



Research and
Development Center

美国通胀何时见顶？

2022 年 4 月 27 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

美国通胀何时见顶?

2022年4月27日

- **能源价格跳涨是3月CPI同比增速上行的主要推手。**将CPI拆成三项(即食品项、能源项和核心项),从CPI的贡献上看,核心项>能源项>食品项。在3月通胀数据中,尽管能源、食品项均有上扬,但3月CPI上行的推动作用主要源自能源价格的上涨。从历史数据上,一般而言,能源项变动主导整体通胀的变动方向,因此我们可以通过跟踪能源项变动对整体通胀做出预判。
- **地缘政治冲突下能源短缺局面加剧了能源商品价格波动,延迟通胀回落趋势的出现。**俄乌冲突是美国能源项通胀的一个影响因素,这一因素的不确定性主要源于两个方面:一是俄乌间的冲突程度,二是石油输出国组织的生产决策。我们认为后续油价上涨的风险在增加,一方面美国再次向乌克兰提供大批军事援助,可能令复杂的局势火上浇油;另一方面IEA关于2022Q2的石油市场报告显示OPEC没有选择增产的生产决策。预计与俄乌冲突有关的供应短缺继续给现有的通货膨胀施压,若后续油价再涨,将延迟通胀回落趋势的出现。
- **产需缺口有所收窄,但劳动力供给短缺导致的成本压力还在上升。**在生产方面,美国新订单PMI与产出PMI间的供需缺口较去年有所收窄,3月新订单PMI更是大幅下滑,缺口的收窄主要是新订单PMI的下行,而非生产端的改善。制造业的低库存比也显示出库存和销售间的不匹配,这表明供应问题依旧存在,后续商品供需缺口修复仍需时日。在劳动力市场方面,职位空缺率反弹至历史新高,劳动参与率却低位徘徊,显示出劳动力供需缺口仍严重。此外时薪环比增速上升至2012年起同期数据的历史次高,劳动力短缺的局面仍在加剧,供应瓶颈难以很快消除。预计劳动力市场供需错配继续推动劳动力成本上行,增加通胀压力。
- **3月不是通胀高点,顶点大概率落在二季度。**纵观当前影响通胀的因素,一是地缘政治风险因素,二是供给瓶颈变化因素。短期内,油价演变具有不确定性,但存在上行风险,中期来看,供需基本面改善仍需时日,供应问题难以快速消除。这些阻碍因素可能会导致通胀的回落发生滞后。然而,美联储遏制通胀的决心与鹰派的加息表态意味着通胀顶点可能不远、通胀回落的滞后期可能并不长,预计顶点大概率会落在二季度的区间内。
- **风险因素:**俄乌冲突局势超预期恶化,美联储加息步伐加快。

目 录

一、地缘政治冲突放大能源价格变化，扰动美国通胀	4
1.1 能源价格变动是通胀的重要扰动项	4
1.2 地缘政治冲突加剧能源短缺局面，放大能源商品价格波动	5
二、劳动力短缺格局严峻，供给缺口修复仍需时日	7
2.1 劳动力成本价格的上升是通胀降温的一大难关	7
2.2 供需缺口收窄，但紧供给问题犹存	8
三、通胀顶点后移，大概率落在二季度	9
风险因素	11

表 目 录

表 1: 美国 CPI 能源项拆分	5
-------------------------	---

图 目 录

图 1: CPI 同比增速再度升高，能源项的贡献程度高于食品项	4
图 2: CPI 分项中，能源项增速变动往往主导了 CPI 的变动方向	5
图 3: 俄乌冲突后，油价处于 2015 年以来的历史高位	6
图 4: 俄罗斯石油产量约占世界的 10%	6
图 5: WTI 期货结算价与 CPI 的汽油分项同比变动关联性达到 0.85	7
图 6: 4 月汽油 CPI 同比增速或有减弱	7
图 7: 职位空缺率反弹至历史新高	8
图 8: 3 月非农劳动力平均时薪仅次于 2020 年同期	8
图 9: 新订单和产出缺口收窄是新订单扩张趋势放缓	9
图 10: 美国库销比仍处于低位	9
图 11: 两种情形下的能源 CPI 走势变化	10
图 12: 加息开启与通胀顶点存在滞后	11

