

美国本轮通胀上行进入筑顶阶段

——美国3月通胀数据传递的信号

报告导读/核心观点

工资上行压力缓解叠加二手车价格回落将逐步缓解美国核心CPI环比上行压力；核心CPI外能源和食品两大分项的涨价压力与俄乌危机下的供给不确定性高度相关，未来危机整体趋于缓和将缓解涨价压力；美联储进入加息周期后，需求端的回落也将进一步缓和通胀压力。综合来看，预计美国CPI同比增速将在3、4月进入本轮通胀增速上行的筑顶阶段：从目前情况看，3月CPI已经见顶的概率偏大；如果俄乌危机反复程度超预期，高点存在后移至4月的可能，但整体同比增速相较本月8.5%的水平也不会出现明显偏离，5月起将逐步回落完成筑顶，预计通胀预期将同步回落。伴随通胀预期见顶和紧缩预期落地我们维持美债收益率5月见顶于3%左右的判断。

□ **核心CPI上行压力环比趋弱，主要受益于工资上行压力缓解和二手车价格回落**
美国3月CPI通胀同比增速8.5%，环比增速1.2%，整体基本符合市场预期。从结构来看，核心CPI同比增速6.4%，与上月持平；环比增速0.3%，进入2022年后连续2个月环比增速回落，表征美国广谱通胀压力逐步回落，当前核心通胀压力主要来自能源和粮食价格。我们认为美国广谱通胀压力的回落主要源自两方面因素：

一是**工资-通胀螺旋式上升压力逐步缓解**，我们早在2022年度策略《先立后破，产业突围》中便前瞻性指出，美国就业市场的核心问题在于供给而非需求，伴随疫情逐步常态化后，劳动力供给将逐步修复并缓解工资上行压力。2022年以来非农数据的变化显示我们的观点正得到逐步验证：美国劳动力参与率进入2022年以来连续3个月抬升，从2021年末的61.9%修复至62.4%，居民就业意愿明显增强；就业供给修复后薪资上涨压力明显缓解，从平均时薪环比增速（移动3月平均）进入2022年连续3月回落，由2022年末的0.49%回落至0.37%。展望未来，我们认为就业供给仍有进一步修复空间，工资-通胀螺旋式上升风险逐步消除，未来广谱通胀压力将逐步缓解。二是**缺芯压力逐步缓解后二手车价格趋于回落**，受缺芯压力影响二手车是对本轮美国通胀压力上行贡献最大的分项之一，3月分项同比增速达到35.3%（高于能源分项32.0%的同比增速）；当前核心芯片生产商普遍预期2022年缺芯压力将逐步缓解，二手车价格进入2022年开年以来也逐步回落，1月MANHEIM二手车价格指数为236.3，此后2、3连续两月回落至223.5。

□ **能源和食品两大分项涨价压力与俄乌危机相关，危机趋于缓和将缓解涨价压力**
如上文所述，当前美国的通胀压力主要源于能源和食品两大“非核心项”，两大分项的涨价压力均与俄乌危机存在较高关联性（具体请参考前期报告《俄乌冲突升级对通胀有何影响？》）。本月美国通胀上行的核心拉动项仍是能源分项，3月环比增速11%，是美国历史次高点，主要受俄乌危机增加供给不确定性大幅推升油价影响。食品分项，本月环比增速1.0%，与上月整体持平但仍然位于高位，未来走势同样受俄乌危机影响。美国农业部发布的《世界农业供需评估报告》大幅下调乌克兰全年粮食出口预期，谷物全年出口预期由3月的2750万吨下调至2300万吨；玉米出口预期由2000万吨下调至1900万吨。

展望未来，我们认为俄乌危机短期之内仍可能出现反复，但预计整体方向将趋于缓和，供给不确定性对油价和粮价的冲击将逐步下降。此外原油供给仍有进一步放量预期，主要源自于伊核协议的潜在进展；根据彭博估算，2022年2月伊朗原油的闲置产能超过380万桶/日，与OPEC的闲置产能基本一致；此外，美国本轮石油储备抛售计划速度达到100万桶/日，相当于OPEC2个月以上的增产量，供给端的逐步放量均将有效缓解原油价格的上行压力，我们对油价仍然维持前期判断，Q2、Q3、Q4油价中枢分别为95、80、80，呈逐季回落态势。

