



Research and
Development Center

高通胀、史诗级加息和逃不开的衰退

2022年6月14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

深度报告

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

高通胀、史诗级加息和逃不开的衰退

2022年6月14日

- **一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。**地缘政治博弈刺激国际油价上涨，食品价格上行风险犹存。除能源和食品的地缘政治风险外，核心通胀的上涨动力依旧存在，供应链压力不减，劳动力供给不足。通胀更核心的关键在于供给端问题，因而不可低估供给冲击对通胀的影响力。在此前提下，后续通胀的同比变化更多受到基数扰动。从环比变化上看，2021年三季度期间CPI环比变化明显被压低。向后展望，我们认为受到三季度低基数效应的拉动，三季度美国通胀的趋势会再度上扬，我们预计一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。
- **为了防控通胀，美联储将会继续走在史诗级加息的路上。**美联储具有实现充分就业和维持物价稳定的双重使命。目前，失业率连续三月持平且处于低位，而通胀再创四十年新高。在此背景下，解决高通胀成为美联储的第一要务，而低失业率为货币政策留下了继续加息的空间。我们预计史诗级加息周期继续，一是早期美联储低估通胀已经损害了其在市场上的公信力，二是高通胀侵蚀了消费者购买力和经济增长。现在，美联储必须严肃认真地对待通胀，抓紧一切可以控制通胀的手段来收服通胀。
- **逃不开的经济衰退是美国为了遏制高通胀不得不付出的代价。**当前经济更多周期尾部迹象正在出现，若美联储持续加息，可能会把美国经济推入衰退区间。1) 消费端：收入的支撑作用显示出松动迹象，储蓄余额不足，消费者信心指数作为预警信号也显示出回落迹象。2) 投资端：美国住房投资下降释放经济的警示信号，持续加息下，非住宅的投资上行期或将结束。3) 就业端：失业率低位徘徊数月，目前或已临近衰退区间。从历史上看，在不制造衰退的前提下降低高通胀的可能性不大，但即便如此，美国经济的衰退风险也不会对此轮加息产生制约，因为经济衰退是美国解决高通胀问题必须要付出的代价。
- **对中国的影响。**第一，内外部因素作用下，我们预计中国货币政策的宽松窗口期将逐步关闭。一是我国货币政策受到美联储史诗级加息的外部制约，二是下半年通胀可能成为制约货币政策的另一个因素。第二，美联储紧缩阶段，中国最大风险是人民币汇率承受较大的贬值压力。加息和缩表造成全球流动性相对收紧，我们预计人民币汇率将面临较大的阶段性贬值压力。第三，美国经济衰退将通过出口传导渠道，向中国经济增长施加压力。1) 直接传导：美国经济衰退直接影响其消费者和投资者的购买意愿。通过影响出口商品的增长，对中国经济产生显著的同向冲击。2) 间接传导：美国经济衰退连带影响全球其他国家的经济发展，对中国出口增长带来额外减速效应。
- **风险因素：**俄乌冲突局势恶化，美联储货币政策收紧超预期。

目录

一、一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退	4
1.1 能源和食品通胀的上涨动力还存在	4
1.2 不可低估供给冲击对核心通胀的影响力	5
1.3 一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退	7
二、为了防控通胀，美联储将会继续走在史诗级加息的路上	8
2.1 就业较好表现给政策留有空间，不会影响加息决心	8
2.2 为了防控通胀，美联储将会继续走在史诗级加息的路上	9
三、逃不开的经济衰退是美国为了遏制高通胀不得不付出的代价	10
3.1 如何跟踪美国经济的衰退	10
3.2 更多周期尾部迹象显现，后续加息将加大衰退的风险	12
3.3 逃不开的经济衰退是美国为了遏制高通胀不得不付出的代价	20
四、对中国的影响	21
4.1 中国货币政策的宽松窗口期将逐步关闭	21
4.2 加息和缩表使人民币汇率承受较大的贬值压力	22
4.3 后续中国将面临出口下滑的风险	22
风险因素	23

