



美国通胀持续，黄金投资机会显现

核心观点

供需失衡加剧，美国通胀持续高企。2021年以来，随着美国经济的持续复苏，供需错配问题逐步显现，美国2022年3月CPI同比增速提升至8.5%的新高水平。从需求端来看，2021年美国的企业利润总额为11.22万亿美元，较疫情前水平大幅增长；叠加补贴释放，美国居民个人收入不断提升、资产负债率持续下行，当前美国居民个人消费动能持续释放。截至2022年2月，美国个人消费支出总规模已达13.9万亿美元，较2021年同期上涨约6.90%。从供给端看，短期内，美国劳动力供给有限，职位空缺数量较高。截至2022年3月，美国劳动参与率为62.4%，相较2020年2月疫情爆发前有1pct的缺口。截至2022年2月，美国非农职位空缺数量为1126.6万人，已达2000年以来最高水平。长期来看，贸易保护主义与逆全球化有抬头趋势，叠加欧美对俄制裁逐渐加码，长期总供给规模或将受到一定扰动。

细分层面上多数子项目均具上涨动力，美国CPI易涨难跌。美国通胀水平高企，主要受能源及食品两子项目带动。能源方面，截至2022年3月，美国CPI能源项目同比增长32%，细分来看，能源类商品中燃料油和其他燃料项目同比上涨约51.7%，车用油项目同比上涨约48.2%。预期随着当前能源出口大国俄罗斯持续受国际制裁，全球能源价格或将持续高位运行，未来或将带动美国能源品价格走高。食品方面，截至2022年3月，美国CPI食品项目同比上涨约8.8%。细分来看，家用食品中肉类、其他家用食品两个子项目同比增长较高，二者分别同比上涨约13.7%以及10.3%。当前美国肉类库存水平持续下行，2022年美国猪肉期初库存为202.0千吨，较2020年下降31.3%，预期在肉类等食品库存下行的推动下，美国食品项目CPI增速将持续走高。

美联储加息开始，预计对通胀影响有限。首先，在1980年以来6次加息期间，美国的CPI同比增速均持续上行，6次加息期间美国CPI的同比增速分别提高了0.7pct、4.0pct、0.3pct、1.1pct、1.0pct和1.7pct，因此短期内加息对通胀的影响或将有限。其次，当前美国工业部门产能利用率接近历史峰值，2022年3月美国工业部门产能利用率已达78.3%，且2020年美国累计实现固定资产投资同比下降0.54%，固定资产投资增速连续两年下滑。当前美联储的加息政策或将对企业投资情况造成一定影响，从而限制美国固定资产投资额增速的回升，在此情况下，美国的总供给规模或将出现进一步的受限。

黄金保值作用明显，美国通胀高企下黄金行业迎来绝佳配置时机。黄金方面，黄金在高通胀环境中回报率表现尤为出色，根据世界黄金协会统计，在高通胀(>3%)的市场环境下黄金的名义回报约为11.19%，高于其在低通胀环境下的回报水平。黄金股方面，在黄金价格大幅上行的情况下，黄金股普遍有较大幅度上涨。在2018年-2020年黄金牛市期间，伦敦金现价格从1182.7美元/盎司上涨到2063.1美元/盎司，涨幅达74.4%，而同期赤峰黄金股价涨幅达435.6%，银泰黄金股价涨幅达140.6%，恒邦股份股价涨幅达132.1%。

投资建议

美国通胀高企或将带动黄金价格上行，黄金行业相关生产企业或将受益，如：赤峰黄金、紫金矿业、山东黄金等。

风险提示

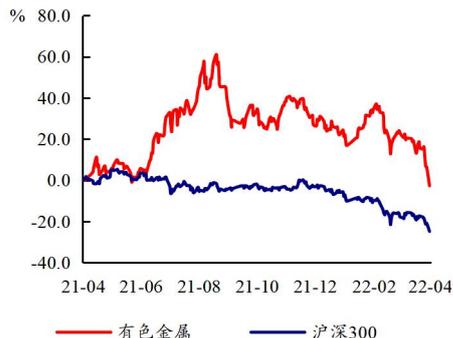
国际地缘政治变化，大宗商品价格异常波动，宏观经济政策变化。

评级 推荐(维持)

报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	高嘉麒
电子邮箱	gaojq700@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《东亚前海有色周报：海外库存持续下行，国际锌价涨势强劲》2022.04.25
 《东亚前海有色周报：钢厂招标持续放量，国内钼价不断走高》2022.04.18
 《黄金行业2022年一季度业绩前瞻：量价齐升、蓄势待发》2022.04.14
 《美三月CPI同比高增8.5%，黄金保值价值凸显》2022.04.13
 《东亚前海有色周报：LME铝库存持续走低，铝价或将持续强势》2022.04.11

正文目录

1. 供需失衡加剧，美国通胀持续高企.....	4
1.1. 需求：经济复苏，消费增长.....	4
1.2. 供给：劳动供给不足，逆全球化加剧.....	6
1.2.1. 短期：劳动供给有限，职位空缺创历史新高.....	6
1.2.2. 长期：国际形势恶化，逆全球化逐步萌生.....	7
1.3. 通胀压力显现，美国 CPI 增速进入历史高位.....	9
2. 多领域普涨，美 CPI 易涨难跌.....	10
2.1. 美国 CPI 增速高企，能源、食品明显领涨.....	10
2.2. 食品：肉类库存低位，粮价持续攀升.....	11
2.3. 能源：能源供给受限，价格持续上涨.....	14
2.4. 其他：汽车库存创历史新低，涨价动能较强.....	16
3. 美联储加息开始，对通胀影响或将有限.....	19
3.1. 加息难降 CPI 增速，本轮加息姗姗来迟.....	19
3.2. 加息或将影响供给复苏.....	20
4. 黄金保值作用明显，通胀带动黄金价格上涨.....	21
4.1. 高通胀时期黄金价格多数上涨明显.....	21
4.2. 黄金上涨下，黄金股弹性更为显著.....	23
5. 风险提示.....	24