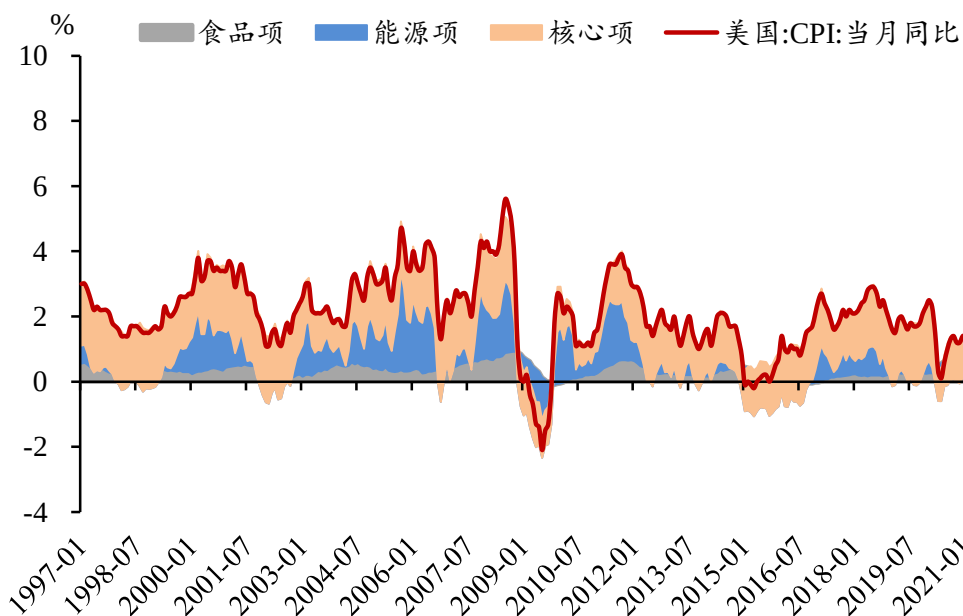
一、地缘政治冲突放大能源价格变化，扰动美国通胀

1.1 能源价格变动是通胀的重要扰动项

能源价格跳涨是 3 月 CPI 同比增速再度上行的推手。3 月美国 CPI 同比增长 8.5%，连续 7 月一路高升。将 CPI 拆成三项（即食品项、能源项和核心项），从 CPI 的贡献上看，核心项 > 能源项 > 食品项。核心项与能源项贡献靠前的原因有所不同：（1）核心项的贡献源于高权重，核心项是除食品和能源外的全部项目，涵盖项目众多，因此权重最大，占比超过 70%；（2）能源项的贡献源于高波动，能源项所占权重不大，但一直以来，能源项的波动都比较大，这种增速高波动的特征拉动了它对整体 CPI 的贡献程度。从 CPI 的分项来看，尽管三项的同比增速均有上升，但能源项的边际变化最大，因此能源价格的变化是 3 月通胀的主要推手。

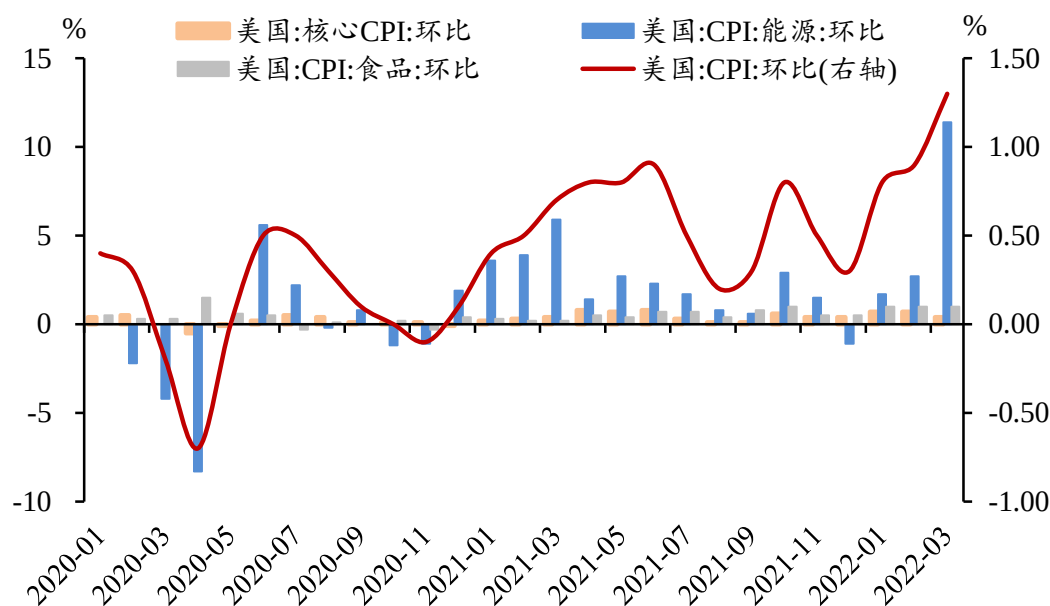
一般而言，能源项增速变动主导了 CPI 的变动方向。无论是从同比数据还是环比数据上看，能源项的增速变化往往主导了 CPI 的变动方向。以环比数据为例，3 月 CPI 环比增速再度升高，为 1.3%，核心项环比增速为 0.4%，较上月数据有所放缓，而能源项的环比增速为 11.4%，较上月翻了两番。从趋势上看，CPI 环比增速的大起大落往往伴随着能源项环比增速的波动，同时，环比增速的高点也大多落在能源项增速的高点上。在同比数据中，能源项和 CPI 的变动也大多同步，不再赘述。因此我们可以通过观察能源项的变动，进而对整体通胀做出预判。

