

宏观点评 20220412

美国通胀情景演绎：极限在哪里？

2022 年 04 月 12 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

- 俄乌冲突、我国疫情反弹等意外因素对于供应链的扰动为后续美国通胀的演绎增添了不确定性，为了更好地分析通胀动态，我们将乐观、中性、悲观三种情景假设应用于通胀预测模型，并倾向于中性假设，预计美国通胀于 4 月见顶回落，届时 CPI 同比增 8.7%，年末回落至 6% 以内。
- 美国通胀持续超预期下，彭博经济学家对于美国通胀的预测经历了多次上调（图 2）。而 2022 年美国通胀的复杂性在于内外多因素的扰动：
- 一方面，美国国内工资-通胀螺旋和房租通胀仍在焦点位，增速未见放缓迹象。

从工资维度来看，2021 年 10 月以来，美国私人行业平均时薪增速普遍破 5%，然而涨薪却未能补偿通胀对实际工资的稀释，实际工资与疫情前的趋势仍不断扩大，2021 年末缺口约为 3%（图 3-图 4）。纽约联储的消费者调查也显示美国家庭预计工资增长不及通胀（图 5）。鉴于当前劳动力市场供给的紧俏，为了吸引并留住员工，我们预计美国企业涨薪的趋势在短期内难以逆转（图 6）。

从房租维度来看，根据我们对于历史数据的分析，标普美国房价指数约领先房租 15 个月，该指数于 2021 年 8 月见顶回落，由此推算住房租金增速的回落至少要等到 2023 年初（图 7）。

- 另一方面，俄乌冲突及中国疫情反弹下，大宗价格上涨和供应链的扰动加大通胀风险的不确定性。

俄乌冲突对美国通胀的影响有多大？OECD 于 2022 年 3 月发布报告，测算了俄乌冲突对全球经济的影响，预计俄乌冲突可能在未来的 12 个月拖累美国 GDP 近 0.9%，推升通胀 1.4%，加剧滞涨的风险（图 8）。

我们预计上海疫情对于供应链的影响将于 4 月开始显现，除了工厂停产外，封锁下卡车司机的短缺已经对物流产生了影响。4 月 6 日，日本海洋网联船务公司 Ocean Network Express 表示，卡车短缺正阻碍上海进口货物的清关。而港口集装箱堆积、沿海船只排队增加可能导致更多延误并推升运价（图 9）。此外，卡车司机短缺还造成从沿海港口运往内陆工厂的原材料不足，对浙江和江苏这两大制造业中心的生产产生了影响。未来疫情对于我国出口的影响可能使得交付期延长，加剧全球供应链的中断。

- 为了更好地理解后续美国通胀的演绎，我们对通胀模型进行了三种情景测试：

乐观情景：俄乌冲突在 2022 年二季度缓解，WTI 油价于年内回落至 85 美元/桶（单位下同），全年 NYMEX 天然气价格小幅稳定增长，4 月至 12 月中枢 6.8 美元/百万英热（单位下同）。我们预计美国通胀拐点在 3 月，届时 CPI 同比增 8.66%，年末回落至 5.48%。

中性情景：WTI 油价于年内回落至 90，NYMEX 天然气 4 月至 12 月中枢 7.1。我们预计美国通胀拐点在 4 月，届时 CPI 同比增 8.72%，年末回落至 5.93%。我们倾向于中性情景假设。

悲观情景：俄乌冲突在 2022 年内持续，WTI 油价年末录得 97，NYMEX 天然气 4 月至 12 月中枢 7.3。我们预计美国通胀拐点在 4 月，届时 CPI 同比增 8.93%，年末回落至 6.14%。

- 3 月 CPI 数据是 5 月美联储议息会议之前的最后一份 CPI 报告，若通胀维持强劲态势，美联储 5 月加息 50bp 并加速缩表的市场预期将得到巩固。2022 年 4 月 11 日，联邦基金利率期货显示市场预期年内将加息至 2.6%。在就业向好、通胀飙升动能不减的背景下，美联储官员的表态愈发鹰派，激进的加息节奏叠加五月即将到来的缩表下，我们调升对于 10 年期美债利率的预测，预计 4-5 月美债利率可能将在 2.5%-3% 的区间持续一段时间。