表目录

表 1：市场对 2022 年加息的概率预期	10
表 2：NBER 公布的美国经济衰退期	11

图目录

图 1：原油价格再度上扬带动能源类 CPI	4
图 2：食品 CRB 指数继续上扬	5
图 3：通胀继续高位震荡	5
图 4：全球供应链压力指数依旧高位运行	6
图 5：美国新订单和产出 PMI 出现下滑	6
图 6：职位空缺率继续恶化，劳动参与率有转弱迹象	7
图 7：制造业加班时长经历了一轮上涨	7
图 8：2021 年三季度期间 CPI 环比变化明显被压低	8
图 9：5 月失业率为 3.6%，新增非农就业 39 万人	9
图 10：5 月平均时薪同比仍处于高位	9
图 11：6 月加息 75 基点的预期急速升温	10
图 12：历次衰退期投资总额的环比拉动均明显下挫	11
图 13：10Y-2Y 和 10Y-3M 走势出现分化	12
图 14：扣除转移支付后的总收入出现拐头迹象	13
图 15：政府转移支付的大幅增加高于失业造成的工资收入损失	13
图 16：居民储蓄率快速下降，储蓄余额不足	14
图 17：耐用品和非耐用品消费环比回升	14
图 18：美国服务消费环比回落	15
图 19：消费者信心指数跌落谷底	15
图 20：固定投资与经济周期具有一致性	16
图 21：成屋销售连续下挫	16
图 22：新屋开工和营建许可放缓	17
图 23：NAHB 房地产市场指数已连续 5 个月下降	17
图 24：非住宅投资同比增速在上升期	18
图 25：工业产出整体表现支撑着一季度经济	18
图 26：产能利用率接近峰值	19
图 27：初中请失业金人数再次回升	20
图 28：衰退期间失业率上涨	20
图 29：PMI 显示制造业扩张幅度已经出现放缓	21
图 30：后续货币政策宽松窗口将逐步关闭	22
图 31：美元兑人民币汇率与美元指数同方向变动	22
图 32：中国外需中，美国需求是重要来源	23
图 33：美国衰退期间中国经济的同比增长也偏弱	23

一、一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退

1.1 能源和食品通胀的上涨动力还存在

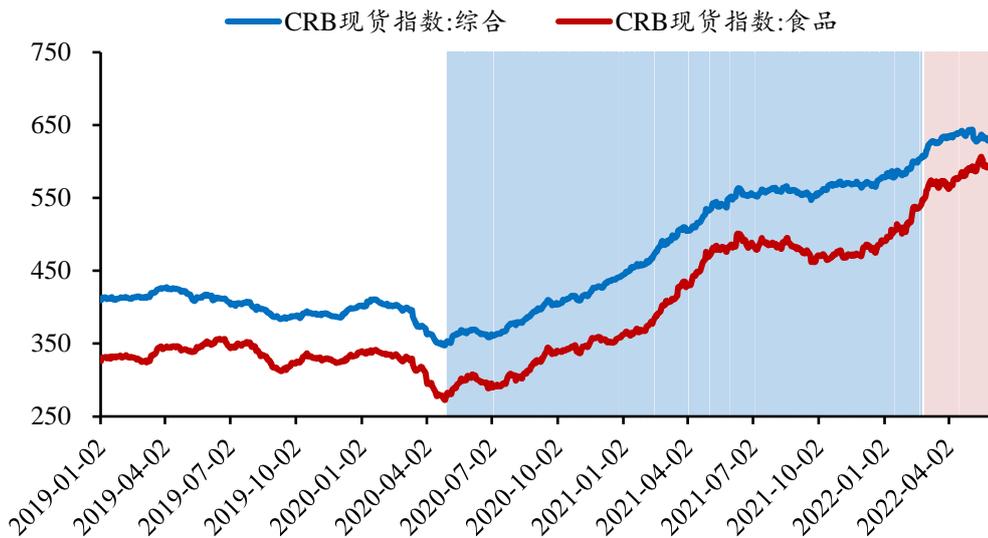
地缘政治博弈刺激国际油价进一步上涨。目前，俄乌冲突尚未达成休战谈判，西方各国对俄制裁仍在不断升级。这些制裁主要从供给端向商品价格施压，我们预计与俄乌冲突有关的供应短缺继续给现有的通货膨胀施压。近期欧盟就对俄实施石油禁运达成共识，全球原油市场再次上涨，5月30日布伦特原油价格已达122美元/桶，6月7日又再次突破120美元关口，WTI期货价格也一路攀升。在原油价格飙涨的情况下，柴油和汽油等产品的价格也水涨船高。能源市场供给端受限，后续俄乌间冲突不确定性仍存，我们认为油价上涨的动力仍旧存在。

