

## 总量研究

## 如何看待美国滞胀和美股走势？

## ——美联储观察系列九

## 要点

## 核心观点：

基准情形下，美国经济或将经历短期滞胀。高通胀在3季度持续，4季度有所回落但依然维持较高水平；在美联储激进加息，消费和投资动力不足的背景下，经济疲态逐渐显现，滞胀风险显著上行。有别于1970年代长期滞胀，从冲击的可持续性、美联储对通胀的态度、就业市场的状态、以及通胀预期的角度来说，我们认为美国经济更可能面临的是短期滞胀。基于对通胀和经济的判断，以及通过对历史的回溯，判断美国经济软着陆概率较低，美股仍有下调空间。

## 美国经济面临较高滞胀风险：高通胀、低增长

5月美国CPI同比增速高达8.6%，为1981年12月以来最高水平，其中，能源、食品、房租和劳动力薪资为主要拉动项，向前看，四者对通胀的支撑仍在，下半年通胀可能维持高位，回落速度或缓慢。虽然美联储加息将压制部分需求，缓解薪资水平上行，但对粮食和能源价格的抑制作用有限。**我们预计，全年CPI通胀同比增速在7.9%左右水平，推升滞胀风险。**

美国经济方面，在高通胀压力下，美国消费者信心指数十分低迷，虽然居民手中仍有约2.5万亿美元超额储蓄，但因储蓄的不均衡分布，导致市场容易高估超额储蓄能支撑消费的时间。**补库方面**，制造商销售增速以及CRB现货指数持续回落，显示制造商进一步补库需求不强。**住房方面**，美联储加息推升房屋贷款利率，压降新屋销售，预计未来住宅投资对经济的贡献也较有限。**金融环境方面**，美联储加息抬高企业融资利率，压降企业投资意愿以及资本开支，对投资形成拖累。

## 美国重蹈1970年代长期滞胀的风险仍在低位

当下高通胀，低增长的情景，勾起了市场对1970年代滞胀的痛苦回忆。但从冲击的可持续性、美联储对通胀的态度、就业市场的状态、以及通胀预期的角度来说，我们认为美国经济更可能陷入短期的滞胀，有别于1970年代长期滞胀。

## 基准情形下，经济可能面临短期滞胀

我们对美国经济进行了3种情景假设。**基准情形（55%概率）**，高通胀在3季度持续，4季度有所回落但依然维持较高水平，并较难在2023年回落至2%左右目标水平；而经济疲软状态开始显现，在美联储激进加息，消费和投资动力不足的背景下，衰退风险显著上行；因此，美国经济很可能经历短期滞胀。**悲观情形（35%概率）**，俄乌冲突持续发酵，冲击全球供应链，提振能源和食品价格，逼迫美联储加速、大幅度加息，导致经济陷入较长时期滞胀。**乐观情景（10%概率）**：通胀超预期回落，美联储加息节奏减速，经济软着陆。本文也梳理了需要重点关注的判断经济状况的定量指标，并对每个指标给予相应的评估警示。

## 基于历史回溯，美国经济硬着陆风险上行，美股仍有下调空间。

回溯美国经济自1960年以来八次衰退以及三次经济软着陆时期，可以发现，在通胀水平高于4%的情况下，经济实现软着陆的概率是极低的；若通胀在可控范围之内，则经济仍有软着陆可能。因此，美国现阶段的情况，应该属于持续的高通胀压力，和不断上行的经济衰退风险。从美股的角度来说，高通胀不仅抑制企业盈利、提高成本，并且导致美联储加快收紧货币政策，从估值和流动性角度冲击美股。回溯美国1972年和1976年的两次高通胀时期，也可以发现，高通胀时期，经济衰退风险显著上行，叠加美联储货币政策被通胀束缚，较难放松，美股大概率继续承压。

**风险提示：**全球通胀变化超预期；俄乌冲突升级导致经济走势超预期。

## 作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

## 相关研报

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七（2022-03-27）

美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列（2022-02-23）

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角——美联储观察系列五（2021-12-20）

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021年11月美联储议息会议点评（2021-12-16）

