

宏观点评 20220511

美国通胀见“顶”如何影响美联储加息节奏？

2022年05月11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

相关研究

《货币政策执行报告点评：结构性货币政策持续发力，存款利率市场化调整机制落地》

2022-05-10

《疫情对我国进出口的冲击将延续多久？》

2022-05-09

《常态化核酸检测如何防扩散、降成本、促就业？》

2022-05-07

■ 美联储是否会在 2022 年 9 月的议息会议上再次加息 50bp？这很大程度上取决于 4 月至 8 月美国的通胀动态。我们预计美国 4 月通胀数据喜忧参半，一方面，以二手车为代表的核心商品（剔除食品和能源类商品）价格同比增速持续回落，但另一方面，薪资上涨、住房租金跳升、俄乌冲突和中国疫情对于全球供应链的扰动为后续通胀的走势增添了不确定性。如果 8 月核心 CPI 仍未跌至 5% 以下，美联储 9 月或继续大幅加息 50bp，提前达到中性利率（2.25%-2.5%），导致资产价格的调整。

■ 我们预计 2022 年 4 月，占比美国 CPI 超 20% 的核心商品价格同比增速将持续回落，而二手车价格也将维持 2-3 月的回落态势（图 2-图 3）。芯片短缺的缓解下，消费电子类产品价格增幅也有所回落。从美国商品的需求端来看，先前强劲的商品需求已经有所缓解，未来对于通胀的推升有限。

■ 不过，三个潜在风险点或导致年内美国通胀再次加速：

■ 一是薪资通胀螺旋情况恶化。2022 年，美国私人行业平均时薪增速持续破 5%，尽管 4 月环比增速有放缓迹象，但是鉴于劳动力供给紧俏的持续，美国企业涨薪的趋势在短期内难以被逆转（图 4-图 5）。如图 6-图 7 中 NFIB 调查所示，2022 年 4 月，预计在未来涨薪的美国中小企业比例仍高达 27%，而难以招聘到能力匹配的员工仍是困扰企业经营的主要问题之一。

尽管如此，鉴于美国工会化率处于几十年来的低位，工人议价能力受到限制（图 8）。此外，80 年代薪资通胀螺旋上升失控前，劳动力的紧俏已有 10 余年，尽管 2021 年的部分罢工取得了涨薪的成效，但尚未形成规模，薪资通胀螺旋上升的动力不足（图 9、表 2）。

■ 二是住房租金跳升。我们预计住房价格在 2022 年 4 月保持强劲，在数十年来最为紧张的住房市场中，年内住房租金或维持稳定的增长态势。美联储收紧货币政策下，30 年期抵押贷款利率已经从 2021 年 12 月 31 日的 3.1% 升至 2022 年 5 月 5 日的 5.3%，每月抵押贷款还款压力的增加或使得部分原本考虑购置新房的人出于相对购买力的下降而转而选择继续租房，导致租房需求增加，进一步推升住房租金上涨（图 10-图 11）。

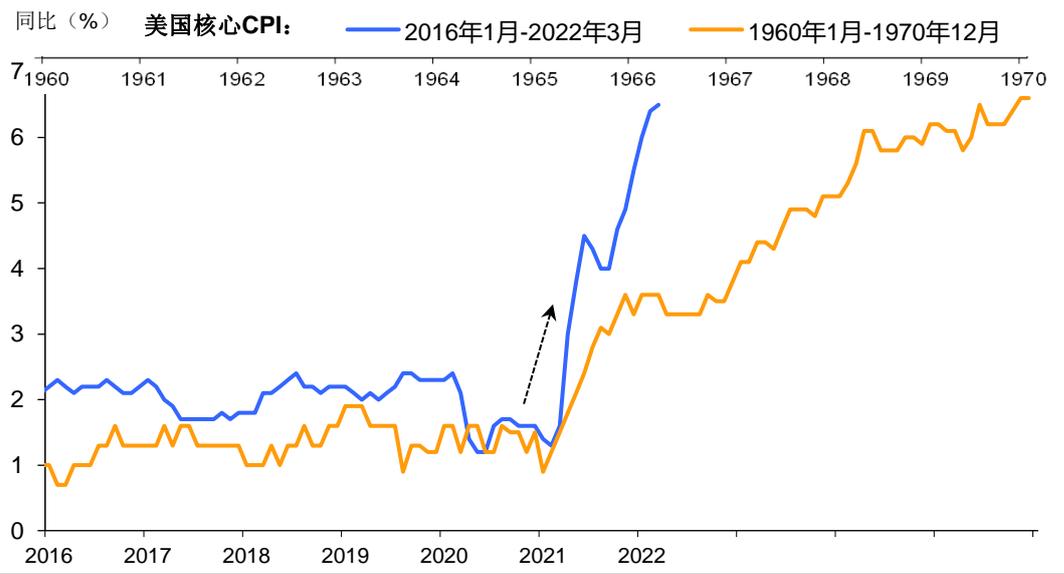
■ 三是供给侧的扰动，俄乌冲突和中国应对奥密克戎的限制措施或导致全球供应链再次恶化。中国制造业和出口所受到的扰动或再度造成部分产成品供不应求的局面（图 12）。鉴于俄乌冲突和中国疫情演变难以被预测，2022 年核心商品价格同比增速回落趋势有被逆转的风险。

