

美国通胀，拐点之后又如何？



刘政宁

SAC 执证编号: S0080520080007
SFC CE Ref: BRF443
zhengning.liu@cicc.com.cn



张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009
SFC CE Ref: BFE988
wenlang.zhang@cicc.com.cn



肖捷文

SAC 执证编号: S0080121070451
jiewen.xiao@cicc.com.cn

美国通胀持续超预期，原因何在？供给与需求，谁才是引发通胀的“真凶”？本篇报告中，我们对 126 种美国细分消费品进行数量和价格分解，通过量价的变动来分辨通胀背后的原因。我们发现：

- ▶ **需求拉动型通胀**主要集中在疫情期间需求扩张的商品项目，包括医疗保健类商品（如医疗设备）、居家类商品（如游戏与玩具、家用清洁产品、食品饮料、宠物及相关产品）、出行游玩类商品（如户外器械、自行车）。
- ▶ **供给推动型通胀**主要集中在疫情影响下供给减少的服务项目，其中大部分是接触性服务，比如酒店住宿、航空运输、医疗服务、疗养院、汽车维修等。
- ▶ **供需共同驱动的通胀**主要是汽车（包括新车和二手车）以及一些居家耐用品，比如家具家电、电脑等信息处理设备、家居装饰品等。

一种观点认为，美国CPI同比增速将迎来拐点，高通胀即将过去。我们认为，即使出现拐点，也不宜低估本轮通胀的持续性。从需求看，疫情冲击使人们的消费习惯发生改变，商品消费替代服务消费可能成为中期趋势。退一步讲，即便消费需求从商品切换回服务，也将推动服务价格继续上涨。从供给看，劳动力供给不足难以很快缓解，历史表明只有 15% 的退休人员会重返劳动力市场，而疫情的长期影响也会降低劳动者就业意愿。俄乌事件冲击下，供应链复苏或被延后，近期制造业价格加速上涨，加剧PPI向CPI传导压力。

除此之外，房租上涨远未结束。房租在美国CPI篮子中权重占比高达 32%。房租的统计有滞后性，使用房价和当前市场租金现价能较好预测业主等价租金（owners' equivalent rent）和主要居所租金（primary residence rent），领先时间约为 13~16 个月。过去两年美国房价大涨，市场租金价格攀升，这意味着CPI房租分项还有较大上涨空间。

能源和粮食价格风险犹存。年初以来国际天然气、油价与粮食价格都出现较大涨幅。往前看，俄乌事件复杂多变，对能源和粮食价格的影响充满不确定性。能源和食品分别占美国CPI篮子的 13% 和 7%，如果两者居高不下，也将增添美国通胀压力。

货币紧缩对通胀的影响有待观察。根据美联储 3 月点阵图和经济预测表，今年底实际联邦基金利率也只有 -2% 左右。负利率能否对总需求产生收缩效应，进而抑制通胀？过去四十年似乎还未曾有过这样的情况。另外利率上升对通胀的影响有滞后性，如果联储要在年内打压通胀，可能还需要在加息和“缩表”上表现的更激进才行。

我们预计年底美国CPI同比增速在 6% 左右，核心CPI同比在 5% 左右。从分项看，核心商品价格增速或有所放缓，在房租上涨支撑下，核心服务价格增速或居高不下。能源和食品价格在第四季度前均有望保持较高水平。上述预测值与货币数量模型的预测结果较为一致，这也再次说明疫情扰动下使用货币供给预测通胀更可靠（请参考[《如何预测美国通胀？》](#)）。

更多作者及其他信息请见文末披露页

目录

通胀成因：供给还是需求？	3
供需缺口或难弥合	5
房价上涨远未结束	10
能源与食品风险犹存	11
货币紧缩影响有待观察	13
对通胀走势的预测	14

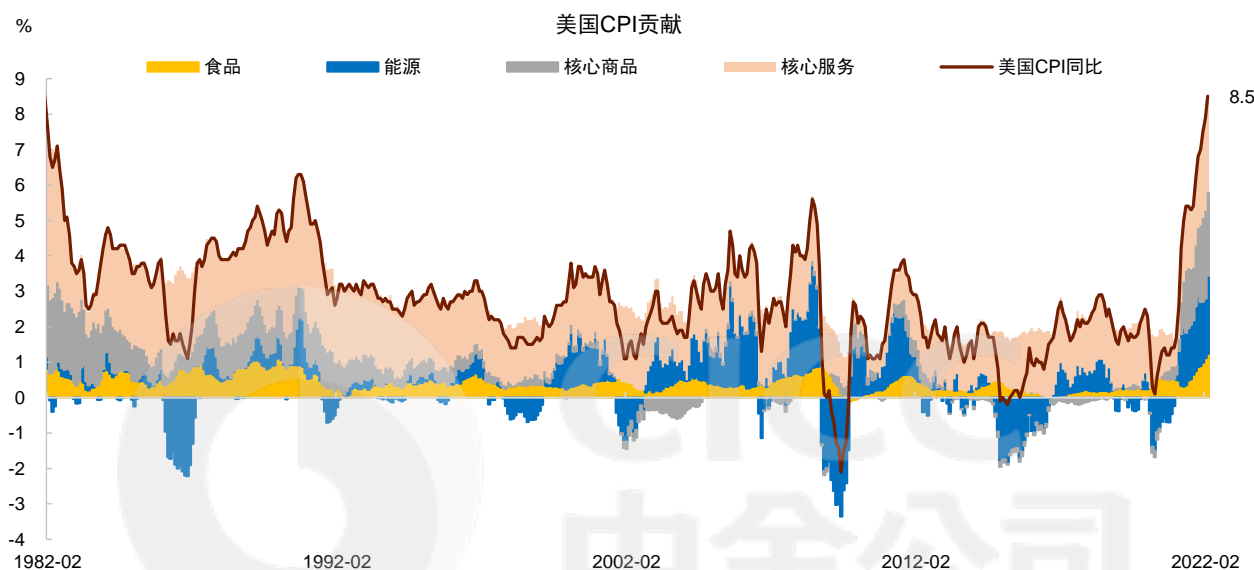
图表

图表 1：美国 CPI 通胀走势及贡献拆分	3
图表 2：供需变化推动价格上涨的三种情形	4
图表 3：区分需求扩张、供给收缩和供需共同驱动型通胀	5
图表 4：过去两年美国先后经历了 5 波疫情	6
图表 5：疫情期间商品消费占比显著提升	6
图表 6：美国居民实际收入下滑	6
图表 7：密歇根大学消费者信心下滑	6
图表 8：美国劳动力市场供不应求	7
图表 9：美国 55 岁以上人群劳动参与率下降	7
图表 10：美国贝弗里奇曲线处于外移状态	8
图表 11：分行业的空缺职位 vs. 失业率	8
图表 12：美国或有 3100 万人口受新冠长期影响	8
图表 13：或有 160 万人因新冠长期影响离开或减少工作	8
图表 14：美国工资—通胀螺旋仍在发酵	8
图表 15：美国 ISM 制造业供应商交付指数仍然较高	9
图表 16：美国供应链压力较高，欧元区压力仍在上升	9
图表 17：美国 ISM 制造业价格指数显著反弹	9
图表 18：美国 PPI 向 CPI 传导仍在继续	9
图表 19：房价领先 CPI 业主等价租金	10
图表 20：当前市场的租金价格领先 CPI 主要居所租金	10
图表 21：就业强劲，房租仍有上升空间	11
图表 22：不同情形下对油价的估计	12
图表 23：全球粮食价格指数创出新高	12
图表 24：美国能源与食品价格大幅上涨	12
图表 25：美联储大幅上调预期的加息次数	13
图表 26：...但 2022 年底实际利率仍为负数	13
图表 27：美国实际利率处于历史低位	13
图表 28：对美国 CPI 通胀的预测	14
图表 29：货币数量模型指向高通胀	15