食品价格上行风险犹存。由于美联储宽松货币政策增加的货币流动性对各国造成输入型通胀，因此早在地区冲突出现之前，全球食品价格就已经处于历史高位。而后俄乌冲突出现继续冲击全球粮食供应链，进一步推升各国本已高企的食品通胀，最直接的冲击在于粮食供给面的收窄。这主要是因为地区冲突阻碍了两国粮食作物在世界范围内的流通，加剧了全球范围内的供给矛盾，地区冲突的持续和对粮食短缺的担忧情绪推高了全球粮食价格。从高频数据上看，CRB指数涵盖多种大宗商品，能反映全球商品价格走势。近期CRB指数走高，食品价格维持高位，显示世界主要商品价格存在上行风险，粮食价格也面临上行压力。

图 1：原油价格再度上扬带动能源类 CPI

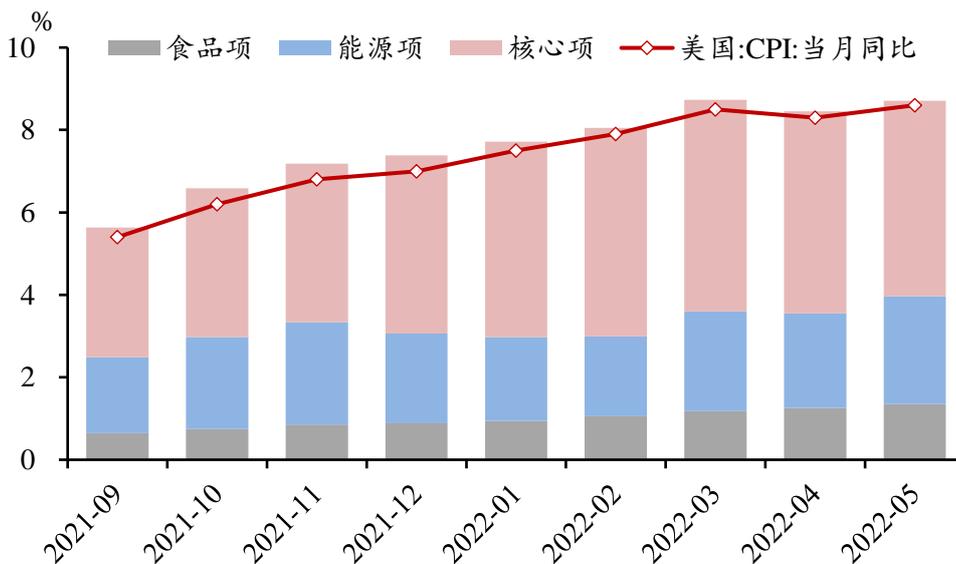


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：食品 CRB 指数继续上扬


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

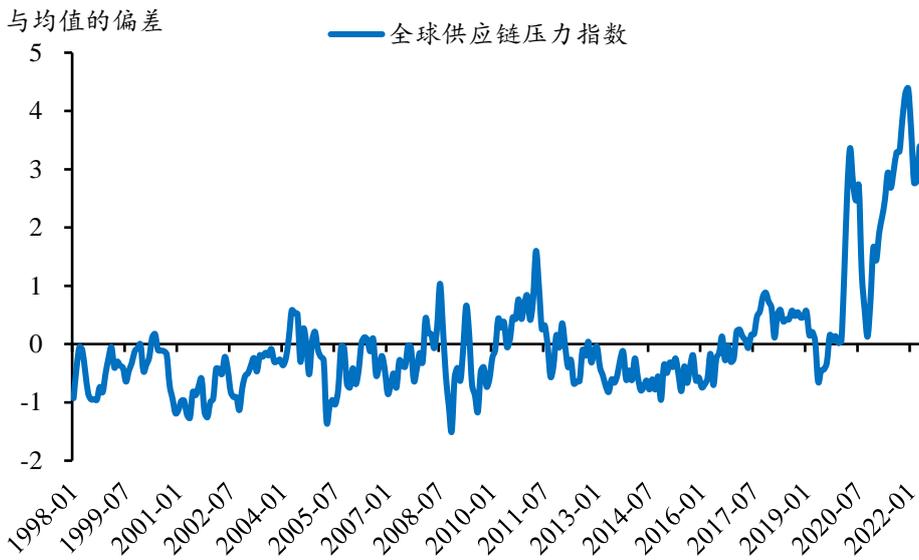
