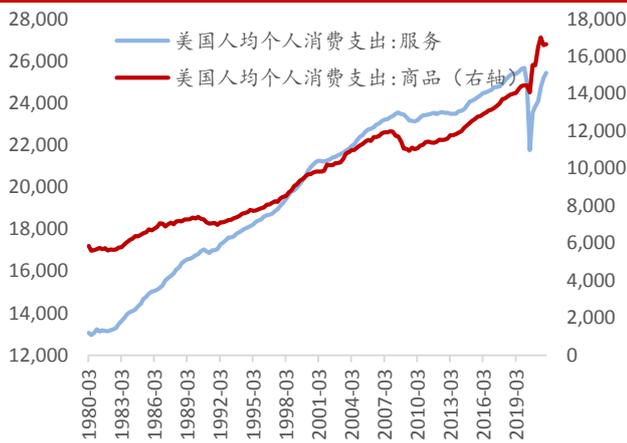
2. 实物商品消费将高位回落

疫情期间，美联储无限量宽松的货币政策和天量的财政刺激政策，共同推升居民部门消费意愿和消费能力。从下图可以看出，疫情期间居民商品支出迅猛增长，而且商品支出中耐用品增幅更快。

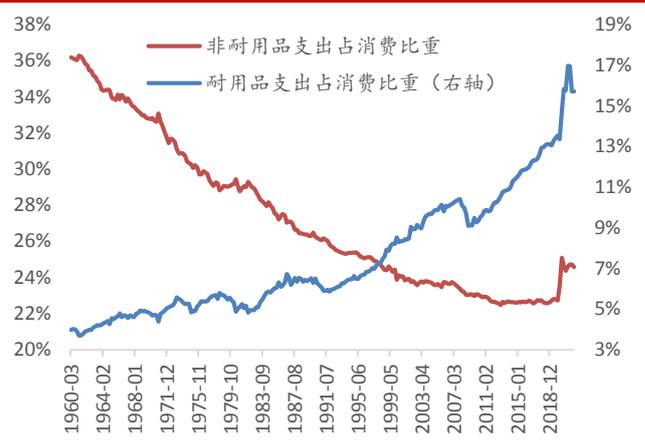
今年以来，美联储逐步开启加息缩表进程，且节奏较快。相应地，美债各期限的利率上行速度也较快，这将大幅提升耐用品的贷款基准利率，降低耐用品的消费量。同时，财政政策方面，基建相关计划（Build Back Better，简称 BBB 计划）难以出台，财政支出较少，居民部门整体收入也会受影响，从而会进一步降低对耐用品的消费量。下图也能看出，目前美国居民在手储蓄存款金额近期下降较快。预计后续耐用品及非耐用品的实物消费将逐步回落，带动商品消费高位回落。

图 2 疫情期间商品消费支出迅猛增加

图 3 商品支出中，耐用品支出占消费比例上升更快



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图4 美国个人储蓄存款总额近期大幅下降



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图5 美国耐用品新增订单逐步下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

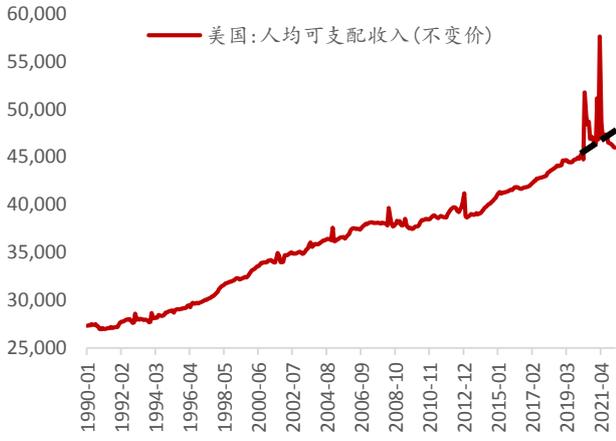
3.服务业消费独木难支

消费的关键问题是，服务业消费是否能够弥补实物消费的下滑，甚至带动整体消费的继续回暖？我们认为，就目前情形而言，服务业消费独木难支，难以显著带动消费的回暖。具体原因有以下三个：

- 1、通胀预期高企会降低居民部门的消费能力，尤其是非必需消费品的消费。从密歇根大学发布的消费者预期以及通胀预期来看，当通胀预期较高时，消费者对未来的消费预期会显著下降，二者相关性显著。逻辑上理解也是如此：当通胀预期较高、物价较贵时，居民倾向于降低非必需消费品的支出，包括非必需的服务性消费。
- 2、实物商品消费的下滑也会抑制服务业消费的水平。22年以来，美国的服务业消费指标反映的是居民在正常生活场景下的需求，疫情防控举措放开带来的线下服务业消费需求脉冲式上行的影响已经较弱。这是因为美国本土已经实行与疫情共存战略，21年下半年美国人均接种疫苗量已经达到较高水平，线下接触性相关的服务业也基本恢复或接近恢复至疫情前水平。那么在居民正常生活场景背景下，随着美联储紧缩措施的不断推进，居民的实物商品消费尤其是耐用品消费将逐步下滑，会影响居民部门的整体收入水平（一个人的实物商品支出是另一个人的收入），那么相应地，也将影响服务业消费的水平。

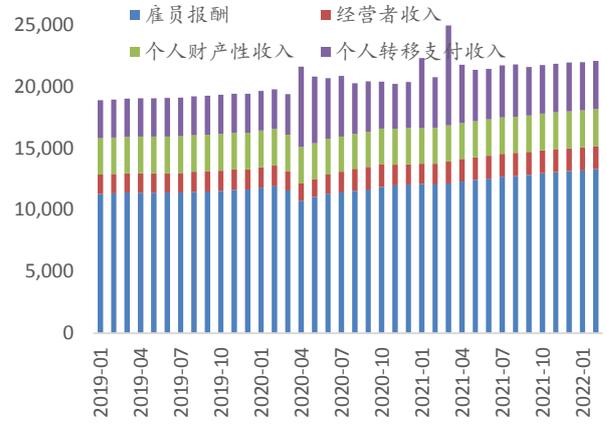
3、居民实际可支配收入难以大幅增长。目前美国人均可支配收入已经低于疫情前的趋势增长水平。考虑到居民收入的增加部分被通胀抵消、财政补贴收入减少、财产性收入面临较大的波动，未来，居民实际可支配收入难以大幅增长，导致服务性消费需求大幅增加概率较低。