2022 年 3 月，美国 CPI 物价指数同比增长 8.5%，创 1981 年以来最高水平（图表 1）。美联储关注的 PCE 物价指数同比增速也超过 6%，显著高于美联储 2% 的通胀目标。

美国通胀为何如此之高，众说纷纭。一种观点认为，疫情加剧全球供应链瓶颈，许多商品供不应求导致价格上涨。根据这种观点，只要供给恢复，通胀就会消失。另一种观点认为，疫情后美国财政货币刺激力度过大，导致居民消费强劲反弹，引发通胀。到底哪一种观点是对的呢？供给和需求，谁才是引发通胀的“真凶”？展望未来，如何看待美国通胀走势？此前，我们在一系列报告中探讨了这个问题，并提示美国通胀风险。在这篇报告中，我们结合最新变化，进一步详细分析这个问题，也澄清一些迷思。

图表 1：美国 CPI 通胀走势及贡献拆分



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

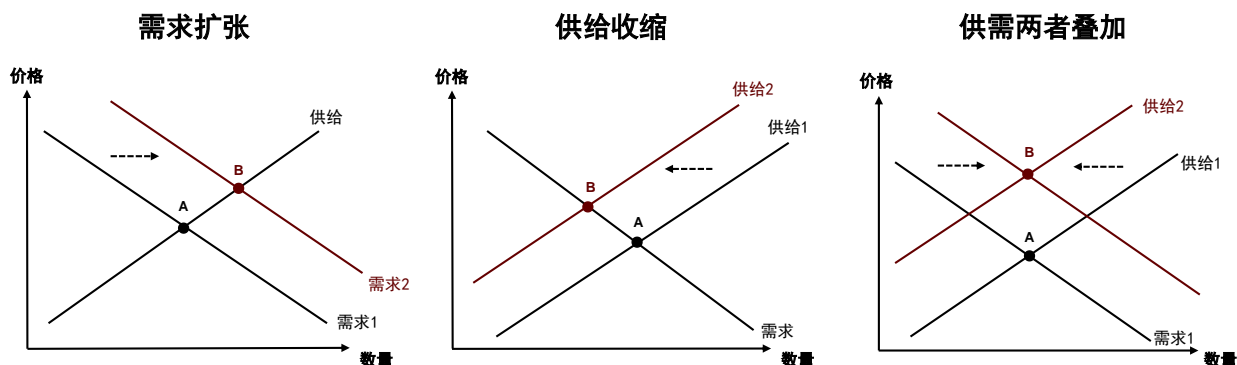
通胀成因：供给还是需求？

通常情况下，价格上涨的原因有三种：一是需求扩张，二是供给收缩，三是需求扩张与供给收缩同时发生。具体是哪一种原因，可以通过涨价产品的数量 and 价格变化来分辨：

- 1) 如果是**需求扩张拉动通胀**，消费品数量和价格将同步上升，呈现出“量价齐升”的特征；
- 2) 如果是**供给收缩推动通胀**，消费品数量下降，但价格上升，呈现出“量缩价升”的特征；
- 3) 如果**供需共同驱动通胀**，结果将是价格上升，但数量的变化不确定。这是因为供给收缩和需求扩张对数量的影响相互抵消了，使得数量的变化不明显。

图表 2 展示了上述三种情形下的供给与需求曲线。需求型通胀下，需求曲线右移；供给型通胀下，供给曲线左移；供需共同驱动通胀时，供需曲线同步移动。这是我们分析美国通胀的理论出发点。

图表 2：供需变化推动价格上涨的三种情形



资料来源：中金公司研究部

基于上述框架，我们对 126 种美国私人消费（PCE）分项进行数量和价格分解¹。大致方法如下：针对每一种细分产品，1）计算 2021 年 2 月至 2022 年 2 月消费数量之和与 2019 年 2 月至 2020 年 2 月消费数量之和的两年复合增速，并将其与 2010-2019 年的数量增速均值比较，计算标准分数 z-score；2）计算 2021 年 12 月至 2022 年 2 月的价格指数同比增速均值，并将其与 2010-2019 年的价格增速均值比较，计算 z-score；3）将价格和数量均显著上升（z-score>1.96）的项目认定为需求扩张型通胀，将价格显著上升、数量显著减少的项目认定为供给收缩型通胀，将价格显著上升、数量变化不显著的项目认定为供需共同驱动型通胀。

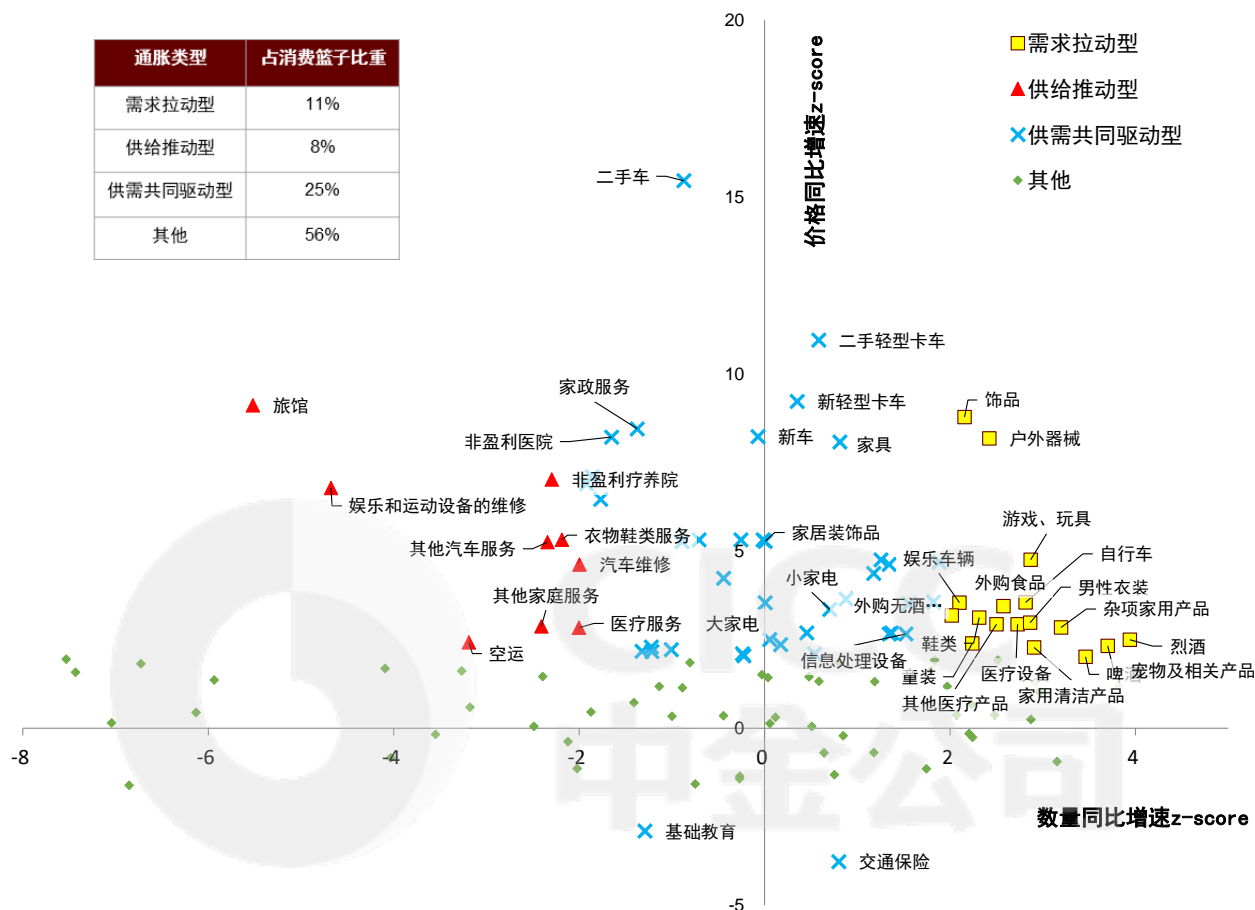
结果显示，需求扩张型通胀集中在商品部门，供给收缩型通胀集中在服务部门，供需共同驱动型通胀多数是一些大件耐用品（图表 3）。