此外，中国港口船只延误对全球供应链的连锁反应已开始显现。根据 Project44 对全球供应链的追踪，3 月底上海封锁以来，中国与美欧主要港口间的货运延误增加了四倍。根据路透报道，我国运往欧洲船只的延迟已造成连锁反应，其中包括将欧洲制造的货物运往美国东海岸的空集装箱的短缺。鉴于上海的工厂恢复正常运行需要时间，延迟或将持续到夏季，因此我们预计海运价格在三季度仍将维持高位。

■ 通胀的走势牵动着美联储加息的步伐，若供应链向着 2021 年三季度恶化的趋势发展，并且薪资通胀持续突破 5.5%，导致通胀缓解情况不及预期（2022 年 8 月核心 CPI 未跌至 5% 以下），美联储或在 9 月议息会议上维持 50bp 的加息幅度。届时美联储政策在经济衰退和压制通胀间的权衡将愈发困难。

■ 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 2022年3月, 美国核心CPI有见顶迹象



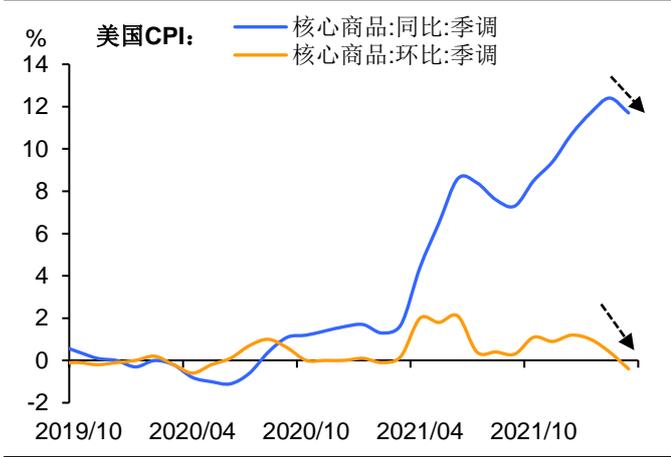
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 美国CPI各分项数据

	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-03	2022-02	2022-01	2022-03	2022-02	2022-01
CPI	8.5	7.9	7.5	1.2	0.8	0.6
食品	8.8	7.9	7.0	1.0	1.0	0.9
家庭食品	10.0	8.6	7.4	1.5	1.4	1.0
非家用食品	6.9	6.8	6.4	0.3	0.4	0.7
能源	32.0	25.6	27.0	11.0	3.5	0.9
能源类商品	48.3	37.9	39.9	18.1	6.7	-0.6
汽油 (所有种类)	48.0	38.0	40.0	18.3	6.6	-0.8
燃油	70.7	44.4	47.7	22.3	7.7	9.5
能源服务	13.5	12.3	13.6	1.8	-0.4	2.9
电力	11.1	9.0	10.7	2.2	-1.1	4.2
公共事业 (管道) 燃气服务	21.6	23.8	23.9	0.6	1.5	-0.5
核心CPI	6.5	6.4	6.0	0.3	0.5	0.6
商品, 不含食品和能源类商品	11.7	12.3	11.7	-0.4	0.4	1.0
新汽车和卡车	12.5	12.4	12.2	0.2	0.3	0.0
二手汽车和卡车	35.3	41.2	40.5	-3.8	-0.2	1.5
服装	6.8	6.6	5.3	0.6	0.7	1.1
医疗护理商品	2.7	2.5	1.4	0.2	0.3	0.9
服务, 不含能源服务	4.7	4.4	4.1	0.6	0.5	0.4
住所	5.0	4.7	4.4	0.5	0.5	0.3
运输服务	7.7	6.6	5.6	2.0	1.4	1.0
医疗护理服务	2.9	2.4	2.7	0.6	0.1	0.6