图表目录

图表 1. 美国企业利润水平居历史高位.....	4
图表 2. 美国个人总收入水平持续上行.....	5
图表 3. 个人总收入同比增速仍居高位.....	5
图表 4. 美国居民资产负债率持续下行.....	5
图表 5. 美国个人消费支出持续提升.....	6
图表 6. 美国个人消费支出增速处于高位.....	6
图表 7. 美国劳动参与率仍低于历史平均.....	6
图表 8. 美国职位空缺数量持续上涨.....	7
图表 9. 当前美国服务业职位空缺率较高.....	7
图表 10. 近年以来美国的贸易保护条款.....	8
图表 11. 金融领域主要经济体/机构对俄制裁梳理.....	8
图表 12. 美国 CPI 增速创 41 年新高.....	9
图表 13. 美国 PPI 增速同步处于历史高位.....	9
图表 14. 美国 PCE 维持高位.....	9
图表 15. 美国 CPI 主要构成项目.....	10
图表 16. 美国 CPI 各子项目同比增速均持续上行.....	11
图表 17. 美国 CPI 食品子项目权重拆分.....	12
图表 18. CBOT 大豆、CBOT 小麦、CBOT 玉米交易价格持续上涨.....	13
图表 19. 美国肉类库存处于下行周期.....	13
图表 20. 美国猪肉价格震荡上行.....	14
图表 21. 美国牛肉价格震荡上行.....	14
图表 22. 联合国粮农组织食品价格指数波动上行.....	14
图表 23. 美国 CPI 能源子项目权重拆分.....	15
图表 24. 2020 年俄罗斯能源出口占比较大.....	15
图表 25. 国际原油价格持续上涨.....	16
图表 26. 天然气价格持续上涨.....	16

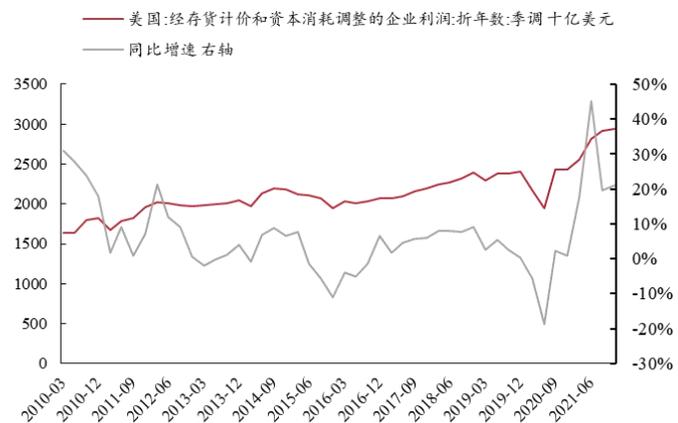
图表 27. 美国 CPI 除食物、能源子项目权重拆分.....	17
图表 28. 美国新车 CPI 同比增速持续上涨.....	18
图表 29. 美国二手车 CPI 同比增速创历史新高.....	18
图表 30. 美国汽车产能利用率与疫情前水平仍有差距.....	18
图表 31. 美国汽车库存持续走低.....	19
图表 32. 加息过程中美国 CPI 增速持续上行.....	19
图表 33. 通胀后短期内美联储将进行加息操作.....	20
图表 34. 美国工业部门产能利用率持续回稳.....	20
图表 35. 美国固定资产投资大幅下滑.....	21
图表 36. 美国非金融企业部门杠杆率处于高位.....	21
图表 37. 美国报酬指数同比增速持续上行.....	21
图表 38. 高通胀环境下黄金收益率表现更佳.....	22
图表 39. 金价在历次通胀中价格上涨趋势明显.....	23
图表 40. 黄金价格上涨期间黄金企业股价普遍上行（单位：美元/盎司、元/股）.....	24

1. 供需失衡加剧，美国通胀持续高企

1.1. 需求：经济复苏，消费增长

美国企业利润水平大幅增长，疫后复苏趋势明显。自美国新冠疫情爆发以来，美国企业利润水平短暂下滑，后续持续攀升。根据 Wind 数据，2021 年第四季度美国企业利润为 2.94 万亿美元，同比增长 21.0%；2021 年全年美国企业利润总量为 11.22 万亿美元，同比增长 25.0%，当前美国企业利润的同比增速正处较高水平。美国的企业利润水平较疫情前水平大幅增长，经济复苏迹象明显，为疫后消费复苏打下了基础。

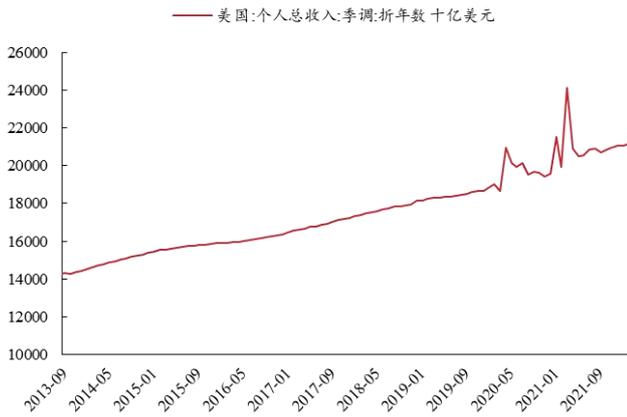
图表 1. 美国企业利润水平居历史高位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

疫情中美国个人总收入水平受政策补贴提升明显，当前增速仍处较高水平。个人总收入方面，近年来美国的个人收入水平呈现持续上行趋势，而在疫情中，受政府补贴影响，美国个人收入水平多次大幅提升。截至 2022 年 2 月，美国个人总收入为 21.15 万亿美元，同比增长 6.0%，较 2019 年 12 月上漲 13.3%；增速方面，受 2020 年高基数效应影响，美国个人总收入同比增速近期波动较为剧烈，截至 2022 年 2 月，美国个人总收入同比上漲约 6.0%，增速水平仍较疫情前有明显提升。

图表 2. 美国个人总收入水平持续上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 3. 个人总收入同比增速仍居高位



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

美国家庭负债率持续下行，消费动能释放。从美国家庭的负债比率来看，近年美国家庭负债比率持续下降。截至 2021 年 12 月，美国家庭负债比率为 9.34%，近 10 年间呈现出了持续下行的趋势，且在疫情期间仍在波动下行。在居民资产负债率维持低位运行的背景下，美国居民端消费动能正持续释放。

图表 4. 美国居民资产负债率持续下行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

多因素刺激下，美国个人消费支出正高速增长。伴随着美国居民个人收入水平的提升以及资产负债率的持续下滑，当前美国居民端的个人消费能力正在不断释放。截至 2022 年 2 月，美国个人消费支出总规模已达 13.9 万亿美元，较 2021 年同期上涨约 6.90%。美国居民端消费支出的持续上行带动了美国总需求水平的持续提升。

图表 5. 美国个人消费支出持续提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 6. 美国个人消费支出增速处于高位