图 6 人均可支配收入已低于疫情前趋势水平（单位：美元）



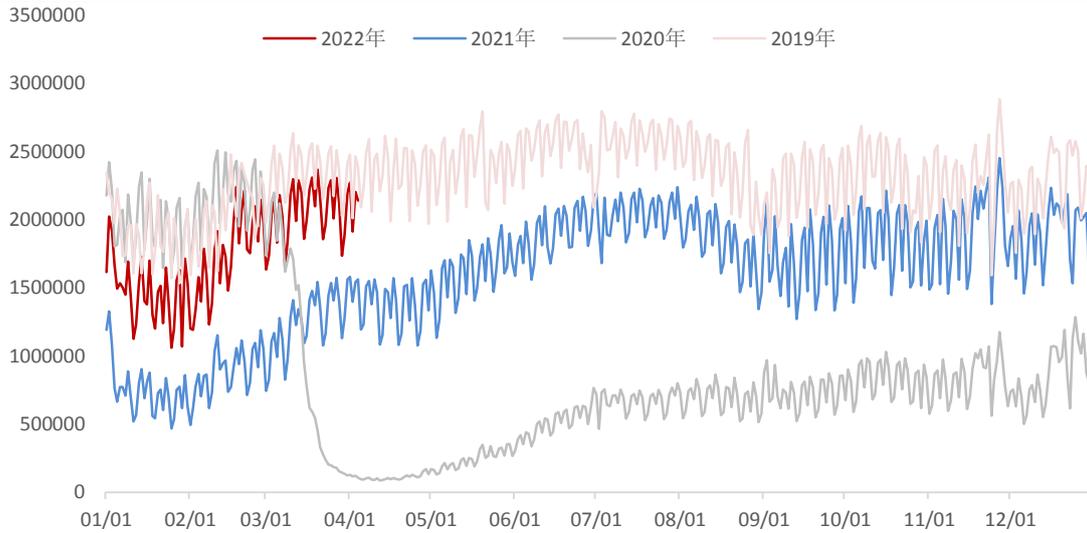
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7 美国居民收入结构拆分（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8 美国 TSA 统计的旅客运输吞吐量尚没有超过疫情前水平



资料来源：TSA，华宝证券研究创新部

图 9 22 年以来，美国商业活动指数呈趋势性下滑

图 10 通胀预期升高会降低消费预期变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

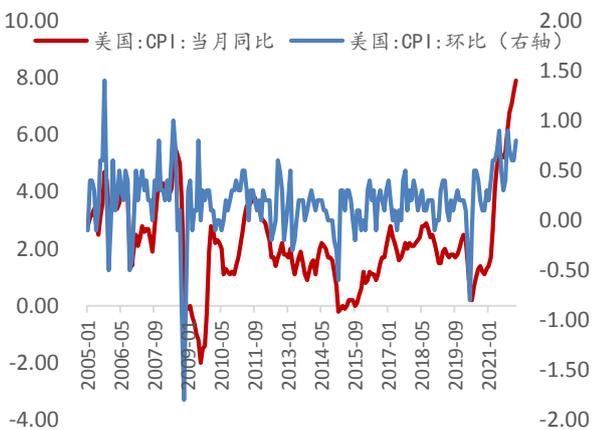


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

二、22年通胀将维持高位运行

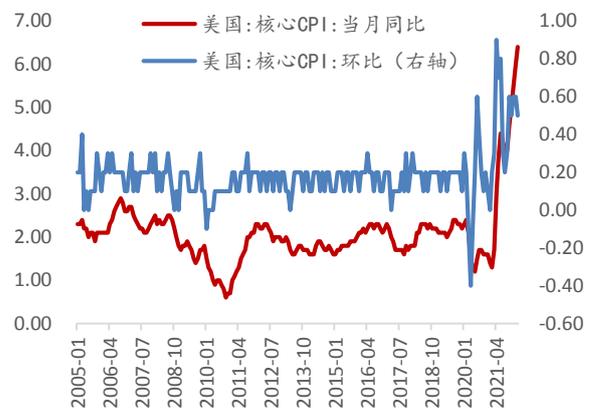
目前美国通胀，无论是从同比角度还是环比角度，均呈现大幅且全面的上升。本轮高通胀是在货币天量超发背景下，旺盛的需求端与紧张的供给端错配造成的供需失衡引发的。那么，美联储收紧货币政策，是否能够有效的管控高通胀呢？我们认为，22年美联储较难将通胀管控在目标区间内，短期内通胀仍将维持高位。因为货币政策收紧只是抑制社会总需求，难以解决供给端带来的通胀问题。而22年，影响通胀的供给端因素或难以大幅缓解。虽然总需求会逐步下滑，但仍存在美国经济进入滞胀特征的场景——即美联储加息缩表速度过快，使得总需求下滑较快，而影响通胀的供给端因素缓解相对较慢，造成经济有进入滞胀特征的可能。

图 11 美国 CPI 同比、环比均大幅上升（单位：%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 12 美国核心 CPI 同比、环比均大幅上升（单位：%）