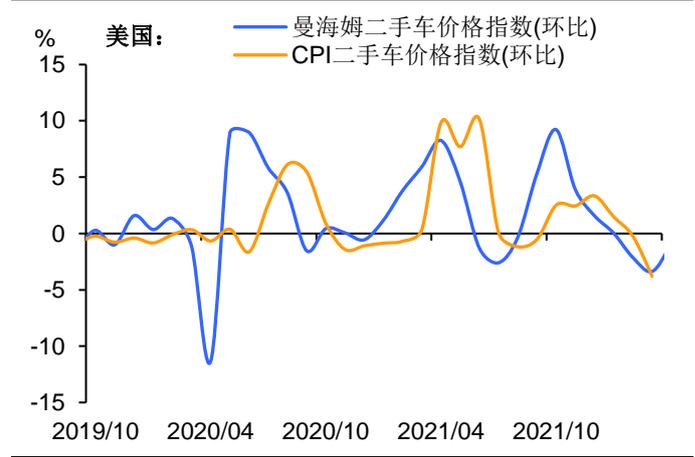
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年, 美国核心商品价格已见顶回落



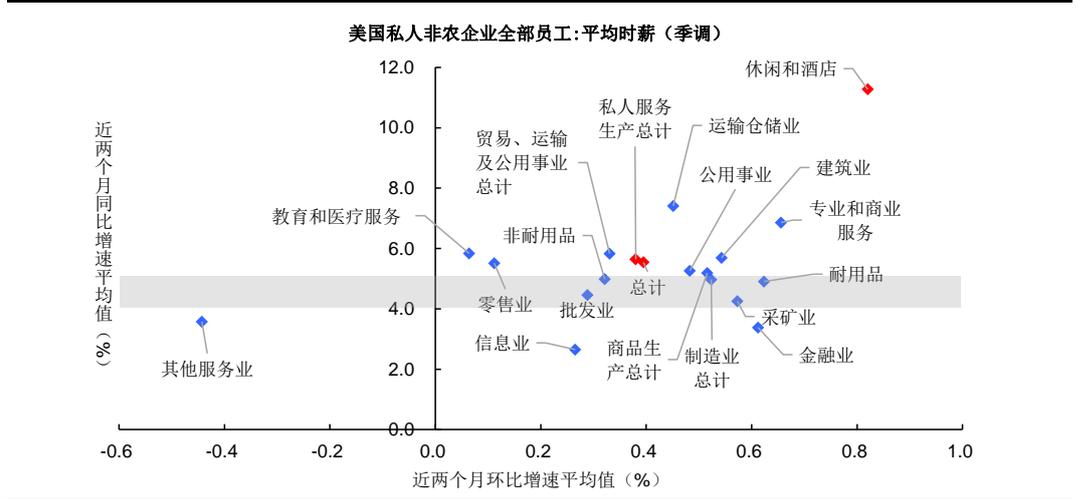
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年, 二手车价格持续回落



