

2022 年 4 月 20 日

证券研究报告—专题报告

美国滞胀预期升温，大类资产如何配置

分析师：樊彬彬

执业证书编号：S0890522020001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001
电话：021-20321005
邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-203213006

相关研究报告

摘要

◆**美国经济高位回落的趋势基本确立。**在美联储快速加息缩表的背景下，美国实物消费将逐步回落，而服务消费增长则很难大幅超预期，总体上美国经济逐步高位回落的趋势已经基本确立。

◆**22 年美国处于较高通胀区间的概率较大。**本轮通胀是在货币天量超发的背景下，旺盛的需求端与紧张的供给端错配引发的。短期内，美联储货币政策转向将会抑制总需求，但对供给端问题却影响有限。而影响供应链的三大主要问题——产能短缺问题、运力不足问题、劳动力供给短缺问题在短期内难以得到有效缓解。俄乌局势持续动荡又加剧了供应链紧张的现状。在以上因素扰动的背景下，我们认为通胀或由于基数原因见顶回落，但实质上，高通胀的韧性目前来看仍较强，22 年通胀回到美联储合意区间内比较有难度。

◆**美国经济或有可能正在进入类滞胀特征的状态中。**在此之后美国经济有可能会衰退，这取决于美联储决策层的智慧和能力。以 70 年代美国大滞胀的历史为鉴，美联储货币政策实行大幅且较长时间的收紧能够彻底扭转民众对未来高通胀的预期。但这将会带来短期高昂的社会成本。而本次美联储紧缩周期若较快且维持时间较长，那么经济将有可能陷入衰退，衰退时间点最快可能在 23 年出现。

◆**美国货币政策动态及其对经济的影响是未来资产配置方向的决定因素。**滞胀预期或正处于发酵前期阶段。此阶段投资商品为代表的实物资产是有比较好的超额收益，至少相对超额收益是比较确定的。当美联储采取大幅且持续较长时间的紧缩政策后，通胀真正确立拐头向下的信号，彼时将是实物资产获利了结的最佳时期。

风险提示：全球疫情变化超预期、俄乌局势演绎超预期、国际形势变化超预期。

目录

一、 美国经济陷入滞胀的可能性	5
1. 消费主导美国经济的发展	5
2. 实物商品消费将高位回落	5
3. 服务业消费独木难支	6
二、 22 年通胀将维持高位运行	8
1. 22 年供应链瓶颈问题或将持续	8
1.1. 国内疫情多发影响全球产业链供应	9
1.2. 22 年海运成本大概率维持高企的现状	10
1.3. 劳动力紧缺短期内难以缓解	11
2. 俄乌冲突对大宗资源品价格影响广泛	13
2.1. 原油价格预计将高位维持	14
2.2. 粮食及农资产品价格大幅上升	15
三、 滞胀特征下的资产配置方向	17

图表目录

图 1 消费在美国 GDP 中占主导地位	5
图 2 疫情期间商品消费支出迅猛增加	5
图 3 商品支出中,耐用品支出占消费比例上升更快	5
图 4 美国个人储蓄存款总额近期大幅下降	6
图 5 美国耐用品新增订单逐步下滑	6
图 6 人均可支配收入已低于疫情前趋势水平(单位:美元)	7
图 7 美国居民收入结构拆分(单位:十亿美元)	7
图 8 美国 TSA 统计的旅客运输吞吐量尚没有超过疫情前水平	7
图 9 22 年以来,美国商业活动指数呈趋势性下滑	7
图 10 通胀预期升高会降低消费预期变化	7
图 11 2007 年后,美国居民杠杆率的下降并没有带来消费支出的整体抬升 错误!未定义书签。	
图 12 美国 CPI 同比、环比均大幅上升(单位:%)	8
图 13 美国核心 CPI 同比、环比均大幅上升(单位:%)	8
图 14 全球供应链压力指数持续高企(偏离均值的标准差)	8
图 15 供应链瓶颈造成的产业链影响测算	9
图 16 本土疫情蔓延形势较为严峻	10
图 17 22 年春季以来,国内物流吞吐量下降较大	10
图 18 22 年春季国内港口集装箱吞吐量大幅下滑	11
图 19 CCFI 美国航线集装箱船的价格指数持续高位	11
图 20 洛杉矶港口拥堵时长近期小幅攀升	11
图 21 美国运输成本逐步上涨(单位:%)	11
图 22 移民人口占工种人口的比例排名	12
图 23 美国绿卡获得者自 2016 年来持续下降	12
图 24 近期美国失业率处于历史较低位置	13
图 25 美国职位空缺数创有记录以来新高	13
图 26 私人部门薪资大幅高于疫情前,且仍在持续攀升	13
图 27 劳动参与率尚未回到疫情前(单位:%)	13
图 28 俄乌冲突带动商品价格快速攀升	13
图 29 俄乌两国出口至各国的权重占比	14
图 30 俄乌两国出口至欧洲贸易量占欧盟总贸易量的比例	14
图 31 opec 有动力维持高油价,增产意愿不足	15
图 32 美国石油产量占全球原油产量的 20%	15
图 33 美国石油库存量下降较快	15
图 34 页岩油钻井数没有随着油价升高而提高	15
图 35 俄乌冲突背景下,全球食品价格指数大幅攀升	16
图 36 全球玉米出口结构	16
图 37 全球小麦出口结构	16
图 38 全球肥料价格指数创 10 年以来新高	17
图 39 国内化肥价格指数持续攀升	17
图 40 为对抗高通胀,美国联邦基金利率处于较高水平	18
图 41 1982 年后通胀从高位回落,失业率则大幅攀升	18
图 42 原油价格在两次滞胀时期显著上行	18
图 43 滞胀时期黄金表现较好	18
图 44 CRB 商品指数在滞胀期间呈现全面上行的状态	19

