

宏观点评 20220611

美联储又踩了通胀的雷

2022 年 06 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

- 2021 年以来, 美联储接连在通胀上踩雷, 本预期在 5 月继续回落的美国 CPI, 却意外回升。如我们此前的估计, 2022 年下半年通胀仍将是潜在的风险。5 月超市市场预期数据下, 通胀在年中回落的梦破碎了, 那么, 如何理解这对后续美联储货币政策和美国经济的影响呢?
- 通胀越高, 衰退越快。背后的逻辑在于美联储只能通过快速加息来压制通胀, 后续加息会更猛, 美联储的决心也将更大, 而这将抑制需求, 对美国经济形成压制。
- 从数据上来看, 强劲的住房租金、汽油和食品价格推升下, 5 月美国 CPI 创 1981 年以来新高: 能源环比升 3.9%, 其中汽油环比升 4.1%, 食品环比升 1.2%, 其中家庭食品环比升 1.4% (表 1)。
- 核心通胀连续两个月回落, 但速度却不及市场预期, 主要受到两个因素的制约:
 - 一是住房租金上涨动能增强。2022 年 5 月住房租金环比增速升 0.1% 至 0.6%, 尽管加息使得美国房市略有降温, 但尚未对需求产生足够的破坏, 而住房供给仍旧偏紧, 房屋空置率和出租空置率处在历史低位, 供需不平衡的情况尚未有效缓解 (图 2-图 3)。根据我们此前报告《2022 年美国通胀如何见顶回落?》对历史数据的分析, 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。
 - 二是供需错配的持续。供应链扰动下, 导致通胀高涨的产能限制仍存在, 俄乌冲突、中国疫情反复下美国工业生产所需的原材料和中间品供给不足。而需求仍然强劲, 这也体现在微观的公司层面, 百事、星巴克等公司表示能够通过提价将成本的上涨转嫁给消费者, 因而在销售收入增加的同时, 利润率并未受到稀释, 部分公司还因此调升了业绩预期 (表 2)。
- 不过薪资上涨动能放缓, 释放部分积极信号。一方面, 2022 年 4 月以来美国薪资增速持续回落, 私人行业平均时薪同比增速已从 3 月的 5.6% 降至 5 月的 5.2% (图 4)。另一方面, 美国公司通过提高工资来吸引求职者的倾向降低。对比今年 4 月和 1 月的数据可以看出, 尽管职位空缺率仍居高位, 但与工资增速的相关性降低 (图 5)。
- 拜登削减关税对于压制通胀的贡献又有多大?

根据彼得森经济研究所的测算, 如果只取消对华关税, 直接影响仅会使得美国 CPI 降 0.26%, PCE 降 0.35% (图 6); 极端假设下, 若美国和中国取消贸易战关税, 此外美国还取消对所有国家的钢铁和铝的关税以及对加拿大软木的关税, 才能使得 CPI 下降 1.3 个百分点, 但此假设在现实中难以被满足。
- 如此看来, 2022 年年内美国核心 CPI 降至 4% 难度较大。除了核心 CPI 外, 美联储官员还关注两类指标: 一是在整体的通胀中剔除了异常波动项影响的截尾平均 CPI, 二是在整体通胀中剔除了反周期性影响的指标 (亚特兰大联储的粘性价格 CPI 和旧金山联储的周期性核心 PCE), 而部分指标仍在上升 (图 7)。这意味着在将于 6 月 15 日至 16 日举行的议息会议上, 美联储或再度上调通胀预测。
- 通胀动能难减下, 美联储 9 月议息会议加息 50bps 的概率加大, 2022 年内可能将加息至中性利率以上。鲍威尔曾表示“我们需要看到通胀以清晰而令人信服的方式下降, 我们将继续收紧, 直到看到这一点。”如此看来, 美联储或将在 6 至 9 月三次议息会议上各加息 50bps, 直至其观测的指标显示出广泛的通胀放缓, 再调整加息的步伐。
- 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