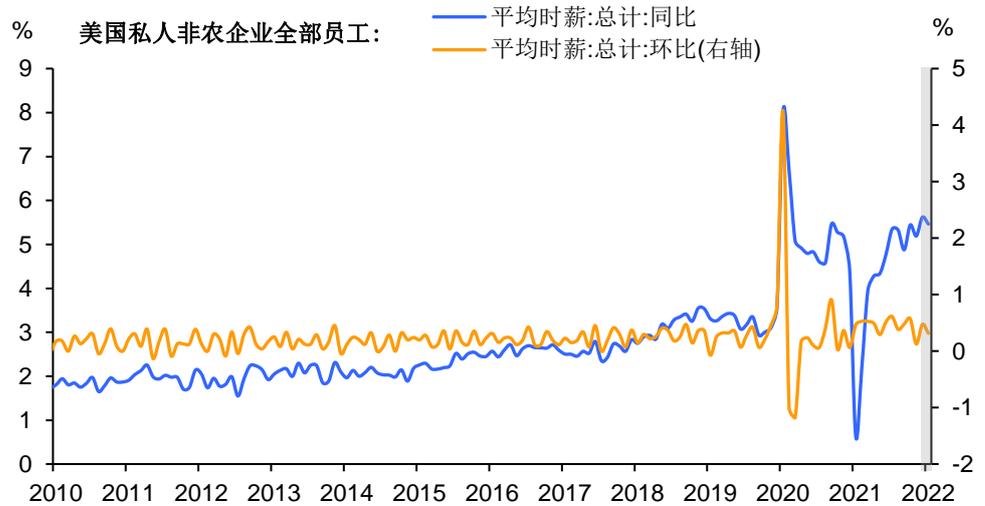
数据来源: Haver, 东吴证券研究所

图4: 2022年3-4月, 美国多行业平均时薪增速破5%



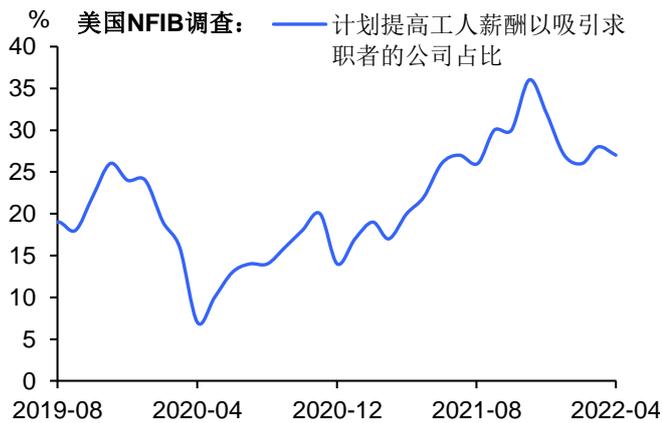
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年4月, 美国私人行业平均时薪增速有放缓迹象



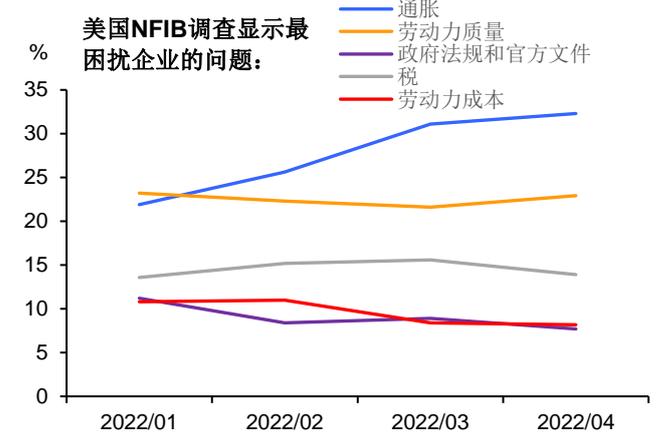
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 计划涨薪以吸引求职者的美国中小企业占比