- **需求拉动型通胀**：这类产品主要是疫情期间需求大幅扩张的商品项目，包括医疗保健类商品（如医疗设备、其他医疗产品等）、居家类商品（如游戏与玩具、家用清洁产品、杂项家用产品、外购食品与饮料、宠物及相关产品等）、以及出行游玩类商品（如户外器械、娱乐车辆等）。比较典型的例子是房车等娱乐车辆。疫情前房车的需求较为固定，但疫情的到来促使人们降低对公共交通工具的使用，自驾出行成为了较为安全的旅行方式。这导致对房车的需求大增，拉动价格上涨，使之成为比较突出的涨价产品。计算显示，需求扩张型通胀产品在 PCE 篮子中占比约为 11%（图表 4）。
- **供给推动型通胀**：这类产品主要是疫情影响下供给显著减少的服务项目，其中大部分是接触类服务消费项目，比如酒店住宿、航空运输、医疗服务、非盈利疗养院、汽车维修、其他家庭服务等。这类产品在 PCE 篮子中占比约为 8%，比较典型的是酒店住宿。疫情爆发初期，人们外出旅行频次下降，对酒店住宿的需求低迷。但随着疫情影响消退，外出旅行增多，对酒店住宿的需求开始回暖。但由于酒店住宿属于接触性服务业，许多劳动者因为担心健康风险而不愿再从事这类行业，导致劳动力出现短缺。劳动力短缺限制供给，导致价格出现大涨。
- **供需共同驱动通胀**：这类产品同时受到供给收缩和需求扩张影响，包括二手车、新车、家具家电、电脑等信息处理设备耐用品，另外还有家居装饰品、家政服务等。这类产品在 PCE 篮子中占比约为 25%，比较典型的是新车和二手车。一方面由于芯片短缺，新车生产受限；另一方面，疫情下开车出行需求上升，加大了对新车和二手车的需求。值得注意

¹ PCE 数量指数与 PCE 价格指数的第 5 级分类，举例来看，个人消费支出为 0 级，商品为 1 级，耐用品为 2 级，汽车与零部件为 3 级，新机动车为 4 级，新车为 5 级；本次样本为 5 级分类下的通胀细项，剔除掉在 PCE 计算当中类似“个人对非居民的实物汇款”等减项，2022 年 2 月最新数据口径下供 126 项有效细项。

的是，二手车在 CPI 篮子中权重只有 3%左右，但由于价格涨幅太大，对整体 CPI 通胀的贡献率一度超过三分之一。

图表 3：区分需求扩张、供给收缩和供需共同驱动型通胀



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

注：数据选用 PCE 通胀数据细项，针对每一种细分产品，1) 计算 2021 年 2 月至 2022 年 2 月消费数量之和与 2019 年 2 月至 2020 年 2 月消费数量之和的两年复合增速，并将其与 2010-2019 年的数量增速均值比较，计算标准分数 z-score；2) 计算 2021 年 12 月至 2022 年 2 月的价格指数同比增速均值，并将其与 2010-2019 年的价格增速均值比较，计算 z-score；3) 将价格和数量均显著上升 (z-score>1.96) 的项目认定为需求扩张型通胀，将价格显著上升、数量显著减少的项目认定为供给收缩型通胀，将价格显著上升、数量变化不显著的项目认定为供需共同驱动型通胀。

供需缺口或难弥合

未来通胀怎么看？我们认为美国 CPI 同比增速可能回落，但回落幅度或有限。这是因为从供给和需求两面看，供需缺口都难以很快消除。

从需求看，疫情后商品消费替代服务消费，可能成为一种趋势，这意味着部分商品消费或有较强韧性。疫情初期，人们普遍将其视为暂时性冲击 (temporary shock)，认为只要疫情过去，生活就会恢复到原样。但过去两年，疫情冲击一波接一波，反复发生，美国已经先后经历了 5 波疫情 (图表 4)。从某种程度上讲，疫情冲击已经变成永久性冲击 (permanent shock)，一些人的消费习惯可能已经因疫情而永久性改变，比如持续减少与外出相关的服务消费，把更多的钱花费在购买用于居家生活、工作和娱乐的商品。

一个证据是商品消费占总消费比重上升，且到目前为止还未回落。疫情后美国居民降低服务消费，增加商品消费，使商品消费在消费篮子中占比从疫情前的 30% 增加至 36%，这也逆转了过去二十年商品消费占比持续下降的趋势（图表 5）。如果疫情冲击是暂时的，那么疫情后消费从商品转回服务，商品消费占比将下降。但如果疫情改变了人们的消费习惯，商品消费则未必很快转弱。换句话说，部分商品可能已经成为后疫情时代的“硬通货”和“刚需”。

退一步说，即使未来商品消费向服务消费切换，商品价格回落，服务价格也将上升。我们在 3 月美国 CPI 数据中看到了一些消费切换的迹象，比如二手车价格出现一定程度下滑，而酒店、机票、租车服务等与出现相关的服务价格大幅上升。也就是说，强劲的需求并不会很快消失，只是换了一个载体继续释放，这些需求无论是作用于商品还是服务，最终结果都是价格上涨。

但也不可否认，消费需求也面临一些逆风因素。一方面，通胀率超过工资增速，使美国居民实际收入下降，消费购买力受到侵蚀（图表 6）。根据密歇根大学的调查，美国消费者信心持续下滑，许多消费者表示当前并非购买耐用品的好时机（图表 7）。另一方面，美联储加快紧缩，也会给利率敏感型消费品带来压力，比如一些耐用品。

图表 4：过去两年美国先后经历了 5 波疫情



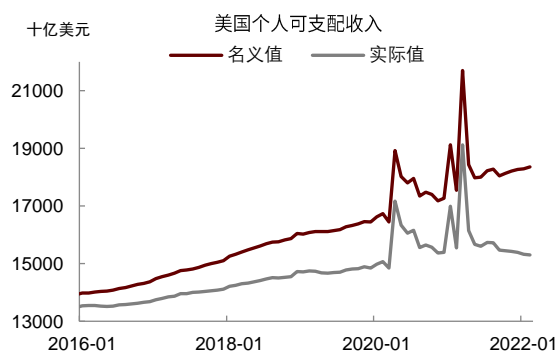
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 5：疫情期间商品消费占比显著提升



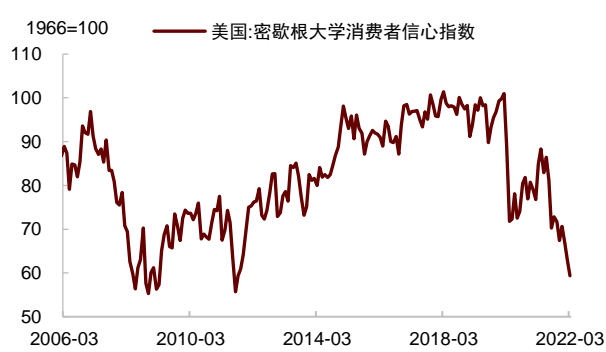
资料来源：密歇根大学，中金公司研究部

图表 6：美国居民实际收入下滑



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 7：密歇根大学消费者信心下滑



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

从供给看，劳动力供给不足的问题难以很快解决。之前有观点认为，只要疫情过去，政府的额外补贴停止发放，美国劳动者就会回归就业。但到目前为止，劳动参与率仍然偏低，美国 2 月劳动力供需缺口仍高达 500 万人²（图表 8）。

