



Research and  
Development Center

# 美国通胀何时见顶？

2022年4月27日

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 美国通胀何时见顶?

2022年4月27日

- **能源价格跳涨是3月CPI同比增速上行的主要推手。将CPI拆成三项(即食品项、能源项和核心项),从CPI的贡献上看,核心项>能源项>食品项。在3月通胀数据中,尽管能源、食品项均有上扬,但3月CPI上行的推动作用主要源自能源价格的上涨。从历史数据上,一般而言,能源项变动主导整体通胀的变动方向,因此我们可以通过跟踪能源项变动对整体通胀做出预判。**
- **地缘政治冲突下能源短缺局面加剧了能源商品价格波动,延迟通胀回落趋势的出现。**俄乌冲突是美国能源项通胀的一个影响因素,这一因素的不确定性主要源于两个方面:一是俄乌间的冲突程度,二是石油输出国组织的生产决策。我们认为后续油价上涨的风险在增加,一方面美国再次向乌克兰提供大批军事援助,可能令复杂的局势火上浇油;另一方面IEA关于2022Q2的石油市场报告显示OPEC没有选择增产的生产决策。预计与俄乌冲突有关的供应短缺继续给现有的通货膨胀施压,若后续油价再涨,将延迟通胀回落趋势的出现。
- **产需缺口有所收窄,但劳动力供给短缺导致的成本压力还在上升。**在生产方面,美国新订单PMI与产出PMI间的供需缺口较去年有所收窄,3月新订单PMI更是大幅下滑,缺口的收窄主要是新订单PMI的下行,而非生产端的改善。制造业的低库销比也显示出库存和销售间的不匹配,这表明供应问题依旧存在,后续商品供需缺口修复仍需时日。在劳动力市场方面,职位空缺率反弹至历史新高,劳动参与率却低位徘徊,显示出劳动力供需缺口仍严重。此外时薪环比增速上升至2012年起同期数据的历史次高,劳动力短缺的局面仍在加剧,供应瓶颈难以很快消除。预计劳动力市场供需错配继续推动劳动力成本上行,增加通胀压力。
- **3月不是通胀高点,顶点大概率落在二季度。**纵观当前影响通胀的因素,一是地缘政治风险因素,二是供给瓶颈变化因素。短期内,油价演变具有不确定性,但存在上行风险,中期来看,供需基本面改善仍需时日,供应问题难以快速消除。这些阻碍因素可能会导致通胀的回落发生滞后。然而,美联储遏制通胀的决心与鹰派的加息表态意味着通胀顶点可能不远、通胀回落的滞后期可能并不长,预计顶点大概率会落在二季度的区间内。
- **风险因素:**俄乌冲突局势超预期恶化,美联储加息步伐加快。

## 目录

一、地缘政治冲突放大能源价格变化，扰动美国通胀 .....	4
1.1 能源价格变动是通胀的重要扰动项 .....	4
1.2 地缘政治冲突加剧能源短缺局面，放大能源商品价格波动 .....	5
二、劳动力短缺格局严峻，供给缺口修复仍需时日 .....	7
2.1 劳动力成本价格的上升是通胀降温的一大难关 .....	7
2.2 供需缺口收窄，但紧供给问题犹存 .....	8
三、通胀顶点后移，大概率落在二季度 .....	9
风险因素 .....	11

## 表目录

表 1: 美国 CPI 能源项拆分 .....	5
-------------------------	---

## 图目录

图 1: CPI 同比增速再度升高，能源项的贡献程度高于食品项 .....	4
图 2: CPI 分项中，能源项增速变动往往主导了 CPI 的变动方向 .....	5
图 3: 俄乌冲突后，油价处于 2015 年以来的历史高位 .....	6
图 4: 俄罗斯石油产量约占世界的 10% .....	6
图 5: WTI 期货结算价与 CPI 的汽油分项同比变动关联性达到 0.85 .....	7
图 6: 4 月汽油 CPI 同比增速或有减弱 .....	7
图 7: 职位空缺率反弹至历史新高 .....	8
图 8: 3 月非农劳动力平均时薪仅次于 2020 年同期 .....	8
图 9: 新订单和产出缺口收窄是新订单扩张趋势放缓 .....	9
图 10: 美国库销比仍处于低位 .....	9
图 11: 两种情形下的能源 CPI 走势变化 .....	10
图 12: 加息开启与通胀顶点存在滞后 .....	11