图 45 股票指数在第一次滞胀期间大幅下挫；第二次滞胀期间震荡加大	19
图 46 第二次滞胀时代，国债收益率大幅上升	19
图 47 美元指数在滞胀早中期震荡下滑	19

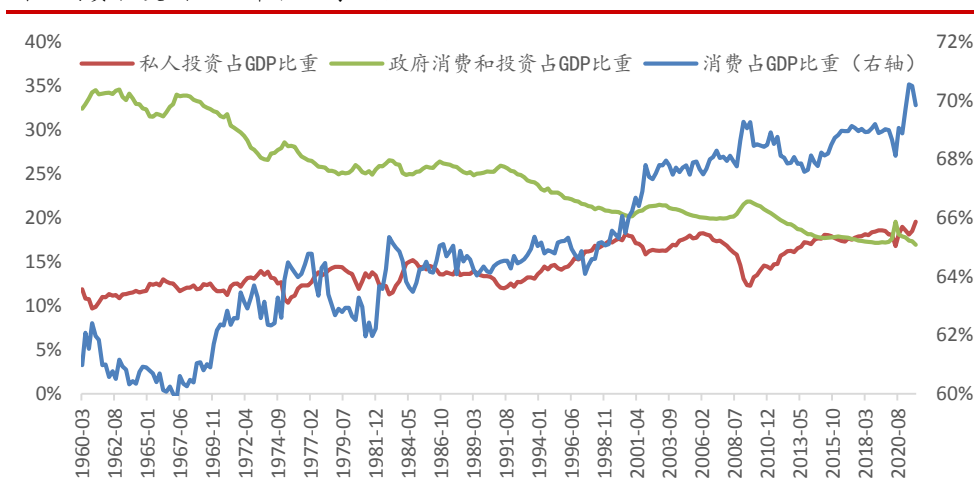
美联储目前已开启新一轮加息缩表周期，海外经济高位回落的趋势已经确立，同时考虑地缘冲突对全球供应链冲击、页岩油供给弹性缺失以及劳动力市场短缺等因素影响，海外经济陷入滞胀的风险正逐步加大，这将广泛影响全球大类资产的表现。美国经济如果陷入滞胀也会拖累国内经济的复苏，对我国稳增长带来进一步压力。因此，在现在时间点，有必要深入探究下美国经济陷入滞胀的风险以及可能的路径，并对后续大类资产的表现给出推演。

一、美国经济高位回落趋势基本确立

1. 消费主导美国经济的发展

消费兴，美国经济就强；消费衰，美国经济就弱。消费在美国经济中占主导地位，约贡献了美国 GDP 的 70%。从 1960 年到 2022 年的 60 多年间，消费占 GDP 比重从 60% 左右上升到 70% 左右。而在疫情期间，消费占比则迅速提升 3 个百分点，从 68% 上提至 71%，近期有所回落。