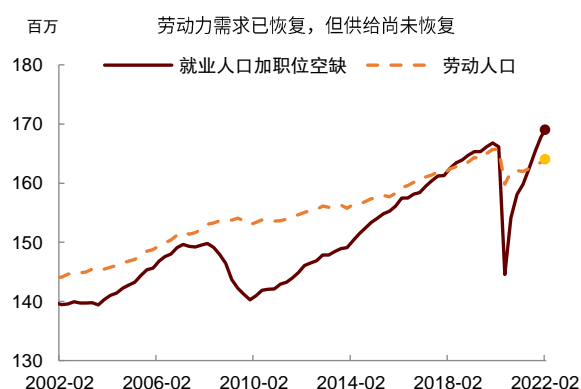
劳动力短缺的一个原因是提前退休，历史表明，退休人员大部分不会重新进入劳动力市场。3 月数据显示，美国 24-55 岁人群劳动参与率已经接近疫情前水平，但 55 岁以上人群劳动参与率仍显著低于疫情前（图表 9）。根据美国劳动统计局的一项研究³，退休人员中大约只有 15% 会重新再进入劳动力市场，但前提是身体健康。考虑到疫情冲击不利于健康，这次退休后回归劳动力市场的人员比例可能比 15% 更低。

劳动力市场摩擦也会继续抑制供给。疫情后美国劳动力市场摩擦加剧，一个证据是贝弗里奇曲线（Beveridge Curve）向外移动，即给定任意一个失业率水平，对应的空缺职位率上升了（图表 10）。分行业看，摩擦最明显的是休闲酒店业，一个解释是劳动者因为担心健康风险而不愿再从事接触性的、性价比低的工作（图表 11）。这样的想法在美国已经深入人心，许多劳动者为追求性价比更高的工作而主动辞职，造成“大辞职”（Great Resignation）现象。目前还没有迹象显示“大辞职”会很快结束，这意味着劳动力供给不足仍将持续。

另外值得关注的是新冠疫情对就业意愿的长期影响。根据美国疾病预防控制中心（CDC）的研究⁴，新冠确诊者在康复后仍可能受到后遗症（Long Covid）影响，比如在工作中出现疲劳症状、嗅觉失灵等。根据布鲁金斯学会的一项研究⁵，这些症状可能降低劳动者工作意愿，进而加剧劳动力短缺。根据这项研究的测算，美国或有 3100 万劳动年龄人口受到新冠后遗症影响，并可能导致约 160 万人离开工作，占 1060 万个空缺职位的 15%（图表 12、图表 13）。

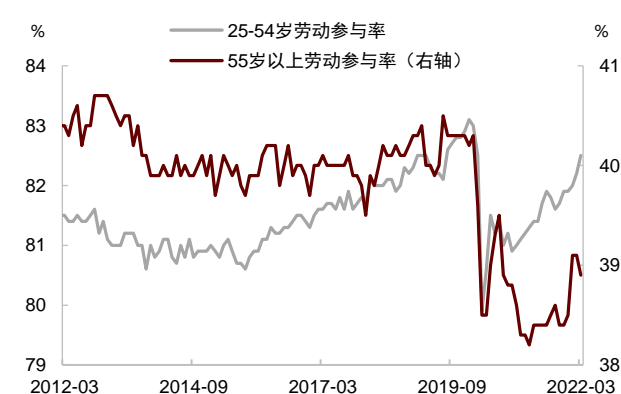
疫情冲击是对人体健康的冲击，大概率会降低劳动力的供给弹性。有观点认为，只要工资足够高，劳动力最终还是愿意回来就业，正所谓“重赏之下必有勇夫”，但这样的结果很可能是通胀面临更大压力，工资-通胀螺旋得到强化（图表 14）。这是因为劳动者既是生产者也是消费者，工资上涨增加收入，带来更多消费需求，使经济活动更加繁荣。这就是“萨伊定律”所说的供给创造需求。因此，不能简单认为劳动力供给增加就能让通胀得到缓解。

图表 8：美国劳动力市场供不应求



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 9：美国 55 岁以上人群劳动参与率下降



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

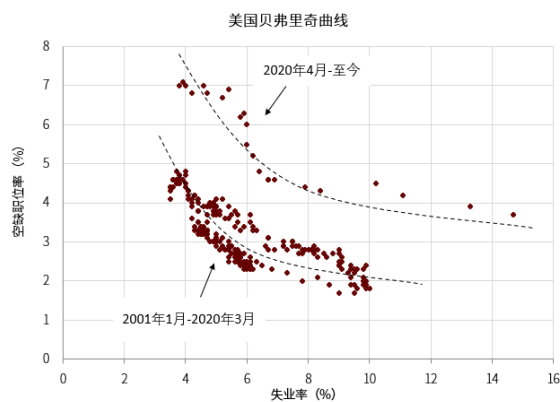
² 我们使用就业人数与空缺职位数之和代表劳动力总需求，用劳动力人口代表总供给，截至 2 月，总需求比总供给高出 500 万人。

³ <https://www.bls.gov/opub/mlr/2011/article/reentering-the-labor-force-after-retirement.htm>

⁴ <https://www.cdc.gov/coronavirus/2019-ncov/long-term-effects/index.html>

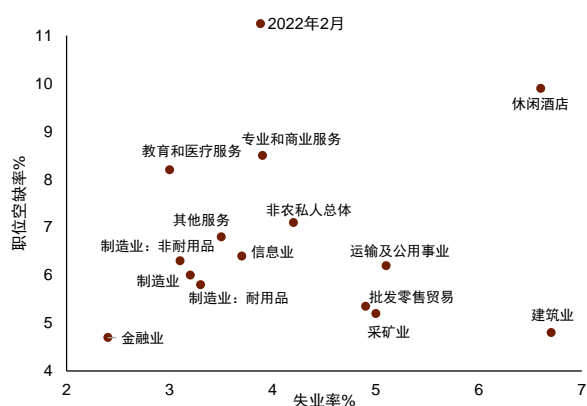
⁵ <https://www.brookings.edu/research/is-long-covid-worsening-the-labor-shortage/>

图表 10：美国贝弗里奇曲线处于外移状态



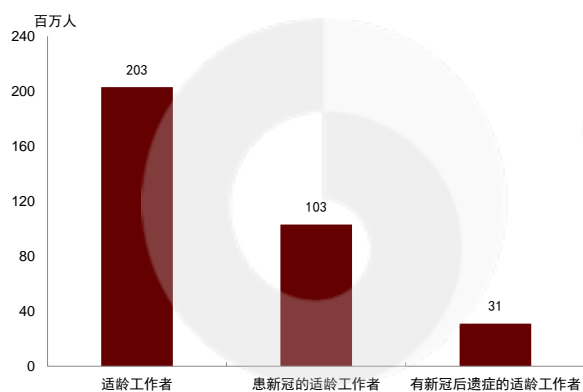
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11：分行业的空缺职位 vs. 失业率



