

总量研究

通胀不息，加息不止，缩表将近

——2022 年 3 月美国 CPI 数据点评

要点

事件：

美国 2022 年 3 月 CPI 同比增 8.5%，前值 7.9%，市场预期 8.4%；季调后 CPI 环比增 1.2%，前值 0.8%，市场预期 1.2%。

核心 CPI 同比增 6.5%，前值 6.4%，市场预期 6.6%；季调后核心 CPI 环比增 0.3%，前值 0.5%，市场预期 0.5%。

截至 4 月 12 日收盘，10 年期美债收益率下行 2bp 至 2.77%，三大股指小幅走弱，标普 500 指数跌 0.34%，纳斯达克指数跌 0.3%，道琼斯工业指数跌 0.26%。

核心观点：

美国 3 月 CPI 基本符合预期，俄乌冲突持续背景下，能源和食品价格走高是助推此次通胀环比提升的主要因素。通胀高企背景下，美联储货币政策紧缩或将提速，加剧美国经济衰退风险。因此，在加息和缩表的过程中，美联储将紧密跟踪通胀和经济数据，评估加息对经济的影响。若通胀趋缓，经济衰退风险持续上行，则降低激进加息的必要。

通胀压力持续，CPI 基本符合预期。汽油、食品、住房为此次通胀主要贡献项，但环比看，机票价格（+10.7%），酒店（+3.7%），医疗护理服务（+0.6%）等品类涨幅同样显著。一方面，欧美制裁俄罗斯能源的风险不断抬升，俄罗斯作为原油和天然气的出口大国，俄乌冲突升温导致油价高位波动。向前看，考虑到俄乌冲突尚未结束，制裁风险仍在，预计上半年油价仍处在高位波动的环境，制约 CPI 同比增速下行速度。另一方面，俄乌均是小麦、玉米、葵花籽油的主要出口国，俄乌冲突加剧供应链紧缩问题，压降食物供给，抬升食品价格进一步上行的风险。

美联储货币紧缩政策或将提速，加剧美国经济衰退风险。现阶段，美联储政策重心全面转向控制通胀，货币政策收紧节奏或将提速。然而，美联储加速货币政策收紧，或将导致美国经济衰退风险加剧。一是，加息导致收益率曲线平坦化，降低银行信贷供给意愿，不利于信贷扩张。二是，美联储加息将影响最优惠利率（prime rate），从而进一步传导至房贷和车贷利率，拖累汽车消费和住房投资。三是，美联储加息，抬高企业融资成本，对公司股权回购形成压制，从而导致美股面临调整压力，进一步影响居民财富效应，进而抑制消费，形成负向反馈，不利于美国经济。

总体来看，我们认为，在通胀高企的背景下，美联储货币政策紧缩或将提速，上半年持续加息，5 月议息会议中大概率宣布缩表。在货币政策收紧的过程中，美联储将紧密跟踪通胀和经济数据，评估加息对经济的影响。若通胀趋缓，经济衰退风险持续上行，则降低激进加息必要。

风险提示：全球通胀变化超预期；俄乌冲突超预期，疫情变化超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

缩表将近，加息不止——2022 年 3 月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022 年 3 月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

近期美债收益率跳升的三大原因——《美联储观察》系列第七篇（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议纪要点评（2022-03-17）

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022 年 2 月美国 CPI 数据点评（2022-03-11）

美国非农保持韧性，失业率下探至 3.8%——2022 年 2 月美国新增非农数据点评（2022-03-05）

俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-3-3）

美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列六（2022-02-23）

美联储 1 月议息会议纪要的四问四答？——2022 年 1 月美国 FOMC 议息会议纪要点评（2022-02-17）

为什么美国不愿意加入 CPTPP——《大国博弈》系列第十五篇（2022-01-10）

2021 年美国就业市场强劲复苏，12 月失业率下穿逾 4%线——光大宏观周报（2022-01-08）

目 录

一、通胀压力持续，CPI 基本符合预期	3
二、美联储货币紧缩政策或将提速，加剧美国经济衰退风险	6
三、风险提示	8

图目录

图 1：3 月 CPI 同比上行至 8.5%	3
图 2：核心 CPI 同比再度冲高	3
图 3：汽油和食品价格是此次通胀的主要贡献项	4
图 4：小麦、玉米、菜籽油期货价格 3 月维持高位	4
图 5：房屋价格指数同比连续 4 个月下滑	5
图 6：成屋销售呈触顶回落态势	5
图 7：汽车库存和产量维持低位	5
图 8：供应链紧缩问题边际转好（%）	5
图 9：美国企业债利差开始小幅回升	6
图 10：商业银行信贷增速开始回落	6
图 11：S&P500 股票回购和 S&P500 指数	7
图 12：美元 1 月期 LIBOR 远期利率显示，美联储将在 2023 年下半年开始降息	7