图 1 消费在美国 GDP 中占主导地位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

目前美国消费处于高位见顶回落的趋势中。消费包括实物商品消费和服务消费两类。下文将从实物消费和服务消费两方面来论证：实物商品消费将高位回落，服务业消费独木难支，难以显著带动消费的整体回暖。

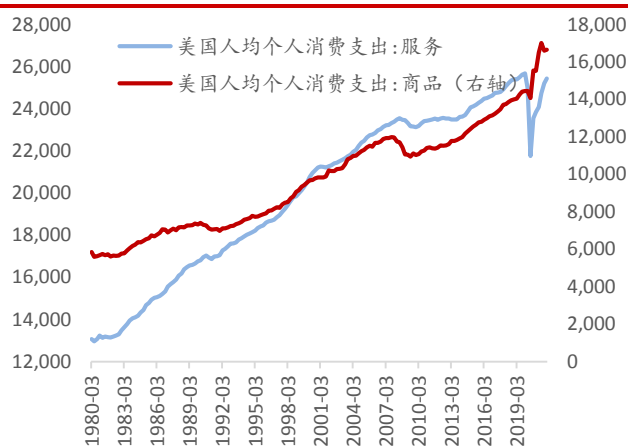
2. 实物商品消费将高位回落

疫情期间，美联储无限量宽松的货币政策和天量的财政刺激政策，共同推升居民部门消费意愿和消费能力。从下图可以看出，疫情期间居民商品支出迅猛增长，而且商品支出中耐用品增幅更快。

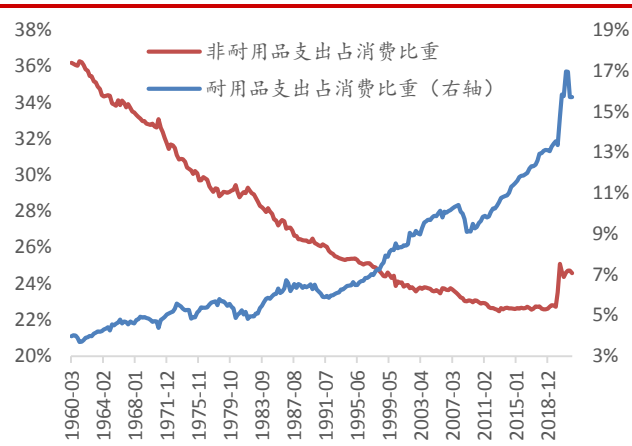
今年以来，美联储逐步开启加息缩表进程，且节奏较快。相应地，美债各期限的利率上行速度也较快，这将大幅提升耐用品的贷款基准利率，降低耐用品的消费量。同时，财政政策方面，基建相关计划（Build Back Better，简称 BBB 计划）难以出台，财政支出较少，居民部门整体收入也会受影响，从而会进一步降低对耐用品的消费量。下图也能看出，目前美国居民在手储蓄存款金额近期下降较快。预计后续耐用品及非耐用品的实物消费将逐步回落，带动商品消费高位回落。

图 2 疫情期间商品消费支出迅猛增加

图 3 商品支出中，耐用品支出占消费比例上升更快

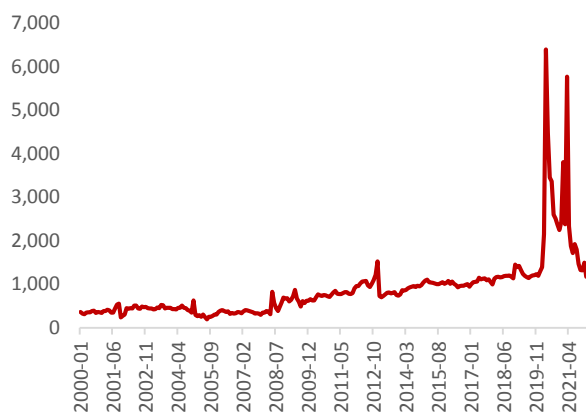


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图4 美国个人储蓄存款总额近期大幅下降



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图5 美国耐用品新增订单逐步下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