注: 蓝色阴影为地区冲突发生前, 红色阴影为地区冲突发生后

图 3：通胀继续高位震荡


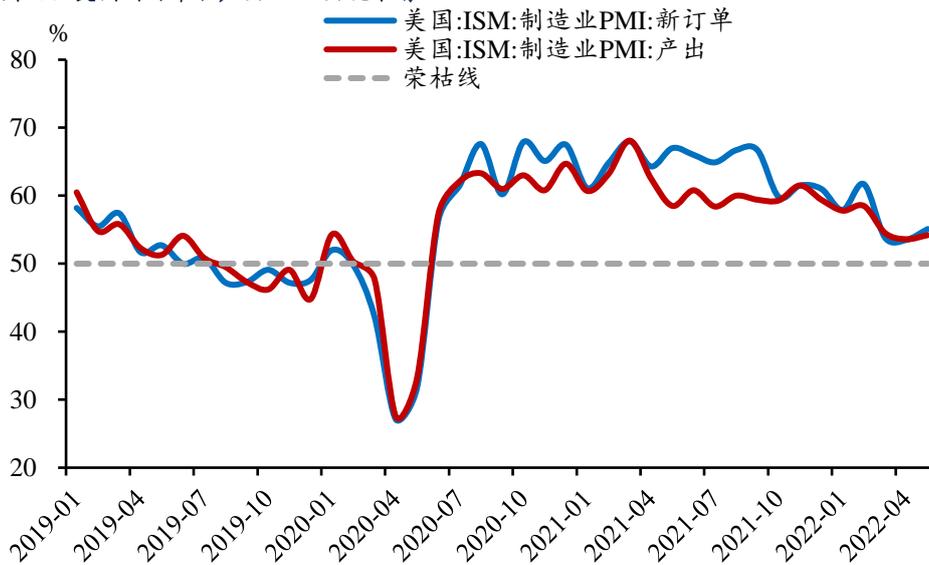
资料来源: Wind, CEIC, 信达证券研发中心

1.2 不可低估供给冲击对核心通胀的影响力

供应链压力不减, 需求扩张略显疲弱。自 1998 年以来, 全球供应链压力指数一直在平均值上下波动, 但疫情期间出现的供应链压力激增使该指数超越了以往的涨幅。根据纽约联储的最新数据显示, 5 月全球供应链压力指数依旧高位运行, 比疫情前水平高出约 2 个标准差。这显示出供应链问题依旧严峻, 扰乱商品流动并引发高通胀的全球供应链压力仍大。从需求上看, 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 录得 56.1%, 新订单和生产 PMI 指数均处于 2020 年 9 月以来的较低水平, 虽高于荣枯线, 但显示出商品需求扩张幅度疲弱的迹象。当前制造业仍处于需求驱动、供应链受限的环境中, 通胀更核心的关键在于供给端问题迟迟未得到解决。