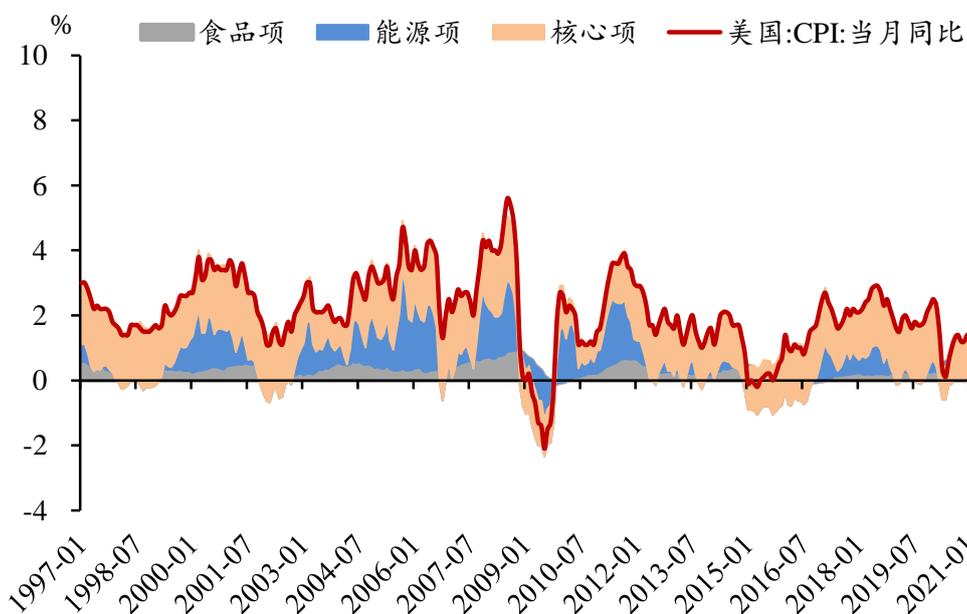
## 一、地缘政治冲突放大能源价格变化，扰动美国通胀

### 1.1 能源价格变动是通胀的重要扰动项

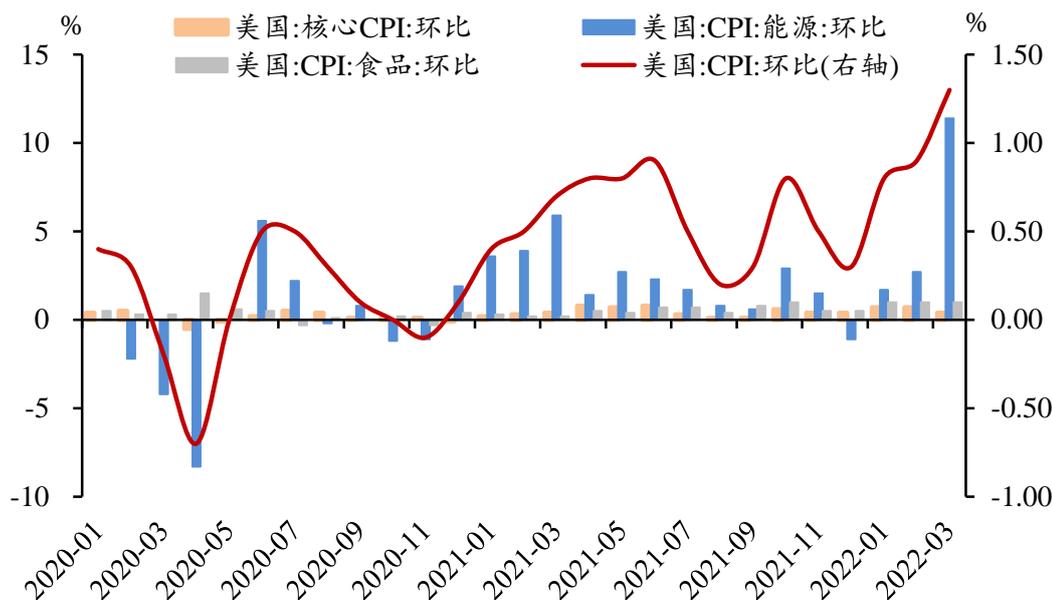
能源价格跳涨是3月CPI同比增速再度上行的推手。3月美国CPI同比增长8.5%，连续7月一路高升。将CPI拆成三项（即食品项、能源项和核心项），从CPI的贡献上看，核心项>能源项>食品项。核心项与能源项贡献靠前的原因有所不同：（1）核心项的贡献源于高权重，核心项是除食品和能源外的全部项目，涵盖项目众多，因此权重最大，占比超过70%；（2）能源项的贡献源于高波动，能源项所占权重不大，但一直以来，能源项的波动都比较大，这种增速高波动的特征拉动了它对整体CPI的贡献程度。从CPI的分项来看，尽管三项的同比增速均有上升，但能源项的边际变化最大，因此能源价格的变化是3月通胀的主要推手。