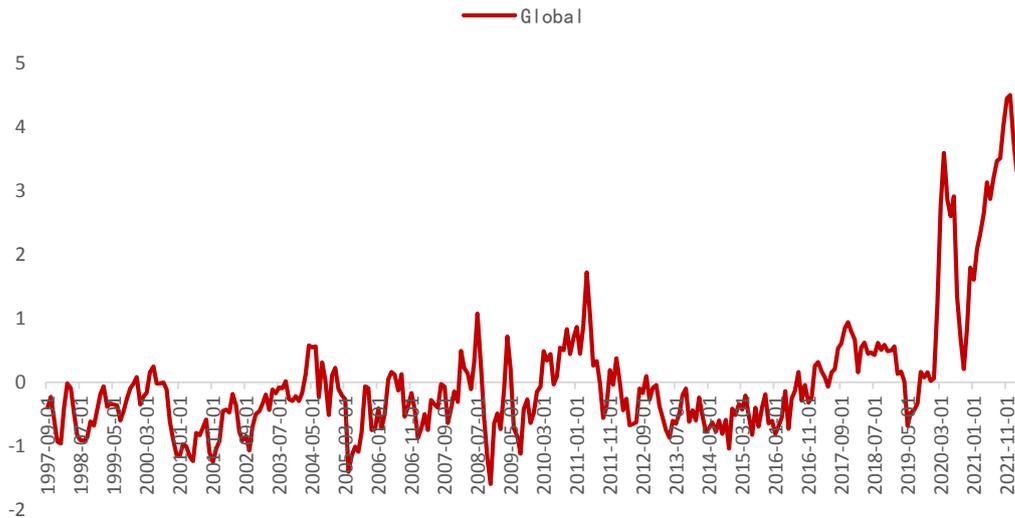


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.22 年供应链瓶颈问题或将持续

近期全球供应链压力仍在高位。下图衡量的是供应链压力指数偏离均值的标准差，目前已经超过了 3 倍标准差的位置。

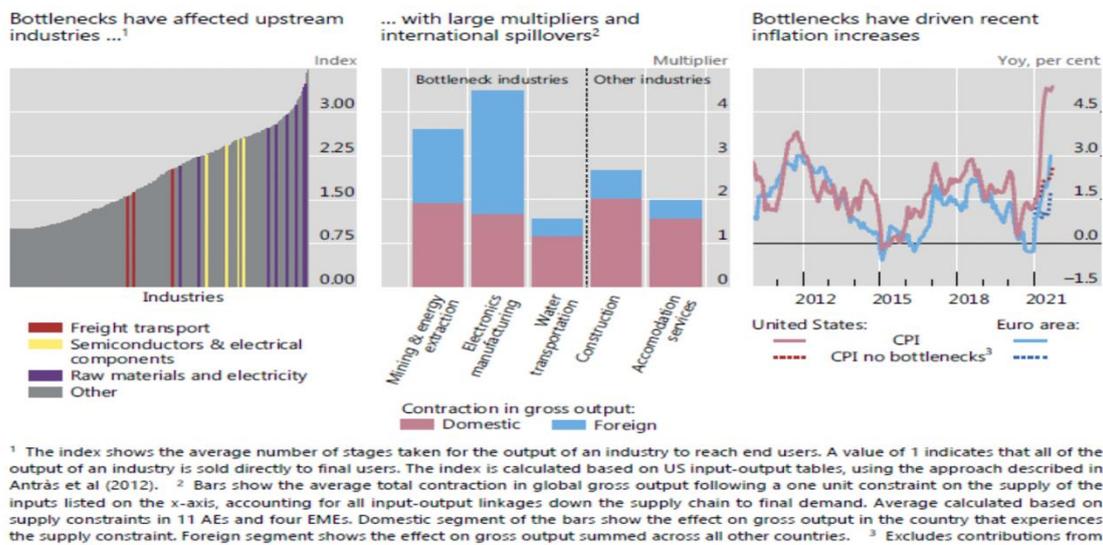
图 13 全球供应链压力指数持续高企（偏离均值的标准差）



资料来源：NYFED，华宝证券研究创新部

供应链问题涉及的范围比较广，包括大宗商品、半成品以及运输物流、能源供给、劳动力供给等环节。并且，供应链问题所处的产业链位置不同，其造成的产出影响也不同。越上游的产业出现供给瓶颈越容易产生巨大影响。根据 BIS 论文研究结果：上游行业如能源商品或半导体产品供给受到限制导致的产出下降，一般是其初始影响的平均 3.5 倍到 4.5 倍。

图 14 供应链瓶颈造成的产业链影响测算



资料来源：BIS，华宝证券研究创新部

此外，在疫情造成的经济衰退和之后的复苏时期，居民的需求更多的是来自实物商品的需求。实物消费的生产一般是资本密集型的，扩大产能需要时间，这也降低了短期内的供给弹性。对实物产品需求的迅猛增长，也会迅速带来产成品的供给瓶颈，导致更高的通胀。影响供应链问题的三大因素——产业链问题、运力问题以及劳动力供给问题，这些问题在 22 年大概率仍将持续。虽然目前经济整体有高位回落的趋势，但造成供应链瓶颈的这些因素或将对通胀水平形成较强的支撑。下文我们通过国内疫情多发影响全球产业链供应、海运成本以及美国劳动力供给三个供应端因素来说明。

1.1.国内疫情多发影响全球产业链供应

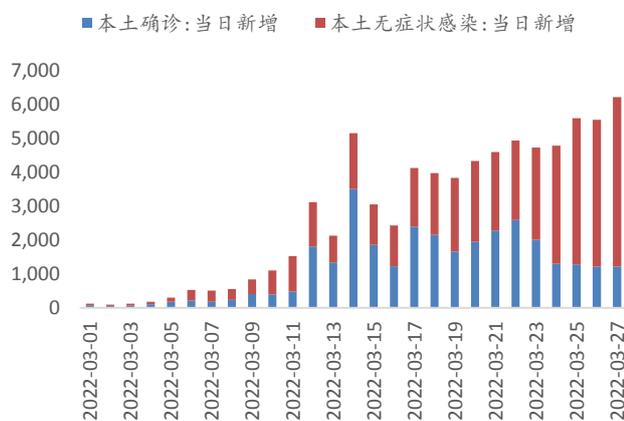
现阶段产业链全球化程度相当高，各个国家在产业链各环节分工精细且紧密有序。这种产业链分工结构带来的好处是大幅提高产业链运转效率，但是韧性却很差。一旦遇到类似疫情这种冲击，产业链的安全性及运转顺畅度将会受到严重影响。自 21 世纪以来，中国已经全面深入参与到全球价值链分工当中，成为全球价值链非常重要的一环。

国内疫情防控压力威胁全球产业链供应的安全。22 年以来，我国本土新增病例快速上升，主要为奥密克戎毒株传染所致。部分重要省会城市如上海、深圳、吉林等发生了疫情大规模爆发传染的现象。为保护人民群众的安全，国内选择坚持动态清零政策，疫情爆发严重省会及城市采取封城举措以遏制疫情的快速传播与蔓延。这在一定程度上影响到产业链的供应安全。

以 22 年春季上海和吉林封城对供应链的影响来看。首先对交运、物流、港口等行业冲击较大，而交运、物流、港口行业属于基本供应链范畴，是其他产业链正常运转的基础。封城直接导致这些基础行业链条运转不畅，对社会全产业的供应链影响范围较大。第二，上海和吉林是汽车整车及零部件企业的聚集地，如特斯拉、大众、通用、上汽等。疫情防控政策部分影响到汽车零部件及整车的生产和供应，叠加底层物流效率下滑，港口堵塞，进而影响全球汽车产业链的供应。第三，上海是国内重要的集成电路集聚区，产值规模占全国的 25% 左右。上海疫情防控政策对电子行业芯片及相关物料的生产及运输影响较大，进而影响全球电子行业产业链的供应。第四，受上海疫情外溢影响，长三角周边部分城市采取封闭/半封闭管理措施，这对长三角重要行业产业链冲击影响较大。尤其考虑到长三角是我国先进制造的重要生产基地，重要的工业原材料如金属及非金属制品行业、基础化工领域等行业生产受阻，对整体制造业影响较大。

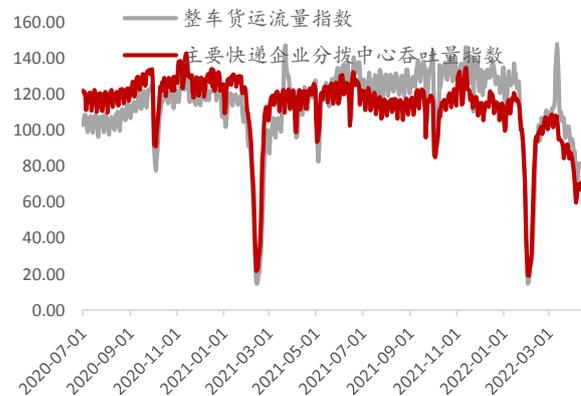
未来，一方面考虑到病毒传播性强、变异性强，另一方面考虑到我国疫苗加强针以及老年人疫苗接种率有待继续提高等因素，目前来看，坚持“动态清零”总方针将会持续。而目前中国产业链已嵌入全球产业链中，疫情对国内经济的扰动将持续影响全球产业链的供应。

图 15 本土疫情蔓延形势较为严峻



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 16 22 年春季以来，国内物流吞吐量下降较大



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

1.2. 22 年海运长协价格的上升将加大通胀压力

目前世界贸易 90% 的运输量，都是通过海上运输完成的。就目前而言，海运价格尤其是长协价格在 22 年可能会较 21 年进一步抬升。主要原因如下：

- 1) 对于进口商/出口商来说，货主对高运价接受程度较高。一方面是因为运费占总产品货值较低，运费因素不至于影响进出口决策。对单价低、体积小的商品来说，运费占货值比例小于 5%。另一方面，海运的运输方式难以被替代，空运运量小且价格高，货主不得不选择海运的方式。