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报（2021-12-12）

美国失业率下行不抵Omicron冲击，拖累美债收益率——2021年11月美国新增非农数据点评（2021-12-04）

通胀不构成美联储加息条件——2021年11月美国FOMC会议纪要点评（2021-11-25）

Taper如期而至，加息“等等再看”——2021年11月美联储议息会议点评（2021-11-04）

## 目 录

1、 美国经济面临滞胀风险：高通胀、低增长 .....	4
1.1、 通胀已在磨顶阶段，四季度或缓慢回落，2022 全年 CPI 同比增速预计达 7.9% .....	4
1.2、 美国经济周期：从过热到衰退.....	7
2、 美国重蹈 1970 年代长期滞胀的风险仍在低位 .....	10
3、 基准情形下，经济可能面临短期滞胀 .....	12
4、 基于历史回溯，美国经济硬着陆风险上行，美股仍有下调空间 .....	14
5、 风险提示.....	17

## 图目录

图 1: 俄乌两国在全球粮食贸易中占据重要位置, 俄乌冲突导致供给受阻, 抬升各类食品价格 .....	4
图 2: 玉米和小麦远期期货价格趋势向下 .....	5
图 3: 布伦特原油和天然气远期期货价格趋势向下 .....	5
图 4: 5 月时薪同比增速回落, 但依然维持高位 .....	6
图 5: 房贷利率上行背景下, 新屋销售显著回落 .....	6
图 6: Zillow 房租指数上涨幅度远超 CPI 房租增速 .....	6
图 7: 基准情形下, 2022 年全年通胀水平约在 7.9% .....	7
图 8: 基准情形下, 2022 年全年核心 CPI 约在 6.1% .....	7
图 9: 消费者信心指数低迷, 仅次于次贷危机和欧债危机 .....	7
图 10: 疫情期间, 美国居民积累了约 2.5 万亿美元额外储蓄 .....	7
图 11: 额外储蓄的大头都集中在中高收入人群 .....	8
图 12: 消费者信用卡贷款增速远超疫情前水平 .....	8
图 13: 5 月实际个人消费支出大幅回落 .....	9
图 14: 制造商库存水平和增速达较高水平, 增量空间有限 .....	9
图 15: 资本开支总额仍在高位, 但趋势向下 .....	9
图 16: 小企业资本开支意愿持续回落 .....	9
图 17: 向前看, 美国联邦政府支出将迅速回落, 对经济的贡献有限 .....	10
图 18: 本次滞胀更可能是短期滞胀, 而不是 1970 年代的结构性的通胀 .....	10
图 19: 1970 年代, 经济放缓, 通胀高企, 失业率升高 .....	11
图 20: 超宽松货币政策下, 货币供给迅速上行, 引发通胀 .....	11
图 21: 美国现已成为原油净出口国 .....	12
图 22: 通胀预期开始回落, 并没有出现螺旋上行态势 .....	12
图 23: 美国移民人数在 2020-2021 年期间显著下降 .....	13
图 24: 疫情导致美国死亡人数陡升, 降低劳动力供给 .....	13
图 25: 美国经济可能面临的 3 种不同情形和观测维度 .....	14
图 26: 美国历次经济硬着陆时期, 通胀水平平均大于 4% (除 1960 年以及 2001 年) .....	15
图 27: 联邦基金利率 vs.CPI .....	16
图 28: 高通胀时期, 道琼斯工业指数总体震荡下行 .....	17
图 29: 高通胀时期, 标普 500 指数总体震荡下行 .....	17

