

美国通货膨胀未来走势分析

2022年7月

香港致富證券有限公司 首席经济学家 肇越

010-66555862

Zhaoyue.cic@chief-investment.com

摘要:

1. 考虑到CPI计算的权重影响，能源价格变化对于CPI的贡献最大，其次是房屋价格的影响，排第三位的因素是食品价格的变化。未来一段时间石油價格將保持在高位徘徊，而房屋和食品价格很可能继续保持上升趋势。以此推断，随后几个月份的CPI很可能增速将会变缓，但是还将保持上涨的趋势。
2. 美国通货膨胀的主要驱动因素正逐渐从石油价格转向服务价格和非耐用品价格。6月份数据显示，耐用品价格涨幅已经出现高位回落，但是非耐用品价格和服务价格正在持续上升的趋势之中。据此分析，美国通货膨胀形势还将进一步加剧，美联储加息的步伐很难停下来。
3. 从美国劳动力市场价格和服务价格、商品价格的关系看，服务价格主要取决于劳动力市场的状况。服务价格与非农平均时薪指数高度一致，与商品价格关联度较低。目前美国就业市场处于供不应求的状态，严重的劳动力短缺将推动雇员工资出现稳步上涨，并推升服务价格上涨。
4. 欧洲的天然气满库存率每年呈现规律性变化，通常每年11月份为当年的最高点，大约为85%左右。目前即使在北溪1号检修期间，欧洲天然气满库存率也每天大约上升0.3-0.4%，以此计算到11月欧洲天然气满库存率應該可以达到85%以上，因此只要未来几个月俄乌战争不发生大的变化，并不存在欧洲冬季取暖和生活用气短缺的可能，全球天然气价格将会逐渐趋稳。

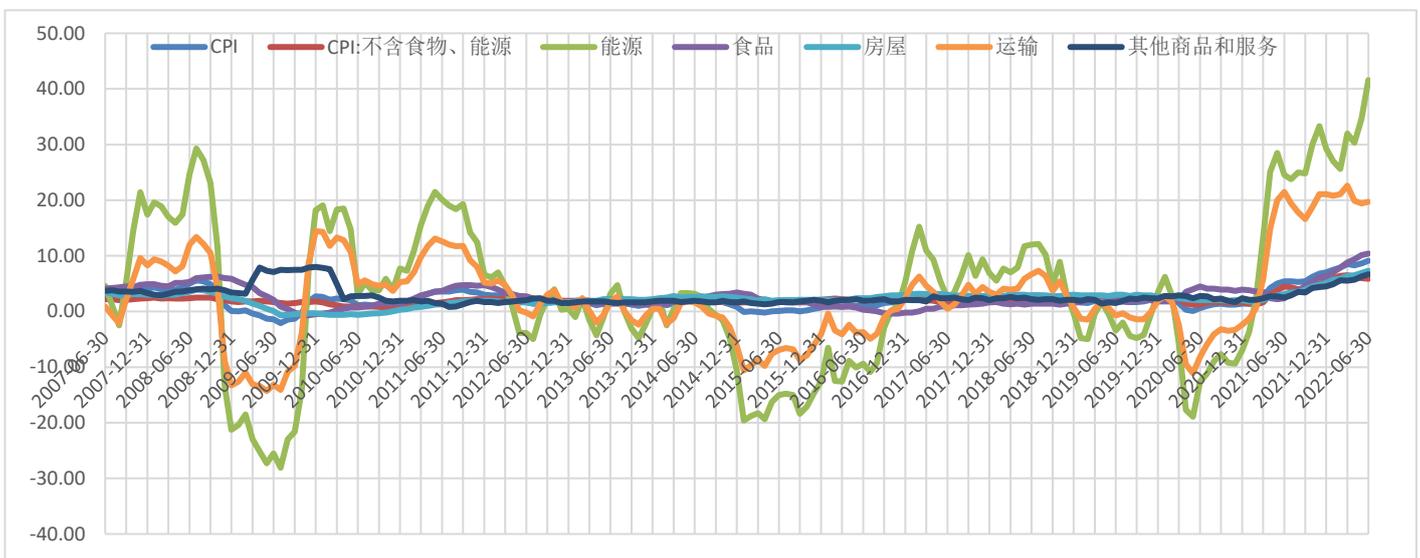
图表目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图表 1: 美国通货膨胀率 | 3 |
| 图表 2: CPI 主要分项数据 | 4 |
| 图表 3: CPI 主要影响分项的变化 | 5 |
| 图表 4: 美国 CPI 的动态变化 | 5 |
| 图表 5: 耐用品、非耐用品和服务价格变化 | 5 |
| 图表 6: 商品和服务价格变化的动态影响 | 5 |
| 图表 7: CPI 和核心 CPI 的差值 | 6 |
| 图表 8: 通货膨胀差值与 CPI 的变化 | 6 |
| 图表 9: PCE 价格指数与非农平均时薪指数 | 7 |
| 图表 10: 美国就业数据 | 7 |
| 图表 11: 欧洲天然气满库存率 | 8 |