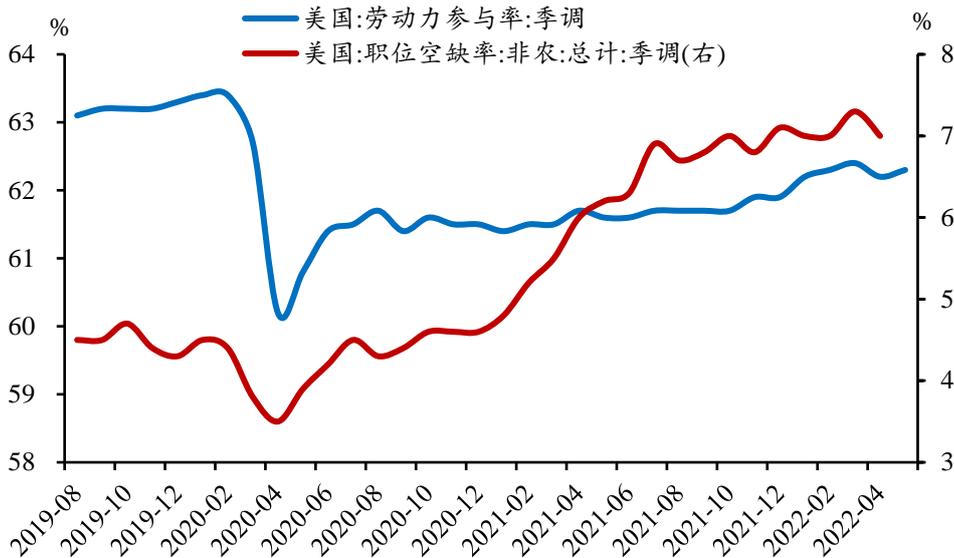
图 4：全球供应链压力指数依旧高位运行


资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

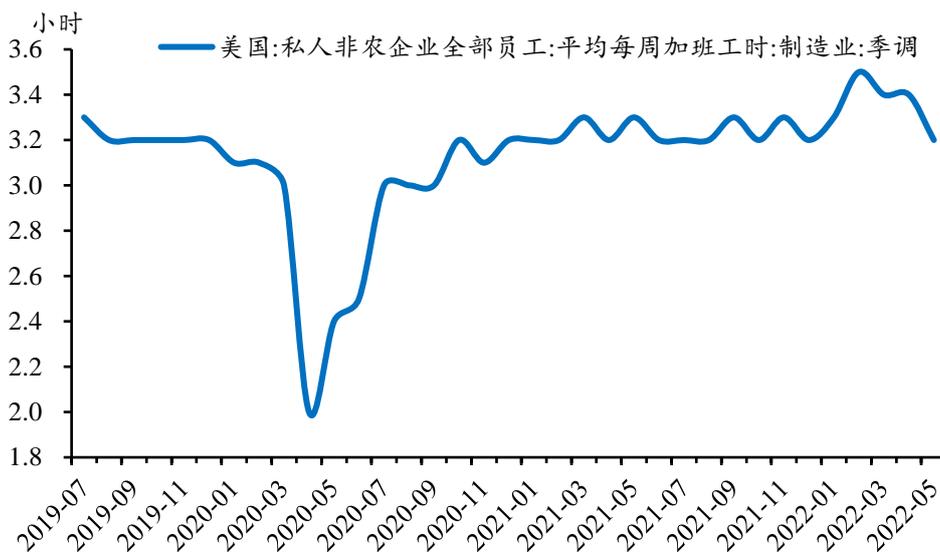
图 5：美国新订单和产出 PMI 出现下滑


资料来源：Wind，信达证券研发中心

劳动力供给不足，通胀压力持续积累。5月劳动力参与率录得62.3%，较上月回升0.1个百分点，但难掩劳动力市场回暖的前路坎坷，显示出就业市场的供给趋弱。美国非农职位空缺率高位运行，表明劳动力需求依旧旺盛，但劳动供给不足将促使供需格局恶化，通胀压力持续积累。从加班时长上看，今年制造业的加班时长经历了一轮上涨；从平均时薪上看，5月非农劳动力的平均时薪同比增速依旧处在较高水平，显示出劳动力短缺和高通胀并存。在劳动参与率下降的情况下，劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，严峻的劳动力短缺格局推动劳动力成本继续上行，增加通胀压力。

图 6：职位空缺率继续恶化，劳动参与率有转弱迹象


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：制造业加班时长经历了一轮上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