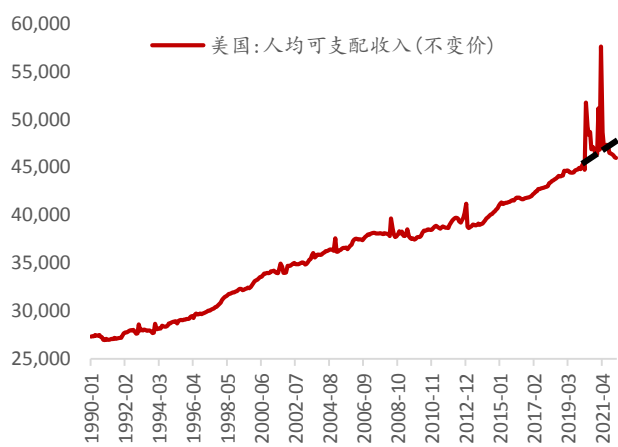
3.服务业消费独木难支

消费的关键问题是，服务业消费是否能够弥补实物消费的下滑，甚至带动整体消费的继续回暖？我们认为，就目前情形而言，服务业消费独木难支，难以显著带动消费的回暖。具体原因有以下三个：

- 1、**通胀预期高企会降低居民部门的消费能力，尤其是非必需消费品的消费。**从密歇根大学发布的消费者预期以及通胀预期来看，当通胀预期较高时，消费者对未来的消费预期会显著下降，二者相关性显著。逻辑上理解也是如此：当通胀预期较高、物价较贵时，居民倾向于降低非必需消费品的支出，包括非必需的服务性消费。
- 2、**实物商品消费的下滑也会抑制服务业消费的水平。**22年以来，美国的服务业消费指标反映的是居民在正常生活场景下的需求，疫情防控举措放开带来的线下服务业消费需求脉冲式上行的影响已经较弱。这是因为美国本土已经实行与疫情共存战略，21年下半年美国人均接种疫苗量已经达到较高水平，线下接触性相关的服务业也基本恢复或接近恢复至疫情前水平。那么在居民正常生活场景背景下，随着美联储紧缩措施的不断推进，居民的实物商品消费尤其是耐用品消费将逐步下滑，会影响居民部门的整体收入水平（一个人的实物商品支出是另一个人的收入），那么相应地，也将影响服务业消费的水平。

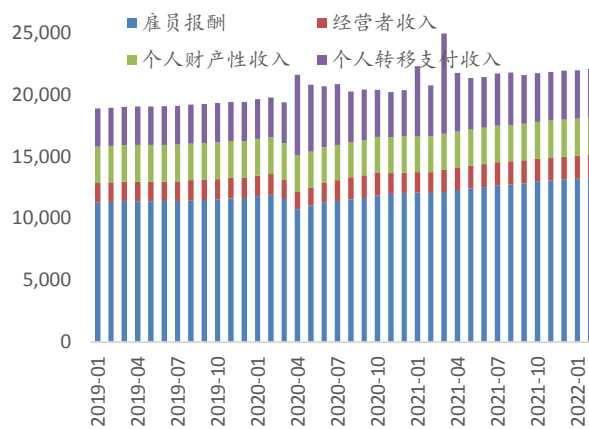
3、居民实际可支配收入难以大幅增长。目前美国人均可支配收入已经低于疫情前的趋势增长水平。考虑到居民收入的增加部分被通胀抵消、财政补贴收入减少、财产性收入面临较大的波动，未来，居民实际可支配收入难以大幅增长，导致服务性消费需求大幅增加概率较低。

图 6 人均可支配收入已低于疫情前趋势水平（单位：美元）



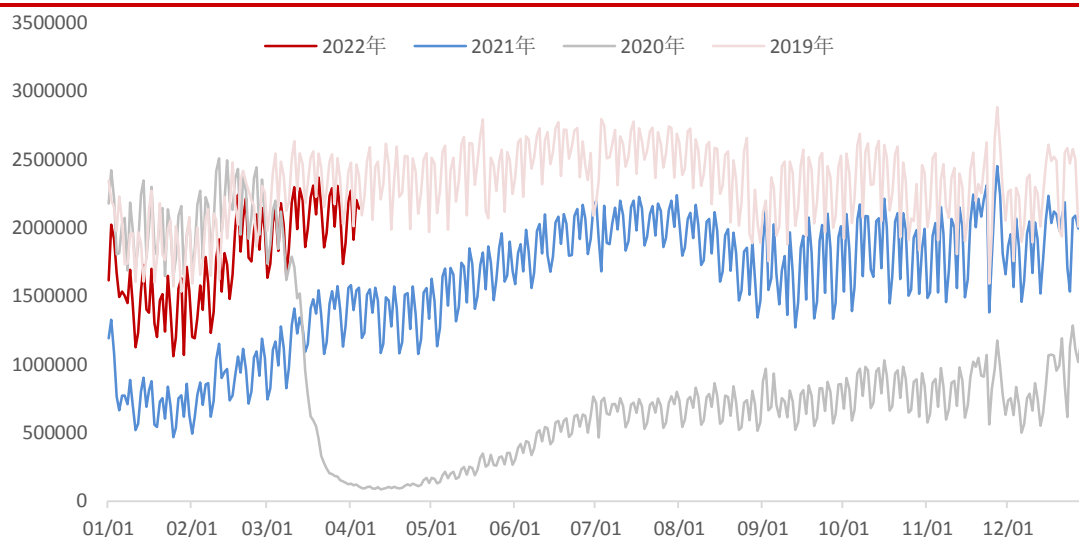
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7 美国居民收入结构拆分（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