- 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

相关研究

《信贷超预期回升，央行还将如何发力？》

2022-04-11

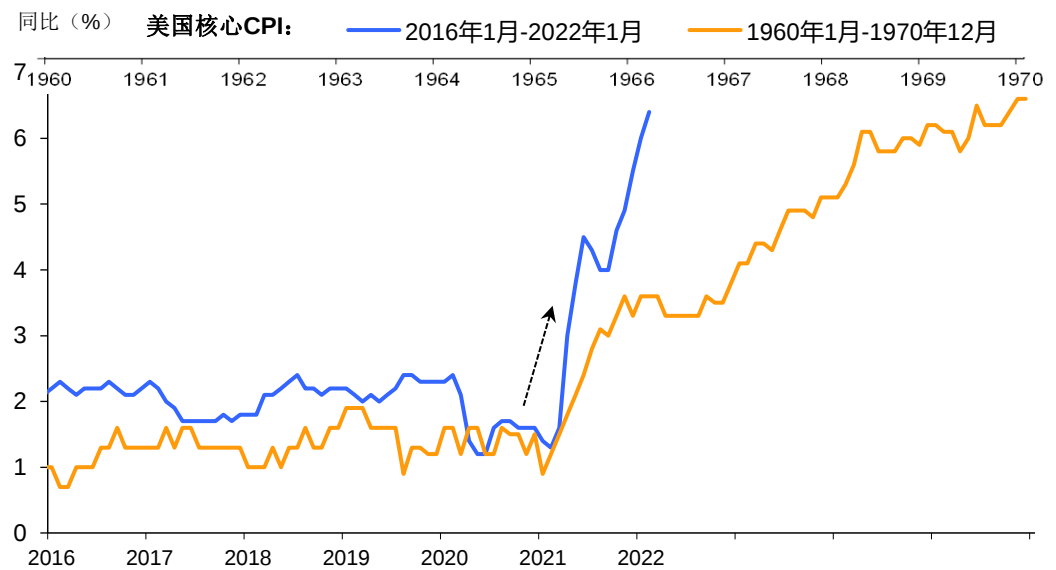
《美元站上 100 的资产配置含义》

2022-04-11

《加息下狠手，美联储 1994 的未解之谜》

2022-04-07

图1：2021年以来，美国核心CPI的飙升速度已然超越上世纪60年代



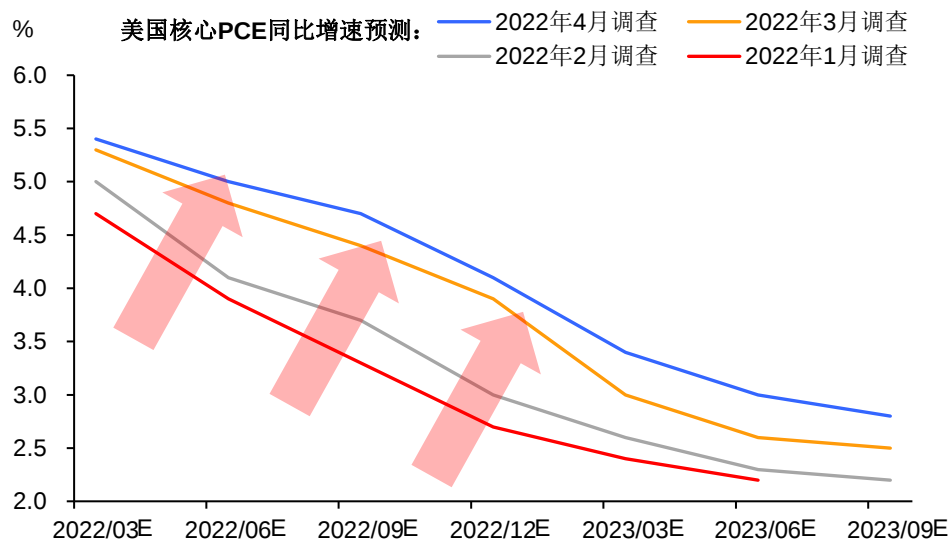
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：美国CPI各分项数据

	同比，季调(%)			环比，季调(%)		
	2022-02	2022-01	2021-12	2022-02	2022-01	2021-12
CPI	7.9	7.5	7.1	0.8	0.6	0.6
核心CPI	6.4	6.0	5.5	0.5	0.6	0.6
能源	25.7	27.0	29.4	3.5	0.9	0.9
食品	7.9	7.0	6.3	1.0	0.9	0.5
食品与饮料	7.6	6.7	6.0	1.0	0.8	0.5
住宅	5.9	5.7	5.1	0.5	0.7	0.5
服装	6.6	5.3	5.7	0.7	1.1	1.1
交通运输	21.1	20.9	21.3	1.9	0.4	1.4
医疗保健	2.4	2.5	2.2	0.2	0.7	0.3
娱乐	4.9	4.8	3.3	0.7	0.9	-0.1
教育与通信	1.6	1.7	1.6	0.0	0.1	0.1
其他商品与服务	5.6	4.9	4.5	1.1	0.8	0.5
信息技术、硬件和服务	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.8
个人计算机及其周边设备	4.6	3.5	2.8	2.8	4.8	8.4