一般而言，能源项增速变动主导了CPI的变动方向。无论是从同比数据还是环比数据上看，能源项的增速变化往往主导了CPI的变动方向。以环比数据为例，3月CPI环比增速再度升高，为1.3%，核心项环比增速为0.4%，较上月数据有所放缓，而能源项的环比增速为11.4%，较上月翻了两番。从趋势上看，CPI环比增速的大起大落往往伴随着能源项环比增速的波动，同时，环比增速的高点也大多落在能源项增速的高点上。在同比数据中，能源项和CPI的变动也大多同步，不再赘述。因此我们可以通过观察能源项的变动，进而对整体通胀做出预判。

图 1：CPI 同比增速再度升高，能源项的贡献程度高于食品项



资料来源: Wind, CEIC, 信达证券研发中心, 核心项为不含食品和能源外的全部分项

**图 2: CPI 分项中, 能源项增速变动往往主导了 CPI 的变动方向**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 地缘政治冲突加剧能源短缺局面, 放大能源商品价格波动

从能源分项上看, 能源价格波动的关键主要来源于能源商品而非能源服务。我们对美国能源项 CPI 做进一步拆分, 能源项 CPI 主要包括能源商品和能源服务两大项。从权重上看, 能源项商品与服务的权重相接近, 二者的占比大概各半。从贡献上看, 商品类贡献占比约为 98%, 这主要系服务类增速波动较小而商品类增速波动较大, 因此能源项波动主要来自于能源商品的价格波动。在能源商品中, 3 月同比增速的变化几乎全部来自于发动机燃料的上涨。根据美国劳工局的数据, 发动机燃料包括汽油和其他发动机燃料, 其中汽油约占发动机燃料权重的 98%, 因此汽油价格变动是主导此轮能源项大幅走高的关键。

**表 1: 美国 CPI 能源项拆分**

美国CPI分项	权重(%)	3月同比(%)	同比贡献(%)	3月环比(%)	环比贡献(%)
能源:	7.547	32.0	2.415	11.4	0.860
(1)能源商品:	4.173	48.3	2.016	19.6	0.818
①燃油和其他燃料	0.212	51.7	0.110	15.3	0.032
②发动机燃料	3.961	48.2	1.909	19.8	0.784
(2)能源服务:	3.374	13.5	0.455	1.2	0.040
①电气	2.502	11.1	0.278	1.7	0.043
②公共事业(管道)燃气服务	0.872	21.6	0.188	-0.4	-0.003

资料来源: 美国劳工局, 信达证券研发中心

俄乌冲突对全球石油供应造成冲击, 国际油价上涨向整体通胀传导压力。俄罗斯作为石油的主要生产国和出口国, 其产量约占世界产量的 10%, 在全球能源市场中的作用不容忽视。因此俄乌间冲突会导致俄罗斯石油生产中断, 冲击全球石油供应, 引发国际油价在 3 月出现跳涨。在此之前, 疫后的布伦特原油价格本身已有逐步抬升趋势, 但整体波动相对平稳, 2 月底俄乌交火开始发生冲突后, 布伦特原油价格的波动被放大。具体而言, 布伦特原油价格飙升至 137 美元/桶, 距 2022 年初的最大涨幅高达 73.85%。这表明俄乌冲突下的能源供给收缩通过