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2. 供给：劳动供给不足，逆全球化加剧

1.2.1. 短期：劳动供给有限，职位空缺创历史新高

劳动参与率缓慢恢复，但仍低于疫情前水平。近期，美国的就业数据正持续复苏，截至 2022 年 2 月，美国就业人口为 1.54 亿人，失业率为 3.8%，二者均已恢复至与疫情前类似的水平。但另一方面，截至 2022 年 3 月，美国劳动参与率为 62.4%，尽管该数据较上年有所增长，但仍较 2020 年 2 月美国疫情爆发之前的 63.40% 有 1 个百分点的差距，当前美国的就业缺口仍未补足。

图表 7. 美国劳动参与率仍低于历史平均



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

职位空缺数量持续上涨，美国招工难问题愈发明显。随着疫情后美国经济持续复苏，各企业陆续开始复工复产。但在当前美国劳动力参与率有所下滑，需求规模明显增长的背景下，美国企业的招工难问题正在逐步凸显。从美国非农空缺职位数来看，截至 2022 年 2 月美国职位空缺数量为 1126.6 万人，当前美国的非农就业空缺岗位数量已达 2000 年以来最高水平。

图表 8. 美国职位空缺数量持续上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

美国当前职位空缺率较疫情前差距明显，服务业空缺规模最为显著。从美国当前的职位空缺率来看，2022年2月美国的职位空缺率约为7.4%，较2019年疫情前的水平提高3.0个百分点。其中，职位空缺率较疫情前水平增长最为明显的行业为休闲住宿业、教育和保健服务业、专业和商业服务业，三者的职位空缺率分别较2019年疫情之前提高了约4.6pct、3.6pct以及3.2pct。

图表 9. 当前美国服务业职位空缺率较高

职位空缺率	制造业	建筑业	专业和商业服务	休闲住宿业	教育和保健服务	贸易运输和公用事业	总计
2022-02	6.0%	4.8%	8.7%	9.9%	8.5%	6.2%	7.4%
2021-12	5.6%	4.6%	8.5%	11.7%	8.4%	6.4%	7.5%
2020-12	3.7%	3.5%	6.9%	5.9%	5.2%	4.5%	4.9%
2019-12	2.8%	3.4%	5.5%	5.3%	4.9%	4.1%	4.4%
较疫情前差值	-3.2pct	-1.4pct	-3.2pct	-4.6pct	-3.6pct	-2.1pct	-3.0pct

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2.2. 长期：国际形势恶化，逆全球化逐步萌生

贸易保护主义逐步抬头，逆全球化趋势开始萌芽。全球化进程加大了各国各行业的马太效应，部分国家为了保护本国的弱势产业，开始通过封闭特定行业贸易往来或制定贸易保护条款来限制其他国家在该国该行业的贸易活动。美国近年来多次颁布贸易保护条款，并发布301条款，在美国单方面认为不合理时，来进行贸易谈判或者报复行动，施行贸易保护主义。而受当前各国贸易保护政策的影响，此前不断推进的全球化进程正逐步放缓，逆全球化趋势开始萌芽。

图表 10. 近年以来美国的贸易保护条款

主要条款与政策	核心内容
《购买美国产品法案》	美国联邦政府机构仅能采购在美国生产的加工最终产品以及在美国开采或生产的未加工品。
《美国法典》	针对申请联邦政府或州政府资助的公共交通项目，必须使用美国国产的铁、钢和制成品。
《农业、农村发展、食品和药品管理及相关机构拨款法案》	拨款资金不得为学校午餐、儿童成人关照食品、儿童夏日食品服务、学校早餐等项目购买从中国进口的生的或加工过的家禽产品。
《国防授权法案》	规定禁止联邦政府采购中国企业提供的通讯设备和服务。
《美墨加协定》	汽车部件在美墨加三国生产比例由此前的 62.5%提高至 75%，才能享受关税减免待遇；其中，使用的钢和铝必须有 70%以上原产于北美地区

资料来源：中华人民共和国国务院新闻办公室，东亚前海证券研究所

对俄制裁持续升级，SWIFT、美元等相关制裁长期影响大。自俄乌两国交战以来，欧美等国相继开展对俄制裁。其中，在股市方面的制裁包括暂停俄罗斯 ADR 交易等；在债市方面的制裁包括禁止国际评级机构为俄罗斯主权债和企业债评级等；在汇市方面的制裁包括将俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 系统等。随着欧美对俄制裁的逐步推出，当前全球信用体系正在不断受到冲击，长期总供给规模或将受到一定扰动。

图表 11. 金融领域主要经济体/机构对俄制裁梳理

股市	
制裁实施主体	制裁内容
美股	暂停俄罗斯 ADR 交易
标普道琼斯	不将俄罗斯股票纳入全球行业分类标准(GICS)指数和 IWF 指数
伦交所集团	暂停部分俄罗斯相关上市公司的交易
德国 DAX 指数	删除所有俄罗斯企业成分股
富时罗素	将把俄罗斯股票从所有富时罗素股票指数中剔除
债市	
制裁实施主体	制裁内容
洲际交易所	受制裁俄实体发行的新债券不会被纳入任何 ICE 固定收益指数
欧盟等	禁止国际评级机构为俄罗斯主权债和企业债评级
汇市	
制裁实施主体	制裁内容
美国、欧盟等	将俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 系统
乌克兰、G7 等	禁止俄方使用卢布交易
美国等	限制/禁止俄方使用本国货币交易
美国、瑞士等	限制/冻结俄相关方的资产

资料来源：央视新闻，华尔街见闻，新华网，BWC 中文网，东亚前海证券研究所

1.3. 通胀压力显现，美国 CPI 增速进入历史高位

美国 CPI 增速创 41 年来新高，通胀水平进入高位。当前美国的 CPI 以及 PPI 水平均持续走高。从美国的 CPI 情况来看，2022 年 3 月美国 CPI 环比上涨 1.2%，同比上涨 8.5%，同比增速创 41 年以来新高。PPI 方面，2022 年 3 月美国 PPI 环比上涨 1.4%，同比上涨 11.2%，同比增速处于历史高位。

图表 12. 美国 CPI 增速创 41 年新高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 13. 美国 PPI 增速同步处于历史高位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

美国核心 PCE 水平持续走高，高位通胀多方印证。从美国核心 PCE 的水平来看，2022 年 2 月美国核心 PCE 同比提升约 5.40%，自 2021 年以来，该指标呈现出了持续走高的趋势，当前正处于 1983 年以来的最高水平。随着当前美国 CPI、PPI 以及核心 PCE 同比增速的同步走高，美国的高通胀水平正被不断印证。

图表 14. 美国 PCE 维持高位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 多领域普涨，美 CPI 易涨难跌