图 1：CPI 同比增速再度升高，能源项的贡献程度高于食品项



资料来源: Wind, CEIC, 信达证券研发中心, 核心项为不含食品和能源外的全部分项

图 2: CPI 分项中, 能源项增速变动往往主导了 CPI 的变动方向



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 地缘政治冲突加剧能源短缺局面, 放大能源商品价格波动

从能源分项上看, 能源价格波动的关键主要来源于能源商品而非能源服务。我们对美国能源项 CPI 做进一步拆分, 能源项 CPI 主要包括能源商品和能源服务两大项。从权重上看, 能源项商品与服务的权重相接近, 二者的占比大概各半。从贡献上看, 商品类贡献占比约为 98%, 这主要系服务类增速波动较小而商品类增速波动较大, 因此能源项波动主要来自于能源商品的价格波动。在能源商品中, 3 月同比增速的变化几乎全部来自于发动机燃料的上涨。根据美国劳工局的数据, 发动机燃料包括汽油和其他发动机燃料, 其中汽油约占发动机燃料权重的 98%, 因此汽油价格变动是主导此轮能源项大幅走高的关键。

表 1: 美国 CPI 能源项拆分

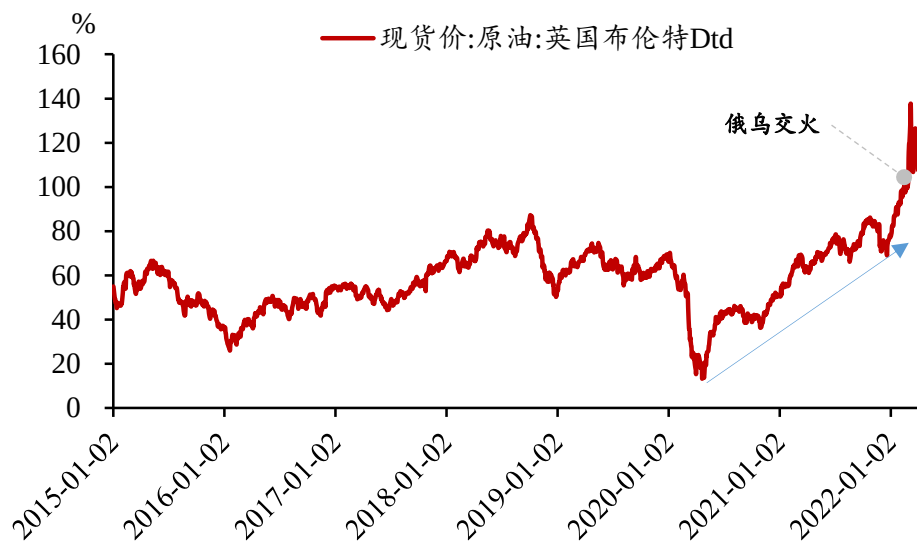
美国CPI分项	权重(%)	3月同比(%)	同比贡献(%)	3月环比(%)	环比贡献(%)
能源:	7.547	32.0	2.415	11.4	0.860
(1)能源商品:	4.173	48.3	2.016	19.6	0.818
①燃油和其他燃料	0.212	51.7	0.110	15.3	0.032
②发动机燃料	3.961	48.2	1.909	19.8	0.784
(2)能源服务:	3.374	13.5	0.455	1.2	0.040
①电气	2.502	11.1	0.278	1.7	0.043
②公共事业(管道)燃气服务	0.872	21.6	0.188	-0.4	-0.003