□ **预计美国通胀将在3、4月进入筑顶阶段，通胀预期和美债收益率5月逐步见顶**
工资上行压力缓解叠加二手车价格回落将逐步缓解美国核心CPI环比上行压力；核心CPI外能源和食品两大分项的涨价压力与俄乌危机下的供给不确定性高度相关，未来危机整体趋于缓和将缓解涨价压力；美联储进入加息周期后，需求端的回落也将进一步缓和通胀压力。综合来看，预计美国CPI同比增速将在3、4月进入本轮通胀增速上行的筑顶阶段：从目前情况看，3月CPI已经见顶的概率偏大；如果俄乌危机反复程度超预期，高点存在后移至4月的可能，但整体同比增速相较本月8.5%的水

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

平也不会出现明显偏离，5月起将逐步回落完成筑顶。实际通胀增速见顶叠加美联储逐步增强的紧缩预期将带动通胀预期在5月逐步见顶回落。

综合最新通胀数据，我们维持本轮美债收益率上行将于5月见顶的判断。一是短期CPI仍存不确定性，尚未明确见顶，通胀预期可能仍有小幅上冲空间。二是紧缩预期仍有增强空间，一方面缩表力度未达理论上限，本次美联储缩表不涉及主动抛售，主要以减少到期再投资的方式进行被动缩表。未来1年美联储持有国债的到期规模超过12000亿美元（其中3个月内到期的为4936亿美元，3-12个月内到期的为7381亿美元），对应国债平均每月可缩减规模上限约为1000亿美元，大于当前600亿美元的指引，可见美联储暂时未按理论上限进行缩表。另一方面，不排除年内加息50BP次数的预期仍有增加的可能，预计5月议息会议后伴随通胀见顶和紧缩预期落地美债收益率将见顶，年内高点预计位于3%左右（详细请参考前期报告《缩表强度明确后如何看美债收益率？》）。

□ 美元短期受紧缩预期推动仍将维持高位，美债收益率预计5月见顶于3%附近
美元方面，短期受紧缩情绪推动预计美元仍居高难下，可能继续围绕100波动。下半年加息力度不及预期以及美国经济下行压力共振（欧洲补库也将滞后于美国启动），美元指数预计重回下行通道并回归95以下。

美债方面，如上文所述，本轮美债收益率上行我们预计高点位于3.0%附近，见顶时间位于5月附近。Q2 10年2年期限利差可能呈现反复性的倒挂。

美股方面，未来美俄对抗常态化后资产价格将逐渐脱敏，因风险偏好冲击的资产价格回调将逐步修复。短期美股仍需回归主线关注未来加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击，Q2大幅度回调空间有限但难有突出表现，维持震荡走势概率较大；下半年加息预期逐步证伪后叠加经济下行预期关注成长股反弹机会。

黄金方面，短期发挥避险属性价格同样大幅上行，符合我们前期判断；冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。但全年依旧看好黄金，尤其是下半美元下行将带动金价走高，全年我们认为伦敦金价格将突破2000美元。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧；美债收益率高点测算方法存在误差。