2) 对于运力提供方而言，海运行业市场集中度高，船运方处于绝对定价地位。全球海运市场竞争格局相对比较集中，全球前十的班轮公司运力占全球总运力的80%左右，其中前三大海运公司（马士基航运、地中海航运、中远海运）合计运力占全球总运力的40%以上水平。

根据中远海运的信息披露可以看到，22年新一轮的长协价格已经提前开始谈判，客户签约意愿强烈，长协签约比例大幅增加。船运公司开出的条件相对苛刻，客户对目前的供需关系比较接受。船运公司要求大客户签长协时间为2-3年。中远海运预估2022年之后的长协价格是2021年的2-3倍。

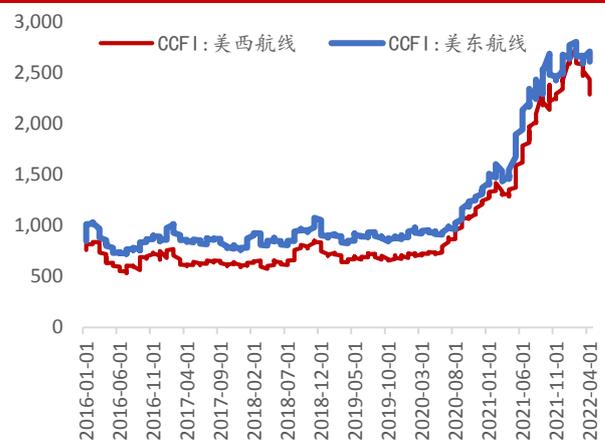
海运成本对通胀的影响存在滞后性。考虑到一般海运进口商会签订长协价格，在合同期内固定费率，合同期限通常在一年或以上时间。当续签合同时，航运费的上升将逐步体现，因此航运成本对通胀的影响存在滞后性。叠加油价的上涨，贸易商运输成本或将继续高位维持。虽然总体来看，运输成本只占制成品总成本的较小份额，但运输成本长协价格的上涨仍会促使进口商将压力进一步转嫁给下游消费者。

图 17 22 年春季国内港口集装箱吞吐量大幅下滑



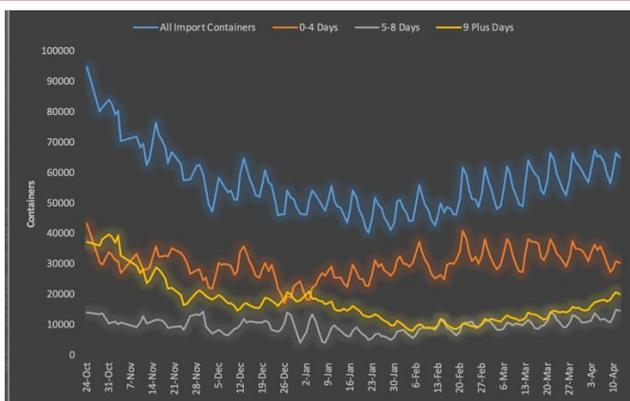
资料来源：NYFED，华宝证券研究创新部

图 18 CCFI 美国航线集装箱船的价格指数持续高位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 19 洛杉矶港口拥堵时长近期小幅攀升



资料来源：洛杉矶船运网，华宝证券研究创新部

图 20 美国运输成本逐步上涨（单位：%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3. 劳动力紧缺短期内难以缓解

美国劳动力市场非常紧俏。目前 u3 口径的失业率¹已经达到 3.6% 左右，基本和上一轮失业率低点持平，也处于历史较低位置。从职位空缺数来看，目前美国职位空缺数进一步创新高，且是自 2000 年后有记录以来的新高。劳动力市场的紧张也带动薪资水平的提高。私人部门薪资同比大幅高于疫情前，且趋势上仍在持续攀升。然而，在劳动力市场如此过热情况下，劳动参与率²却没有大幅提高，甚至尚没有超过疫情前。尤其是 55 岁以上的人群，劳动参与率较疫情前大幅下降后，并没有显著回升的趋势。

后续美国经济复苏节奏逐步放缓，职位空缺数可能会见顶回落，由于经济运行的惯性，职位空缺数大概率呈现逐步温和回落的态势。在此背景下，若劳动参与率难以较疫情前大幅提高，那么劳动力市场供需紧张情况短期内将会持续。“工资—价格”的螺旋式上涨预期可能会继续，这会带来通胀效应的更加持久。那么问题的关键就在于劳动力供给方面能否大幅改善。而我们认为，美国劳动力的供给短期内难以大幅改善。主要基于三点：

- 1、提前退休。随着美国人口增长放缓，婴儿潮世代（1946-1964 年出生的人）步入退休年龄，人口中退休人员的占比在增加。此外，也有较数量的人原本没有计划退休，但在 2020 年疫情后选择退休，这一方面可能是处于对疫情环境下潜在健康威胁的担忧，另一方面也是与政府补贴以及不断上涨的金融资产增加有关。而这部分选择提前退休的人（55 岁以上），基本上不会在回到劳动力市场，这部分造成了劳动力市场供给的短缺，而且这一因素会持续。
- 2、移民限制。移民是美国经济相当重要的组成部分，弥补了美国人口增长疲软的不足。特朗普任总统时期，曾多次签署限制移民入境的行政令，以防止移民跟美国人抢工作。此外，新冠疫情也使得移民数量增长有所下降。受疫情及区域政策等原因影响，近两年移民申请进展较为缓慢。据《世界移民报告 2022》估算，新冠疫情可能使全球移民数量的增长减少了约 200 万人。就目前来看，成功移民美国的趋势未来并不会显著大幅上升。
- 3、暴露新冠疫情环境的担忧以及因疫情生病请假人数大幅攀升。一方面，部分劳动者在线下服务类的岗位工作，他们可能会担忧暴露新冠病毒环境工作的风险而选择离职。另一方面，由于奥密克戎蔓延引发确诊病例激增，美国劳动者请假人数增加较多。变异病毒的高传染性已经对美国劳动力市场影响显著。据美国人口普查局家庭脉搏调查（Household Pulse Survey）显示，在 21 年 12 月 29 日至 22 年 1 月 10 日的两周内，约有 880 万人因感染新冠病毒或者需要照顾感染新冠的人而请病假。这一数字是自 2020 年 4 月有记录以来的新高。美国经济前景与民众健康息息相关。

图 21 移民人口占工种人口的比例排名

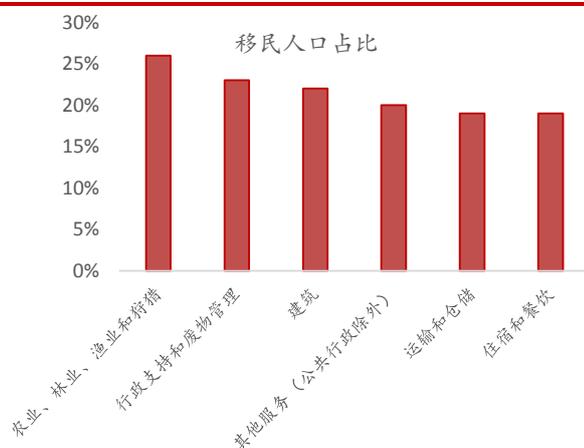


图 22 美国绿卡获得者自 2016 年来持续下降



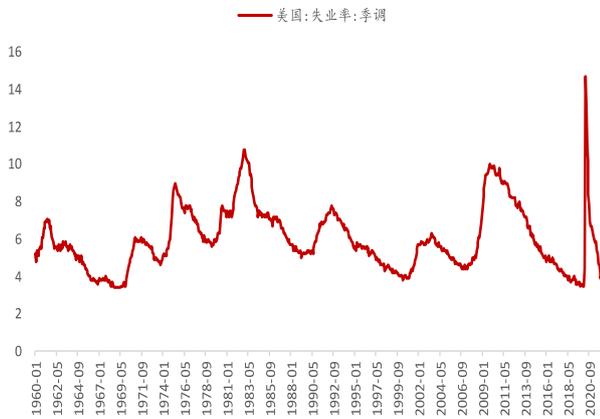
¹ 失业率的定义：希望找工作但是尚未找到工作的人数 / （希望找工作但是尚未找到工作的人数以及已经工作的人数之和）