近几个月，由于美国通货膨胀的不断上升，迫使美联储不得不采取激进的紧缩政策操作，连续上调联邦基准利率。6月15日美联储宣布联邦基金利率一次性加息75个基点。

7月13日，美国劳工部公布6月美国CPI再度上涨至9.1%，这一水平创下了1981年11月份之后近40年的新高。在高通胀的压力下，市场预期美联储下一次加息的力度可能进一步加大到100个基点，因此，美股和大宗商品市场产生了比较严重的恐慌情绪。

图表 1：美国通货膨胀率



资料来源：美国劳工部、致富研究院

1、对于美国通货膨胀的拆解

究竟是哪些因素导致美国通货膨胀出现持续、快速、大幅上升？

首先，从构成CPI的主要分项价格变化来看，6月能源价格上涨幅度最大，同比上涨幅度达到41.6%；其次是食物价格同比上涨10.4%。


图表 2: CPI 主要分项数据

| CPI | CPI:不含食物能源 | 能源 | 食品 | 房屋 | 运输 |
|------|------------|-------|-------|-----|-----|
| 9.10 | 5.90 | 41.60 | 10.40 | 5.6 | 8.8 |

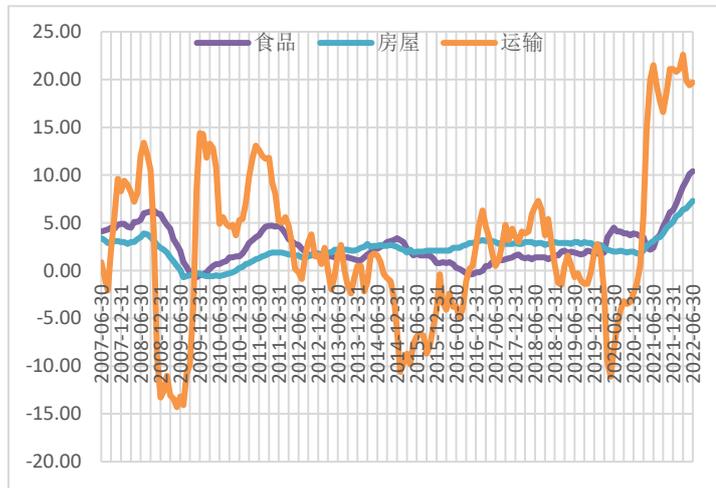
资料来源：美国劳工部、致富研究院

其次，考虑到 CPI 计算的权重影响，房屋价格变化对于 CPI 的贡献最大，与房屋相关支出的权重达到 32.285%，其次是食品的权重为 13.423%，第三位是能源，占比为 8.665%。在 6 月份数据中，能源价格变化对于 CPI 的贡献最大，达到 3.60%；其次是房屋价格的影响，达到 1.81%；排第三位的因素是食品价格的变化，达到 1.40%。

根据上述数据初步判断，未来一段时间石油价格将保持在高位徘徊，而房屋和食品价格很可能继续保持上升趋势。以此推断，随后几个月份的 CPI 很可能增速将会变缓，但是还将保持上涨的趋势。