1. 重要图表

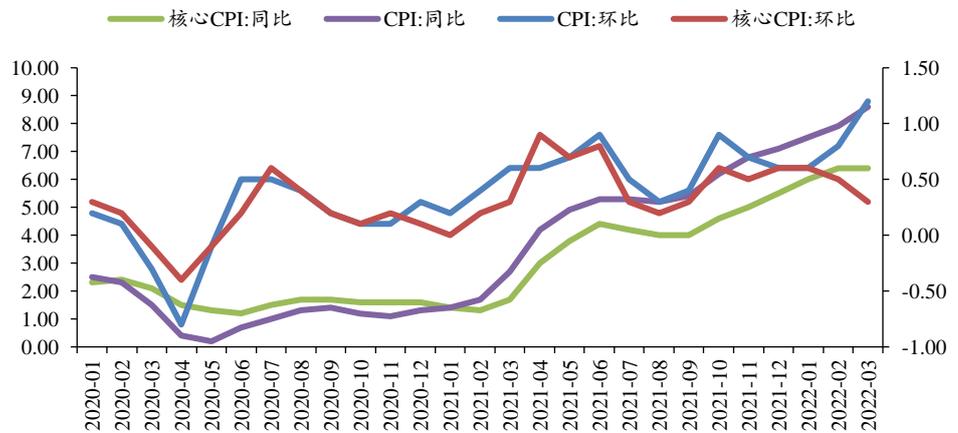
表 1：美国 CPI 季调环比分项数据（单位：%）

	2022年1月	2022年2月	2022年3月
所有项目	0.6	0.8	1.2
食品	0.9	1.0	1.0
居家就餐	1.0	1.4	1.5
外出就餐	0.7	0.4	0.3
能源	0.9	3.5	11.0
能源大宗商品	-0.6	6.7	18.1
汽油	-0.8	6.6	18.3
燃油	9.5	7.7	22.3
能源服务	2.9	-0.4	1.8
电力	4.2	-1.1	2.2
公用事业(管道)燃气服务	-0.5	1.5	0.6
所有项目减去食品和能源	0.6	0.5	0.3
大宗商品减去食品和能源大宗商品	1.0	0.4	-0.4
新车	0.0	0.3	0.2
二手车	1.5	-0.2	-3.8

服装	1.1	0.7	0.6
医疗保健品	0.9	0.3	0.2
服务项减去能源服务	0.4	0.5	0.6
居住	0.3	0.5	0.5
交通运输服务	1.0	1.4	2.0
医疗保健服务	0.6	0.1	0.6

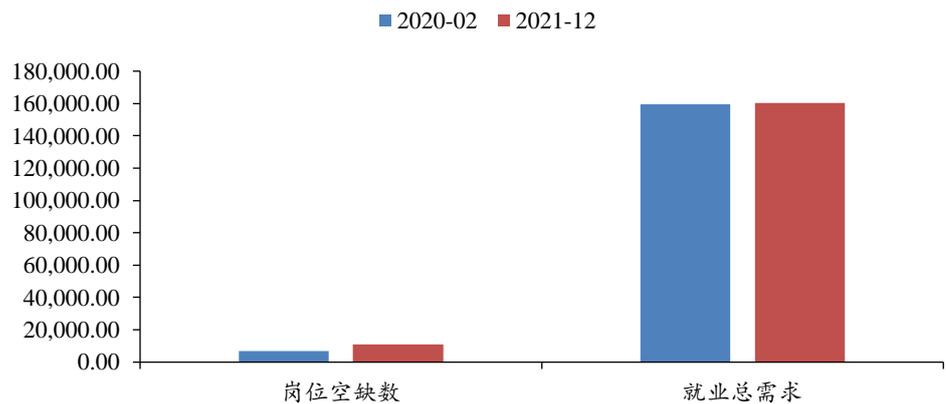
资料来源：BLS，浙商证券研究所

图 1：美国核心 CPI 环比上行压力明显缓解（%，环比增速对应右轴）



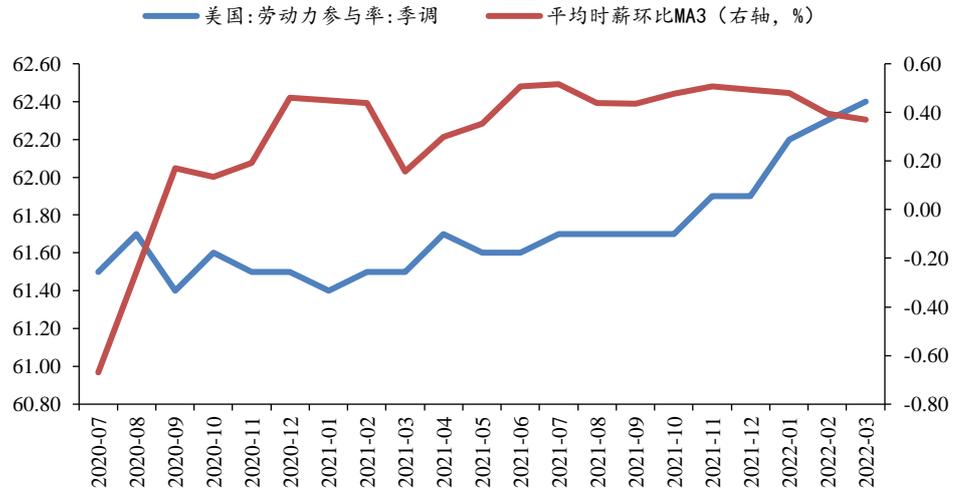
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：美国招工总需求和岗位空缺数疫前后比较（千人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：劳动参与率连续 3 月修复后，美国工资上行压力明显缓解