² 劳动参与率的定义：（希望找工作但是尚未找到工作的人数以及已经工作的人数之和） / （16 岁-64 岁人口）

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

面对用工成本上升，企业实际上也在将成本压力传导至消费者。NFIB 调查报告显示，约 72% 的受访者表示曾在过去三个月里提高了价格。并且约 50% 的受访者表示仍将进一步提高产成品价格。劳动力紧俏对通胀的推升仍在继续，“工资—价格”的螺旋式上涨预期或许正在演绎。

图 23 近期美国失业率处于历史较低位置



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

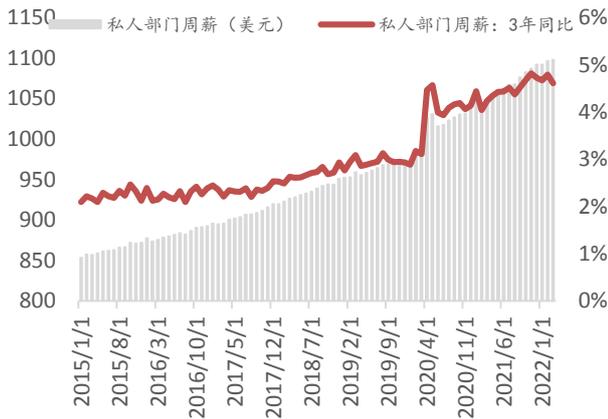
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 24 美国职位空缺数创有记录以来新高



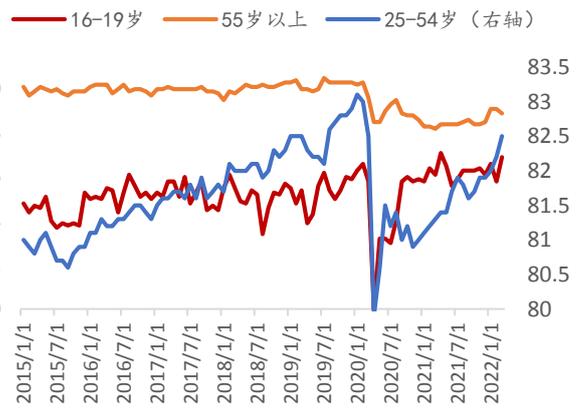
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 25 私人部门薪资大幅高于疫情前，且仍在持续攀升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 26 劳动参与率尚未回到疫情前（单位：%）

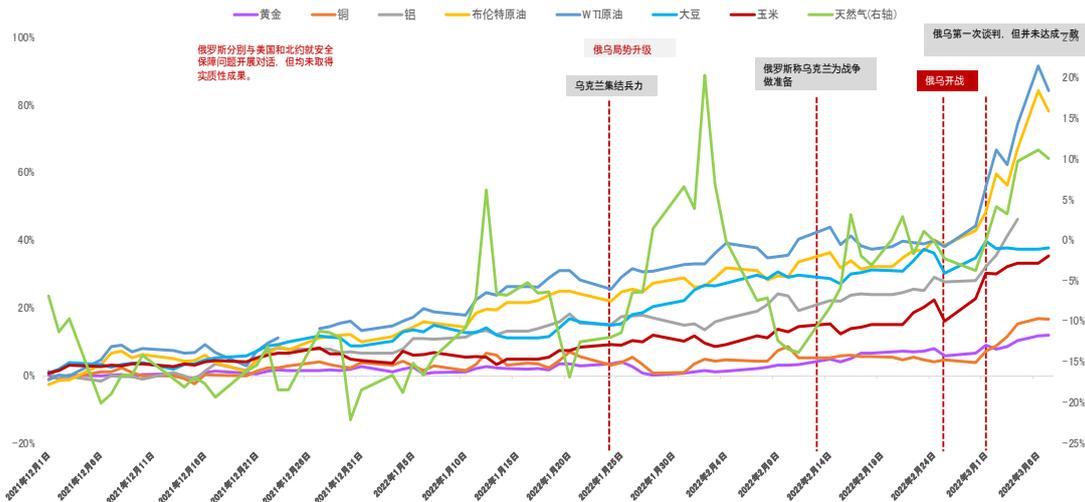


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 俄乌冲突对大宗资源品价格影响广泛

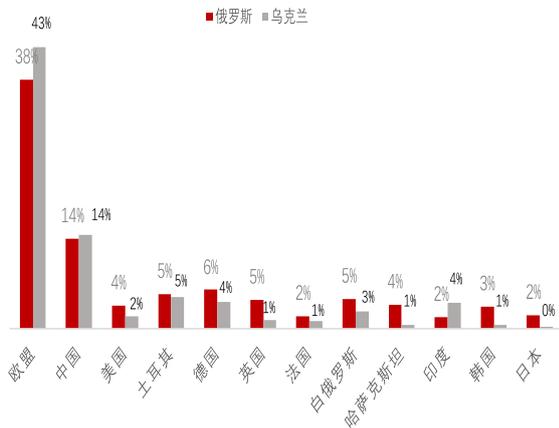
2022 年 2 月 24 日俄乌冲突爆发以来，商品价格快速攀升。尤其是俄乌出口占比较高的大宗资源品，如能源、玉米、钯金、镍等价格大幅攀升，相关的农资价格如钾肥、磷肥等价格也在飙升。截止目前，俄乌局势尚未能看到有效缓解的迹象。俄乌冲突一方面对本就高企的通胀以及脆弱的供应链产生严重冲击，另一方面，也会造成全球经济的下滑，使得经济滑入滞胀特征的概率加大。

图 27 俄乌冲突带动商品价格快速攀升



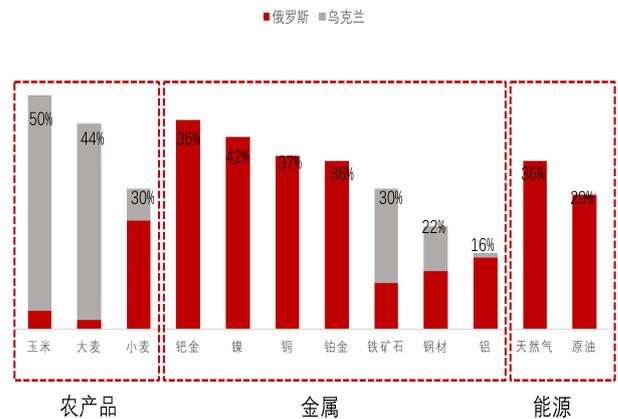
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 28 俄乌两国出口至各国的权重占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 29 俄乌两国出口至欧洲贸易量占欧盟总贸易量的比例



