

警惕通胀风险恶化强化紧缩预期

——美国 5 月通胀数据传递的信息

报告导读/核心观点

5 月通胀印证联储担忧，时薪同比增速下行印证工资-通胀导致的广谱涨价压力弱化；美联储 5 月议息会议中提出的两大通胀上行风险之一“俄乌危机”发酵直接导致油价和粮食价格走高推升通胀超预期。俄乌危机常态化后，能源制裁可能导致全年油价中枢高点可能后移至 Q3 出现，美国全年通胀高点同样可能后延至 Q3 出现。我们再次强调前期观点：当前加息的中性路径为 6、7、9 月加息 50BP，如果通胀上行风险恶化，则需重点关注鲍威尔措辞变化，政策利率触及中性水平以前不能完全排除鲍威尔扭转态度并在后续议息会议加息 75BP 的可能性。美债收益率和美元全年高点可能在 Q3 出现。

□ **5 月通胀印证联储担忧，工资通胀螺旋压力下行但俄乌危机诱发通胀上行风险**
 5 月美国 CPI 再次超出市场预期，同比增速 8.6%，突破年内前高；环比增速 1.0%，是年内次高点。本月美国通胀超预期“印证”了美联储的担忧，美联储 5 月议息会议中提出的两大通胀上行风险之一“俄乌危机”发酵直接导致美国通胀超预期。

从环比结构上看，工资-通胀导致的广谱涨价压力下行。核心 CPI 本月同比增速 6.0%，相较前 6.2% 进一步回落。环比增速 0.6%，与前值持平；其中剔除能源相关要素后的服务分项本月环比增速 0.6%，相较上月边际回落，广谱涨价压力并未出现扩散，叠加非农时薪同比增速连续两月回落（3、4、5 月时薪同比增速分别为 5.6%、5.5% 和 5.2%），印证美联储所说的“当前暂不存在工资-通胀螺旋式上升的压力”。

本月超预期上涨主要是能源和食品相关分项，均与俄乌危机高度相关。其中食品分项环比 1.2%，乌克兰作为全球重要粮仓，战争风险增强了粮食供给的不确定性；能源分项本月环比大幅上涨 3.9%，主要与俄乌危机反复抬升油价相关，布油 5 月价格中枢相较 4 月提升 5.7%。除此之外，二手车价格本月环比上涨 1.8%，我们认为与俄乌危机冲击惰性气体供给（芯片的核心原材料），缺芯压力出现反复抬升车价有关。

□ **俄乌危机可能进一步抬高能源价格，美国全年通胀高点可能后延至 Q3 出现**

当前俄乌危机呈现出一定常态化趋势，预计冲突在 Q3 仍将延续。一是欧美国家仍在持续向乌克兰输送弹药，以美国为代表，拜登于 5 月 21 日签署总额约 400 亿美元的对乌援助法案，方案主体包括 200 亿美元的军事援助、80 亿美元的经济援助、50 亿美元的粮食援助等。二是乌克兰国内进一步延长战争紧急状态，乌克兰总统泽连斯基在 5 月签署总统令将乌克兰的战争紧急状态延长至 8 月 23 日。

如果未来俄乌危机进一步延续，不排除欧盟未来对俄进一步制裁并将制裁范围蔓延到天然气层面，制裁的加剧将进一步抬升能源价格。在此背景下，我们认为全年油价中枢的高点可能在 Q3 出现（详见下文分析），美国全年通胀高点可能后延至 Q3 出现，年末预计回落至 6.5%-7% 附近。

□ **欧盟对俄实施原油禁运制裁扩大年内供需缺口是本轮原油价格上冲的核心原因**
 近期全球油价再次大幅上行，布油再次上冲 120 美元/桶以上，我们认为本次价格上行主要源于欧盟对俄实施原油禁运制裁再次扩大原油供需缺口。禁运生效后，在不考虑 OPEC 增产和俄罗斯绕道出口的情况下，年末原油供需缺口将逼近 400 万桶/日。

一是 OPEC 国家控制供给本身便存在供需缺口。根据 5 月 OPEC 原油月报，预计 2022 年 Q4 全球范围内需要 OPEC 国家填补的产油缺口约为 3005 万桶/日，如根据 2022 年 Q1 OPEC 国家的产量计算（约为 2836 万桶/日），仍存在 169 万桶/日的供需缺口。

二是欧盟对俄罗斯实施原油禁运后，全球范围内的供需缺口进一步扩大。从俄罗斯的原油出口结构来看，欧盟国家是俄罗斯原油出口的主要目的地，2020 和 2021 年占比分别为 48% 和 49%，对应出口规模约为 220 万桶/日，预计本轮石油禁令将使得欧盟在 2022 年底前削减 90% 的俄罗斯石油进口。