相关研究

《金融数据点评: M2、社融增速差创近 6 年新高, 反映了什么?》

2022-06-10

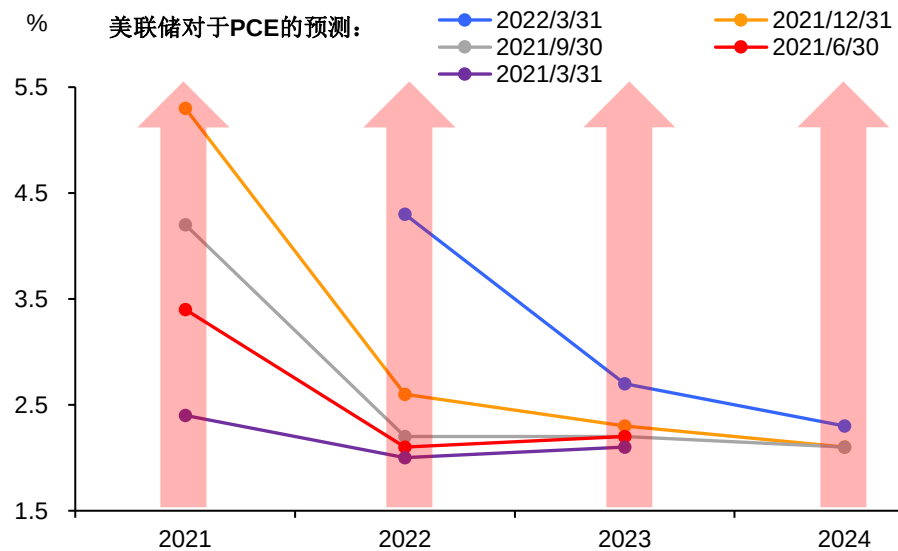
《5 月出口为何又扛过了疫情的压力测试?》

2022-06-09

《6 月经济可以 V 到哪里?》

2022-06-07

图1：2021年以来，美联储持续上调对于通胀的预期



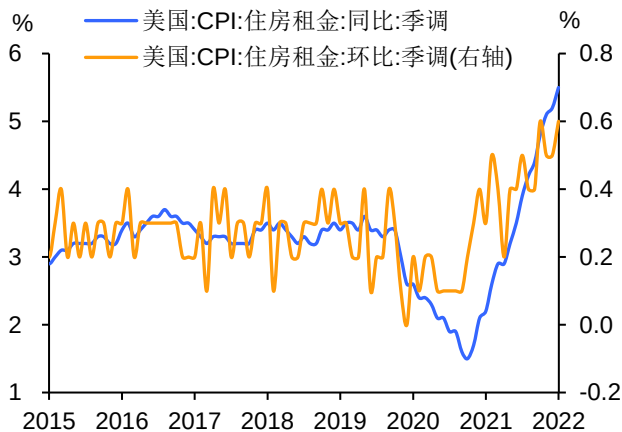
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：美国 CPI 各分项数据

	同比 (%)			环比，季调 (%)		
	2022-05	2022-04	2022-03	2022-03	2022-04	2022-03
CPI	8.6	8.3	8.5	1.0	0.3	1.2
食品	10.1	9.4	8.8	1.2	0.9	1.0
家庭食品	11.9	10.8	10.0	1.4	1.0	1.5
非家用食品	7.4	7.2	6.9	0.7	0.6	0.3
能源	34.6	30.3	32.0	3.9	-2.7	11.0
能源类商品	50.3	44.7	48.3	4.5	-5.4	18.1
汽油（所有种类）	48.7	43.6	48.0	4.1	-6.1	18.3
燃油	106.7	80.5	47.7	16.9	2.7	22.3
能源服务	16.2	13.7	13.5	3.0	1.3	1.8
电力	12.0	11.0	11.1	1.3	0.7	2.2
公共事业（管道）燃气服务	30.2	22.7	21.6	8.0	3.1	0.6
核心CPI	6.0	6.2	6.5	0.6	0.6	0.3
商品，不含食品和能源类商品	8.5	9.7	11.7	0.7	0.2	-0.4
新汽车和卡车	12.6	13.2	12.5	0.0	0.0	0.2
二手汽车和卡车	16.1	22.7	35.3	1.8	-0.4	-3.8
服装	5.0	5.4	6.8	0.7	-0.8	0.6
医疗护理商品	2.4	2.1	2.7	0.3	0.1	0.2
服务，不含能源服务	5.2	4.9	4.7	0.6	0.7	0.6
住所	5.5	5.1	5.0	0.6	0.5	0.5
运输服务	7.9	8.5	7.7	1.3	3.1	2.0
医疗护理服务	4.0	3.5	2.9	0.4	0.5	0.6