2.1. 美国 CPI 增速高企，能源、食品明显领涨

美国 CPI 增速高企，能源项目涨幅明显。从美国 CPI 项目的拆分来看，一级项目食品、能源以及除食品及能源外所有项目三者分别占比为 13.4%、7.5%以及 79.0%，除食品及能源外所有项目占比较大。从各一级项目的涨幅来看，能源项目同比涨幅较大，达 32.0%，其次为食品项目，2022 年 3 月同比上涨约 8.8%。从二级项目来看，能源项目中两子项目涨幅较大，其中能源商品和能源服务二者分别同比上涨约 48.3%、13.5%。此外，除食品及能源外商品项目也有较大涨幅，2022 年 3 月同比上涨约 11.7%。

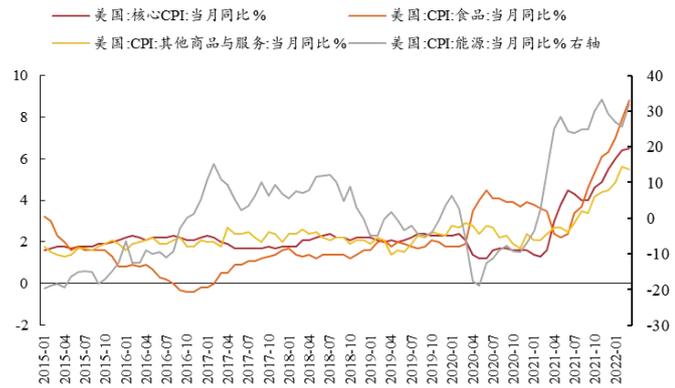
图表 15. 美国 CPI 主要构成项目

类别	占比	未季调		季调		
		2021.03-2022.03	2022.02-2022.03	2021.12-2022.01	2022.01-2022.02	2022.02-2022.03
所有项目	100.0%	8.5%	1.3%	0.6%	0.8%	1.2%
食品	13.4%	8.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
家用食品	8.2%	10.0%	1.5%	1.0%	1.4%	1.5%
非家用食品	5.2%	6.9%	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%
能源	7.5%	32.0%	11.4%	0.9%	3.5%	11.0%
能源商品	4.2%	48.3%	19.6%	-0.6%	6.7%	18.1%
能源服务	3.4%	13.5%	1.2%	2.9%	-0.4%	1.8%
除食品及能源外所有项目	79.0%	6.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%
所有商品，除食品及能源	21.8%	11.7%	-0.1%	1.0%	0.4%	-0.4%
服务，除能源服务	57.2%	4.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%

资料来源：美国劳工部，东亚前海证券研究所

通胀形势明显，美国 CPI 多子项目同比增速持续提升。2021 年以来，美国 CPI 同比增速持续提升，其中美国核心 CPI 同比增速从 2021 年 1 月的 1.40% 上涨到了 2022 年 3 月的 6.50%。分项目来看，能源项目同比增速从 2021 年 1 月的 -3.60% 上涨到了 2022 年 3 月的 32.00%；食品项目同比增速从 2021 年 1 月的 3.80% 上涨到了 2022 年 3 月的 8.80%；其他商品与服务项目同比增速从 2021 年 1 月的 2.10% 上涨到了 2022 年 3 月的 5.50%。除其他商品与服务项目外，美国 CPI 各组成项目均有较大涨幅。

图表 16. 美国 CPI 各子项目同比增速均持续上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.2. 食品：肉类库存低位，粮价持续攀升

食品权重细分中餐饮和小吃贡献居前。根据美国劳工部数据，2022年3月食品大类中，家用食品权重为61.4%，非家用食品为38.6%。细分来看，家用食品中肉类、其他家用食品两个子项目占比较大且同比增长较高，二者分别同比上涨约13.7%以及10.3%。

图表 17. 美国 CPI 食品子项目权重拆分

类别	占比	未季调		季调		
		2021.03- 2022.03	2022.02- 2022.03	2021.12- 2022.01	2022.01- 2022.02	2022.02- 2022.03
食品	100.0%	8.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
家用食品	61.4%	10.0%	1.5%	1.0%	1.4%	1.5%
谷物和烘焙产品	7.8%	9.4%	1.8%	1.8%	1.1%	1.5%
肉类、家禽、鱼类和鸡蛋	14.0%	13.7%	1.3%	0.3%	1.2%	1.0%
乳制品及相关产品	5.7%	7.0%	1.2%	1.1%	1.9%	1.2%
水果和蔬菜	10.7%	8.5%	1.1%	0.9%	2.3%	1.5%
非酒精饮料和饮料材料	7.0%	8.0%	1.1%	0.0%	1.6%	1.2%
其他家用食品	16.2%	10.3%	2.0%	1.6%	0.8%	2.0%
非家用食品	38.6%	6.9%	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%
全服务的餐饮和小吃	17.9%	8.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
有限服务的餐饮和小吃	18.9%	7.2%	-0.2%	0.7%	0.3%	-0.2%
员工现场和学校的食物	0.3%	-30.5%	1.5%	-0.2%	-2.0%	1.5%
自动售货机食物	0.3%	5.5%	-0.2%	2.6%	0.2%	-0.2%
其他非家用食品	1.3%	5.5%	0.2%	0.0%	0.8%	0.2%

资料来源：美国劳工部，东亚前海证券研究所

多因素影响，全球粮食价格持续走高。在此前美国旱灾问题以及巴西等主要粮食产地的疫情问题影响下，当前全球粮食价格正持续上行。截至2022年4月20日，CBOT玉米期货结算价收报810.0美分/蒲式耳，较2020年4月20日上涨151.4%；CBOT小麦期货结算价收报1097.5美分/蒲式耳，较两年前上涨100.5%；CBOT大豆期货结算价收报1717.0美分/蒲式耳，较两年前上涨105.3%。

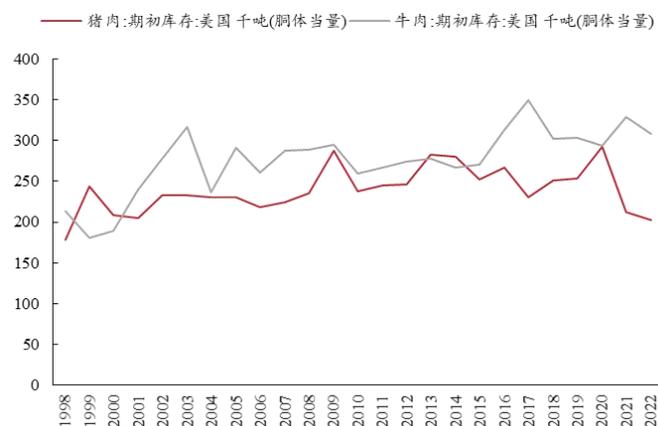
图表 18. CBOT 大豆、CBOT 小麦、CBOT 玉米交易价格持续上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