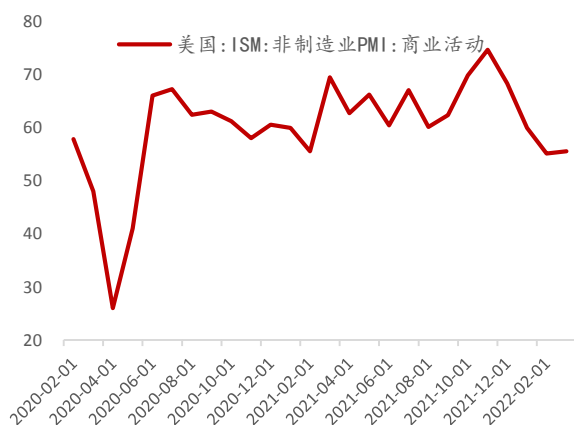
图 8 美国 TSA 统计的旅客运输吞吐量尚没有超过疫情前水平



资料来源：TSA，华宝证券研究创新部

图 9 22 年以来，美国商业活动指数呈趋势性下滑

图 10 通胀预期升高会降低消费预期变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

二、22 年通胀将维持高位运行

目前美国通胀，无论是从同比角度还是环比角度，均呈现大幅且全面的上升。本轮高通胀是在货币天量超发背景下，旺盛的需求端与紧张的供给端错配造成的供需失衡引发的。那么，美联储收紧货币政策，是否能够有效的管控高通胀呢？我们认为，22 年美联储较难将通胀管控在目标区间内，短期内通胀仍将维持高位。因为货币政策收紧只是抑制社会总需求，难以解决供给端带来的通胀问题。而 22 年，影响通胀的供给端因素或难以大幅缓解。虽然总需求会逐步下滑，但仍存在美国经济进入滞胀特征的场景——即美联储加息缩表速度过快，使得总需求下滑较快，而影响通胀的供给端因素缓解相对较慢，造成经济有进入滞胀特征的可能。

图 11 美国 CPI 同比、环比均大幅上升（单位：%）

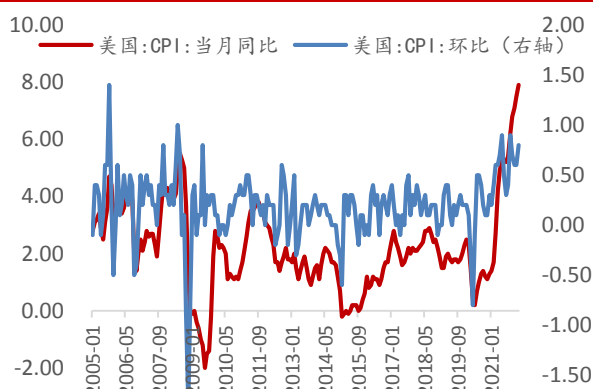
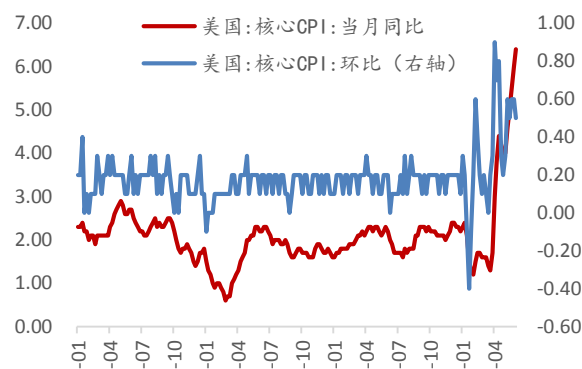


图 12 美国核心 CPI 同比、环比均大幅上升（单位：%）



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_40730