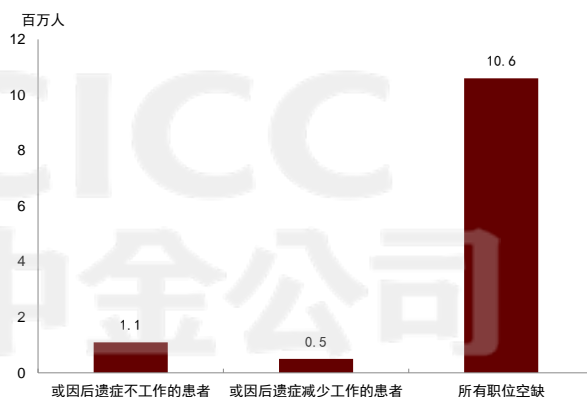
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 12：美国或有 3100 万人口受新冠长期影响



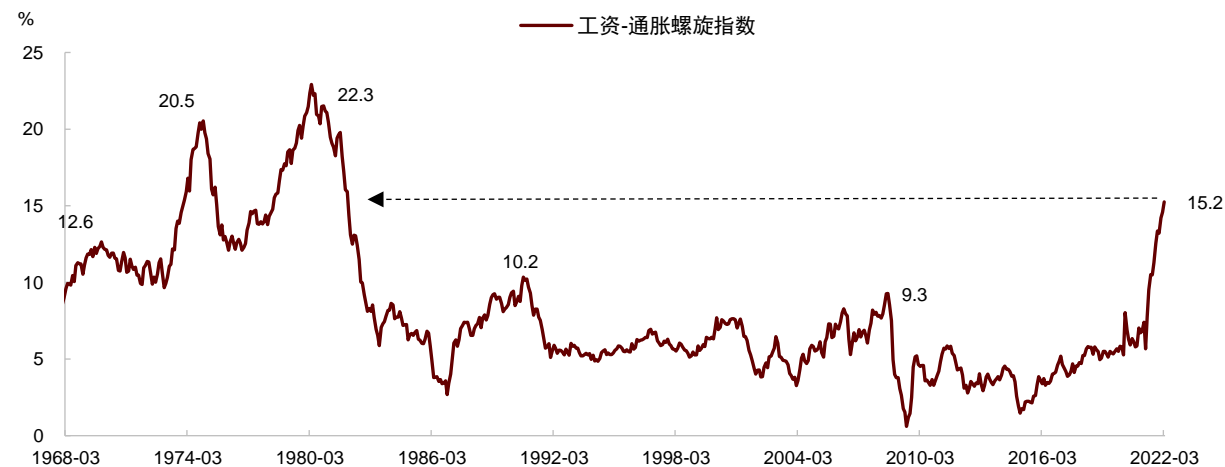
资料来源：Brookings Institution，中金公司研究部

图表 13：或有 160 万人因新冠长期影响离开或减少工作



资料来源：Brookings Institution，中金公司研究部

图表 14：美国工资—通胀螺旋仍在发酵

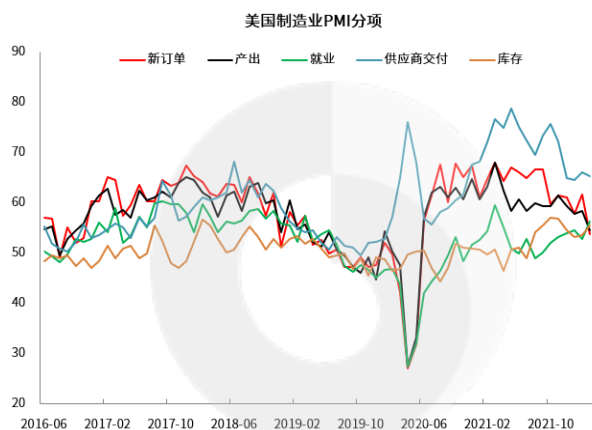


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

另一个供给约束是供应链瓶颈。俄乌事件冲击下，全球供应链复苏或被延后。考察供应链压力的一个指标是制造业 PMI 中的供应商交付指数。3 月美国 ISM 制造业 PMI 供应商交付指数虽较去年有所回落，但总体水平仍然偏高（图表 15）。根据 ISM 的报告，在需求较强的背景下，原材料供给短缺现象仍然普遍存在⁶。而根据纽约联储编制的全球供应链压力指数，年初以来美国供应链压力有所下降，但欧元区压力持续上升（图表 16）⁷。回头看，疫情后全球供应链修复的速度并没有市场此前预期的那么快，而随着俄乌事件发生，我们预计供应链修复将被延后。

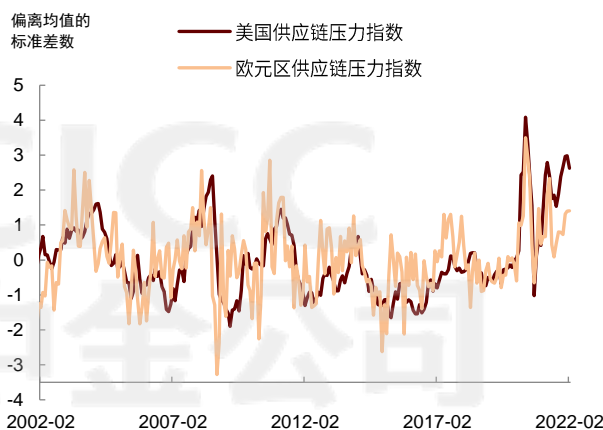
制造业价格加速上涨，PPI 向 CPI 传导也尚未结束。供给持续扰动下，上游商品价格也在加速上涨。美国 3 月 ISM 制造业 PMI 中的价格指数攀升至 87.1，为 2021 年 5 月以来最高水平。从价格指数的变动看，3 月较 2 月上升 11.5，上升幅度为 2020 年 12 月以来最大，说明制造业原材料价格在加速上涨（图表 17）。上游价格上涨意味着 PPI 仍有上行压力，而 PPI 向 CPI 传导也将继续支撑通胀（图表 18）。

图表 15：美国 ISM 制造业供应商交付指数仍然较高



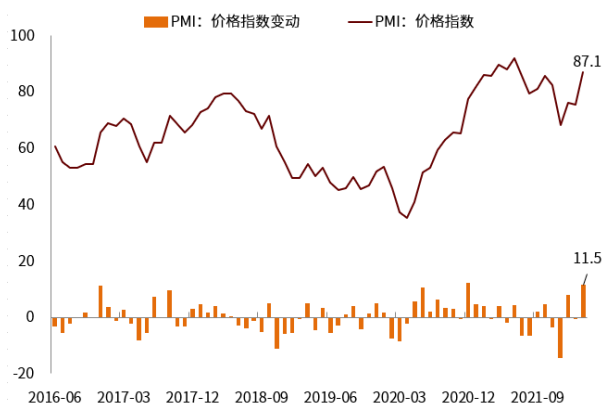
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 16：美国供应链压力较高，欧元区压力仍在上升



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 17：美国 ISM 制造业价格指数显著反弹



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 18：美国 PPI 向 CPI 传导仍在继续



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

⁶ <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-report-on-business/pmi/march/>

⁷ <https://publish.manheim.com/en/services/consulting/used-vehicle-value-index.html>

房价上涨远未结束

以上分析的是已经涨价的产品，还有哪些潜在的涨价产品呢？一个值得重点关注是房租。

房租在美国 CPI 篮子中权重占比高，达到 32%；在 PCE 篮子中权重占比稍低一点，但也有 15% 左右。在房租中，两个最重要项目分别是业主等价租金（owners' equivalent rent）和主要居所租金（rent of primary residence），前者是将业主自己居住的房子按照周边房屋的租金和房价关系进行折算得到的租金⁸，在 CPI 篮子中占比约为 24%；后者是租户付出的真实房屋租金，占比约为 7%。

我们可以用房价来预测业主等价租金走势，历史表明，前者领先后者大约 16 个月（图表 19）。背后的逻辑在于，房价上涨让业主认为房屋租赁的价值会上升，这让他们更有动力提高租金的价格。当前美国房价同比增速高达 20%，按照这一规律推算，未来业主等价租金面临较大上涨压力⁹。