表目录

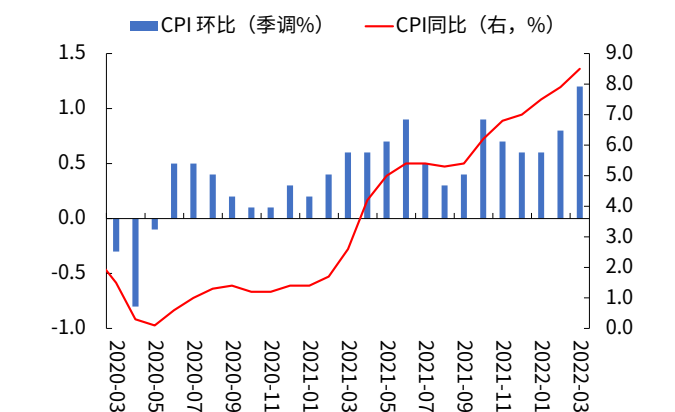
表 1：2022 年 1 月-2022 年 3 月 CPI 同比和环比分项	3
---	---

一、通胀压力持续，CPI 基本符合预期

3月CPI同比增8.5%，前值7.9%，市场预期8.4%；季调后CPI环比增1.2%，前值0.8%，市场预期1.2%。核心CPI同比增6.5%，前值6.4%，市场预期6.6%；季调后核心CPI环比增0.3%，前值0.5%，市场预期0.5%。

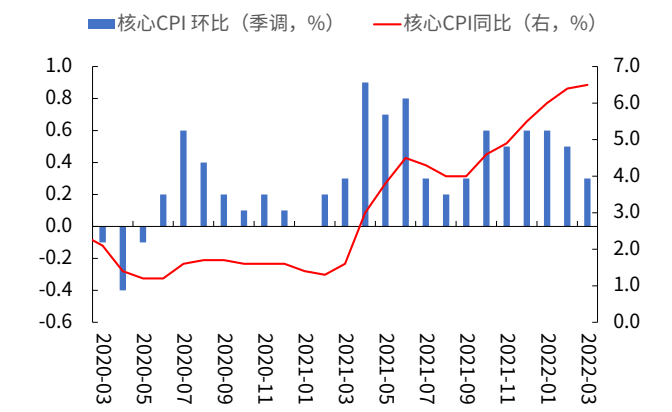
汽油、住房、食品为此次通胀主要贡献项，但环比看，机票价格（+10.7%），酒店（+3.7%），医疗护理服务（+0.6%）等品类涨幅同样显著。

图 1: 3 月 CPI 同比上行至 8.5%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 3 月。