□ **新增供给弹性不足三季度油价仍可能走高，下半年原油供给增量关注三个方面**
 当前两大产油经济体新增原油供给的意愿普遍不足。美国方面，受拜登上任后推进碳中和影响，传统能源公司的新增资本开支的意愿仍然偏弱，传统能源的供给弹性逐步缺失。今年以来美国页岩油资本开支仍然与油价明显脱钩，油井新钻数增长缓慢。OPEC 方面，油价的大幅上涨明显改善了 OPEC 国家的财政收支，增产意愿同样较

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

弱。考虑供给端新增弹性不足，我们上调三季度油价中枢预测至 120 美元/桶，较二季度进一步上移。随着供需紧张局面缓解，四季度油价中枢回落至 100 美元附近。下半年原油供给端的额外增量主要源于部分国家的闲置产能，估算潜在供给增量在 200 万桶/日以上。

一是伊核协议，欧盟外交和安全政策负责人博雷利于 5 月 13 日宣布将恢复伊核协议谈判，伊朗当前尚有闲置有效产能 125 万桶/日，如果伊核协议达成可以有效填补原油的供需缺口（伊朗当前有效产能约为 380 万桶/日，2022 年 3 月产量为 255 万桶/日）。

二是美国近期边际放松委内瑞拉对欧洲的原油供给制裁，但供给释放可能相对较慢。委内瑞拉 2022 年 3 月原油产量约为 75 万桶/日，已逼近其产能上限。但考虑到委内瑞拉原油储备量较多，本身生产潜力较大（在美国对委内瑞拉进行制裁前，原油产量稳定在 200 万桶/日以上），未来可能通过增加资本开支提升产量。

三是利比亚的原油产能有望边际修复，此前利比亚国内最大油田 SHARARA 因利比亚政治抗议运动而关闭，利比亚的原油出口规模也因此萎缩近 50 万桶/日（相较年初约 120 万桶/日的出口规模），6 月油田逐步复产原油供给有望提升至年初水平。

□ **如未来通胀上行风险变化，则需重点关注鲍威尔措辞以及对加息 75BP 的态度**
我们再次重申《触及中性利率前紧缩预期仍可能强化》以及《美联储是否进入了沃尔克时刻》中的观点：从 70 年代沃尔克应对滞胀的经验来看，美联储需要锚定通胀预期并且通过层层递进、加码且超预期的紧缩方能有效控制通胀预期。鲍威尔可能在今年效仿这一策略，虽然美联储当前整体淡化后续加息 75BP 的预期，但如果通胀上行风险恶化导致通胀预期再次上行，美联储仍有可能进一步强化紧缩预期。我们认为联储后续政策的潜在路径为：6、7、9 月加息 50BP，从而使得联邦基金目标利率的区间上限在 Q3 触及 2.5% 并超过中性利率；如果未来俄乌冲突激化导致制裁升级进而使得通胀上行风险恶化，则需重点关注鲍威尔措辞变化，政策利率触及中性水平以前不能完全排除鲍威尔扭转态度并在后续议息会议加息 75BP 的可能性。触及中性利率后加息进程将渐进弱化，主要原因是中期选举投票（11 月）以及基本面衰退压力可能对加息形成扰动。缩表方面，缩表速度逐步提升至 950 亿美元之后将匀速持续至年底。

□ **美股需紧盯通胀预期变化对紧缩预期影响，美债收益率和美元 Q3 仍可能上行**
美债方面，通胀预期恶化导致紧缩预期增强可能推动 10 年期美债收益率在 Q3 进一步向 3.5% 上行，年末可能回落至 2.5% 以下。驱动因素包括通胀预期降温、美国经济增速的回落以及美联储调整货币政策立场后紧缩预期的回退。

美股方面，预计道指、纳指的整体趋势表现为 Q3 宽幅震荡（紧缩、衰退预期反复），Q4 上行纳指更佳（紧缩预期回退）。

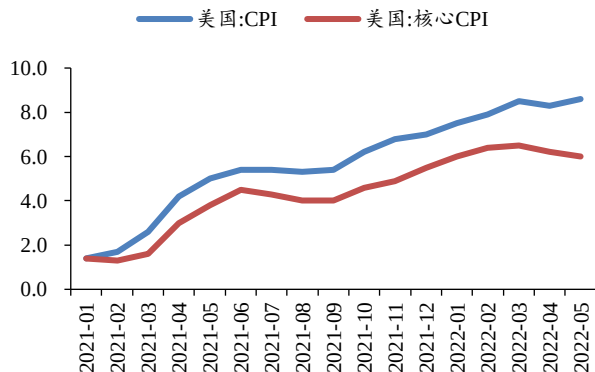
美元指数方面，在美联储政策利率触及中性水平以前，紧缩预期仍可能进一步驱动美元上行至 105 附近。年末预计美元指数回落至 98-100 附近。