# 1、美国经济面临滞胀风险：高通胀、低增长

## 1.1、通胀已在磨顶阶段，四季度或缓慢回落，2022 全年 CPI 同比增速预计达 7.9%

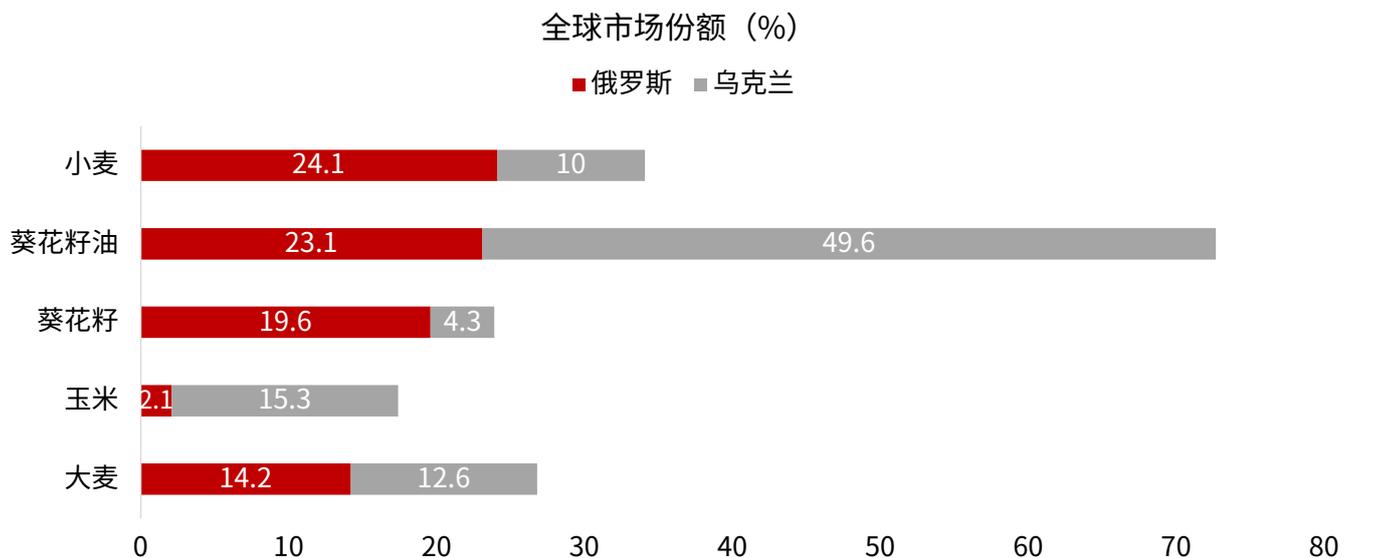
5月美国CPI同比增速高达8.6%，为1981年12月以来最高水平，其中，能源、食品、房租和劳动力薪资为主要拉动项，向前看，四者对通胀的支撑仍然存在，三季度通胀维持高位，四季度或缓慢回落，全年CPI通胀同比增速预计在7.9%左右水平，推升滞胀风险。

俄乌冲突对食品和能源价格造成巨大冲击，全球原油供给受限，粮食贸易主义抬头，原油和粮食的政治属性导致两者对通胀的支撑或在下半年持续。

原油方面，下半年供需仍处于紧平衡状态。供给端来看，基于对俄制裁担忧，以及对欧美成品油出口下降，4月俄罗斯原油已经减产100万桶/日。国际能源机构IEA估计，今年下半年，俄罗斯日产量降幅可能扩大至300万桶左右。从其他原油供给渠道看，尽管高油价提振增产意愿，但在资本开支不足、石油生产商维持资本纪律等因素约束下，今年美国、OPEC+原油产量增长仍不及预期。预计原油价格在三季度维持高位震荡。

天然气方面，6月8日，美国得克萨斯州Freeport液化天然气终端发生爆炸，或将对未来天然气价格形成压制。以峰值产能计算，此天然气终端每日为欧洲提供20亿立方英尺天然气（约占美国液化天然气出口量的16%），若终端关闭，则20亿立方英尺天然气将回归美国市场，平抑美国市场天然气价格，缓解能源项通胀压力。

图1：俄乌两国在全球粮食贸易中占据重要位置，俄乌冲突导致供给受阻，抬升各类食品价格



资料来源：COMTRADE，光大证券研究所，数据时间范围：2018-2020；注：按贸易量口径统计

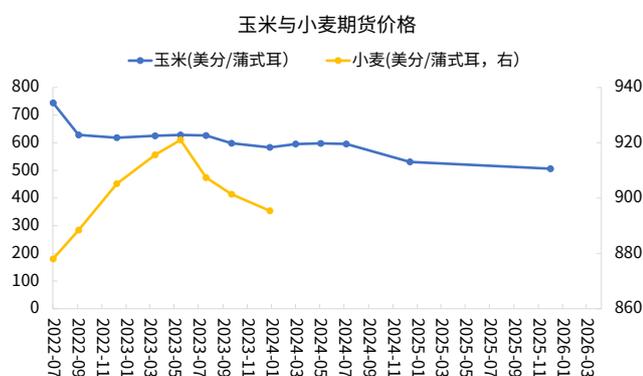
粮食价格方面，俄乌冲突显著降低粮食产量，冲击全球粮食供给，叠加冲突对天然气和化肥价格的影响，预计年内食品价格仍将维持高位。一方面，俄乌冲突短期内不会结束，粮食出口仍将承压。根据COMTRADE数据显示，按贸易量口径

统计,2018-2020年期间,俄罗斯和乌克兰提供了全球72.7%的葵花籽油,34.1%的小麦,26.8%的大麦,23.9%的葵花籽,以及17.4%的玉米,而小麦、大麦作物一般在夏天收割、秋季出口,玉米作物则通常在春季及初夏出口。若俄乌冲突持续至今年年末,则将影响小麦、大麦、玉米等农作物的收割和出口。