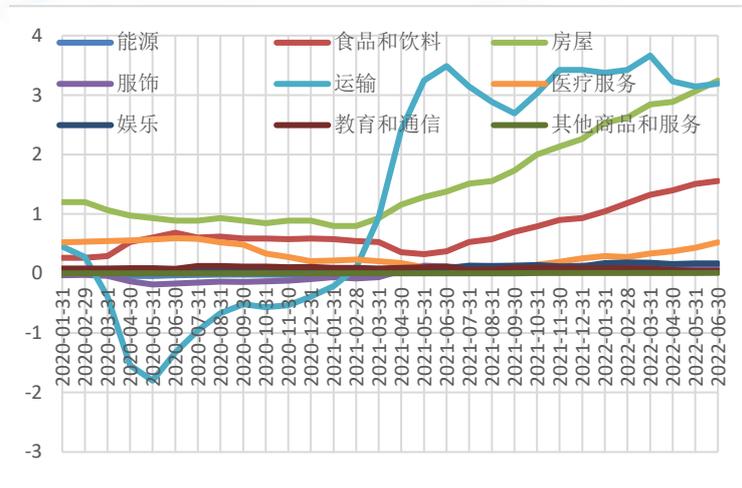
从过去的两年里 CPI 驱动因素的动态来看，2021 年 3 月之前，美国的通胀率主要受到运输价格下降的负向影响和房屋、食品饮料价格上升的正向影响，这两者相抵消维持一个低通胀的局面；2021 年 3 月之后，运输价格迅速上升，与此同时房屋价格、食品饮料价格也出现持续上涨，因此，美国通货膨胀率出现迅速上升。

图表 3: CPI 主要影响分项的变化



资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 4: 美国 CPI 的动态变化

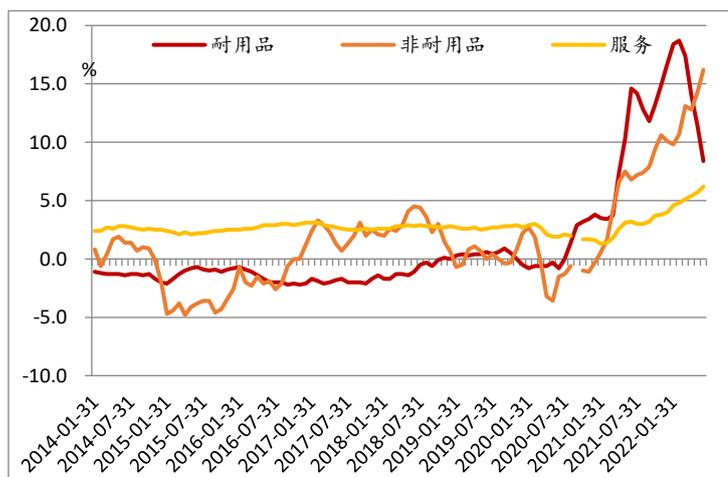


资料来源：美国劳工部、致富研究院

第三，从商品和服务影响的分解情况分析。

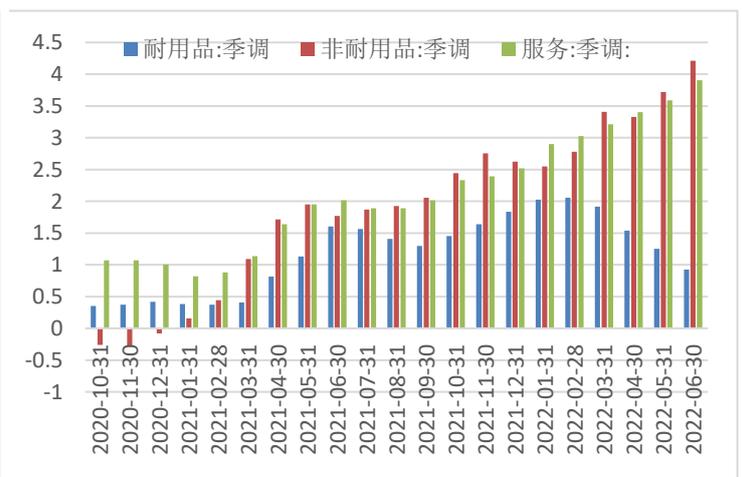
6 月份数据显示，美国耐用品价格涨幅已经出现高位回落，但是非耐用品价格和服务价格正在持续上升的趋势之中。