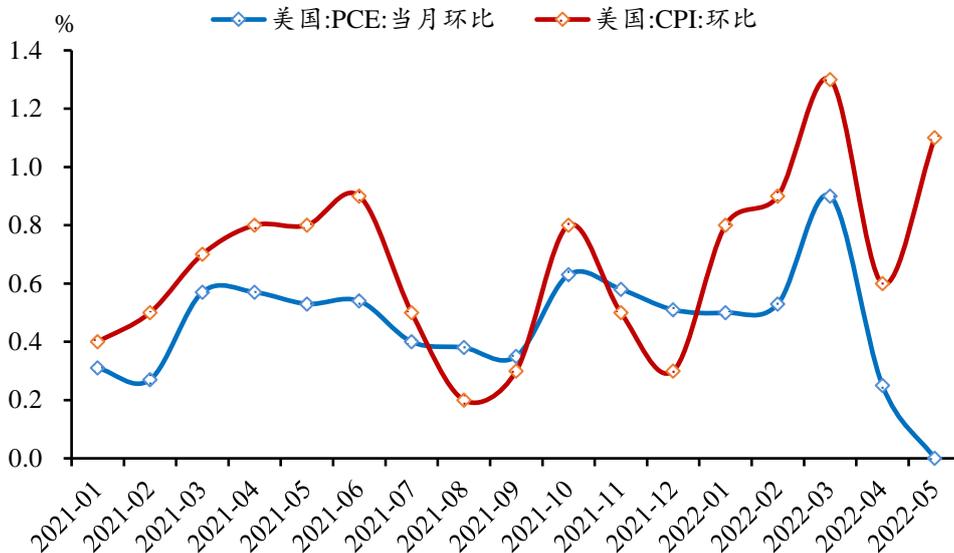
1.3 一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退

通胀上涨的核心动力仍在，年内变化更多受到基数扰动。除了影响能源项和食品项的地缘政治冲突外，我们在前面提到的影响核心通胀的原因有需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺，其中高通胀更主要的原因还是在于供给侧问题。往后看，尽管货币政策的紧缩使得需求扩张略显疲弱，但对供给问题无能为力。我们预计美国供应链紧张、劳动力市场供需不平衡等推升通胀的因素仍然持续，通胀形势依然不容乐观。在上涨动力持续存在的前提下，后续通胀的同比变化更多受到基数扰动。从环比变化上看，2021 年三季度期间 CPI 环比变化明显被压低。向后展望，我们认为受到三季度低基数效应的拉动，三季度美国通胀的趋势会再度上扬。

3 月通胀筑顶论调破灭，我们认为一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。美国 CPI 同比从 4 月的 8.3% 上

升至5月的8.6%，同比增速再创四十年来新高，3月通胀顶点的论调破灭。在支撑通胀的三个因素中，只有货币政策引起的总需求减弱，而货币政策对供给问题无能为力。当前美国还面临供应链瓶颈、劳动力短缺引起成本上涨等冲击，这些供给侧问题短期内难以解决，因此美联储与通胀的抗衡可能是场持久战。综合而言，众多因素未来或将阻碍通胀的回落，在基数扰动下，我们认为一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。

图 8：2021 年三季度期间 CPI 环比变化明显被压低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、为了防控通胀，美联储将会继续走在史诗级加息的路上

2.1 就业较好表现给政策留有空间，不会影响加息决心

低失业率给货币政策留下了继续加息的空间。美联储具有实现充分就业和维持物价稳定的双重使命，相应地，失业率和通货膨胀率成为美联储加息的两大门槛。5月失业率录得3.6%，连续第三个月维持在这一低位水平。从新增就业上看，新增非农就业39万人，高于市场预期。当前失业率虽已接近下行通道的尾声，但短期内还有下降空间。一是职位空缺率的高位运行，显示用工单位存在雇佣需求；二是平均时薪同比仍处高位，劳动力存在较高的议价能力。低失业率为下次美联储再次加息提供了空间，我们预计不会影响高通胀下美联储的加息决心。

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_42934