美国肉类库存正持续下行，猪肉库存降幅尤为显著。根据 Wind 数据，2022 年美国猪肉期初库存为 202.0 千吨，同比下降 4.7%，较 2020 年下降 31.3%；2022 年美国牛肉期初库存为 308.0 千吨，同比下降 6.4%。2020 年以来，美国肉类库存走低，其中猪肉库存降幅显著，在当前美国肉类库存的持续下行背景下，肉类价格受到明显支撑。

图表 19. 美国肉类库存处于下行周期



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

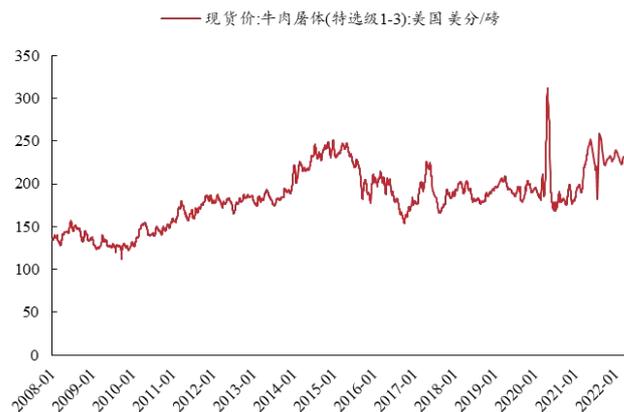
肉类库存走低，带动美国猪肉等产品价格走高。在肉类库存走低的趋势下，美国肉类价格持续走高。根据 Wind 数据，2022 年 3 月美国猪肉平均价格为 65.55 美元/英担，较 2020 年 3 月上涨 54.2%；截至 2022 年 4 月 18 日，美国牛肉屠体价格收报 233.57 美分/磅，较两年前上涨 19.4%。在当前美国肉类库存持续下行的背景下，未来美国猪肉、牛肉等肉类产品价格将有望进一步上涨。

图表 20. 美国猪肉价格震荡上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

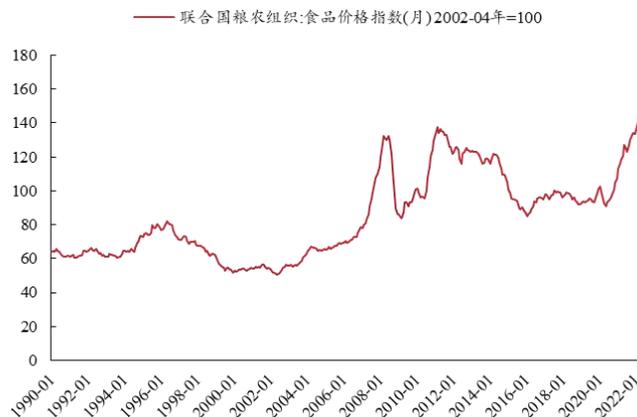
图表 21. 美国牛肉价格震荡上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

全球食品价格指数持续上行，乌克兰断供进一步推动美国食品价格走高。根据 Wind 数据，2022 年 3 月联合国粮农组织食品价格指数为 159.33，同比上涨 34.4%，较 2020 年 3 月上涨 67.5%，食品价格指数持续上行。同时，乌克兰作为世界第二大粮食出口国，俄乌冲突直接导致乌克兰粮食出口贸易中断，将进一步推动美国食品价格走高。

图表 22. 联合国粮农组织食品价格指数波动上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.3. 能源：能源供给受限，价格持续上涨

美国 CPI 上行受能源大类带动明显，其中能源类商品贡献主要动力。能源类别主要分为能源类商品和能源服务，能源类商品占比最高，占比 55.3%，其中车用油占比 52.5%；其次是能源服务占比 44.7%，其中电力占比 33.2%。从数据来看，2022 年 3 月美国能源类 CPI 同比上涨约 32.0%，其中能源类商品上涨 48.3%、能源服务上涨 13.5%。细分来看，能源类商品中燃料油和其他燃料项目同比上涨约 51.7%，车用油项目同比上涨约 48.2%。

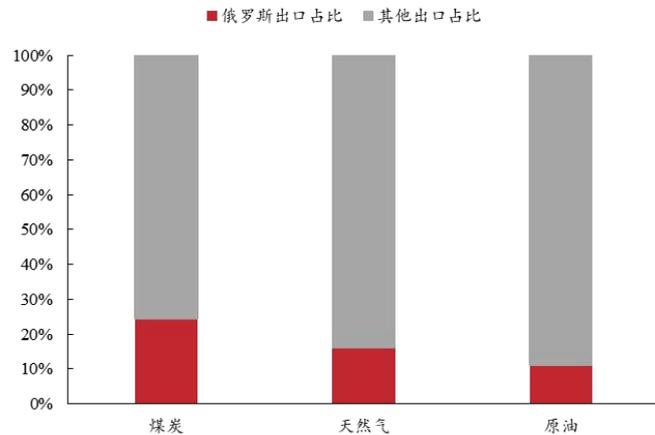
图表 23. 美国 CPI 能源子项目权重拆分

类别	占比	未季调		季调		
		2021.03- 2022.03	2022.02- 2022.03	2021.12- 2022.01	2022.01- 2022.02	2022.02- 2022.03
能源	100.0%	32.0%	11.4%	0.9%	3.5%	11.0%
能源类商品	55.3%	48.3%	19.6%	-0.6%	6.7%	18.1%
燃料油和其他燃料	2.8%	51.7%	15.3%	3.8%	6.5%	15.7%
车用油	52.5%	48.2%	19.8%	-0.8%	6.7%	18.3%
能源服务	44.7%	13.5%	1.2%	2.9%	-0.4%	1.8%
电力	33.2%	11.1%	1.7%	4.2%	-1.1%	2.2%
公用（管道）燃气服务	11.6%	21.6%	-0.4%	-0.5%	1.5%	0.6%

资料来源：美国劳工部，东亚前海证券研究所

俄罗斯受贸易制裁影响，全球能源供给将逐步受限。俄罗斯为全球能源出口大国，从2020年俄罗斯在全球的能源出口中的占比来看，其煤炭出口占比约为24.5%；其天然气出口占比约为16.1%；其原油出口占比约为11.1%。随着当前俄乌冲突的持续演绎，以及欧美对俄制裁的持续升级，来自俄罗斯的能源供给正在逐步受限，导致全球能源价格大幅波动，进而也对美国能源价格产生了一定影响。