图表 5: 耐用品、非耐用品和服务价格变化



资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 6: 商品和服务价格变化的动态影响



资料来源：美国劳工部、致富研究院

在美国 CPI 的加权计算中，服务在其中的占比最高，达到 63%；其次是非耐用品的占比达到 26%；耐用品的占比最低，大约为 10.6%。因此，在 6 月份 CPI

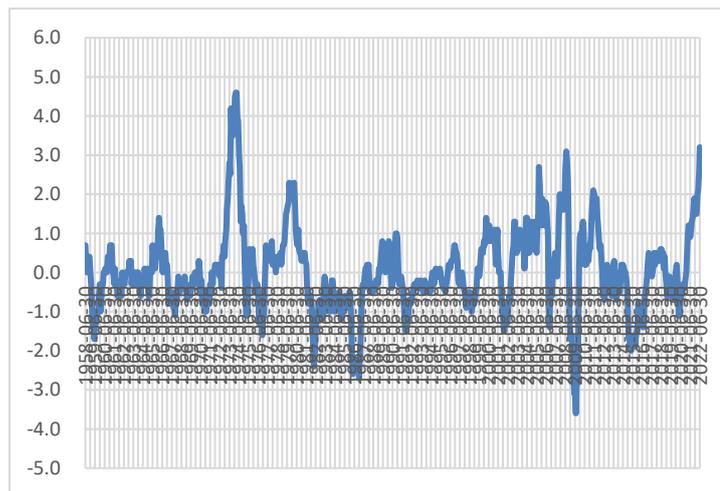
季调值中，服务价格上升的贡献为 3.92%，非耐用品的贡献为 4.24%，耐用品的贡献最低为 0.89%。目前非耐用品和服务价格依旧处于持续上升的趋势之中，据此推断随后月份 CPI 的数值很可能将保持继续上升的趋势。

从相关因素的动态影响情况分析，耐用品价格的影响在 2022 年 2 月达到峰值，此后开始逐步下降；与此同时，非耐用品和服务的价格影响出现稳定快速上升，目前已经成为驱动美国 CPI 上涨的主要因素，其影响已经远远超过耐用品价格涨幅回落的趋缓效果。据此分析，美国通货膨胀形势还将进一步加剧，美联储加息的步伐很难停下来。

最后，一个有趣的现象。从 CPI 和核心 CPI 的差值看，6 月份这一差值达到 3.2%，这是近几十年美国通货膨胀历史上第二最大差值。上一次是在 1974 年 2 月和 3 月，期间这一差值曾经达到了 4.6%。

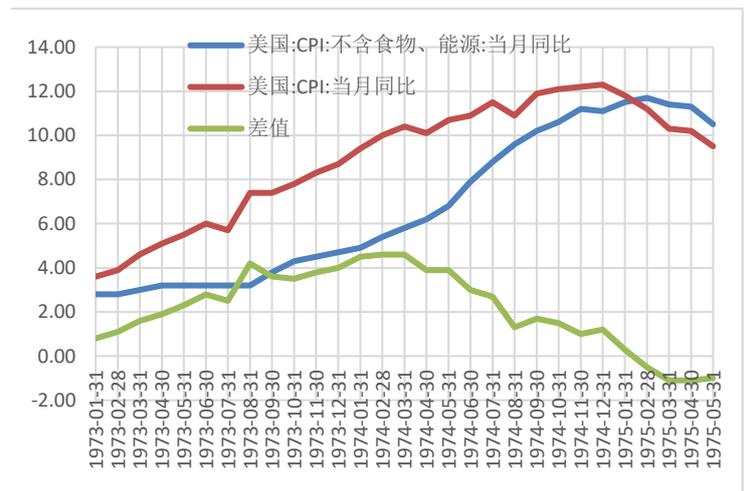
在随后几个月里，伴随着石油价格上涨影响的全面扩散，推动美国核心 CPI 逐渐上升，与此同时 CPI 却基本保持不变，于是这一差值又逐渐缩小。在这一变化期间，美国的通货膨胀率始终保持在 10% 以上的高位。