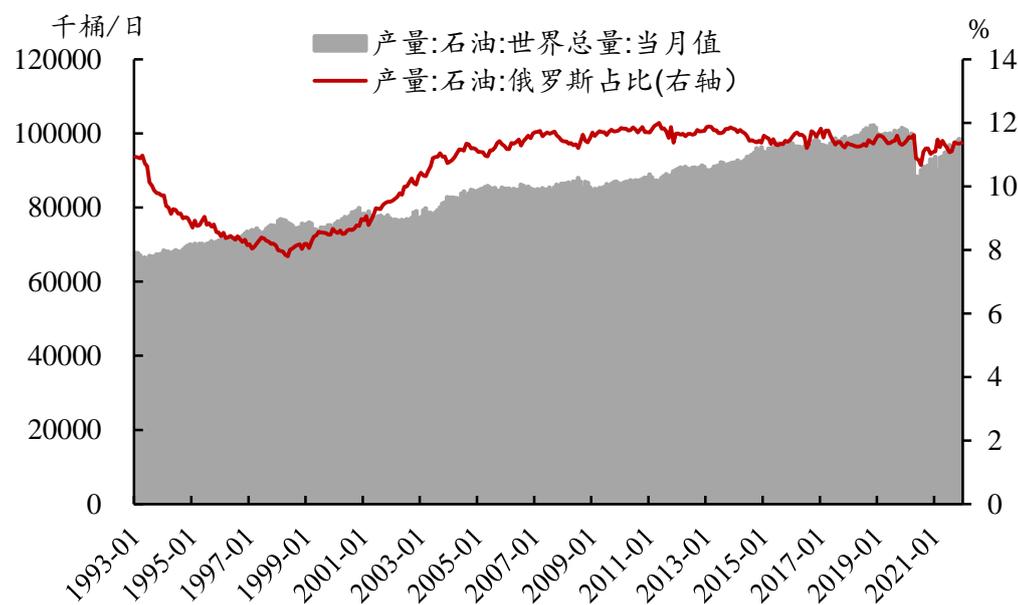
对全球油价的扰动向美国通胀传导了上行压力，而这在一定程度上抵消了美联储加息对通胀的抑制作用，可能会延迟通胀的回落。

图 3：俄乌冲突后，油价处于 2015 年以来的历史高位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：俄罗斯石油产量约占世界的 10%

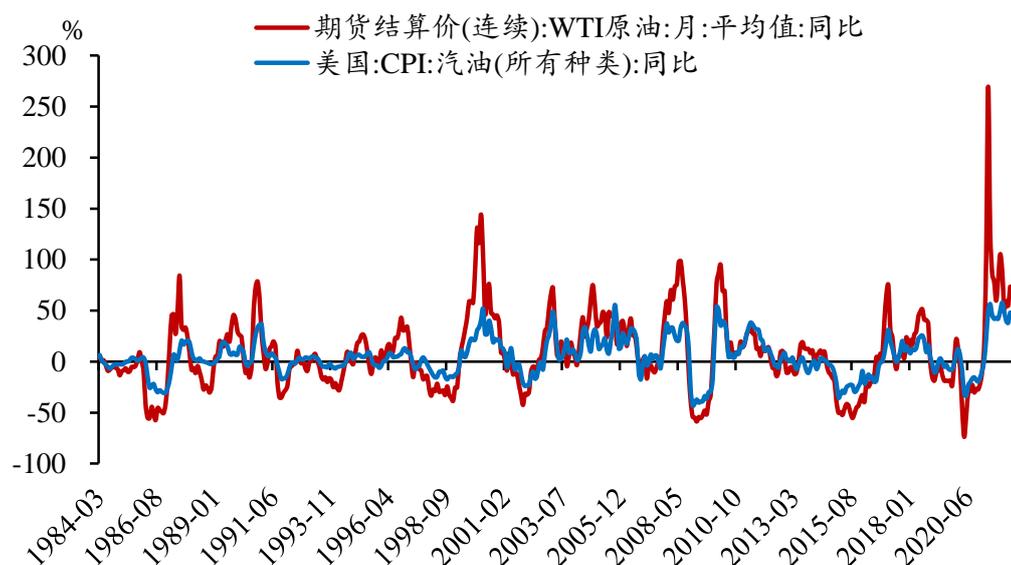


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4 月能源价格环比降温，预计能源项 CPI 同比增速较上月有所回落。由于汽油是由原油加工而来的，因此汽油 CPI 和原油价格变动走势存在联动，二者的同比变化相关性达 0.85，因此我们可以通过跟踪 WTI 原油价格走势自下而上的对能源项变动走势做出预判（原油→汽油→能源项）。WTI 原油价格变化的高频数据显示，截止 4 月 21 日，4 月原油价格中枢约为 101.28 美元/桶，低于 3 月中枢，但高于去年同期价格。以该价格中枢测算，4 月原油价格同比增速约为 64%，原油价格 4 月环比由正转负约为 -3%，汽油 CPI 的同比增速为 28%，低于 3 月的同比数