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.原油价格预计将高位维持

美国原油产量占世界原油产量比重较高，约 20% 左右。OPEC 占比在 28%，俄罗斯占比在 11% 左右。在目前的高油价面前，OPEC 有动力维持高油价，其增产意愿有限。目前 OPEC 日产在 28000 千桶/天，远未回到疫情前的产油量规模。对于俄罗斯原油，美国在 22 年 3 月 8 日即宣布俄罗斯石油出口禁令。在此背景下，美国只能靠自己增加石油产量来缓解高企的通胀压力。考虑到美国的原油库存包括战略石油储备库存目前在大幅下滑，美国增加原油供应的意愿比较强，同时美国也有能力增加原油的供应。那么，问题的关键是：为什么美国页岩油活跃钻井数在低位迟迟徘徊，难以大幅增加呢？后续随着高油价的持续，美国页岩油活跃钻井数量会大幅上升么？

我们认为，尽管油价处于高位，美国页岩油资本开支也是较难大幅增加。

一是因为碳中和的政策限制，大型企业恪守资本开支纪律，谨慎增产，钻机数的增量非常有限。小型企业页岩油商虽然有意愿增产，但是由于产量份额不高（25%-30%），并且在解决人力、钻机租赁、管道设备等问题能力较弱，增产上限空间有限。

二是目前美国政府并没有实质上出台对页岩油行业的鼓励政策。比如减少甲烷排放的税收、放开审批管制等。考虑到民主党政府比较重视气候问题，美国政府除了“尽可能寻找别的途径补充石油供应”外，对本国传统能源的限制短期内较难有实质的改变。

三是页岩油企业增产的信心严重受损。在上一轮美国页岩油和沙特原油争市场份额打价格战时，不少厂商陷入了“油价反弹-增产-供给增加-油价下跌-被迫减产”的循环，股东实际回报较差。叠加 2020 年负油价致使多家企业破产。页岩油企业尤其是大型企业的股东不愿意扩大资本开支，更愿意将现金流用于分红和回购股票。如美国大型页岩油厂商先锋（PioneerNaturalResources）CEO Scott Sheffield 表示，先锋更倾向于股票回购，并已将股票回购规模提高至 40 亿美元。他预计公司将专注于盈利能力，并持续向股东分红。

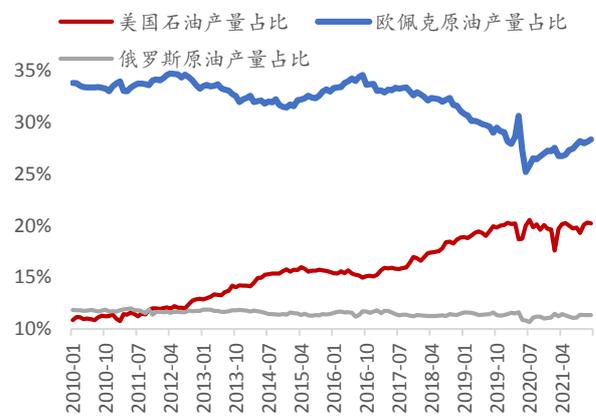
近期美国三大页岩油公司先锋（PioneerNaturalResources）、戴文能源（DevonEnergy）和大陆能源（ContinentalResources）陆续公布了十多年来最高的年度利润。他们认为公司之所以能够获得创纪录的额外现金收入，是因为他们在将石油和天然气的收入进行再投资时，仅保持产量和此前持平。三家公司均表示，他们今年将继续限制产量的增长。

图 30 opec 有动力维持高油价，增产意愿不足



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 31 美国石油产量占全球原油产量的 20%



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 32 美国石油库存量下降较快



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 33 页岩油钻井数没有随着油价升高而提高



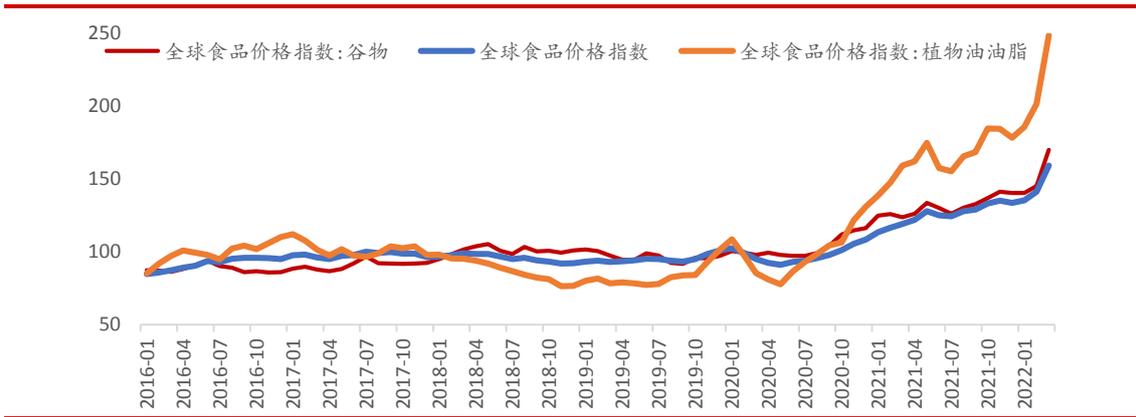
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 粮食及农资产品价格大幅上升

2.2.1. 受俄乌危机影响，22 年全球粮食供应紧张

俄乌危机影响下，全球食品价格大幅攀升。我们预计 22 年食品价格将会维持在高位震荡。

图 34 俄乌冲突背景下，全球食品价格指数大幅攀升

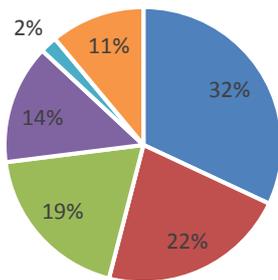


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

俄罗斯、乌克兰是世界重要小麦、大麦、葵花籽主要生产国和出口国，两国合计小麦出口量占世界总量的 26%，乌克兰玉米出口量占世界总量的 15%，乌克兰葵花籽出口量占全球的 60%。

图 35 全球玉米出口结构

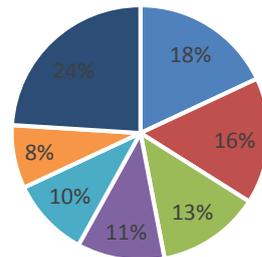
■ 美国 ■ 巴西 ■ 阿根廷 ■ 乌克兰 ■ 欧盟27国 ■ 其他



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 36 全球小麦出口结构

■ 欧盟27国 ■ 俄罗斯 ■ 澳大利亚 ■ 美国 ■ 乌克兰 ■ 加拿大 ■ 其他



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

俄乌冲突使得乌克兰春播面积大幅下降。乌克兰的春播一般从 4 月开始。据《基辅独立报》报道，乌克兰大部分农业用地，如赫尔松州和尼古拉耶夫州，都位于冲突最激烈的东部地区。俄乌冲突使得大量农业人口流失，也在一定程度上影响了春播的进展。乌克兰农业部预计春播面积可能比去年减少 30%至 50%。如果俄乌冲突持续更长时间，那么将有可能还会继续影响到下一个季节的农业生产。