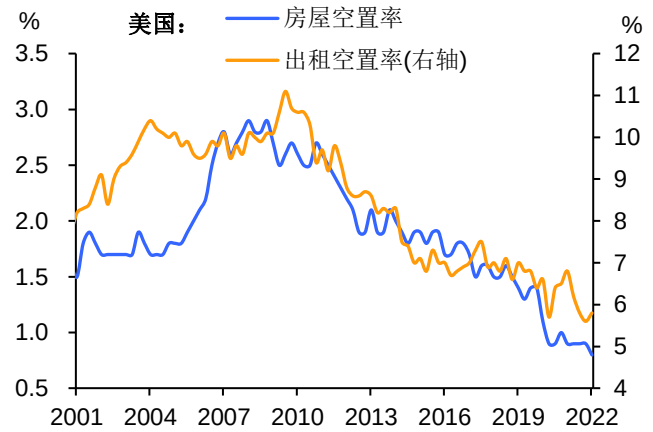
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 美国 CPI 住房租金



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022 年美国住房空置率处在历史低位



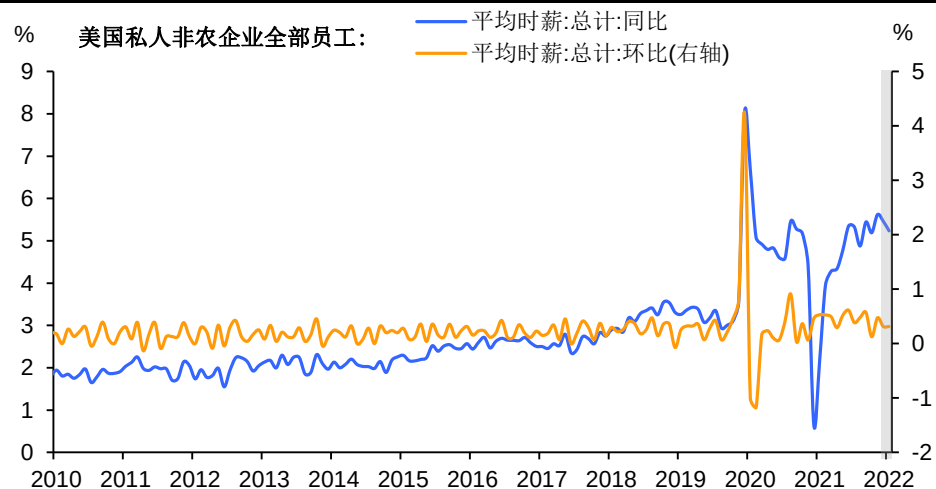
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 百事、星巴克等公司表示能够通过提价将成本的上涨转嫁给消费者

公司	表态
百事	当前我们业务的弹性比历史和我们预期的都要好。因此，我们调升业绩指引
星巴克	我们的产能不足以满足对我们产品不断增长的需求 两个相关的动态体现了星巴克品牌的力量并支持了我们的增长预期：持续的定价能力和对星巴克产品的强劲需求
通用汽车	客户对我们产品的强劲需求一直持续至4月 现在，处处体现着消费者的力量和对通用汽车产品的需求
露露乐蒙	客户对我们的核心产品和新产品的反应仍然非常强烈。我们的产品继续推动需求，店内和在线流量数据非常健康 我们正在实施选择性的价格上涨，并没有因此对我们的销售额产生任何负面影响，目前我们尚未看到任何价格阻力