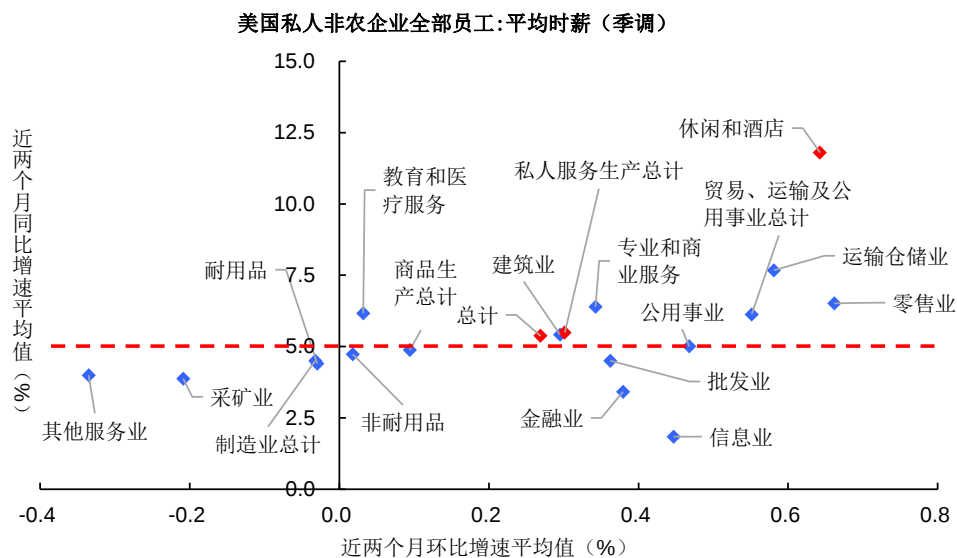
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 彭博经济学家对于美国通胀的预测持续上调



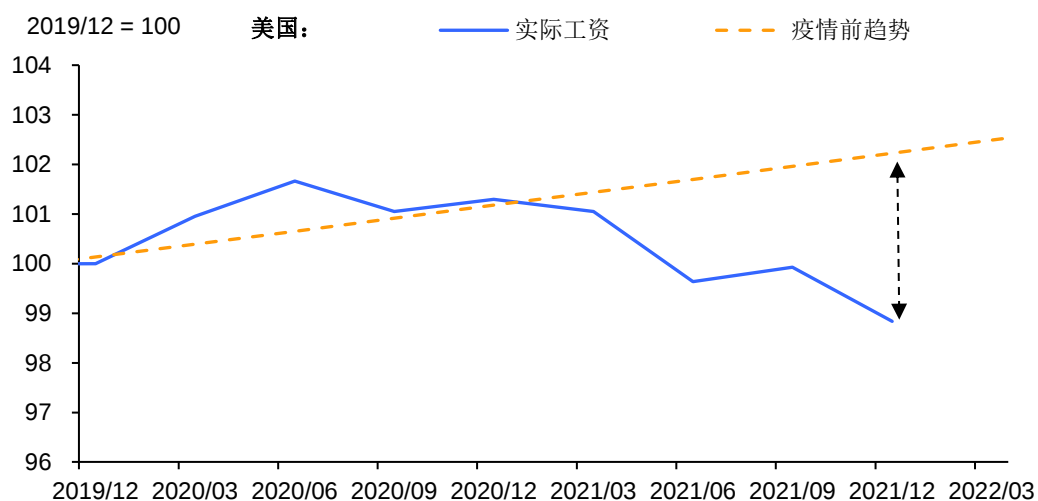
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 2022年2-3月, 美国多行业平均时薪增速破5%