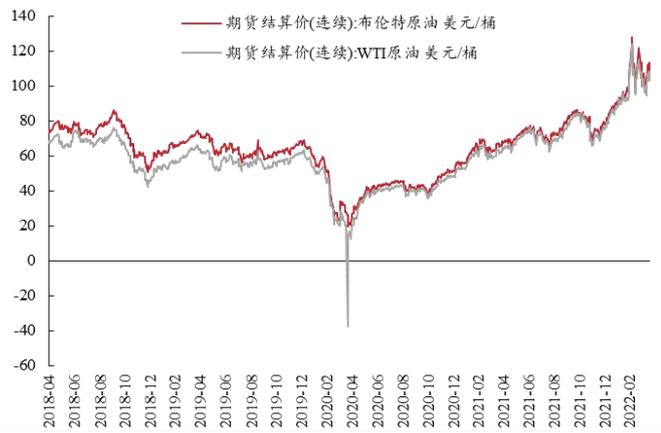
图表 24. 2020 年俄罗斯能源出口占比较大



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

经济持续复苏叠加供给端扰动，能源品涨价明显。从当前的能源品价格来看，截至2022年4月8日，布伦特原油期货结算价报102.78美元/桶，同比上涨63.3%；WTI原油期货结算价今年持续上涨，目前报98.26美元/桶，同比上涨65.6%。国际天然气价格持续攀升，其中NYMEX天然气期货结算价格已突破6.32美元/百万英热单位，相比去年同期涨幅达到150.7%。

图表 25. 国际原油价格持续上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 26. 天然气价格持续上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.4. 其他：汽车库存创历史新低，涨价动能较强

除食物和能源外的所有项目中，汽车贡献主要价格涨幅。除食物和能源外的所有项目 CPI 2022 年 3 月同比上涨约 6.5%。从其拆分来看，商品（除食品 and 能源商品）和服务（除能源服务）占比分别为 27.6%和 72.4%。商品项目中汽车项目 2022 年 3 月同比上涨约 21.8%，为主要的通胀贡献项目。汽车价格的大幅提升主要受 2021 年全球缺芯所导致的汽车供应受限影响。

图表 27. 美国 CPI 除食物、能源子项目权重拆分

类别	占比	未季调		季调		
		2021.03- 2022.03	2022.02- 2022.03	2021.12- 2022.01	2022.01- 2022.02	2022.02- 2022.03
所有项目减去食物和能源	100.0%	6.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%
商品，除食品和能源商品	27.6%	11.7%	-0.1%	1.0%	0.4%	-0.4%
家居用品和用品	5.0%	10.8%	0.9%	1.6%	0.8%	1.0%
服饰	3.2%	6.8%	0.8%	1.1%	0.7%	0.6%
运输商品除汽车燃料	11.1%	21.8%	-0.9%	0.9%	0.1%	-1.7%
医疗用品	1.9%	2.7%	0.2%	0.9%	0.3%	0.2%
休闲用品	2.4%	4.7%	-0.2%	1.0%	0.9%	-0.1%
教育和通讯商品	1.1%	1.3%	-0.8%	0.3%	-0.7%	-0.6%
含酒精的饮料	1.1%	3.7%	0.5%	0.4%	0.8%	0.5%
其他商品	1.7%	5.3%	0.6%	0.8%	0.9%	0.6%
服务，除能源服务	72.4%	4.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%
庇护所	41.4%	5.0%	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%
水和下水道和垃圾收集服务	1.4%	4.0%	0.0%	0.9%	0.5%	0.1%
家庭经营	0.3%	9.4%	0.1%	0.9%	0.6%	0.1%
医疗服务	8.8%	2.9%	0.6%	0.6%	0.1%	0.6%
交通服务	7.1%	7.7%	2.0%	1.0%	1.4%	2.0%
娱乐服务	4.0%	4.8%	0.5%	0.8%	0.6%	0.4%
教育和通讯服务	6.9%	1.6%	-0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%
其他个人服务	1.7%	5.7%	0.4%	0.7%	1.2%	0.4%

资料来源：美国劳工部，东亚前海证券研究所

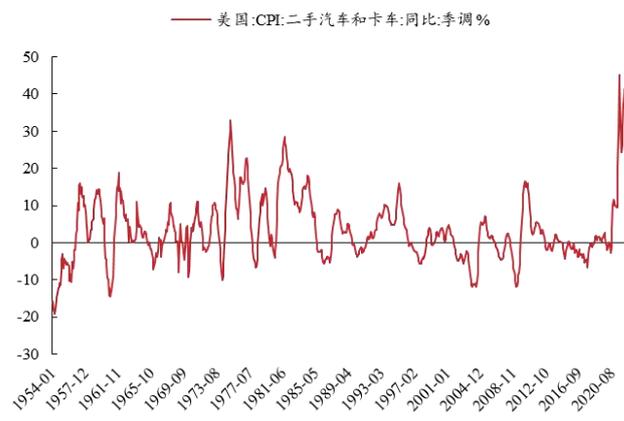
新汽车同比增速持续攀升，二手车和卡车项目同比增速创历史新高。
据 Wind 数据，美国 CPI 新汽车项目 2022 年 3 月同比增速为 12.6%，增速水平创下自 1975 年以来新高水平；二手车和卡车 2022 年 3 月同比增速为 35.3%，同比增速创下有史以来最高水平。

图表 28. 美国新车 CPI 同比增速持续上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

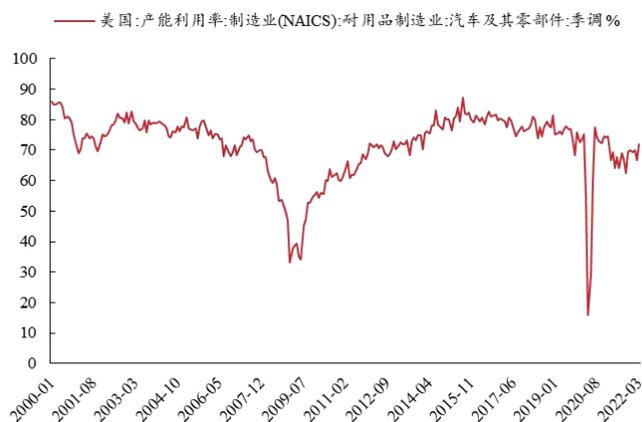
图表 29. 美国二手车 CPI 同比增速创历史新高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2021 年美国汽车行业产能利用率明显受限，导致汽车供给受到影响。
从美国汽车行业的产能利用率情况来看，2021 年美国的汽车产能利用率明显下滑，其中 2021 年 9 月的汽车产能利用率仅为 62.62%。截至 2022 年 3 月，美国汽车行业产能利用率已有所回升，达到了 72.02%，但是仍低于正常水平。