图表 7: CPI 和核心 CPI 的差值



资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 8: 通货膨胀差值与 CPI 的变化



资料来源：美国劳工部、致富研究院

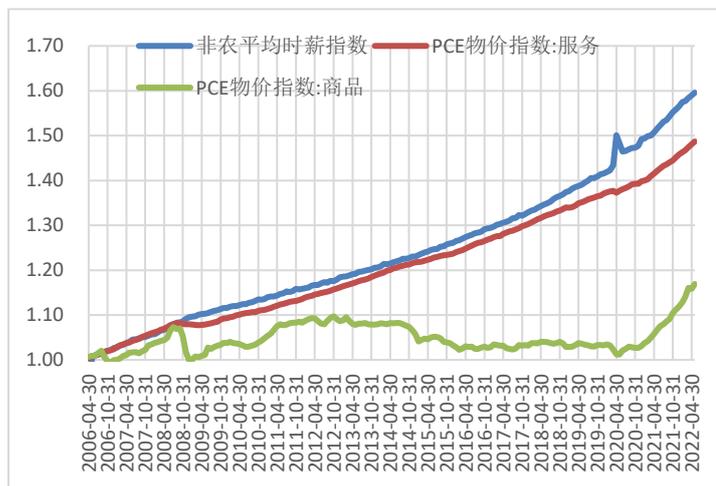
2、美国劳动力市场分析

正如前述，美国通货膨胀的主要驱动因素正逐渐从石油价格转向服务价格和非耐用品价格。从美国劳动力市场价格和服务价格、商品价格的关系看，服

务价格主要取决于劳动力市场的状况。服务价格与非农平均时薪指数高度一致，与商品价格关联度较低。因此，有必要进一步分析未来美国劳动力市场的变化趋势。

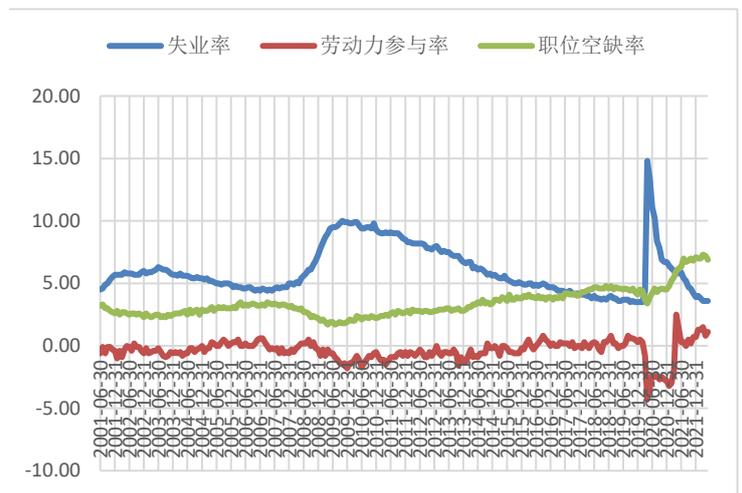
从就业市场的劳动力价格变化分析，目前美国就业市场处于供不应求的状态，存在比较严重的职位空缺。最新的失业率数据处于近几十年的最低点，与此同时职位空缺率已经处于近几十年的最高点，并且明显高于失业率水平。严重的劳动力短缺不仅拉升了美国劳动力市场参与率，而且推动雇员工资出现稳步上涨。