黄金方面，预计下半年整体价格趋于上行，伦敦金可能再次触及年内前高 2070 美元。主要受益于美元和 10 年期美债实际收益率双双回落。

风险提示：由于美股对企业盈利多度担忧，导致美股崩盘，形成系统性风险担忧，诱发主权债务危机；中国经济超预期下行可能导致美联储加息缩表改变进程。

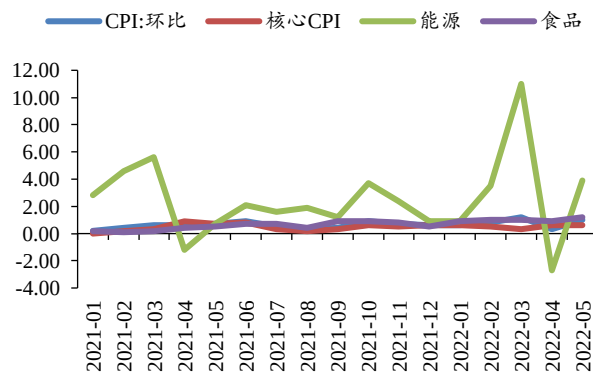
1. 重要图表

图 1：美国 CPI 和核心 CPI 同比走势（%）



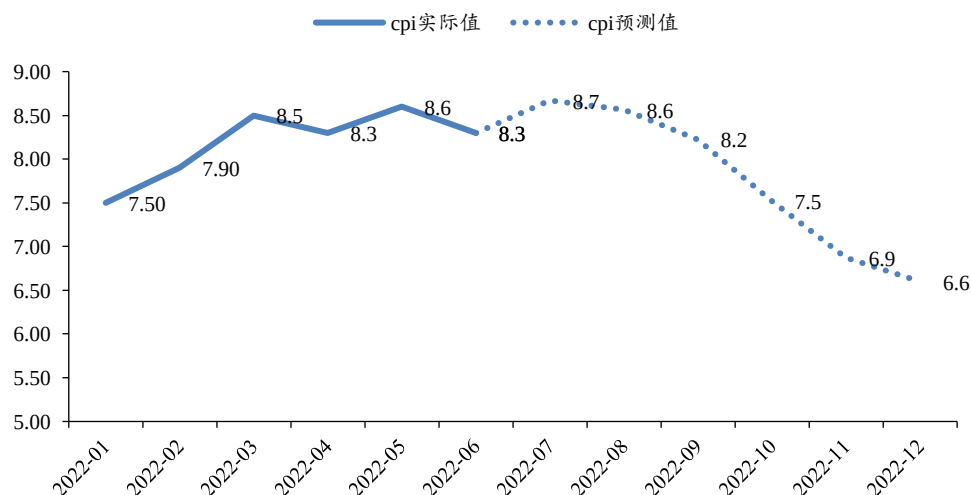
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：美国 CPI 各核心分项环比季调走势（%）



资料来源：EIA 浙商证券研究所

图 3：美国年内 CPI 走势预测（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

表 1：OPEC+国家产能情况

	2022 年 3 月产量	有效产能
OPEC 10 国	24.47	28.25
伊朗	2.55	3.80
利比亚	0.90	1.20
委内瑞拉	0.75	0.75
所有 OPEC 国家	28.67	34.00
所有非 OPEC 国家	14.45	16.02
OPEC+国家合计	43.12	50.02

资料来源：OPEC, 浙商证券研究所

表 2：预测 2022 年供给/需求余额

	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022
全球原油需求 (a)	96.92	99.28	98.44	100.74	102.64	100.29
非 OPEC 国家产量	63.56	65.24	65.17	66.14	67.28	65.97
OPEC 液化天然气产量	5.14	5.23	5.26	5.29	5.31	5.27
非 OPEC 国家产量和 OPEC 液化天然气产量 (b)	68.71	70.47	70.43	71.42	72.60	71.24
需要 OPEC 国填补的产油缺口 (a-b)	28.21	28.80	28.01	29.32	30.05	29.05
OPEC 原油产量	26.35	28.36				
供需缺口	-1.86	-0.45				

资料来源：OPEC，浙商证券研究所

表 3：美国原油储备的抛售计划

时间	抛售规模	抛售节奏
2021.02.11	1010 万桶	拟于 2021 年 4 月和 5 月进行交付。
2021.04.16	900 万桶	拟于 2021 年 6 月进行交付。
2021.08.23	至多 2000 万桶	拟于 2021 年 10 月 1 日至 12 月 15 日之间交付。
2021.11.23	5000 万桶	最早将于 12 月中下旬开始投放市场。其中 1800 万桶直接销售，另外 3200 万桶属于短期交换。日本、印度、英国等石油消费大国也将协同释放储备。
2022.03.01	3000 万桶	IEA 成员国释放 6170 万桶，其中美国释放 3000 万桶
2022.03.31	合计释放 1.8 亿桶	在接下来的六个月里，平均每天在市场上增加释放 100 万桶战略石油储备。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_42887