图表 30. 美国汽车产能利用率与疫情前水平仍有差距



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

美国汽车库存正处历史最低水平，低位库存支撑汽车价格持续上行。
从美国的汽车行业库存水平来看，2022 年 2 月，BEA 估算的美国汽车库存水平约为 65.40 千辆，较 2021 年同期下滑约 83.7%。当前美国汽车库存水平正处于历史最低水平，而伴随当前美国汽车行业产能利用率的低水平运行，预期未来美国的汽车价格水平仍将持续走高。

图表 31. 美国汽车库存持续走低



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3. 美联储加息开始，对通胀影响或将有限

3.1. 加息难降 CPI 增速，本轮加息姗姗来迟

美联储加息对通胀影响有限，历史数次加息并未降低 CPI 增速。在过去 6 次加息期间，美国的 CPI 同比增速均持续上行，加息政策并未有效缓解通货膨胀的问题。具体来看，6 次加息期间美国 CPI 的同比增速分别提高了 0.7pct、4.0pct、0.3pct、1.1pct、1.0pct 和 1.7pct，加息结束后的 CPI 同比增速分别为 4.3%、5.1%、2.8%、3.1%、4.3%、2.2%。6 次加息的历史数据表明，加息或对通胀影响有限。

图表 32. 加息过程中美国 CPI 增速持续上行

	开始时 CPI 同比 %	结束时 CPI 同比 %	CPI 同比增速变动 pct
第一次加息 (1983-1984)	3.60	4.30	0.70
第二次加息 (1987-1989)	1.10	5.10	4.00
第三次加息 (1994-1995)	2.50	2.80	0.30
第四次加息 (1999-2000)	2.00	3.10	1.10
第五次加息 (2004-2006)	3.30	4.30	1.00
第六次加息 (2015-2018)	0.50	2.20	1.70

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

过往通胀加息反应迅速，本轮通胀加息反应缓慢。复盘历史数据可以发现，历史上通胀发生后的数月之内，美联储将会进行加息操作。以 2000 年以来的两次通胀为例，美联储均在短时间内进行了加息，2004 年 3 月起美国 CPI 同比增速开始走高，2004 年 6 月起美联储加息开始。2015 年 10 月美国 CPI 再次开始走高，美联储于 2015 年 12 月起开始加息。而截至 2022 年 4 月 20 日，本轮美国 CPI 同比增速走高持续已逾一年，但美联储本轮加息在 2022 年 3 月 17 日刚刚开始，相比历史数据有所延迟。

图表 33. 通胀后短期内美联储将进行加息操作



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.2. 加息或将影响供给复苏

美国工业部门产能利用率接近历史峰值，供给提升空间有限。根据 Wind 数据，2022 年 3 月美国工业部门产能利用率为 78.3%，目前已逐步进入历史峰值水平。随着美国全部工业部门的产能利用率逐步进入高位，未来美国的总供给水平提升空间有限。

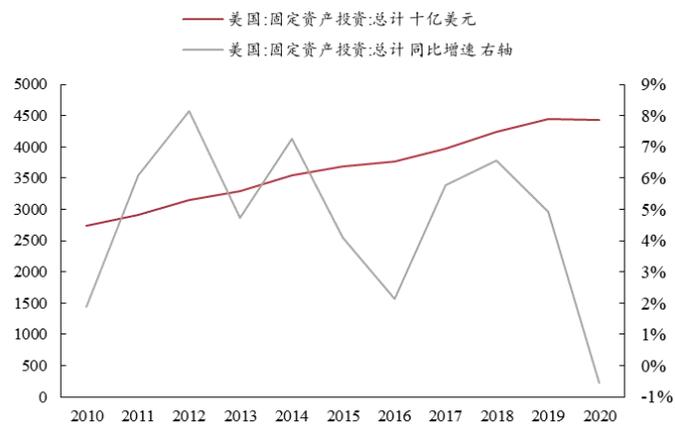
图表 34. 美国工业部门产能利用率持续回稳



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

固定资产投资额增速连续两年下滑，美国供给水平有所受限。2020 年美国累计实现固定资产投资 442.7 亿美元，同比下降 0.54%，美国固定资产投资增速连续两年下滑。当前美联储的加息政策或将对企业投资情况造成一定影响，从而抑制美国固定资产投资额增速的回升，在此情况下，美国的总供给规模或将出现进一步的受限。

图表 35. 美国固定资产投资大幅下滑



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

非金融企业部门杠杆率处于历史高位，美联储加息或将影响员工薪酬增速，减少供给水平。据 Wind 数据，2021 年 9 月美国金融企业部门杠杆率为 81.1%，处于历史较高水平。而截至 2021 年 12 月，美国国内劳动者总体报酬指数当季同比上涨约 4.0%，该数据已接近近 20 年来最高水平。当前美联储的加息政策，将导致企业成本提高，未来美国国内劳动者总体报酬指数的高位增速水平或将难以保持，美国用工难问题或将再度加剧。

图表 36. 美国非金融企业部门杠杆率处于高位



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 37. 美国报酬指数同比增速持续上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

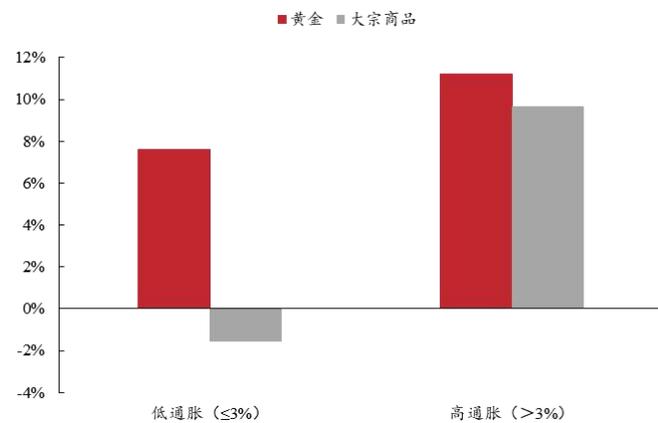
4. 黄金保值作用明显，通胀带动黄金价格上涨

4.1. 高通胀时期黄金价格多数上涨明显

从风险角度来看，黄金的抗通胀及避险属性良好，在高波动环境下表现出更高的收益率。黄金在不同通胀环境下均有可观回报率，但在高通胀环境下表现更好。从黄金在不同通胀水平时期的收益率表现来看，在低通胀 (<3%) 的市场环境下，黄金的名义回报约为 7.61%，而大宗商品的名义回报约为 -1.56%；在高通胀 (>3%) 的市场环境下，黄金的名义回报约为