资料来源: 美国劳工局, 信达证券研发中心

俄乌冲突对全球石油供应造成冲击, 国际油价上涨向整体通胀传导压力。俄罗斯作为石油的主要生产国和出口国, 其产量约占世界产量的 10%, 在全球能源市场中的作用不容忽视。因此俄乌间冲突会导致俄罗斯石油生产中断, 冲击全球石油供应, 引发国际油价在 3 月出现跳涨。在此之前, 疫后的布伦特原油价格本身已有逐步抬升趋势, 但整体波动相对平稳, 2 月底俄乌交火开始发生冲突后, 布伦特原油价格的波动被放大。具体而言, 布伦特原油价格飙升至 137 美元/桶, 距 2022 年初的最大涨幅高达 73.85%。这表明俄乌冲突下的能源供给收缩通过

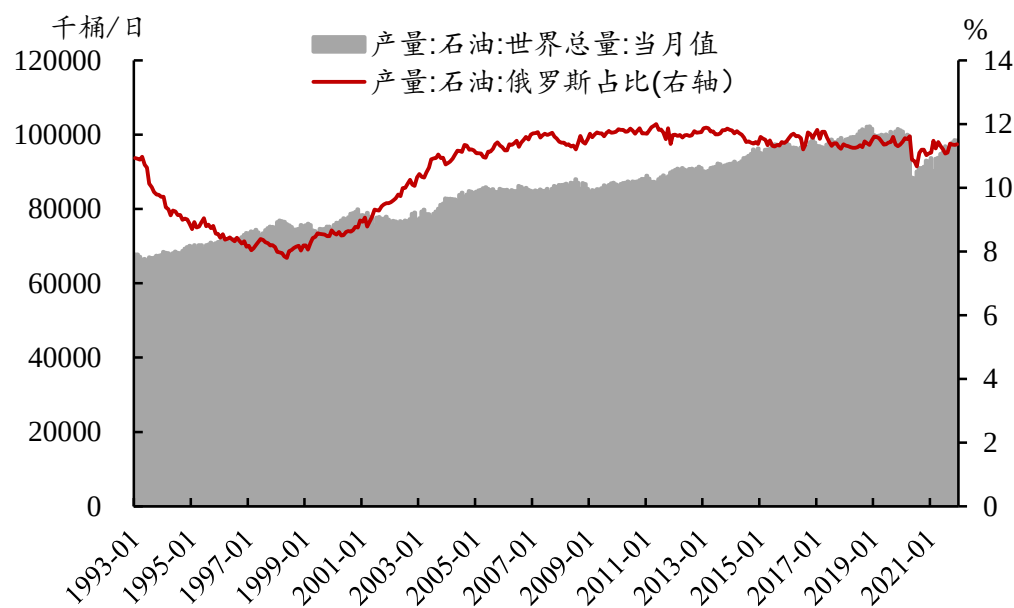
对全球油价的扰动向美国通胀传导了上行压力，而这在一定程度上抵消了美联储加息对通胀的抑制作用，可能会延迟通胀的回落。

图 3：俄乌冲突后，油价处于 2015 年以来的历史高位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：俄罗斯石油产量约占世界的 10%