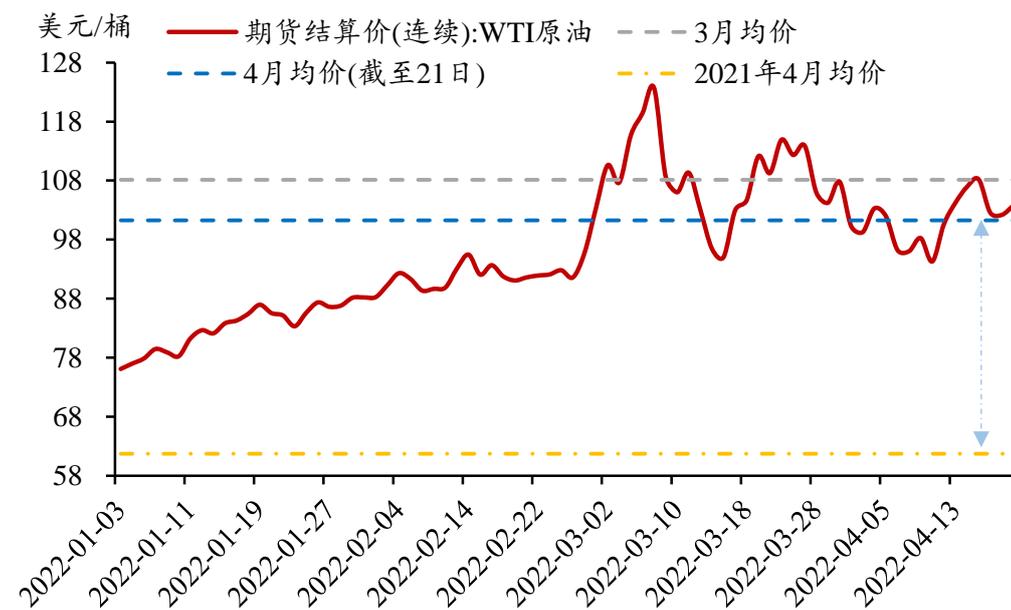
据，预计4月能源项CPI同比增速较上月也有所回落。

图 5: WTI 期货结算价与 CPI 的汽油分项同比变动关联性达到 0.85



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 4 月汽油 CPI 同比增速或有减弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

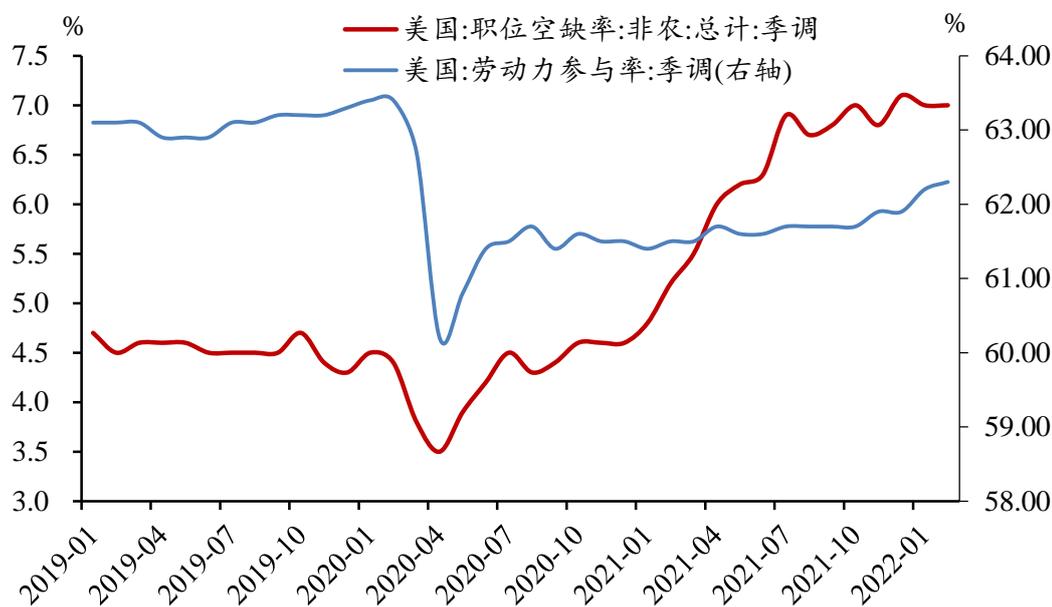
## 二、劳动力短缺格局严峻，供给缺口修复仍需时日

### 2.1 劳动力成本价格的上升是通胀降温的一大难关

劳动力短缺问题的加剧，限制了通胀降温空间。当前通货膨胀的压力不仅源于能源等价格的上涨，还有一部分是劳动力价格上升所带来的成本压力。疫情初期劳动力供需双降，但在经济修复过程中二者表现逐渐分化。2020 年下半年起，美国的非农职位空缺率开始上升，表明劳动力需求逐渐回暖。截至目前，职位空缺率反弹至历史新