11.19%，而大宗商品的名义回报约为 9.68%。另一方面，黄金在高波动环境下表现更好，年均 VIX 指数与黄金年涨幅之间相关系数高达 0.76。

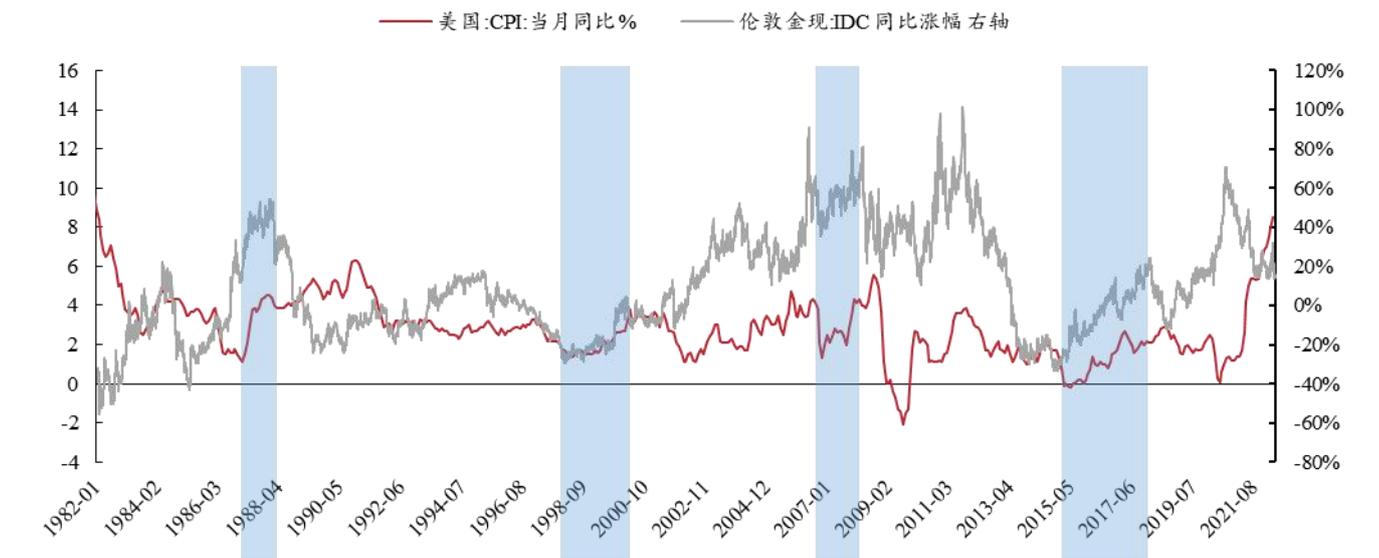
图表 38. 高通胀环境下黄金收益率表现更佳



资料来源：世界黄金协会，东亚前海证券研究所

历次美国 CPI 增速上行期间，黄金涨价多明显提速。回顾过往黄金价格变动情况，在美国通胀水平走高的时间区间之中，黄金价格的同比增速多呈现出明显的提升趋势。其中，同比增速提升较为明显的时间段有四个：1986 年 12 月-1987 年 12 月，美国 CPI 同比增速从 1.10% 提升至 4.40%，伦敦金现的同比涨幅从 14.2% 提升至 49.3%；1998 年 1 月-2000 年 10 月，美国 CPI 同比增速从 1.60% 提升至 3.50%，伦敦金现的同比涨幅从 -21.9% 提升至 -10.6%；2006 年 10 月-2008 年 6 月，美国 CPI 同比增速从 1.30% 提升至 5.00%，伦敦金现的同比涨幅从 41.0% 提升至 50.3%；2015 年 3 月-2018 年 01 月，美国 CPI 同比增速从 -0.10% 提升至 2.10%，伦敦金现的同比涨幅从 -28.8% 提升至 20.5%。

图表 39. 金价在历次通胀中价格上涨趋势明显



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.2. 黄金上涨下，黄金股弹性更为显著

黄金价格上涨下，黄金股表现普遍亮眼。复盘历史上两轮较大的黄金牛市，在黄金价格大幅上行的情况下，黄金股普遍表现亮眼。2008年-2011年之间，伦敦金现价格从721.5美元/盎司上涨到1900.2美元/盎司，涨幅达163.4%，在此期间内，湖南黄金股价涨幅达388.1%，赤峰黄金股价涨幅达211.4%，银泰黄金股价涨幅达183.6%；2018年-2020年之间，伦敦金现价格从1182.7美元/盎司上涨到2063.1美元/盎司，涨幅达74.4%，在此期间内，赤峰黄金股价涨幅达435.6%，银泰黄金股价涨幅达140.6%，恒邦股份股价涨幅达132.1%。

图表 40. 黄金价格上涨期间黄金企业股价普遍上行（单位：美元/盎司、元/股）

	伦敦金现	紫金矿业	赤峰黄金	山东黄金	中金黄金	招金矿业	银泰黄金	西部黄金	恒邦股份	湖南黄金	
第一波牛市	2008-10-23	721.5	3.4	3.2	32.3	27.1	2.4	2.8	-	21.1	6.5
	2011-09-05	1900.2	5.2	9.9	47.4	27.3	18.1	7.8	-	48.5	31.9
	价格涨幅	163.4%	52.5%	211.4%	46.9%	0.8%	671.1%	183.6%	-	130.4%	388.1%
第二波牛市	2018-09-27	1182.7	3.6	4.3	23.7	6.7	6.0	8.1	15.4	8.5	6.5
	2020-08-06	2063.1	6.6	23.1	45.6	11.9	10.5	19.5	17.5	19.6	10.2
	价格涨幅	74.4%	85.1%	435.6%	92.4%	77.6%	74.1%	140.6%	13.9%	132.1%	56.0%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5. 风险提示

国际地缘政治变化，大宗商品价格异常波动，宏观经济政策变化。

国际地缘政治变化：当前黄金价格中部分反应了乌克兰问题等地缘政治因素，若未来国际政治形势好转，黄金上行动力将有所放缓。

大宗商品价格异常波动：大宗商品价格间接可反应通胀水平，未来大宗商品价格大幅下滑或将诱发金价波动。

宏观经济政策变化：未来美国等主要经济体若采取较为激进的紧缩政策，则或将在一定程度上对金价产生抑制。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>