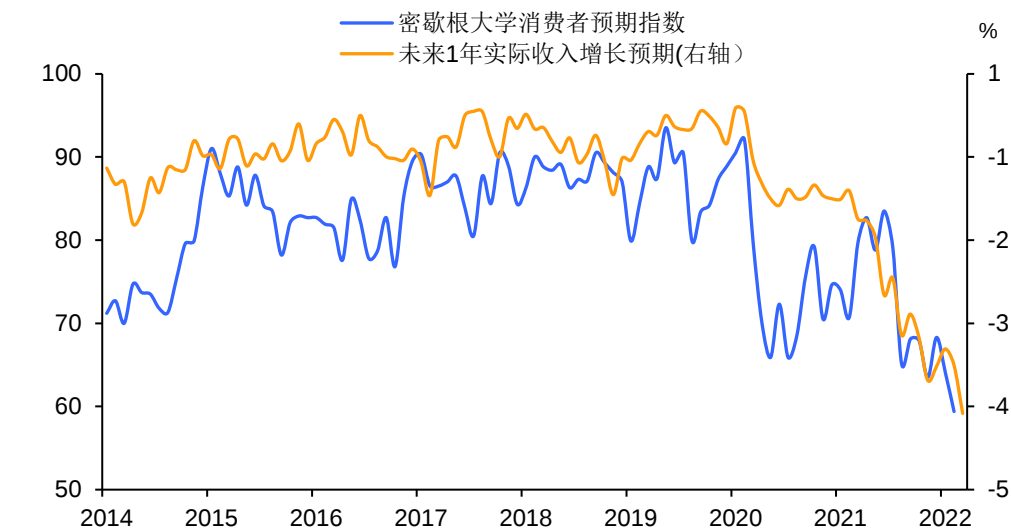
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：然而实际工资是下降的，并且与疫情前的趋势逐渐扩大