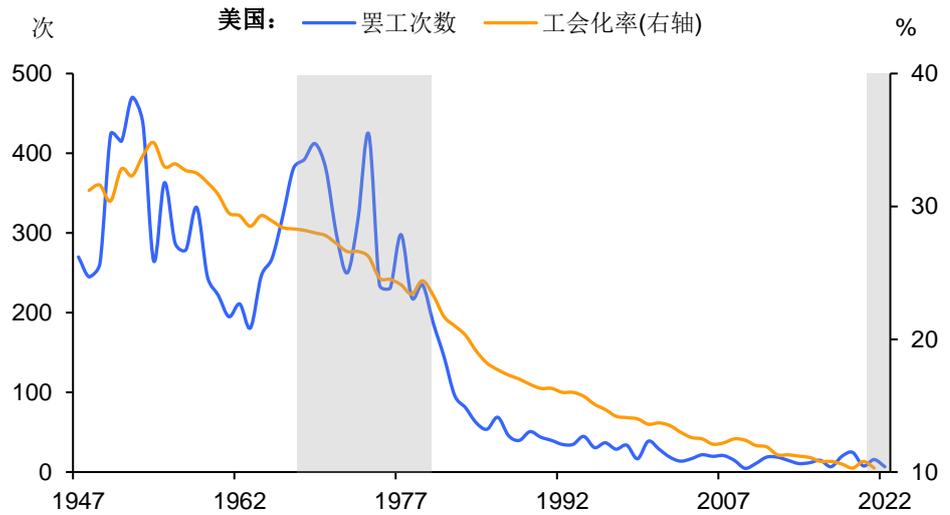
数据来源: NFIB, 东吴证券研究所

图7: 通胀和劳动力质量为最困扰美国中小企业的问题



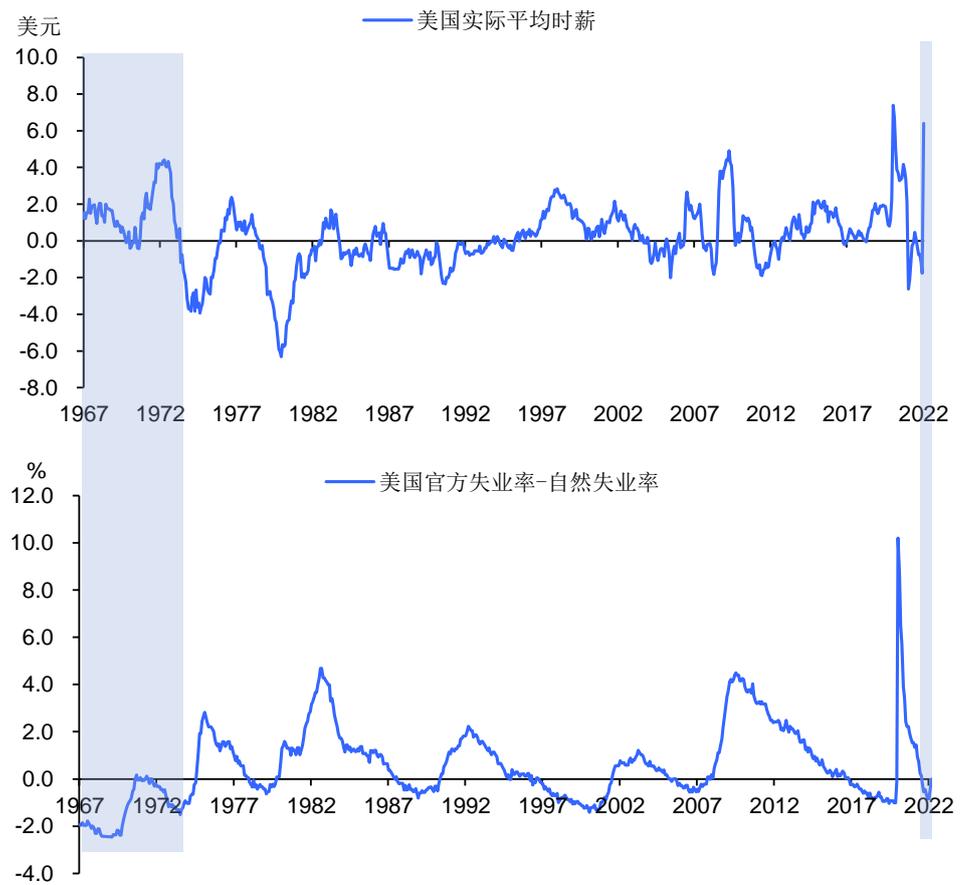
数据来源: NFIB, 东吴证券研究所

图8：2022年美国工会势力相对于二十世纪70年代有很大差距



数据来源：BLS, CRS, GSU, 东吴证券研究所

图9：80年代薪资通胀螺旋上升失控前，劳动力市场紧俏已维持了10余年



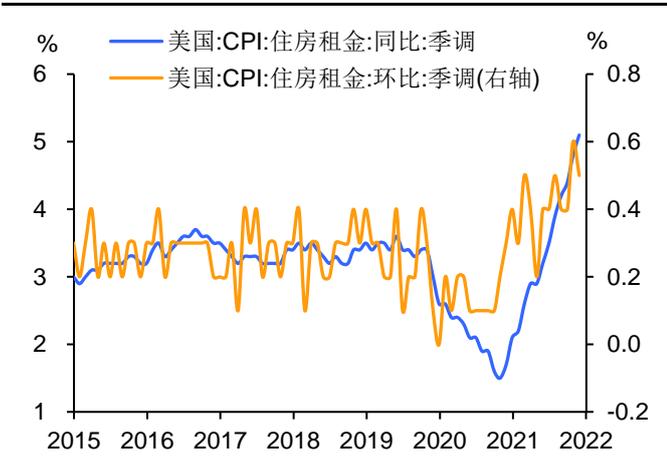
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表2: 2021年美国部分企业员工罢工取得了涨薪的成效

相关企业	地区	组织类型	协会	罢工开始日期	罢工结束日期	参与罢工工人数	成果
Hunts Point Produce Market	纽约	私人企业	国际卡车司机工会	2021-01-17	2021-01-23	1400	同意给员工在3年内每小时加薪1.85美元,在第一年加薪0.70美元,并为员工医疗保健福利额外贡献每小时0.40美元
Cook County	芝加哥	地方政府	服务业雇员国际工会	2021-06-25	2021-07-12	2000	为所有工人全面加薪,在疫情流行期间给予危险补贴,提供更好的医疗保健福利以及优先考虑招聘和晋升的政策