图 2：核心 CPI 同比再度冲高



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 3 月。

表 1：2022 年 1 月-2022 年 3 月 CPI 同比和环比分项

2022年2月		年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
指标名称	相对权重	2022-01	2022-02	2022-03	2022-01	2022-02	2022-03
食品	13.4	7.0	7.9	8.8	1.0	1.0	1.0
家庭食品	8.2	7.4	8.7	10.0	1.0	1.4	1.5
谷物和烘焙制品	1.0	6.8	7.8	9.4	1.8	1.1	1.5
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	12.3	13.0	13.7	0.3	1.2	1.0
乳制品及相关制品	0.8	3.1	5.2	7.0	1.1	1.9	1.2
水果和蔬菜	1.4	5.7	7.7	8.5	0.9	2.3	1.5
无酒精饮料和饮料原料	0.9	5.0	6.7	8.0	0.0	1.6	1.2
其他家庭食品	2.2	7.4	8.2	10.3	1.6	0.8	2.0
非家庭食品	5.2	6.4	6.8	6.9	0.7	0.4	0.3
能源	7.5	27.0	25.6	32.0	1.7	2.7	11.4
能源类商品	4.2	39.8	37.8	48.3	-0.6	6.7	18.1
燃油	0.1	46.5	43.6	70.1	9.5	7.7	22.3
发动机燃料	4.0	40.0	38.1	48.2	-0.8	6.7	18.3
汽油 (所有种类)	3.9	40.0	38.0	48.0	-0.8	6.6	18.3
能源服务	3.4	13.5	12.2	13.4	2.9	-0.4	1.8
电力	2.5	10.7	9.0	11.1	4.2	-1.1	2.2
公共事业 (管道) 燃气服务	0.9	23.9	23.8	21.6	-0.5	1.5	0.6
所有项目, 除食品和能源	79.0	6.0	6.4	6.5	0.6	0.5	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	21.8	11.7	12.4	11.7	1.0	0.4	-0.4
服装	2.6	5.3	6.6	6.8	2.5	3.1	0.8
新汽车和卡车	4.1	12.2	12.4	12.6	0.0	0.3	0.2
二手车和卡车	4.2	40.5	41.2	35.3	1.5	-0.2	-3.8
医疗护理商品	1.5	1.4	2.5	2.7	0.9	0.3	0.2
酒精饮料	0.9	2.7	3.5	3.7	0.4	0.8	0.5
烟草和烟草制品	0.5	7.0	7.0	6.9	-0.1	0.6	0.5
服务, 不含能源服务	57.2	4.1	4.4	4.7	0.4	0.5	0.6
住所	32.7	4.4	4.8	5.0	0.3	0.5	0.5
主要居所租金	7.3	3.8	4.2	4.4	0.5	0.6	0.4
业主等价租金	24.0	4.1	4.3	4.5	0.4	0.4	0.4
医疗护理服务	7.0	2.7	2.4	2.9	0.6	0.1	0.6
医疗服务	1.9	2.6	0.5	0.7	-0.1	-0.1	0.5
医院服务	2.2	3.6	3.4	3.3	0.5	-0.1	0.4
运输服务	5.6	5.4	6.4	7.5	1.0	1.4	2.0
机动车维修保养	1.0	4.8	6.3	4.9	0.2	1.7	-0.3
机动车保险	2.4	4.1	4.3	4.2	0.9	1.2	0.7
机票	0.5	4.9	12.7	23.6	2.3	5.2	10.7

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为 2022 年 3 月；权重单位为%。

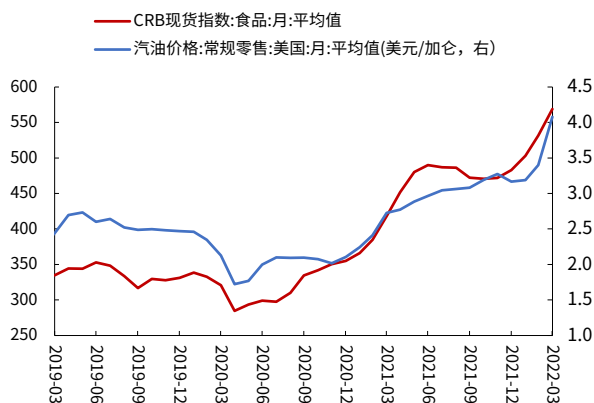
3 月，俄乌冲突持续背景下，能源和食品价格走高是助推此次通胀环比的主要因素。一方面，欧美制裁俄罗斯能源的风险不断抬升，俄罗斯作为原油和天然气的出口大国，俄乌冲突升温导致油价高位波动。另一方面，俄罗斯和乌克兰均是小麦、玉米、葵花籽油的主要出口国，俄乌冲突加剧供应链紧缩问题，压降食物供给，抬升食品价格进一步上行的风险。

3 月能源类商品价格环比显著上行，环比升 18.1%，较上月抬升 11.4 个百分点。原油价格上行，带动汽油价格大幅走强，3 月汽油价格环比升 18.3%，为总体 CPI 环比涨幅贡献近二分之一。根据美国 EIA 数据显示，3 月一般汽油平均价格自 2 月的 3.40 美元/加仑升至 4.08 美元/加仑。近期由于美欧加大战略石油储备的投放，缓解油价上涨压力，3 月末以来油价持续回落，可能降低 4 月能源通胀压力。但考虑到俄乌冲突尚未结束，制裁风险仍在，预计上半年油价仍处在高位波动的环境，制约 CPI 同比增速下行速度。

3 月食品价格环比升 1%，与上月持平，主要受蔬菜、水果、肉类和谷物价格上涨影响。联合国食品价格指数显示，乌克兰和黑海地区出口的降低，导致小麦和菜籽油价格维持高位。向前看，俄乌作为粮食和化肥的主要出口国，其冲突将加剧供应链紧缩问题，压降食物供给，抬升食品价格进一步上行风险。

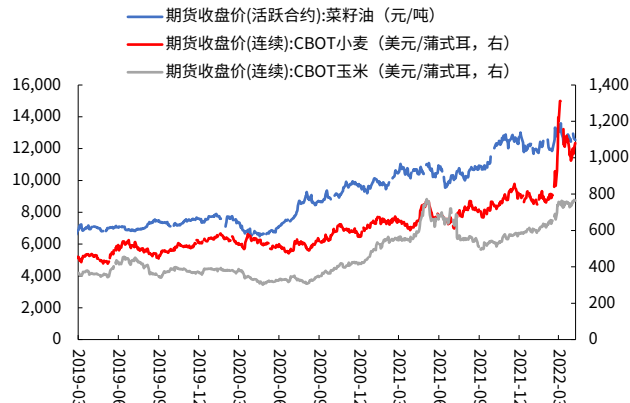
非家用食品价格环比升 0.3%，连续第二个月回落，增速较上月下行 0.1 个百分点，主要受服务业时薪增速回落拖累，与我们前期判断较为一致。

图 3：汽油和食品价格是此次通胀的主要贡献项



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 4 月 11 日

图 4：小麦、玉米、菜籽油期货价格 3 月维持高位



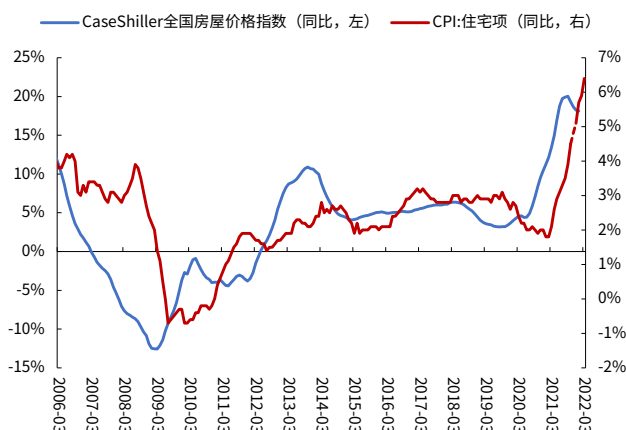
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 3 月。

剔除能源和食品后，3 月核心 CPI 环比升 0.3%，连续第二个月下行，并且不及市场预期的 0.5%。住所为主要贡献项；二手车和卡车为主要拖累项。

住所项价格环比上行 0.5%，与上月持平，因住所项在 CPI 中的比重较大（33%），其对核心环比 CPI 贡献达三分之二。一方面，疫情趋弱，劳动力回城提升租房需求，压降出租房空置率，推升房租价格。另一方面，需求旺盛推升美国整体房屋价格，带动租金价格上行。

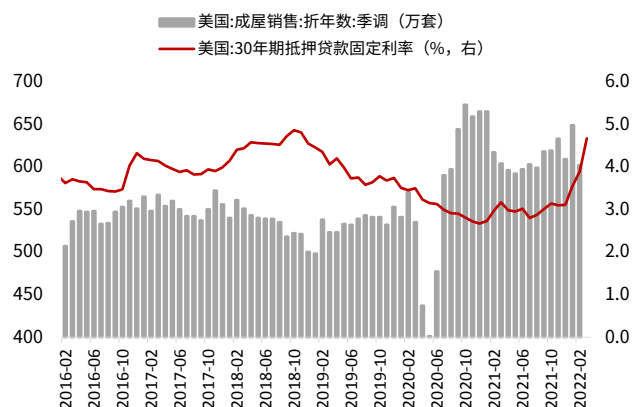
向前看，作为房租的领先指标，房屋价格同比增速已连续 4 个月回落，在房贷利率迅速走高的背景下，月度房屋销售已有触顶回落迹象，房屋销售端下行将缓解住所项价格继续上行压力，预计住所项价格上行将持续至 2022 年上半年，并在之后趋于回落。

图 5：房屋价格指数同比连续 4 个月下滑



资料来源：Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截止日期 2022 年 3 月。

图 6：成屋销售呈触顶回落态势



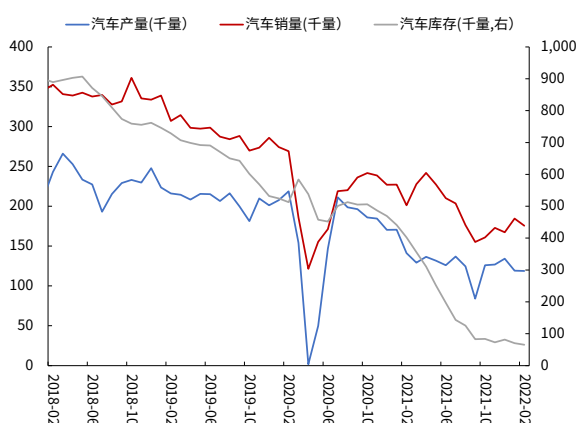
资料来源：Fred, 光大证券研究所, 数据截止日期 2022 年 3 月。

3 月新车和二手车价格环比增速均回落，新车价格环比升 0.2%，较上月下行 0.1 个百分点；二手车环比降 3.8%，较上月下行 3.6 个百分点。

向前看，汽车需求大幅上行的概率较低，叠加供给疲软，预计汽车价格仍对通胀形成支撑，但其强度将逐步趋弱。3 月 ISM 制造业 PMI 数据中，供应商交付指数从 2 月的 66.1% 下滑至 65.4%（指数越低表示交付越快），显示供应链问题边际趋缓，有利商品交付和补库进程。然而，3 月汽车和卡车租赁价格环比大幅上行 11.7%（2 月环比 3.5%），显示汽车需求仍然旺盛，叠加汽车库存和产量修复疲软，抑制汽车供给，供需关系仍然紧张，提升价格粘性。

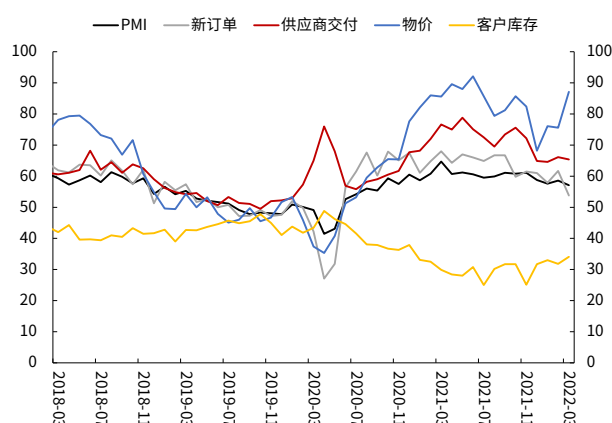
3 月机票价格环比显著抬升，环比升 10.7%，较上月上行 5.5 个百分点。向前看，疫情趋弱可能持续推动商品消费向服务消费转变的趋势，交通服务项价格进一步走强为大概率事件。

图 7：汽车库存和产量维持低位



资料来源：Wind, 光大证券研究所, 数据截止日期 2022 年 2 月。

图 8：供应链紧缩问题边际转好 (%)



资料来源：Wind, 光大证券研究所, 数据截止日期 2022 年 3 月。

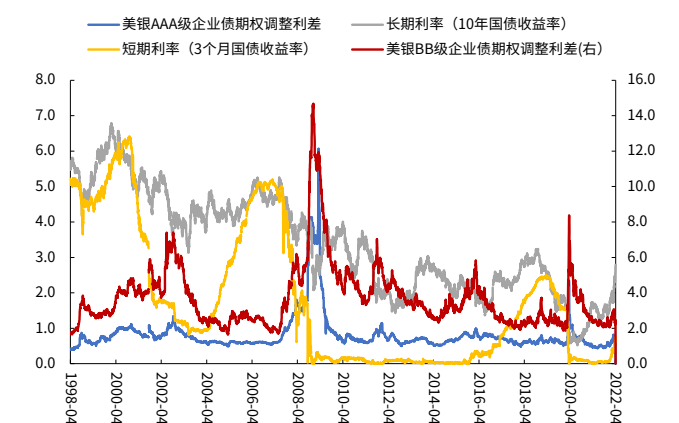
二、美联储货币紧缩政策或将提速，加剧美国经济衰退风险

现阶段，美联储的重心全面转向控制通胀，货币政策收紧节奏或将提速。美联储3月议息会议纪要显示，多位美联储官员倾向于一次或多次加息50bp。另外，4月13日，美联储理事布雷纳德（Lael Brainard）在华尔街日报就业峰会上表示，通胀太高，降低通胀将是美联储最重要的任务，美联储将持续加息，并可能在5月议息会议中宣布缩表计划，并在6月开始实施。

然而，美联储加速货币政策收紧，或将导致美国经济衰退风险加剧，其中的逻辑传导链条主要分为三部分。

一是，加息导致收益率曲线平坦化，降低银行信贷供给意愿，不利于信贷环境。截至4月11日，10年/2年美债收益率利差为29bp，显示市场预期美联储加速货币政策收紧将提振短端利率，而经济前景疲软拖累长端利率上行幅度。一方面，收益率曲线平坦化会进一步引发经济衰退。银行拥有资产的平均期限一般长于其负债的平均期限，也就是说，银行借出资产的久期长于借入负债的久期。在此背景下，若收益率曲线平坦，长周期资产回报率较低，则银行缺乏动力发行信贷，导致金融条件收紧，不利于信贷扩张。

图9：美国企业债利差开始小幅回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据截至：2022年4月11日

图10：商业银行信贷增速开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年3月30日

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_40279