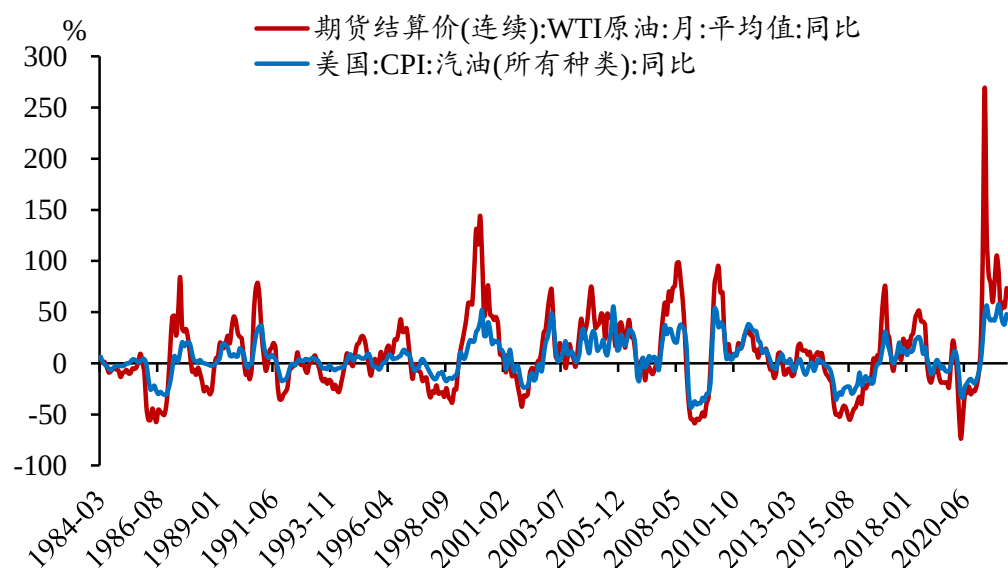


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4 月能源价格环比降温，预计能源项 CPI 同比增速较上月有所回落。由于汽油是由原油加工而来的，因此汽油 CPI 和原油价格变动走势存在联动，二者的同比变化相关性达 0.85，因此我们可以通过跟踪 WTI 原油价格走势自下而上的对能源项变动走势做出预判（原油→汽油→能源项）。WTI 原油价格变化的高频数据显示，截止 4 月 21 日，4 月原油价格中枢约为 101.28 美元/桶，低于 3 月中枢，但高于去年同期价格。以该价格中枢测算，4 月原油价格同比增速约为 64%，原油价格 4 月环比由正转负约为-3%，汽油 CPI 的同比增速为 28%，低于 3 月的同比数

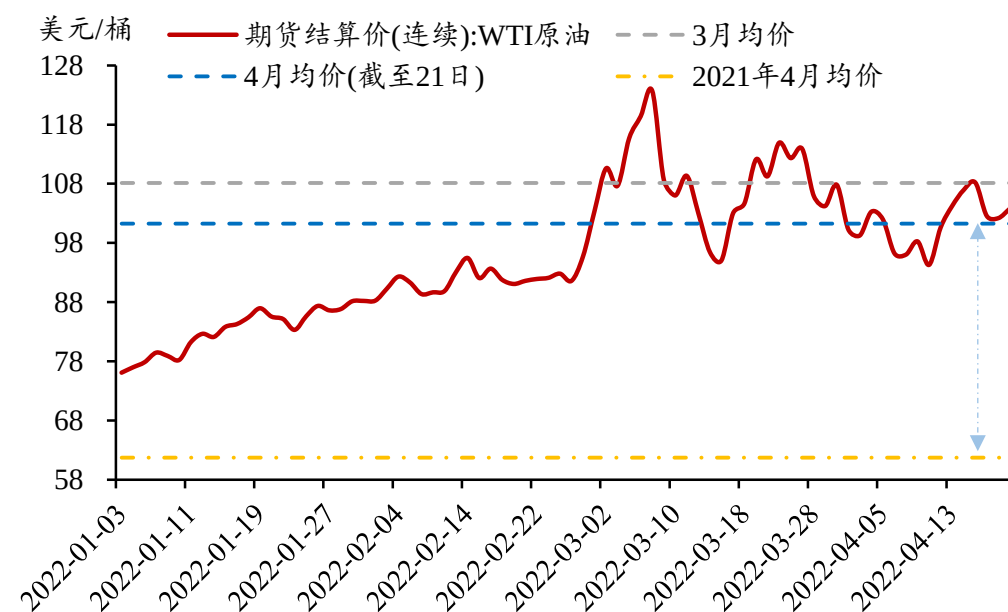
据，预计4月能源项CPI同比增速较上月也有所回落。

图 5：WTI 期货结算价与 CPI 的汽油分项同比变动关联性达到 0.85



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：4 月汽油 CPI 同比增速或有减弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