John Deere	多地	私人企业	美国汽车工人工会	2021-10-14	2021-11-17	10000	签订为期6年的合同:第一年对员工加薪10%,第三年和第五年分别加薪5%,第二年、第四年和第六年额外一次性支付员工工资的3%,恢复生活费调整,提供8500美元的签约奖金,将新员工纳入传统养老金计划,并对医疗保健福利不作调整
Kellogg's	多地	私人企业	面包店、糖果店、烟草工人和谷物磨坊国际工会	2021-10-05	2021-12-21	1400	同意为期5年的合同:实现员工两级薪酬制度的过渡,2026年前暂停关闭工厂,不减少医疗保健福利,增加退休金以及生活费

数据来源: BLS, 东吴证券研究所

图10: 美国 CPI 住房租金



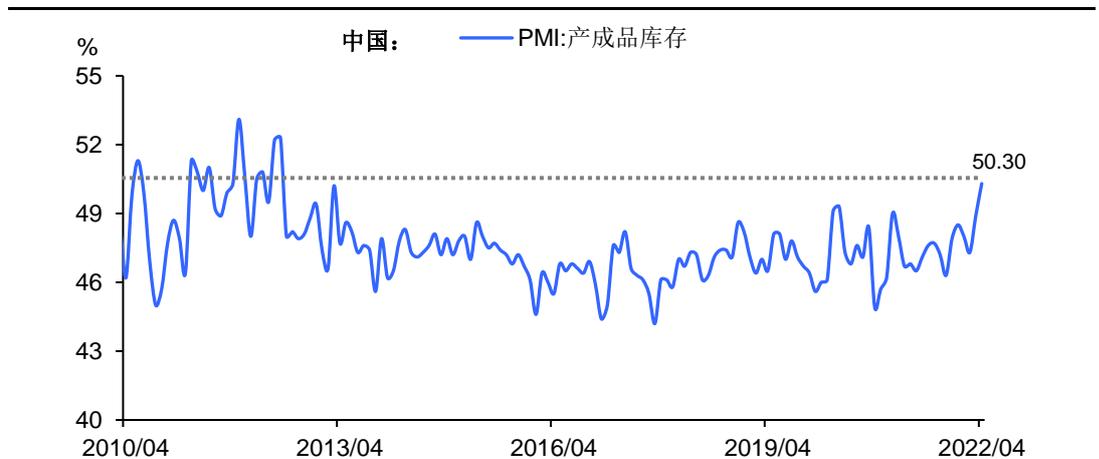
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年美国30年抵押贷款利率升至2018年水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022年4月,我国产成品库存已飙升至近十年来的高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>

