



# 俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择



俄乌冲突引发原油价格飙升，引发市场对滞胀风险的担忧。接下来，通胀的走势将取决于油价的高度和持续时间。向前看，控制通胀仍是美联储的首要任务。若俄乌局势趋好，油价只是短暂性飙升，则基于对通胀和经济增长目标之间的权衡，美联储或将加息前置（预计 3 月加息 25bp），抑制需求并控制通胀，在下半年放慢加息节奏，确保政策面对经济复苏的支持。若油价持续冲高，且维持高位，则延后美国通胀见顶时间，抬升美联储远期加息预期。

美国 2 月 CPI 同比和环比均符合市场预期。其中，CPI 同比增 7.9%，前值 7.5%，市场预期 7.9%；季调后 CPI 环比增 0.8%，前值 0.6%，市场预期 0.8%；核心 CPI 同比增 6.4%，前值 6%，市场预期 6.4%；季调后核心 CPI 环比增 0.5%，前值 0.6%，市场预期 0.6%。汽油、住房、食品为此次通胀主要贡献项，但环比看，机票价格 (+5.2%)，酒店 (+2.5%)，衣服 (+0.7%) 等品类涨幅同样显著。

分项看，家用食品价格环比升 1.4%，前值升 1%，主要受蔬菜、水果、乳制品、肉类和谷物价格上涨影响。向前看，俄乌冲突或导致食品价格维持高位。俄罗斯和乌克兰是小麦、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，抬升食品价格上行压力。

非家用食品（外出餐饮）价格环比升 0.4%，连续第七个月上行，增速较上月下行 0.3 个百分点。其中，有限服务和全套服务用餐价格同比分别升 0.3%和 0.6%，增速均较上月有所回落。服务业劳动力短缺是支撑外出

餐饮价格的主要因素。向前看，服务业时薪增速已触顶回落，缓解外出餐饮消费价格。

近期，俄乌冲突背景下，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，冲突升温持续推高油价。2月能源价格环比显著上行，环比升3.5%，较上月抬升2.6个百分点。其中，汽油价格环比上升6.6%，为总体CPI环比涨幅贡献近三分之一。根据美国劳工部数据显示，2月一般汽油平均价格自3.41美元/加仑升至3.59美元/加仑（环比升5.2%），显示3月汽油对CPI数据的影响可能显著上行。

根据我们的测算，如果俄乌冲突继续升级，油价可能冲高至120-140美元/桶。如果俄乌谈判进展顺利、冲突缓和，叠加伊朗核协议顺利推进，油价或将见顶回落至80-100美元/桶（参见《俄乌冲突下，油价如何演绎？》）。

从近期局势发展的角度看，俄乌冲突似乎在可控范围内，原油维持高位的可持续性可能较差。第一，3月9日，乌克兰执政党对普京的要求做出正面回应。乌克兰国家网消息，乌克兰执政党人民公仆党发表声明称，乌不可能在未来几年加入北约，同时提议莫斯科在法律上承认乌国家地位并保证“基辅不受威胁”。这份声明意义重大，是乌当局首次就“基辅如何看待俄要求的国家中立地位”做出表述。第二，3月10日，德国明确表示，不会加大对俄罗斯的能源制裁。这也是布伦特原油在3月9日大跌11.7%至110美元/桶附近的原因。

住所项价格环比上行 0.5%，较上月升 0.1 个百分点，因住所项在 CPI 中的比重较大（33%），其对核心环比 CPI 贡献达 40%。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 3 个月回落，月度房屋供应已有触底反弹迹象，房屋供给端修复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。但也需要注意，已获批的新建私人住宅和建造支出数据在 1 月显著回落，抬升住所项价格粘性。

2 月新车和二手车价格维持稳定，新车价格环比升 0.3%，较上月上行 0.3 个百分点；二手车环比降 0.2%，较上月下行 1.7 个百分点。Manheim 最新数据也显示，2 月二手车的价格环比跌 2.1%。

向前看，汽车需求大幅上行的概率较低，而供应链问题缓解的节奏将决定汽车价格下行的斜率。2 月 ISM 制造业 PMI 数据中，供应商交付指数从 1 月的 64.6% 上升至 66.1%（指数越高表示交付越慢），显示供应链问题持续拖累商品交付和补库进程，预计汽车价格将在 2022 年维持粘性。

2 月机票价格环比显著抬升，环比升 5.2%，较上月上行 2.9 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抬升为大概率事件。

俄乌冲突导致油价飙升，引发市场对滞胀的担忧。根据我们的测算，如果俄乌冲突继续升级，油价可能冲高至 120-140 美元/桶。如果俄乌谈判进展顺利、冲突缓和，叠加美国协调产油国提升产量，油价或将见顶回落至 80-100 美元/桶。

接下来，通胀的走势将取决于原油价格的高度和持续时间。原油价格对通胀的影响，大约为每 10 美元/桶的原油价格抬升，会对整体通胀形成 0.2 个百分点的上拉。现阶段，地缘冲突导致市场情绪波动是影响油价的主线，我们认为，随着冲突逐渐可控，原油价格走势将回归至供需平衡点（80-100 美元/桶），其对通胀的影响有限，我们维持通胀一季度见顶，二季度回落的观点。

然而，若俄乌谈判久久未见成效，双方仍旧僵持不下，导致未来俄乌战事继续升级，油价将保持在 110 美元/桶以上的高位，存在冲高至 120-140 美元/桶的可能性。在这种情况下，若高油价持续时间过长，则将延迟美国通胀见顶时间至二季度，抬升美国滞胀风险。

那美国 1970 年代的滞胀情景是否会重现呢？

我们认为，1970 年代的滞胀不会再次发生，第一，美国对外部石油供给的依赖程度远低于 1970 年代，在应对油价上行时，美国有能力自给自足。中长期看，若油价维持高位，可能触发美国页岩油企业新一轮资本投入，缓解油价对通胀的压力。第二，美国薪资同比增速已经触顶回落，工资-物价螺旋可控。

过度宽松的货币政策是 1970 年代“胀”的根源。二战后，为达到国会给联邦政府制定的“就业、生产、和购买力最大化”目标，美联储试图通过适度提高通货膨胀率来实现长期充分就业目标，导致货币供给大幅增加。美国 1973 年和 1977 年滞胀前夕的 M2 同比高达到 12.4% 和 12.7%，远超同期名义 GDP 同比增速的 9.8% 和 11.2%，货币供给过剩，引发需求拉动型通货膨胀。

1971 年 8 月，布雷顿森林体系瓦解，美元贬值加剧通胀上行；价格管制导致供给短缺，通胀恶化。1971 年 8 月，美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩，并且开启了长达 90 天的价格和工资管制，标志着二战后全球货币体系正式瓦解。在缺少以黄金为锚定基础的背景下，货币供给进一步抬升，美元大幅度贬值，加剧通胀上行压力。

制造业竞争力下降以及经济缺乏增长动力是“滞”的关键。美国制造业竞争力下降，制造业增加值占 GDP 比重不断下滑。经济增长动能放缓，以汽车行业为例，1973-1975 年、1978-1981 年滞胀阶段，汽车行业增加值占比降幅显著。

**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\\_39379](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39379)