我们还可以用市场的现价租金价格来预测主要居所租金，领先时间大约为 13 个月（图表 20）。在调查房租时，美国劳动统计局（BLS）询问的是租户当前交付的房租，而非市场当前新出租一套房子的成交租金。由于房租一般都是签订长期合同，当前的租金反映的大多是半年甚至一年前锁定的市场价格，而不是现在的市场价，这使得主要居所租金的统计有明显的滞后性。

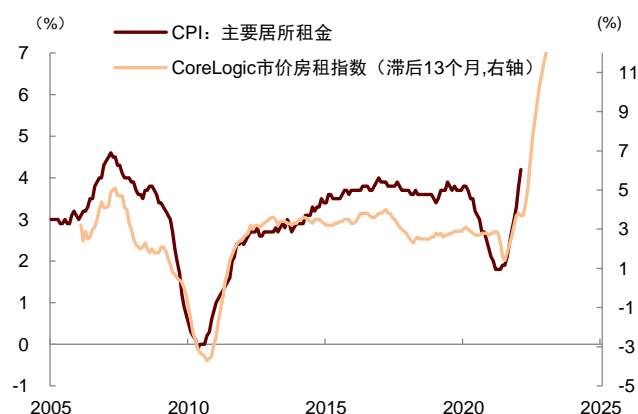
对此，可以使用当前的租房市场要价（asking price）作为主要居所租金的先行指标，因为当前市场的租金现价大概率就是未来租客调查时反馈的租金价格。最新数据显示，Corelogic 市价房租指数同比增速已升至 12%，这意味着主要居所租金还将上涨。旧金山联储的研究指出¹⁰，如果按当前现价租金推算，2022-23 年租金通胀或被推高 3.4 个百分点，由于房租在 PCE 篮子中占比 15%，房租能推高 PCE 通胀额外增长 0.5 个百分点。

图表 19：房价领先 CPI 业主等价租金



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 20：当前市场的租金价格领先 CPI 主要居所租金



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

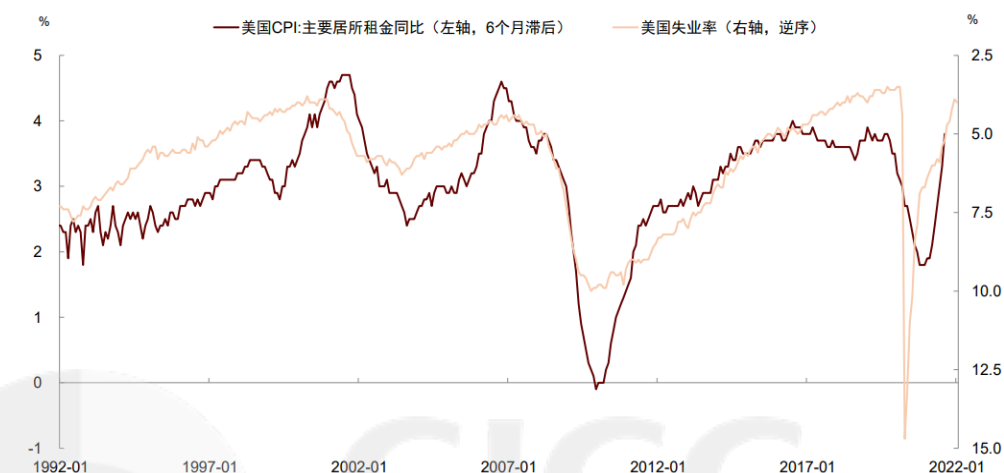
⁸ 由于业主等价租金（Owners equivalent rent, OER）是会被观测到的值，BLS 一般使用该地区类似房源的租金价格通过回归方法来估计业主等价租金。估计方法是：针对周边已出租的房屋（包括过去签订和新签订租约的房屋），将租金对房产价值、房屋拥有者收入和房间数量进行回归，回归公式为 $OER = \beta_0 + (\beta_1 \times propval) + (\beta_2 \times propval^2) + (\beta_3 \times income) + (\beta_4 \times rooms)$ ，其中 OER 是房屋租金，propval 是房屋的市场价值，income 是对应消费单位（房主）的收入，rooms 是房屋的房间数。得到系数后，再将业主的相关数据变量代入，进而得到 OER 的预测值。这种方法因为使用了周边房屋的租金，因此也会具有滞后性。完整细节详见 BLS 方法手册的第 17 章。<https://www.bls.gov/opub/hom/pdf/cpi-20180214.pdf>

⁹ Bolhuis, M. A., Cramer, J. N., & Summers, L. H. (2022). The Coming Rise in Residential Inflation (No. w29795). National Bureau of Economic Research.

¹⁰ Lansing, K. J., Oliveira, L. E., & Shapiro, A. H. (2022). Will Rising Rents Push Up Future Inflation?. FRBSF Economic Letter, 2022(03), 1-05.

另一个对主要居所租金有领先性的指标是失业率（逆序），一般领先 6 个月左右（图表 21）。背后的一个逻辑是“房租菲利普斯曲线”，即失业率下降推动工资上升，由于租房服务只能由本地提供，价格压力无法向外转嫁，工资压力可以较为有效地向租金传导。数据显示，3 月美国失业率已经降至 3.6%，接近历史上最低水平，按照这一水平外推，房租也还有继续上涨的空间。

图表 21：就业强劲，房租仍有上升空间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

能源与食品风险犹存

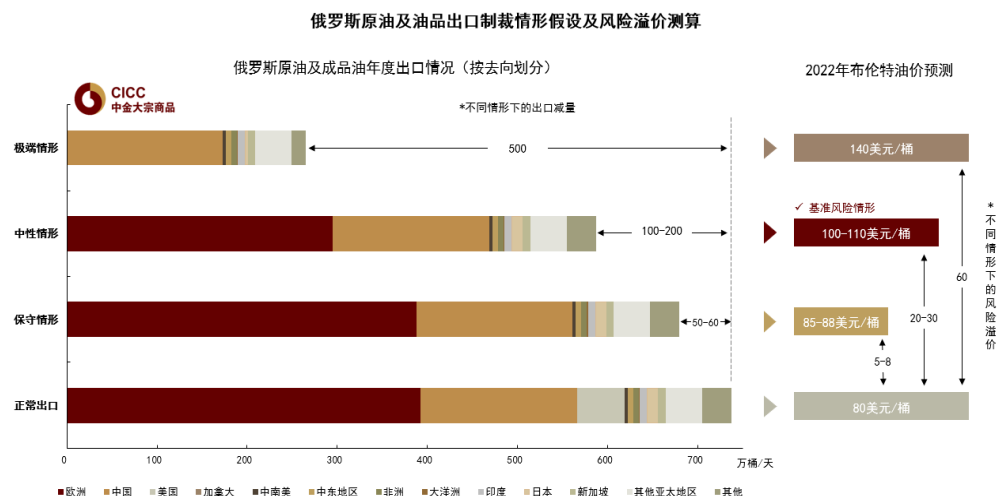
能源与食品价格对居民通胀预期有重要影响。能源与食品都是必需品，在中低收入居民的消费篮子中占比高，一旦价格大幅上涨，很容易让消费者感受到通胀压力，进而推升通胀预期，强化通胀上行趋势。在上世纪 70 年代的“大滞胀”过程中，原油和粮食价格上涨起到了推波助澜的作用，比如 1973 年的粮食危机和石油禁运，被普遍认为是导致 1974 年通胀失控和经济衰退的主要原因之一。