图表 9: PCE 价格指数与非农平均时薪指数



资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 10: 美国就业数据

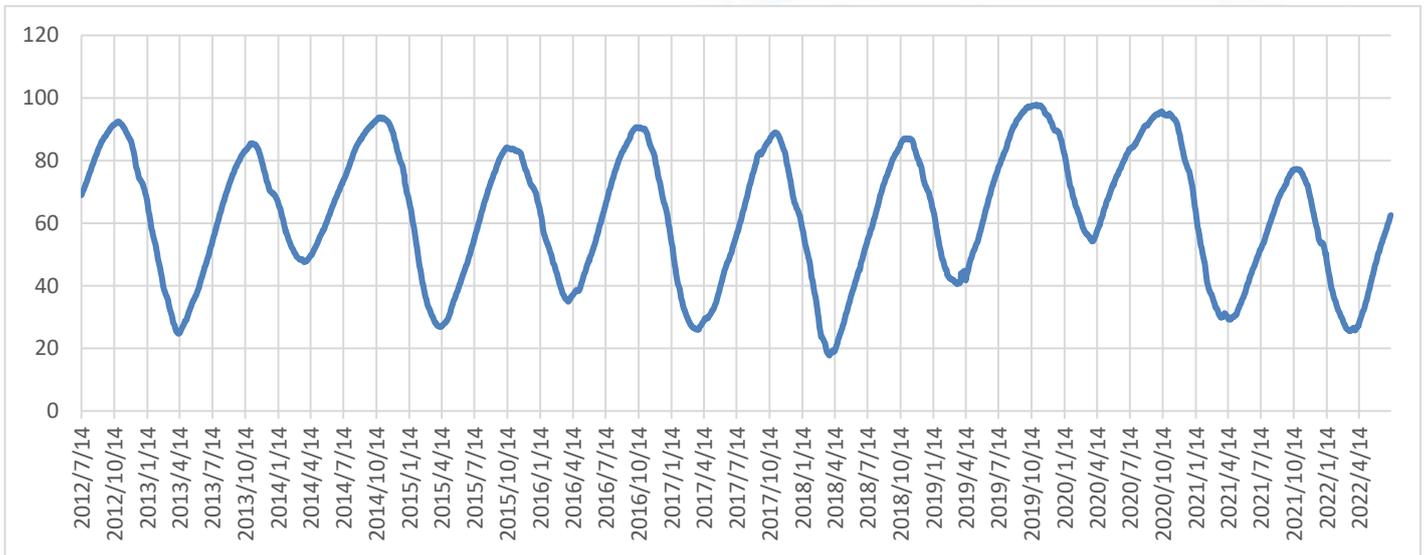


资料来源：美国劳工部、致富研究院

3、全球大宗商品市场分析

受俄乌战争的冲击，今年国际石油和天然气价格出现剧烈波动。欧洲的天然气满库存率每年呈现规律性变化。通常每年4月为当年满库存率最低点，大约为30%上下；每年11月份为当年的最高点，大约为85%左右。目前7月中旬欧洲天然气的满库存率为64.42%（7月17日）。从历年同期数据比较看，2018年7月17日满库存率为55.57%，2019年同期为78.54%，2020年同期为83.84%，2021年同期为52.66%。目前即使在北溪1号检修期间，欧洲天然气满库存率也每天大约上升0.3-0.4%，以此计算到11月欧洲天然气满库存率完全可以达到85%以上，因此，只要未来几个月俄乌战争不发生大的变化，并不存在欧洲冬季取暖和生活用气短缺的可能，全球天然气价格将会逐渐趋稳。

图表 11: 欧洲天然气满库存率



资料来源：欧洲天然气基础设施协会、致富研究院

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

| 香港 | 北京 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------------|------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| 香港致富证券有限公司 | 香港致富证券有限公司北京代表处 | 香港致富证券有限公司上海代表处 | 香港致富证券有限公司深圳代表处 |
| 香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓 | 北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室 | 上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室 | 深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓 |
| 电话：(852) 25009228 | 电话：(8610) 66555862 | 电话：(8621) 38870772 | 电话：(86755) 33339666 |
| 传真：(852) 25216893 | 传真：(8610) 66555102 | 传真：(8621) 58799185 | 传真：(86755) 33339665 |

网址：www.chiefgroup.com.hk