根据 SovEcon、APK-Inform 等机构预测，2022 年度乌克兰葵花籽收获面积预计 440 万公顷，同比减少 38%，产量 960 万吨，同比减少 45%；玉米收获面积预计 460 万亩，同比减少 16%，产量 2770 万吨，同比减少 34%。小麦方面，由于乌克兰春小麦占小麦整体产量较小(约 5%)，因此小麦减产幅度较低，预计收获面积减少 7%至 690 万亩，产量减少 21%至 2600 万吨。该预测的前提是以俄罗斯与乌克兰将会较快达成停火协议，4 月大部分农户能够下田耕作为前提，若战事未休，乌克兰农作物产量恐进一步恶化。

物流也是限制乌克兰出口的重要因素。乌克兰 80%谷物的出口均是通过敖德萨港已经停摆。目前乌克兰通过铁路运输转运粮食，但铁路运输运力不足。物流也是限制乌克兰出口的重要因素。

2.2.2. 化肥价格走强将会持续支撑农产品价格

俄罗斯是国际市场重要的化肥供应方，在氮肥、磷肥和钾肥方面出口占比较高。据联合国粮农组织（FAO）数据，2021年俄罗斯氮肥的出口贸易占全球比例约为17%。2021年磷肥出口贸易占全球比例约为14%。2021年钾肥出口贸易占全球比例约为23%。

化肥对农业生产及丰收有重要作用。据联合国粮农组织（FAO）调查统计，肥料的平均增产效果在40%-60%区间内。化肥使用量的减少会大大降低农作物的收获量。俄罗斯作为国际市场重要的化肥供应方，化肥出口被制裁或者俄罗斯降低化肥的出口量，那么将会对全球粮食产量造成较大影响。此外化肥成本一般占农民全部农资投入的50%左右。化肥价格的飙涨也会对造成农产品价格的进一步上扬。

图 37 全球肥料价格指数创 10 年以来新高



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 38 国内化肥价格指数持续攀升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

三、滞胀场景的可能性与资产配置方向

目前，美国通胀处于高位，且供应链相关因素短时间难以缓解。美国经济复苏逐步出现见顶回落迹象，叠加美联储快速紧缩政策，未来需求会进一步减弱。如果美联储紧缩政策拿捏的好，会使得需求缓慢下降，匹配供给端限制，使得经济出现软着陆；如果美联储紧缩预期过快，那么就有可能造成需求快速回落，而通胀回落速度相对较慢，造成经济可能进入滞胀的场景。

滞胀环境大都是由供给端因素造成的。滞胀状态是经济运行过程中一个非常特殊的状态。从需求变化来看，影响需求的事项包括消费者、企业的信心预期变化，进出口对需求的影响等，而这些事项的上升或者下降，一般都会对应着产出和通胀的同向变化。但供给端扰动却不同。供给端的冲击则有可能促使通胀和经济增长向相反方向变化。如美国在 1970 年代的两次石油冲击，使得通胀抬升、经济增长下降。

滞胀早期特征出现时，股票资产和债券资产整体表现一般。在经济由滞胀初期运行至中期时，货币政策一般采取加速紧缩来促使通胀回落。此阶段无风险收益率提高较显著，而总需求较差，这种环境对股票市场整体来看是不友好的。在滞胀的早中期，通胀预期仍有继续向上攀升的压力，名义债券收益率向上压力较大，实际收益率处于较低位置，债券投资受通胀侵蚀影响较大，整体投资属性较差。

在自由浮动汇率体制下，本国的汇率在滞胀的早中期表现较差。这是因为，在目前的国际货币体系下，法币的汇率可以选择自由浮动，而不需要与黄金等实物资产进行挂钩。随着高通胀持续演

绎，本国法币的安全性和保值性受到质疑，市场对本国法币的信赖程度逐步降低，更倾向于换出本国法币以保持财富的安全性。

商品在滞胀预期发酵的早期和中期表现较好。一是因为滞胀环境大都是由供给端因素造成的，供给短缺造成商品价格大幅上涨。基础性的大宗资源品价格大幅上涨带动全社会物价层面的广泛上涨。二是随着高通胀持续演绎，法币的安全性和保值性受到质疑，人们倾向于保有实物资产来对抗法币的不安全性和无法保值的属性。这也带来实物资产尤其是商品价格的大幅上升。

随着滞胀状态的推进，货币当局为了使公众相信政府对价格稳定的承诺，一般会选择大幅且持续的收紧货币政策。在货币政策处于长时期的收紧状态后，人们对未来的通胀预期会慢慢下来，也开始逐步相信货币当局对价格稳定的承诺，此前高居不下的通胀会逐步下滑，而经济则将会进入衰退。

货币政策大幅且长时间的收紧，可能会带来短期高昂的社会成本。典型如 1970 年代的美国，通胀持续抬升，民众普遍不相信美联储致力于保持稳定低通胀的承诺，经济在深度滞胀状态徘徊。1979 年 8 月保罗沃尔克被任命为美联储主席，货币政策开始急剧收紧。联邦基金利率在 1980 年 12 月最高达到 22%！紧缩的货币政策持续了两年左右的时间，在 1982 年初，成功将通胀（pce 指数）从 11% 的水平降低到 6% 以下。此轮大幅且较长时间的紧缩政策，让社会付出了高昂的成本，失业率从 1979 年 6% 左右水平，大幅攀升至 1982 年底 11% 的高位。

近期美国公布 3 月 CPI 数据，同比 8.5%，创 1982 年来新高。美国货币政策正在加速转鹰以应对目前高企的通胀。通过上文分析，在货币政策加速转向时，一旦用力过猛将有可能大幅压制经济增长，而通胀由于供给端因素的影响，可能会在高位维持，短期内通胀很难快速回落，这就使得美国经济有可能陷入滞胀的状态。

因此，美国货币政策动态及其对经济的影响是未来资产配置方向的决定因素。虽然目前美国的经济增长处于较高位置，但市场对未来经济增长的预期已经在逐步下滑。典型的代表是 10 年期美债利率和 2 年期美债利率一度接近倒挂。滞胀预期或正处于发酵前期阶段。根据前文观点所述，此阶段投资商品为代表的实物资产是有比较好的超额收益，至少相对超额收益是比较确定的。权益资产、债券资产以及外汇在此阶段处于投资逆风期。当美联储采取大幅且持续较长时间的紧缩政策后，通胀真正确立拐头向下的信号，彼时将是实物资产获利了结的最佳时期。之后，美国经济或将进入衰退状态。