2022 年以来，受俄乌事件影响，国际油价与粮食价格都出现了较大涨幅，且未来走势充满不确定性。原油方面，俄乌事件与以往单纯的石油供给危机有所不同，以往主要是因为外生原因（如战争导致石油生产设施遭到破坏）导致供给受到限制，这次除上述原因外，还有很多私营企业主动放弃原油进口和相关交易。达拉斯联储的一项研究显示¹¹，因为担心受到制裁措施的波及，许多西方原油进口商和金融机构主动停止从俄罗斯购买原油。这种私营企业主动避险的行会放大对俄罗斯原油制裁的效果，加剧原油价格波动。

根据中金研究部大宗组的报告《石油季度更新：波澜平地起，延迟再均衡》，中性情形下，如果将市场贸易实体“自发性制裁”和部分欧盟国家可能采取的制裁纳入考量，或导致俄罗斯原油和油品出口减少 100-200 万桶/天，带来 20-30 美元/桶的风险溢价；极端情形下，如果欧美全面禁止俄罗斯原油进口，或直接造成全球原油和油品供应 500 万桶/天的减量冲击，带来 60 美元/桶的原油风险溢价，欧美 2022 年布伦特油价均值或在 140 美元/桶。

¹¹ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2022/0322>

图表 22：不同情形下对油价的估计



资料来源：中金公司研究部大宗组

粮食方面，俄罗斯和乌克兰合计占全球小麦出口的 29%。黑海出口中断，加上对俄罗斯的制裁，意味着小麦和其他谷物的供应将在 2022 年减少，价格面临上涨压力。此外，俄罗斯的天然气出口也将受到限制，推动天然气价格上涨。天然气在化肥生产中起着核心作用，天然气涨价也将影响中期的粮食价格。近期联合国粮食署表示¹²，受俄乌事件影响，3 月份世界食品价格上涨近 13%，创下历史新高（图表 23）。其中，谷物价格指数攀升 17%，植物油指数飙升 23%，创下了迄今为止的最高读数。

在美国 CPI 篮子中，能源产品（包括商品和服务）权重占比约 7%，食品占比约 13%。3 月整体能源价格同比增长 27%，整体食品价格同比增长 7%（图表 24）。如果油价和粮食价格维持高位，美国通胀也将面临额外压力。

图表 23：全球粮食价格指数创出新高



资料来源：万得资讯，联合国粮食署，中金公司研究部

图表 24：美国能源与食品价格大幅上涨



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

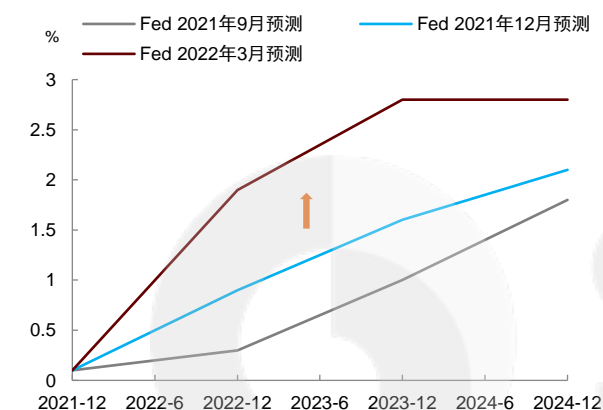
¹² <https://www.reuters.com/world/food-prices-surge-new-record-high-march-un-agency-says-2022-04-08/>

货币紧缩影响有待观察

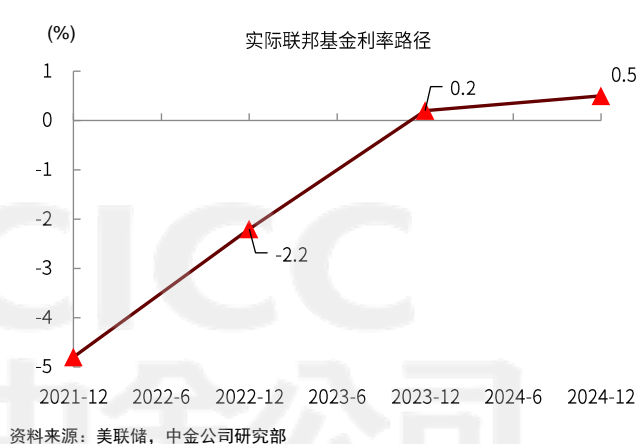
美联储货币紧缩对通胀的影响还有待观察。美联储已在 3 月进行了首次加息，并暗示将于 5 月开始“缩表”。但一个问题是，根据美联储 3 月点阵图和经济预测表，2022 年底联邦基金利率或升至 2% 左右，核心 PCE 通胀回落至 4% 左右，由此推算出的实际联邦基金利率也只有 -2% 左右（图表 25、图表 26）。

负利率能否抑制需求和通胀呢？历史表明，要想对总需求产生收缩效应，至少需要实际利率为正，过去四十年还未曾出现负利率抑制总需求的情况。即便在 1994 年美联储加息引导经济“软着陆”过程中，实际利率也从 0% 上升到了 3% 以上（图表 27）。另外利率上升对通胀的影响有滞后性，如果联储要在年内打压通胀，可能需要在货币紧缩方面表现的更加激进才行。

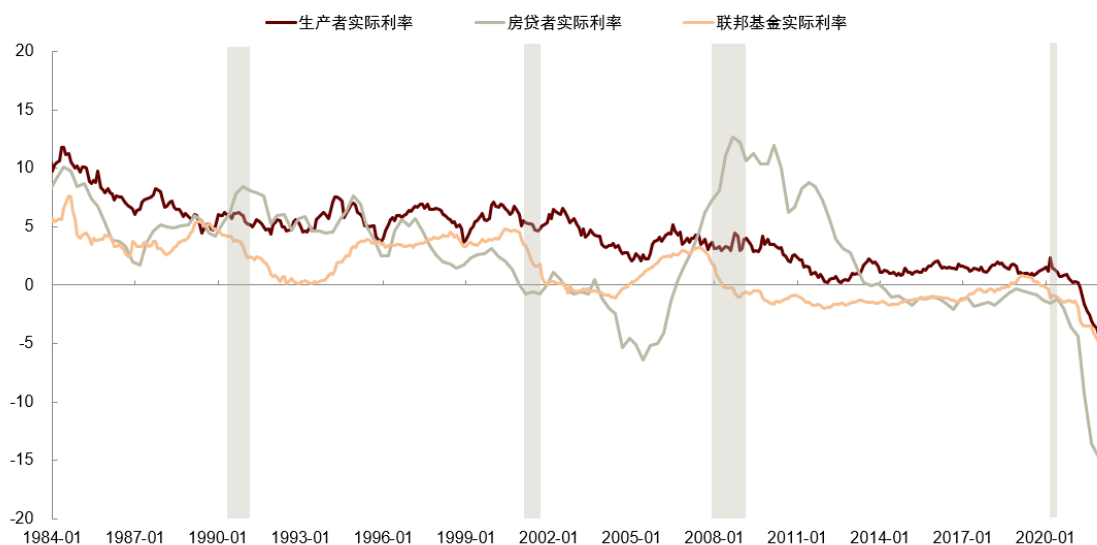
图表 25：美联储大幅上调预期的加息次数...