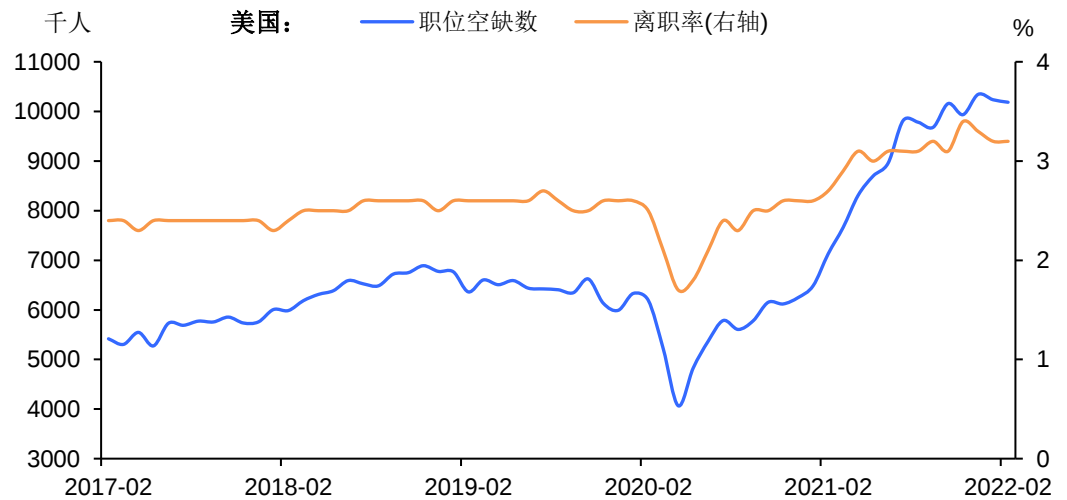
数据来源：Fred，东吴证券研究所

图5：纽约联储2022年4月调查显示，美国消费者预计未来1年实际收入将收缩



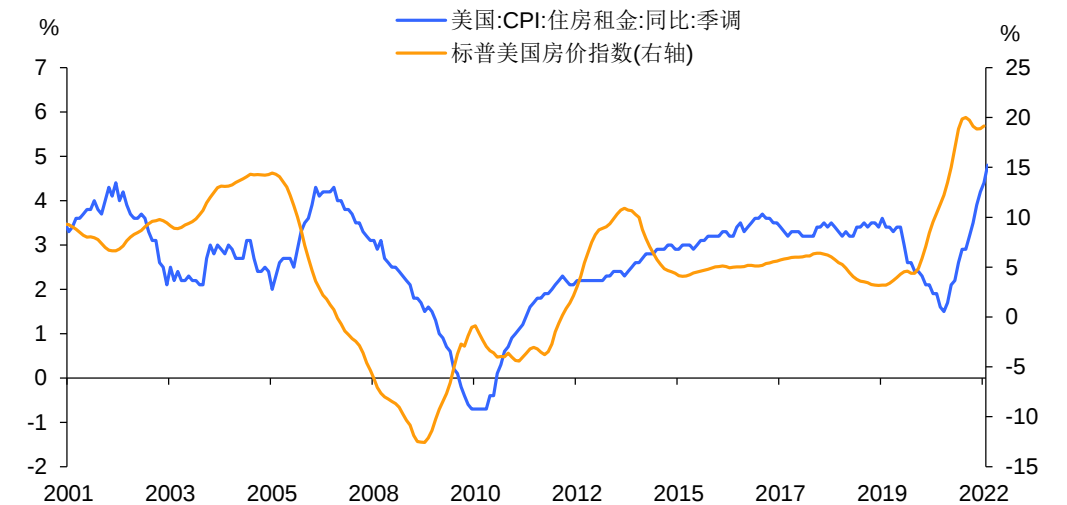
数据来源：Bloomberg，纽约联储，东吴证券研究所

图6: 美国职位空缺和离职率仍维持高位



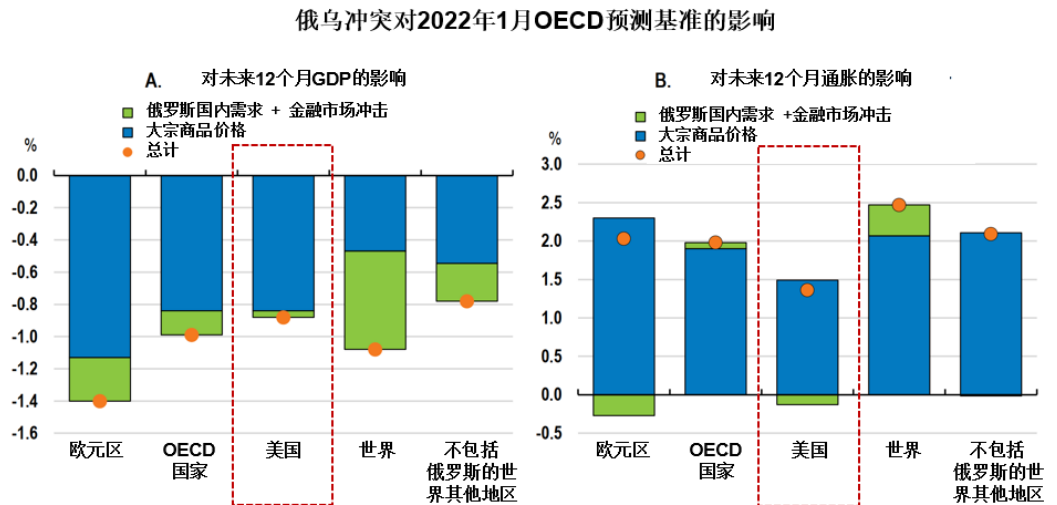
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 标普美国房价指数约领先住房租金 15 个月



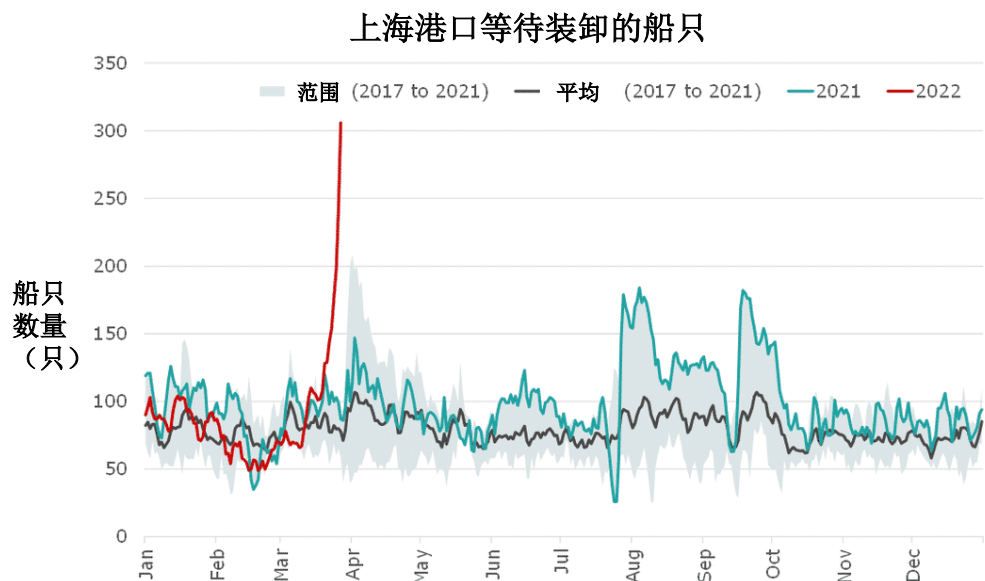
数据来源: Wind, Fred, 东吴证券研究所

图8: 2022 年 3 月, OECD 预计俄乌冲突可能在未来 12 个月推升美国通胀约 1.4 个百分点



数据来源: OECD (2022/3), 东吴证券研究所

图9: 2022 年 3 月末, 上海港口等待装卸船只飙升, 港口堵塞苗头已现



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40176