图 39 为对抗高通胀，美国联邦基金利率处于较高水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

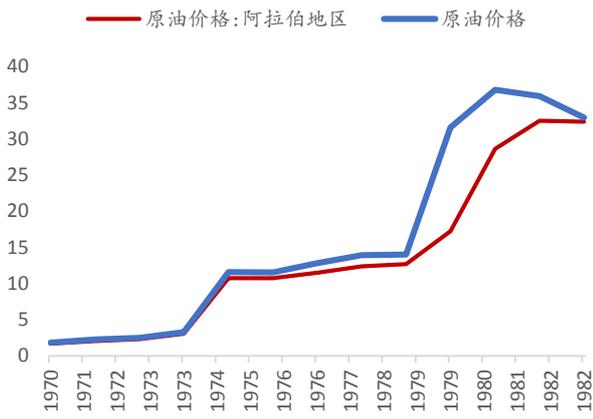
图 41 原油价格在两次滞胀时期显著上行

图 40 1982 年后通胀从高位回落，失业率则大幅攀升

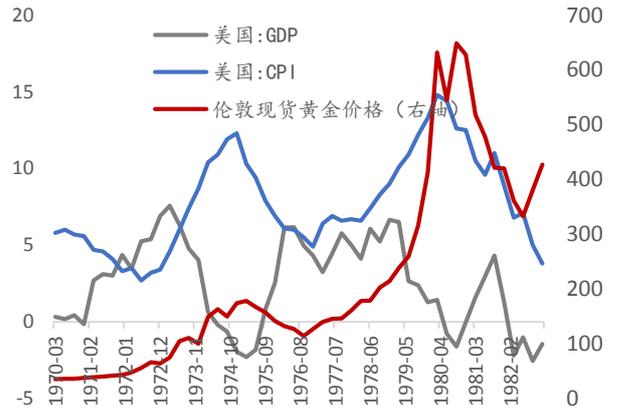


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 42 滞胀时期黄金表现较好

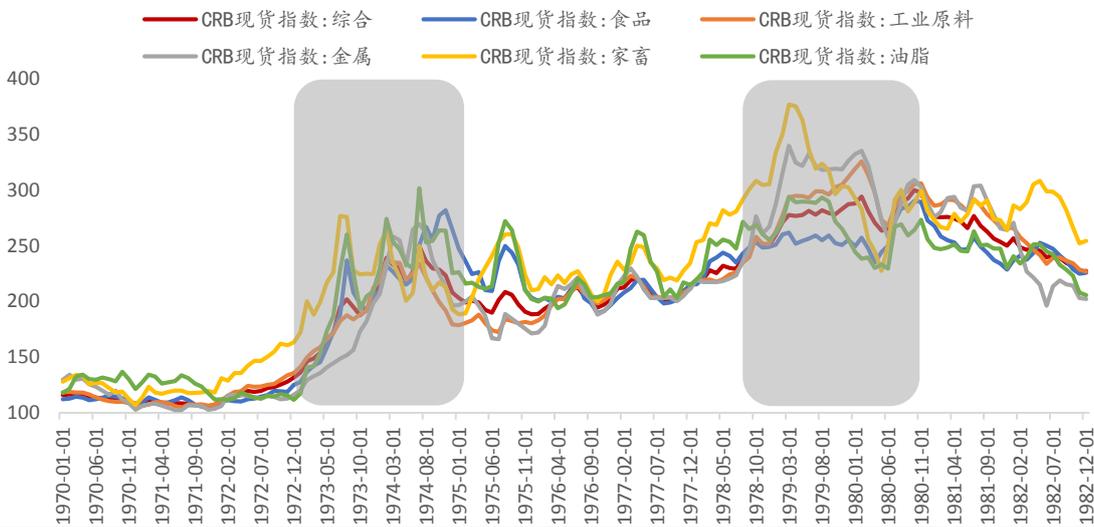


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



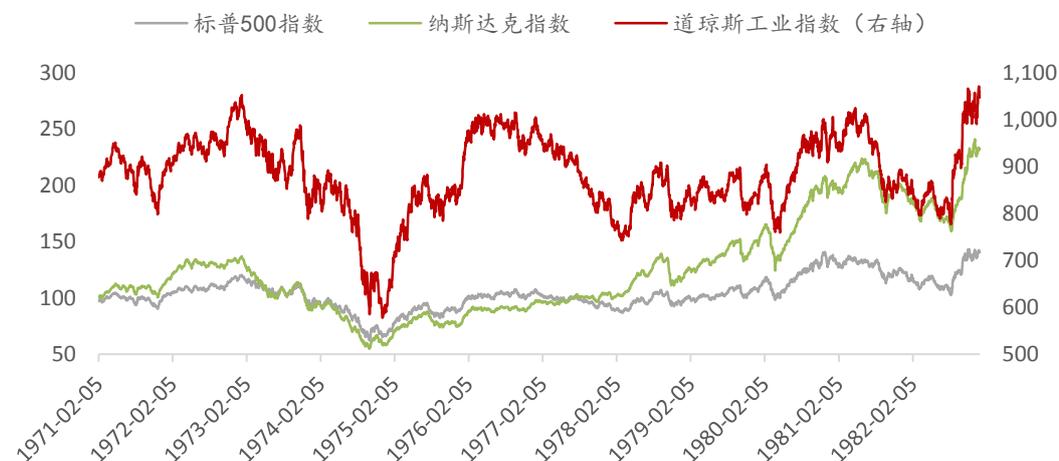
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 43 CRB 商品指数在滞胀期间呈现全面上行的状态



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

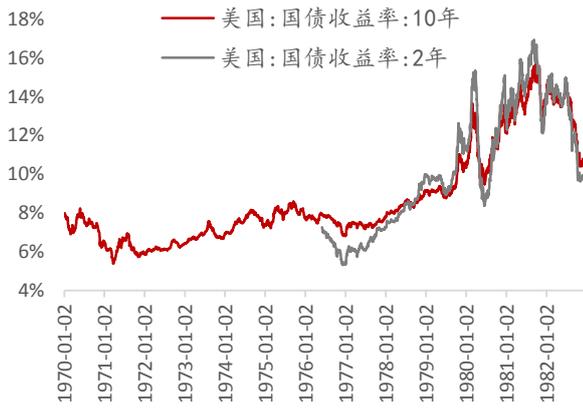
图 44 股票指数在第一次滞胀期间大幅下挫；第二次滞胀期间震荡加大



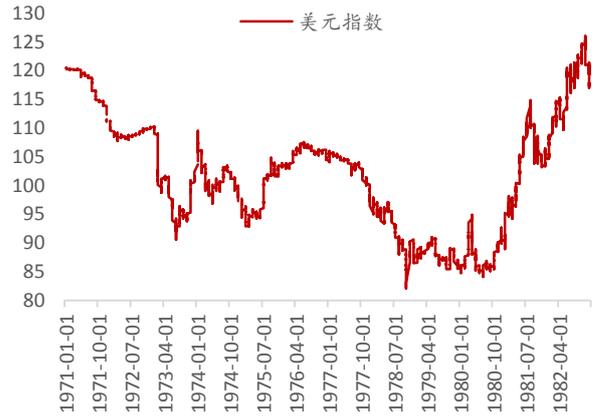
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 45 第二次滞胀时代，国债收益率大幅上升

图 46 美元指数在滞胀早中期震荡下滑



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

风险提示及免责声明

★华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

★市场有风险, 投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下, 本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价, 也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下, 本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策, 自担投资风险。

★本公司秉承公平原则对待投资者, 但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能, 请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权, 任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发, 须注明本公司出处, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果, 本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★根据证券投资者适当性管理有关法规, 该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者, 若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者, 请勿阅读、转载本报告。