图表 26：...但 2022 年底实际利率仍为负数



图表 27：美国实际利率处于历史低位



注：生产者实际利率=企业债券利率 - 核心 PPI 增速；房贷者实际利率=房屋抵押证券利率 - 房价增速；联邦基金实际利率=联邦基金利率 - 核心 PCE 增速

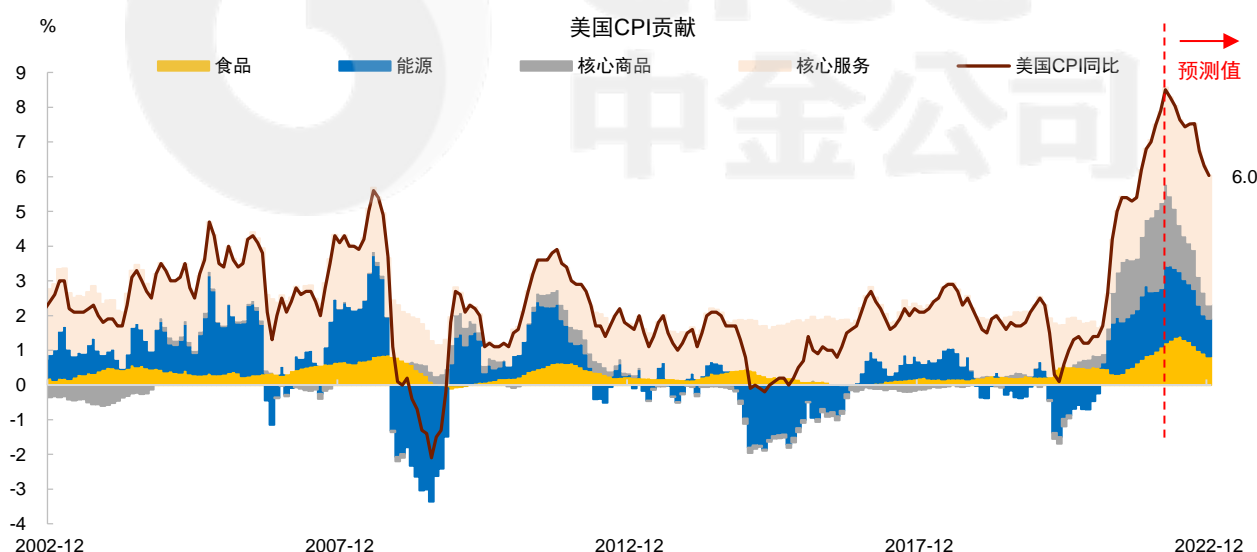
对通胀走势的预测

基于上述讨论，我们分别假设 CPI 四大分项（核心商品、核心服务、能源、食品）的走势，并对 CPI 增速进行预测。

- **核心商品：**随着美联储货币紧缩，商品尤其是耐用品需求可能放缓，价格增速逐步回落。但服务消费的“疤痕效应”仍然存在，使得部分商品的需求有韧性，加上 PPI 向 CPI 传导，其价格增速回落速度或不会很快。我们假设核心商品价格 Q2-Q4 每季度平均月环比增速为 0.2%、0%、-0.3%。
- **核心服务：**受“大退休”和“大辞职”影响，劳动力短缺近期难以缓解。另一方面，随着疫情减弱和夏天到来，出行类服务需求或将回暖。此外，权重占核心服务约一半的房租上涨压力较大，预计将持续推升核心服务价格。我们假设核心服务 Q2-Q4 每季度平均月环比增速为 0.6%、0.5%、0.4%。
- **能源：**受俄乌事件影响，能源价格或在 Q1-Q3 保持较高水平，Q4 油价可能因为经济活动放缓而回落。我们假设能源价格 Q2-Q4 每季度平均月环比增速为 0.5%、0%、-1%。
- **食品：**食品需求较为刚性，且俄乌事件对于小麦等全球主粮供给影响较大，未来食品价格或仍有上涨空间。我们假设食品价格 Q2-Q4 每季度平均月环比增速为 1%、0%、0%。

综合上述假设，我们预计年底 CPI 同比增速在 6%左右，核心 CPI 同比增速在 5%左右。

图表 28：对美国 CPI 通胀的预测

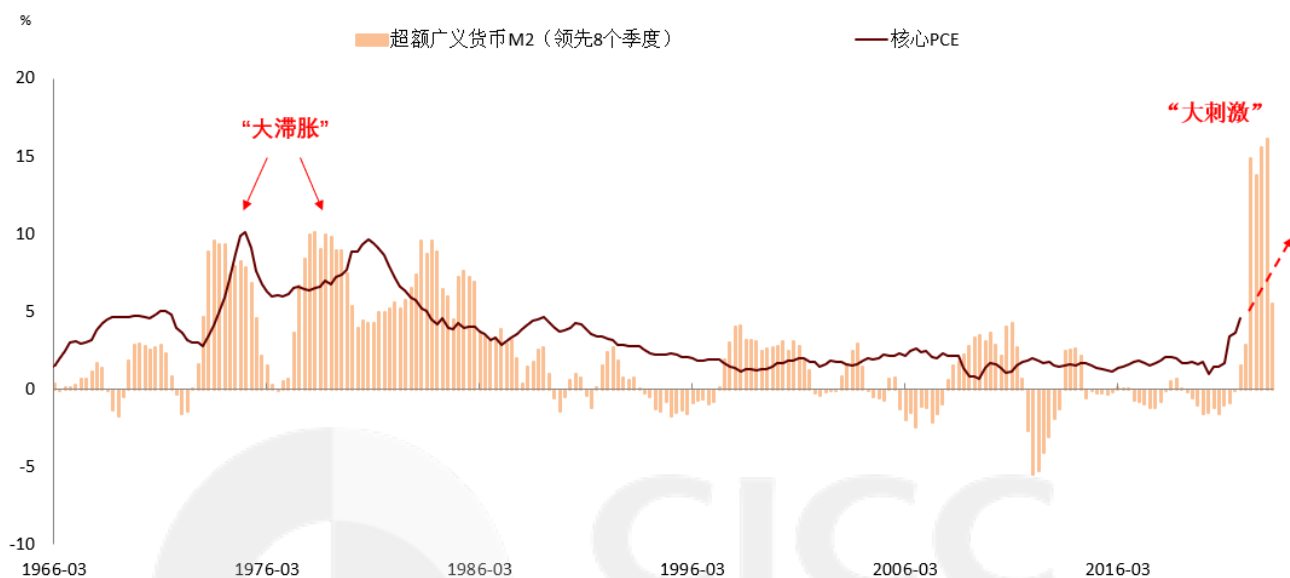


资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

上述预测值也能与货币数量模型的预测结果保持一致。我们在报告《[如何预测美国通胀？](#)》中曾指出，在疫情阶段使用货币增速预测通胀的可靠性更强。疫情以来，美国广义货币 M2 增速一度上升至 25%，远高于 2008 年全球金融危机后的货币扩张阶段。更重要的是，政府信贷对货币的贡献创数十年的新高，超过了私人信贷对货币的贡献。财政投放的是外生货币，对私人部门而言是净资产增加，带来资产负债表和购买力改善。历史表明，外生货币发多了容易带来通胀，比较典型的是 20 世纪 60-70 年代，那时美国财政大幅扩张，外生货币带来通胀的现象

非常明显。我们计算了美国超额 M2 增速¹³，即剔除达到 GDP 增长目标所需要的 M2 后多余超发的货币，并使用该指标预测通胀。结果显示，在不考虑美联储紧缩的情形下，超额 M2 预示着 2022 年底美国核心 PCE 通胀可达 5.7%。这比我们使用分项预测的结果更高一些，但总体上也比较一致。

图表 29：货币数量模型指向高通胀



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

¹³ 我们参考了 McCallum (1987) 的计算方法。参见 “The case for rules in the conduct of monetary policy: A concrete example.”

作者信息



刘政宁

SAC 执证编号: S0080520080007
SFC CE Ref: BRF443
zhengning.liu@cicc.com.cn



张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009
SFC CE Ref: BFE988
wenlang.zhang@cicc.com.cn



肖捷文

SAC 执证编号: S0080121070451
jiewen.xiao@cicc.com.cn



彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001
SFC CE Ref: AR1892
wensheng.peng@cicc.com.cn



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料或调研信息，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190710
编辑：金灿



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560