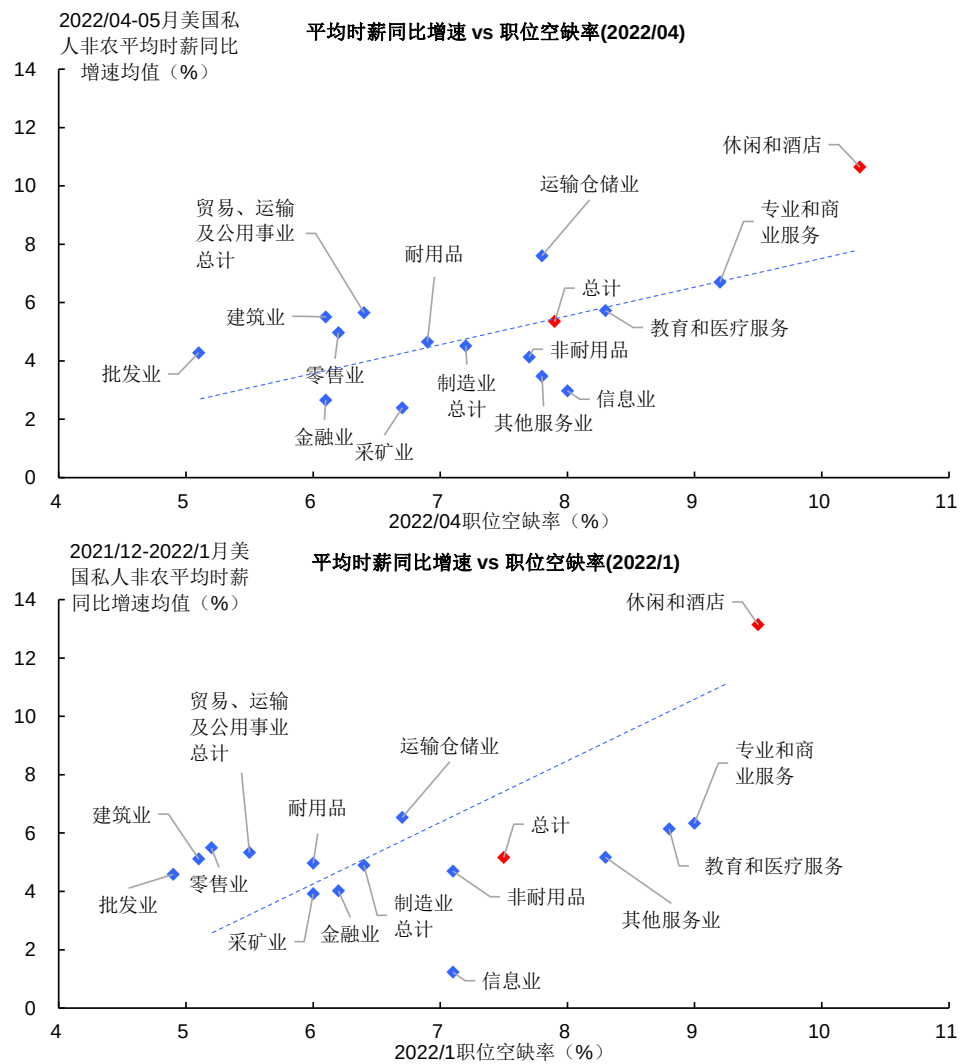
数据来源: Seekingalpha, Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2022 年 4 月以来，美国私人行业平均时薪增速高位回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 与 2022 年初相比, 4 月以来美国公司通过提高工资来吸引求职者的倾向降低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_42846