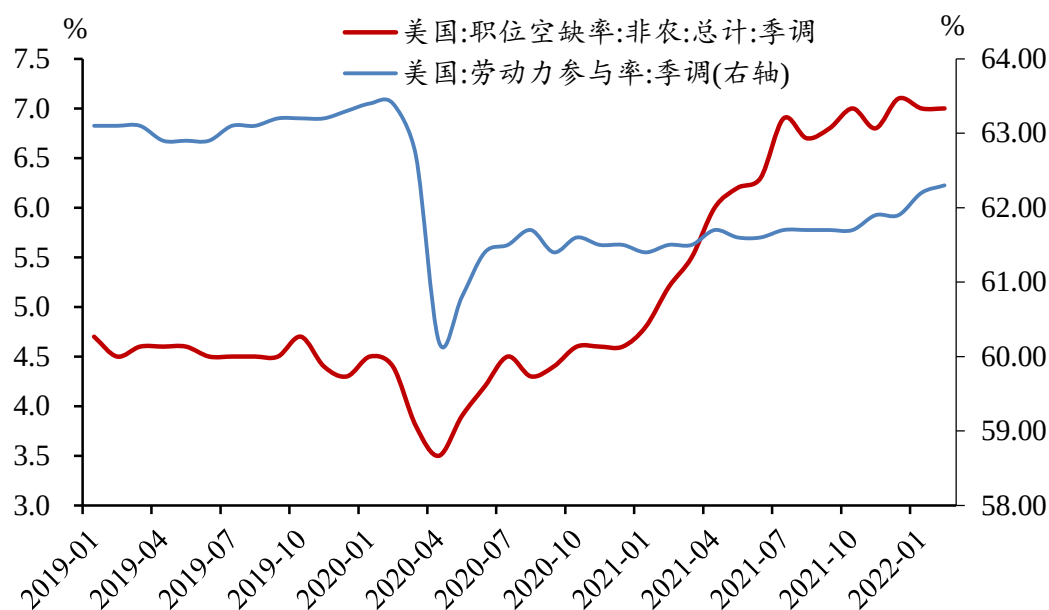
二、劳动力短缺格局严峻，供给缺口修复仍需时日

2.1 劳动力成本价格的上升是通胀降温的一大难关

劳动力短缺问题的加剧，限制了通胀降温空间。当前通货膨胀的压力不仅源于能源等价格的上涨，还有一部分是劳动力价格上升所带来的成本压力。疫情初期劳动力供需双降，但在经济修复过程中二者表现逐渐分化。2020 年下半年起，美国的非农职位空缺率开始上升，表明劳动力需求逐渐回暖。截至目前，职位空缺率反弹至历史新

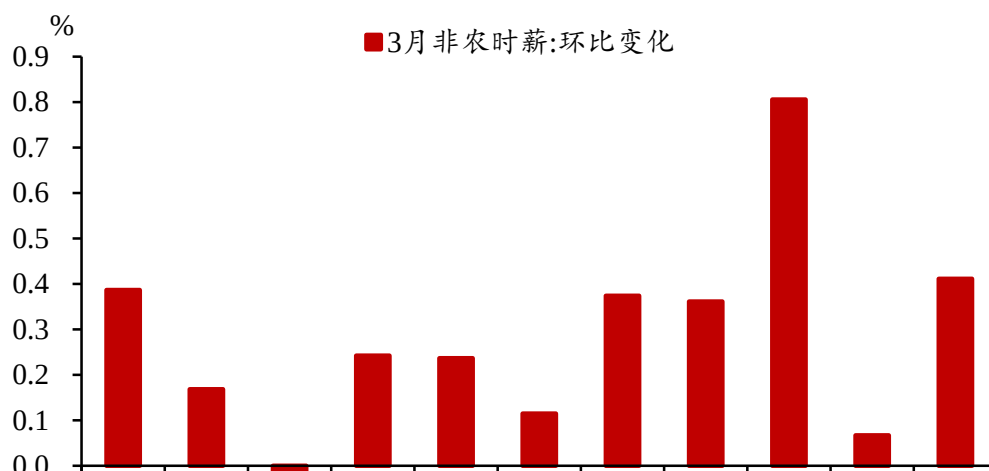
高，劳动参与率却始终在低位徘徊，显示出就业市场需求与供给的严重错配。从时薪数据来看，3月非农劳动力平均时薪环比增速大幅上升，在2012年起的同期历史数据中仅次于2020年同期，显示出劳动力短缺的格局更加严峻，供应瓶颈难以很快消除。预计劳动力市场的供需错配将继续推动劳动力成本上行，增加通胀压力。

图 7：职位空缺率反弹至历史新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：3月非农劳动力平均时薪仅次于2020年同期



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_40894