资料来源：Wind，NBER，浙商证券研究所

表 2：缺芯压力缓解预期

时间	机构	预测时间
2022.2	意法半导体	预计 2022 年将逐渐向好，但至少到 2023 年上半年才能恢复。
2022.3	台积电	预计 2024-2025 年才会得到缓解。
2022.3	美光	芯片短缺不断改善，预计持续到 2023 年。
2022.1	英特尔	持续到 2023 年。
2022.3	富士康	持续到 2022 年下半年。
2022.3	ASML	预计到 2024 年才能解决芯片短缺。
2022.1	英飞凌	预计 2022 年中有所改善，2023 年才能彻底解决，汽车产业的供应问题最晚在 2023 年解决。
2022.2	小米	2022 年 Q2 好转、下半年得到根本解决甚至逆转。
2022.2	AMD	持续到 2022 年，预计 2022 年下半年有所改善。
2022.3	三星	持续到 2022 年下半年。
2022.3	东芝	最早持续到 2023 年 3 月。

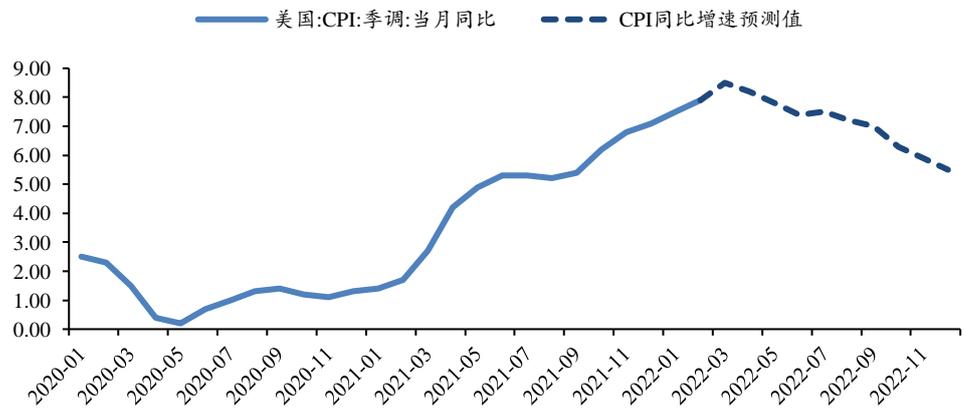
资料来源：公开渠道资料搜集，浙商证券研究所

图 4: Manheim 二手车价格指数走势

Month of Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
01-Jan	109.1	101.7	117.6	124.9	125.7	123.4	122.3	125.3	125.2	124.9	131	135.4	141.6	163	236.3
02-Feb	108.1	105.5	118.1	123.6	125.8	122	123.3	125.1	123.2	124.7	131	135.2	143.5	169.2	231.3
03-Mar	107.7	106.1	119.9	124.2	126.2	120.4	124.4	124.6	122.4	124.1	130.8	136	141.9	179.2	223.5
04-Apr	108.4	106.6	120.7	126.6	126.1	119.2	124.9	124.2	122.7	124.7	132.5	138.4	125.8	194	
05-May	107.5	109.1	121	127.8	125.1	119.1	124.7	123.8	124.4	127.9	134.2	139.6	137	203	
06-Jun	107.8	114.1	120.2	127.5	123.4	119.7	124	123.9	126.2	129.3	134.9	140.5	149.3	200.4	
07-Jul	109.9	115.4	118.9	125.9	121.2	120.9	122.7	124.1	127	130.3	136.9	140.5	158	195.2	
08-Aug	110.7	116.4	118.8	123.7	120.7	122.3	121.8	124.4	126.9	131.3	139.7	141.3	163.7	194.5	
09-Sep	110.8	118.5	118.9	122.9	120.7	122.8	121.4	124.8	127	134.9	139.9	139.9	161.2	204.8	
10-Oct	104.2	117.4	122.9	122.8	121.9	122.3	121.8	125.3	126.1	136.3	140.9	140.3	161.9	223.7	
11-Nov	98.3	117.4	124.3	123.8	122.6	122.4	123.3	125.1	124.8	134.5	139	138.9	162	232.5	
12-Dec	98	117.5	124.4	125.1	124.1	121.7	123.9	125.7	125	132	137.6	141.1	161.1	236.2	
Annual Avg.	106.7	112.1	120.5	124.9	123.6	121.4	123.2	124.7	125.1	129.6	135.7	138.9	150.6	199.6	230.3

资料来源: Manheim, 浙商证券研究所

图 5: 美国 CPI 年内走势预测 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 3: OPEC 相关国家原油闲置产能 (千桶/天)

国家	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03
OPEC 成员国	4635	4285	4180	4210	4003	3992
伊朗 (估算)	3830	3830	3830	3830	3830	-

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_40371



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn