

咬定通胀之锚，把握货币之帆

——美国经济减速期大类资产配置展望

报告导读

本轮美联储加息周期中，通胀为美联储货币政策关键变量，也是当前美国各类资产定价之锚。对美国通胀的正确预判将更加精准把握货币政策的风向，从而更加清晰资产价格变动的内在逻辑，做出正确的决断。

投资要点

□ 高位通胀难自控，紧缩货币递进中

美国经济进入减速期，失业率虽然低位，但通胀已来到近 50 年高点，使得美联储不得不采取紧缩货币政策递进式加息。在四种通胀情形中，美联储操作区间在维持当前既有政策预期到类似沃尔克式加息政策预期之间。

□ 紧缩交易已兑现，衰退预期尚不足

当前各资产表现中，美债利率和美元指数均大幅上行来到近年来高位，美股已下跌 20%-30%，原油大幅上涨超过 50%。美联储已开始三次加息，而未来紧缩政策预期大部分已经在资产价格上有所体现，但同时市场对于美国未来经济衰退预期交易尚显不足。

□ 美债美元见顶回落，美股下探原油新高

若未来美国经济在“过热—滞涨—衰退”过程中继续向下走，美国金融市场开启衰退交易的概率将逐渐加大。而在衰退交易中，美债利率和美元指数前期支撑因素减弱，大概率将从目前高位明显回落。而美股从杀估值转向杀业绩，指数或将继续下探。原油在其基本面支撑下走出独立行情，有望创出新高。

风险提示

地缘政治风险加剧，通胀风险超出预期

分析师：邱浩彬

中央编号：AWS533

联系电话：852-2180 6499

邮箱：research@cnzsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 美国经济进入减速期：高位通胀自难控，紧缩货币递进中	4
1.1. 高涨通胀为关键变量	5
1.2. 货币政策为直接影响	6
2. 当前各类资产表现：紧缩交易已兑现，衰退预期仍不足	7
2.1. 美债利率见顶回落	7
2.2. 美股指数继续下探	8
2.3. 美元指数见顶回落	9
2.4. 原油价格有望新高	9
3. 小结与展望：美债美元见顶回落，美股下探原油新高	10

图表目录

图表 1: GDP 同比环比均下行	4
图表 2: PMI 持续下行	4
图表 3: 失业率维持低位	4
图表 4: 消费逐渐走弱	4
图表 5: 职位空缺率同比下滑	5
图表 6: 地产销售走弱	5
图表 7: 能源、食品、住宅分项继续上行	5
图表 8: 5 月 CPI 再创新高	5
图表 9: CPI 环比持续上行	6
图表 10: PCE 指标远超长期通胀目标	6
图表 11: 四种通胀情景	6
图表 12: 6 月美联储点阵图预期	7
图表 13: CME 联储观察工具预期	7
图表 14: 美联储逐步加息	7
图表 15: 美债利率持续上行	7
图表 16: 美债利率与联邦目标利率	8
图表 17: 三大股指已经出现不小幅度的下跌	8
图表 18: 美元背后受到紧缩政策和利率支撑	9
图表 19: 原油价格最后回落	9
图表 20: 原油库存低位叠加去库预期	10

1. 美国经济进入减速期：高位通胀自难控，紧缩货币递进中

当前美国各项宏观数据显示出经济活力仍在高位，但增速动能边际趋缓的特征。一季度 GDP 环比增速降为负值，同比也有所下滑是最直接的增速放缓的表现。此外，制造业和非制造业 PMI 今年以来持续下行，目前已大幅偏离此前超过 60 的高景气区间，虽然仍维持在荣枯线之上，但已充分显示出制造业景气程度正在消退。从终端零售和地产销售方面来看，以往的高增速也难以维持，今年明显在边际上出现走弱的趋势。与此同时失业率虽然仍在低位，但职位空缺率的同比边际已出现走弱，表明就业市场火爆程度可能同样难以持续。从上述经济指标综合分析，不难得出当前美国经济为“高通胀+低失业+增速边际走弱”的组合，反映出美国经济大概率正处在“过热—滞涨—衰退”的减速期中。

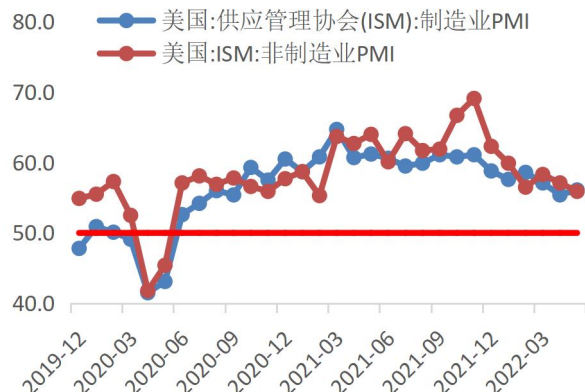
在这一经济组合中，美联储的两大目标之一的“充分就业”可以认为已经达成，但是离“稳定通胀”目标显然差距很大。所以这一时期美联储通常采用偏鹰派的紧缩货币政策来试图控制通货膨胀，达到两个政策目标之间的平衡。自 3 月以来美联储连续三次会议分别采取 25bp, 50bp, 75bp 递进式加息政策，且在 6 月 1 日开始采取缩表的操作，表明当前美联储确实如预期采用十分鹰派的紧缩货币政策来达成平稳通胀目标。所以相对于充分就业目标，“通胀指标—货币政策—资产价格”的分析链条将主导这一时期大类资产配置的主要逻辑，而本篇报告也将通过分析关键的通胀指标，到预期对应的货币政策，最后到各资产价格反映的视角来对当前美国大宗资产配置进行展望。

图表 1：GDP 同比环比均下行



资料来源：wind，浙商国际

图表 2：PMI 持续下行



资料来源：wind，浙商国际

图表 3：失业率维持低位

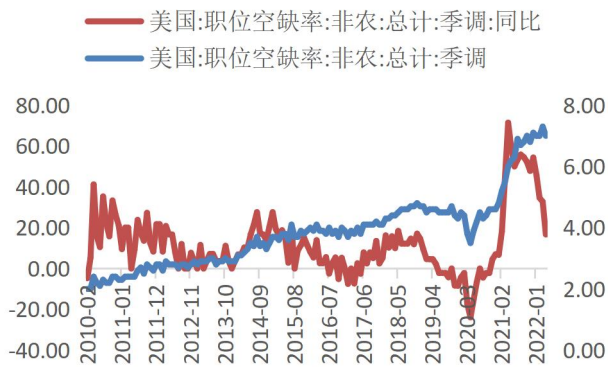


资料来源：wind，浙商国际

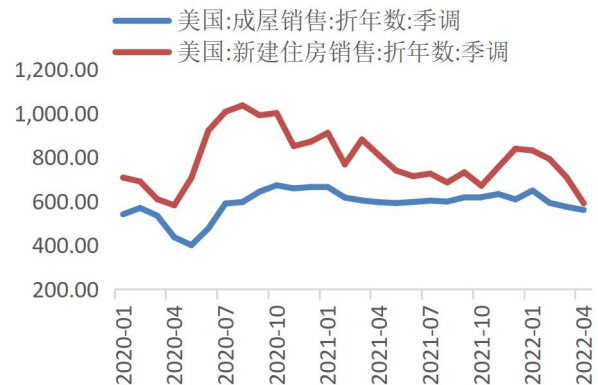
图表 4：消费逐渐走弱



资料来源：wind，浙商国际

图表 5: 职位空缺率同比下滑


资料来源: wind, 浙商国际

图表 6: 地产销售走弱


资料来源: wind, 浙商国际

1.1. 高涨通胀为关键变量

5月公布的美国CPI为8.6%，再次超出市场预期且创出新高。从整体上看，当前已为上世纪80年代第二次石油危机以来最高的通胀水平。而从边际上来看，2021年下半年以来通胀环比呈现出震荡上行态势，表明本轮通胀趋势仍在上行，而上月上行速度放缓主要为高基数效应影响。分项上能源同比34.6%，上行4.6个百分点；食品同比10.1%，上行0.7个百分点；住宅同比6.9%，上行0.4个百分点，三大项均继续上行带动整体通胀再创新高。

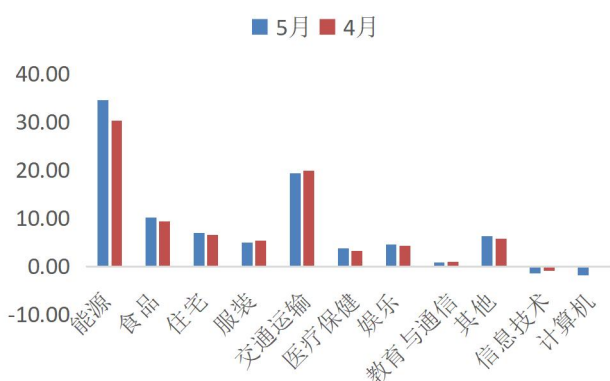
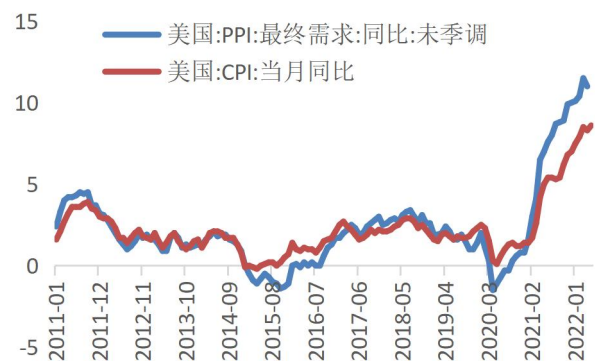
在“通货膨胀—货币政策—资产价格”这一链条中，通胀指标作为最上游的关键变量，其对当前资产定价有着非常大的影响。所以本文将未来四种可能的通胀路径一一作出情景分析。

第一种中性情形，假设未来通胀环比维持今年1-5月的环比均值0.94%，可以得出下半年同比将持续上行到8.6%-11.9%。这种情形下代表美联储当前政策对抑制通胀效果并不足够，通胀仍然继续上行，对应的美联储也很可能在未来采取更加激进的紧缩政策，正如鲍威尔所说“经济增速不是美联储考量目标，而美联储控制通胀将不惜一切代价”。对应风险资产价格例如股市往往会继续下跌。

第二种极低情形，假设未来通胀环比维持0，则CPI在下半年将由7.6%逐步降至4.8%。这意味着当前美联储紧缩政策十分有效，完全抑制了通胀上行，美联储有可能反而会放缓紧缩政策，从而使得风险资产得到喘息甚至反弹。但本轮通胀受多重因素影响，我们认为货币政策很难完全控制住通胀，所以这种情形概率极低。

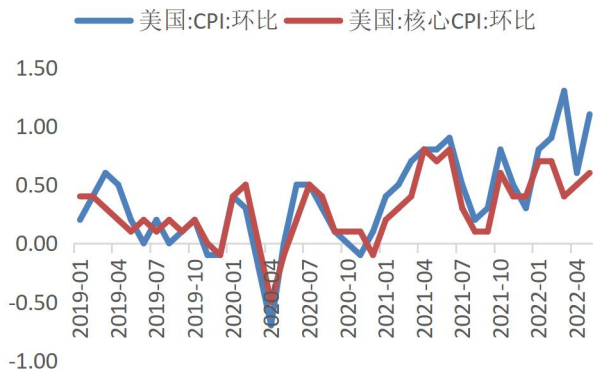
第三种极高情形，假设未来通胀环比维持1-5月高点1.3%，可以得出下半年同比将在9.0%-14.8%。这种情形意味着美联储当前政策完全没有效果，极有可能大幅加强紧缩预期，风险资产大幅下跌，这种情形概率也较低。

第四种偏低情形，假设未来通胀环比在0.5%的均值偏低水平，可以得出下半年通胀维持在8.1%-8.7%，整体受到环比支撑以及基数效应而出现高位震荡的情况。这代表当前美联储紧缩政策存在一定抑制通胀的效果，也不需要修正当前紧缩政策路径，应是美联储可以接受也是符合市场预期的局面。

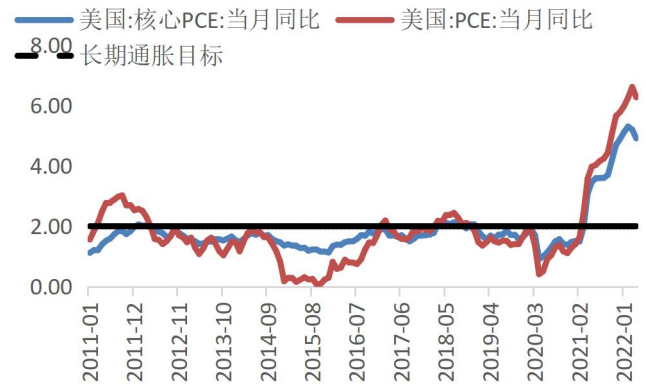
图表 7: 能源、食品、住宅分项继续上行

图表 8: 5月CPI再创新高


资料来源：wind，浙商国际

资料来源：wind，浙商国际

图表 9：CPI 环比持续上行


资料来源：wind，浙商国际

图表 10：PCE 指标远超长期通胀目标


资料来源：wind，浙商国际

图表 11：四种通胀情景

三种情况 月份	均值环比		0环比		高环比		低环比	
	CPI	同比	CPI	同比	CPI	同比	CPI	同比
6月	295.0436	8.6%	292.30	7.6%	296.0958	9.0%	293.7575	8.1%
7月	297.817	9.1%	292.30	7.1%	299.9451	9.9%	295.2263	8.1%
8月	300.6165	9.9%	292.30	6.8%	303.8444	11.1%	296.7024	8.5%
9月	303.4423	10.6%	292.30	6.6%	307.7944	12.2%	298.1859	8.7%
10月	306.2946	10.7%	292.30	5.7%	311.7957	12.7%	299.6768	8.3%
11月	309.1738	11.2%	292.30	5.2%	315.849	13.6%	301.1752	8.4%
12月	312.08	11.9%	292.30	4.8%	319.9551	14.8%	302.6811	8.6%

资料来源：wind，浙商国际

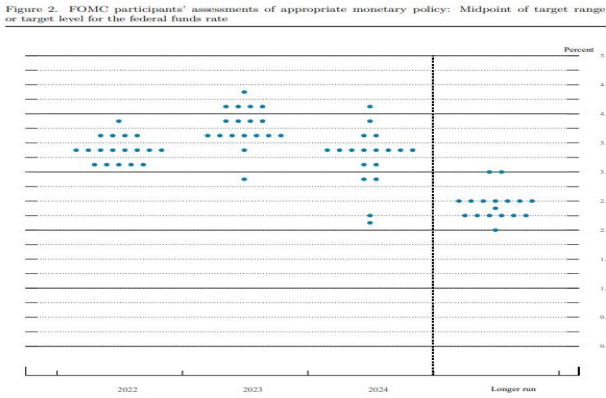
1.2. 货币政策为直接影响

货币政策作为分析链条的中间部分，有承上启下的作用，也将会直接影响资产价格。所以必须关注美联储对货币政策的态度以及预期。当前美联储已在 3 月开始加息，这是 2020 年降息至近零水平后美联储首次进入加息周期。

6 月 16 日美联储公布 6 月最新利率决议，将基准利率上调 75 个基点至 1.50%-1.75% 区间，为 1994 年来最大幅度的加息，符合此前市场预期。缩表计划仍维持 5 月会议公布的路径，前三月 475 亿美元，9 月开始 950 亿美元。同时 6 月点阵图显示所有委员同意本年度加息至 3% 以上，最高预期在 3.75%。这一预期大幅超过 3 月点阵图的最激进 3% 的加息预期，显示出美联储在不断推升的通胀下正在进一步偏鹰。鲍威尔会后表态美联储将致力于降低通胀，下次会议最有可能是加息 50 个基点或 75 个基点。联储观察工具显示，剩余四次会议的加息路径预期分别为 75、50、50、50bp，全年目标在 375-400bp，略超出美联储的预期目标。

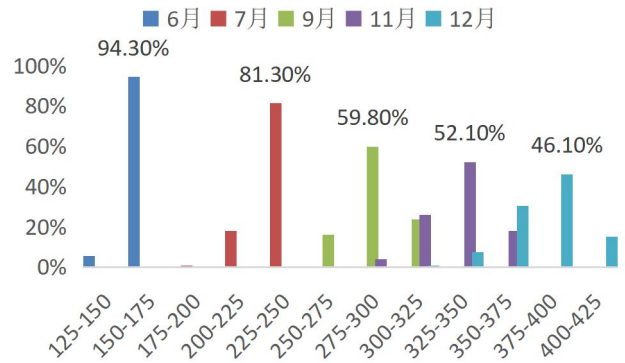
本次加息在美国通胀数据发布后已经交易得较为充分，当加息落地后，资产价格表现相对稳定。短期来看，美债收益率见顶回落、美股阶段性企稳、贵金属止跌回升或成为未来 1-2 周的交易主线，宏观政策对于各类资产价格的冲击短期平复，商品将逐步回归各自基本面交易。

图表 12: 6月美联储点阵图预期



资料来源: 美联储, 浙商国际

图表 13: CME 联储观察工具预期



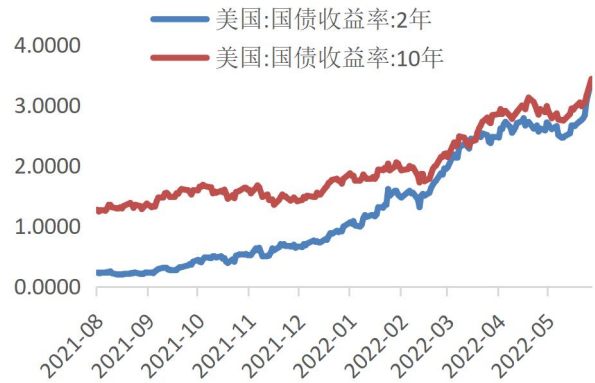
资料来源: CME, 浙商国际

图表 14: 美联储逐步加息



资料来源: wind, 浙商国际

图表 15: 美债利率持续上行



资料来源: wind, 浙商国际

2. 当前各类资产表现: 紧缩交易已兑现, 衰退预期仍不足

从上述经济指标综合分析, 可以发现当前美国经济为“高通胀+低失业+增速边际走弱”的组合, 反映出美国经济大概率正处在“过热—滞涨—衰退”的减速期当中。从美林时钟的经验来看, 这一时期美国各类资产中应以现金与商品最强, 债券与股票最差。今年 1-6 月各类资产中, 10 年期美债收益率上行 170bp, 涨幅 104.3%; 美国三大股指均明

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_43150