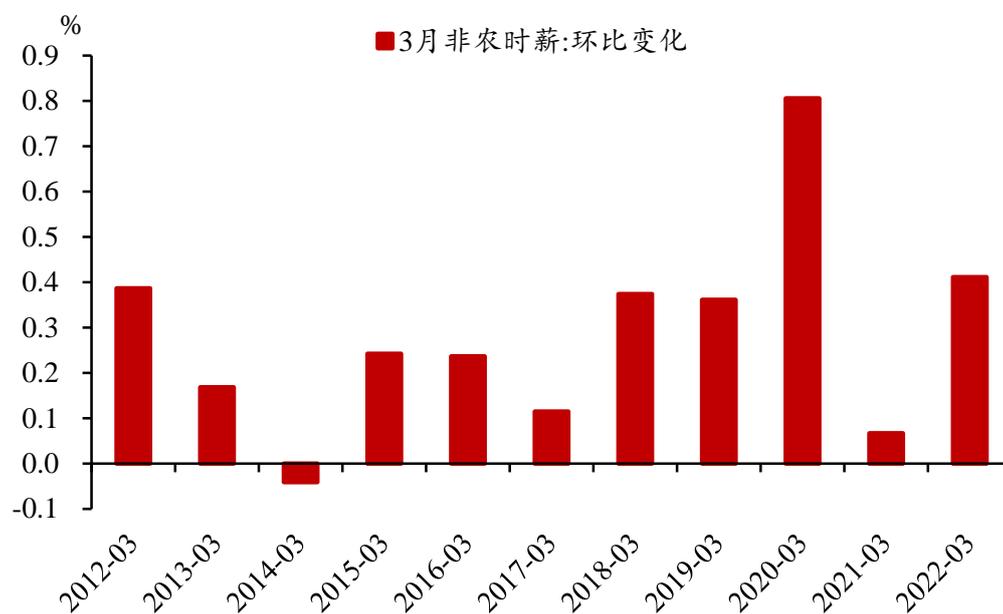
高，劳动参与率却始终在低位徘徊，显示出就业市场需求与供给的严重错配。从时薪数据来看，3月非农劳动力平均时薪环比增速大幅上升，在2012年起的同期历史数据中仅次于2020年同期，显示出劳动力短缺的格局更加严峻，供应瓶颈难以很快消除。预计劳动力市场的供需错配将继续推动劳动力成本上行，增加通胀压力。

图 7：职位空缺率反弹至历史新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：3月非农劳动力平均时薪仅次于2020年同期



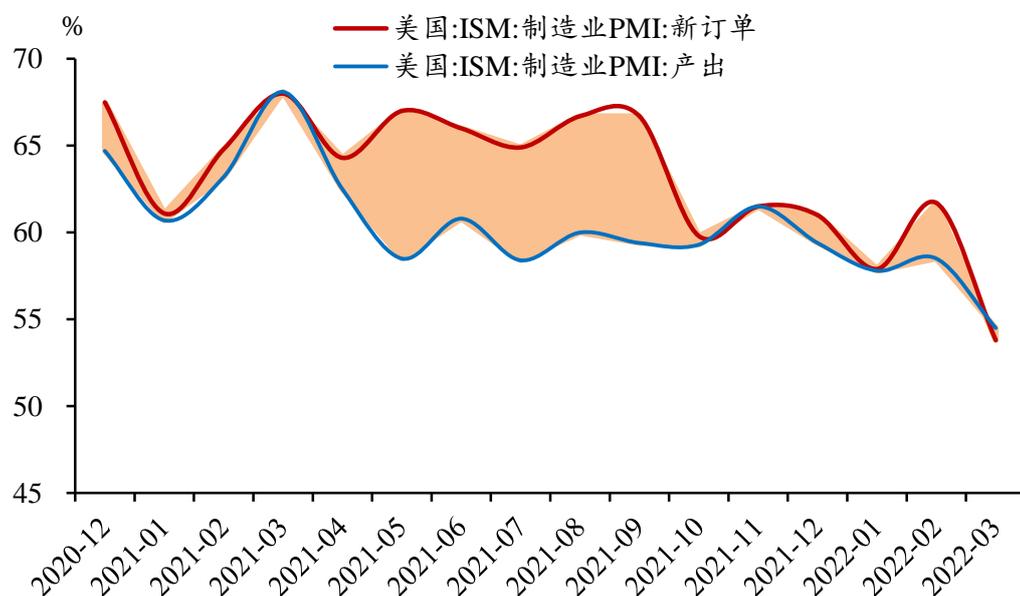
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2.2 供需缺口收窄，但紧供给问题犹存

新订单与产出间的裂口收窄，主要系新订单扩张趋势放缓。从PMI数据来看，新订单PMI呈现出下行压力，显示出新订单和产品扩张速度放缓之势，3月新订单PMI回落幅度更大，背后的原因可能是俄乌冲突对美国新出口订单的影响。2022年一季度新订单PMI远高于产出PMI，二者裂口虽较去年有所收窄，但主要系新订单扩张趋势

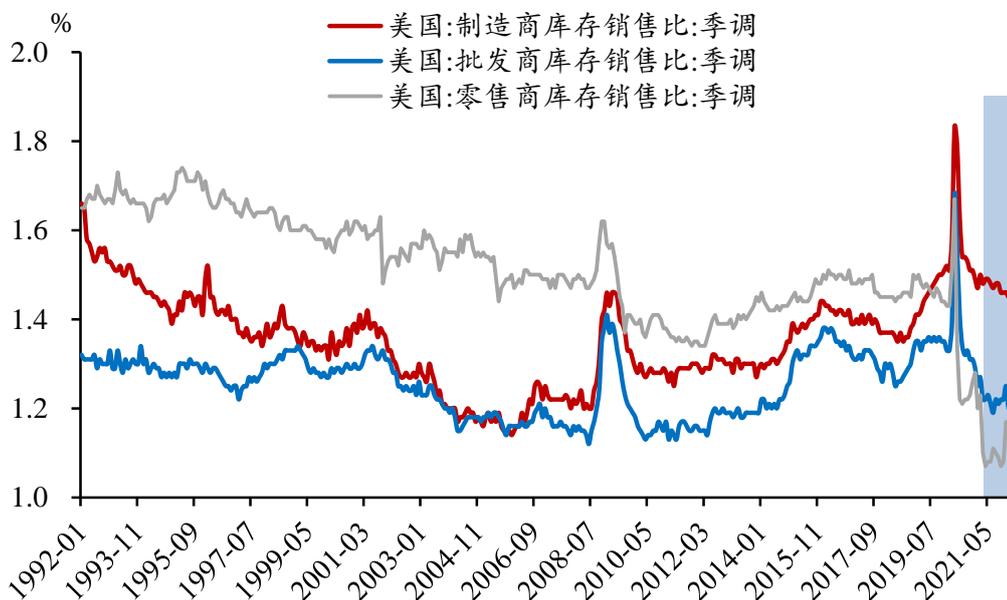
放缓，而非产出 PMI 的改善，这表明供应问题仍然存在，后续缺口修复仍需时日。从库销比来看，现阶段制造商库销比接近于疫情前水平，但零售和批发商库销比仍显著低于疫情前水平，表明相对于旺盛的销售，供给较弱，紧供给的问题依旧存在。

图 9：新订单和产出缺口收窄是新订单扩张趋势放缓



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：美国库销比仍处于低位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、通胀顶点后移，大概率落在二季度

短期来看，油价的上行风险可能会延迟通胀顶点的出现。短期来看，3月通胀上行主要是俄乌冲突后能源价格的跳涨，这一短期因素后续仍存在较大不确定性。若局势稳定，这种影响可能会减弱（情形 1）；若局势紧张，能

源价格也会再度上升（情形 2）。这种不确定性主要源于两个方面：一是俄乌间的冲突程度，二是石油输出国组织 OPEC 的生产决策。我们认为后续油价上涨的风险在增加，主要是（1）美国再次向乌克兰提供大批军事援助，其中不乏重型武器，这可能令复杂的局势火上浇油；（2）在 OPEC 的生产决策上，根据 IEA 发布的 2022Q2 石油市场报告显示 OPEC 没有选择增产。预计与俄乌冲突有关的供应短缺继续给现有的通货膨胀施压，若后续俄乌冲突导致价格再涨，将延迟通胀回落趋势的出现。

图 11：两种情形下的能源 CPI 走势变化

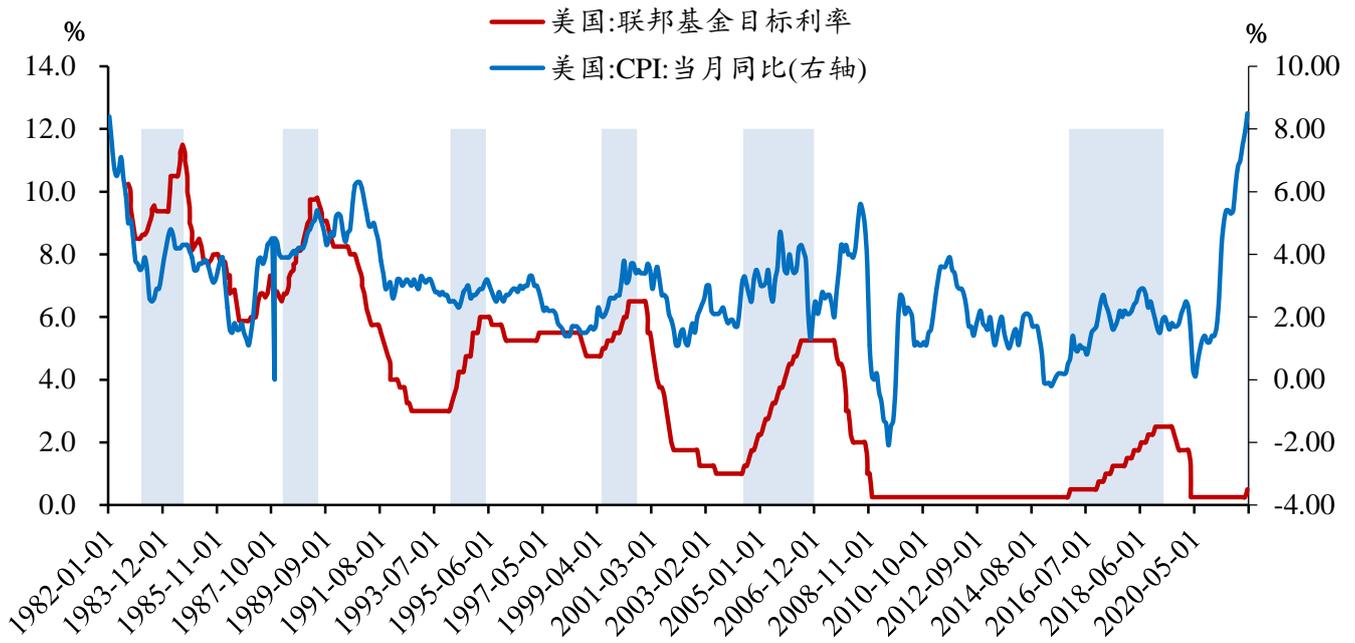


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中期来看，**供需缺口对通胀的支撑可能逐步松动**。中期来看，美国供需基本面的变化也是影响未来通胀的重要因素。若供应瓶颈得以修复，通胀则回落。从当前的经济形势来看，美国疫后经济中存在的供给瓶颈问题依旧存在，供需缺口收窄主要是新订单的扩张放缓，而非产出提速，制造业的低库销比也显示出库存和销售间的不匹配。此外，劳动力的供应暂时跟不上生产需要，也会导致通胀的回落可能发生滞后。然而，当前通胀已处于 40 年高点，遏制通胀对于美国而言变得极为迫切，鲍威尔就曾在公开市场承诺将对通胀采取强硬举措。美联储开启加息周期后，3 月核心项 CPI 同比增速的边际变化为 6 个月以来最小，这可能与美国货币政策进入紧缩周期有一定联系，表明与核心项相对应的价格压力开始缓和。预计后续在美国强硬加息下，通胀回落的滞后期可能并不长。

**3 月可能不是美国通胀的顶点，大概率落在二季度**。纵观当前影响通胀的因素，一是地缘政治风险的短期因素，二是美联储政策和供给瓶颈变化的中期因素。短期内，油价演变具有不确定性，但存在上行风险，中期来看，供需基本面改善仍需时日，供应问题难以快速消除。此外，美联储遏制通胀的决心与鹰派的加息表态意味着通胀顶点可能不远，预计顶点大概率会落在二季度的区间内。

图 12: 加息开启与通胀顶点存在滞后



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

俄乌冲突局势超预期恶化，美联储加息步伐加快。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。