另一方面,俄乌冲突导致欧美等国采取对俄的能源禁运,推升能源以及化肥价格,提振粮食价格。俄乌冲突以来,俄罗斯与欧盟关系持续恶化,俄罗斯也持续削减对欧洲的天然气供应。虽然欧洲可以从美国获得液化天然气,但因物流问题,自美进口液化天然气价格更高,并且数量有限,短期内,仍无法解决俄罗斯天然气供给的缺口。而天然气是生产氨和尿素氮肥的重要原料,全球氮肥和钾肥出口中,15%和17%来自俄罗斯,天然气价格上行将推升化肥原料价格,间接给粮食价格施压。

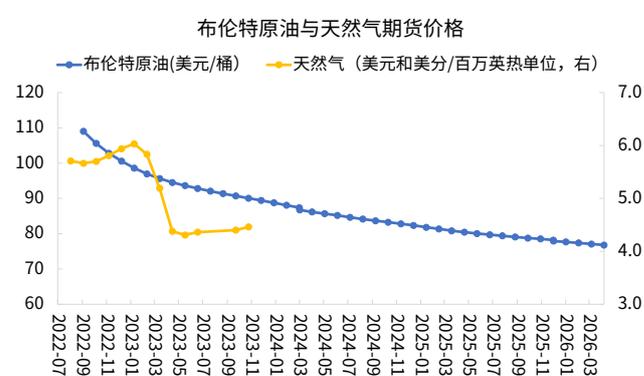
现阶段,从期货价格的角度来看,市场对下半年粮食和原油的定价,还是处于下行态势,显示现阶段大宗商品的高价格,可能持续时间有限。但若俄乌冲突持续的时间超出预期,则有可能带动期货市场价格进一步上行。

图 2: 玉米和小麦远期货价格趋势向下



资料来源: CME Futures, 光大证券研究所  
数据摘取日期: 2022年6月30日

图 3: 布伦特原油和天然气远期货价格趋势向下



资料来源: CME Futures, 光大证券研究所  
数据摘取日期: 2022年6月30日

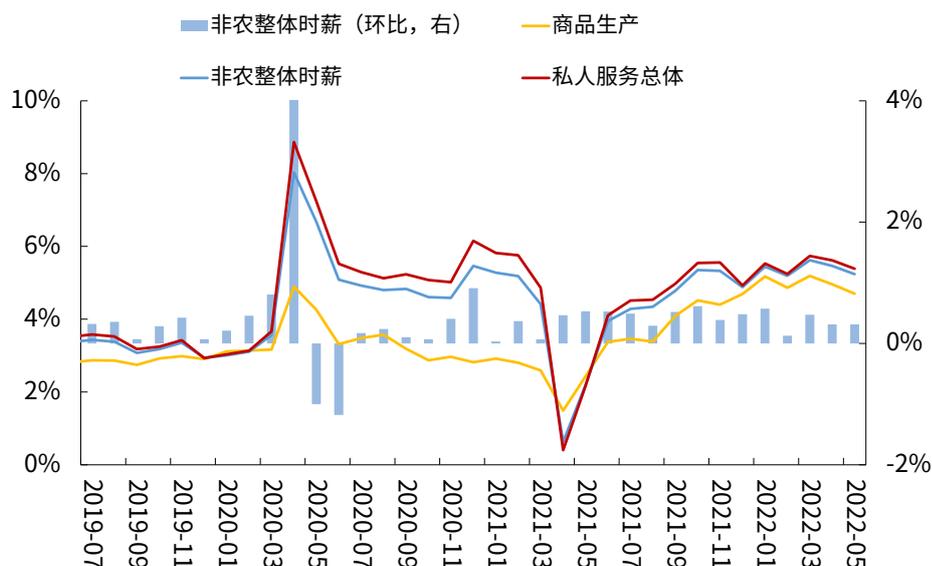
### 美国劳动力市场: 薪资对通胀的压力犹存, 但就业市场最火热的时期或已过去。

劳动力供需数据显示, 虽然就业市场仍处非常紧张的状态, 但供需缺口开始出现收缩迹象。若我们以职位空缺数和就业人数来代表劳动力需求, 整体劳动力人口来代表劳动力供给, 则可以看到, 整体劳动力市场缺口在2022年5月达到约545万人, 较4月下行9千人。另外, 6月1日公布的职位空缺数据显示, 4月职位空缺从高点回落至1140万人。

从月度新增非农人数的角度来看, 2022年5月新增非农为2021年5月以来的最低水平, 显示美国劳动力市场过于火热的情景或已趋于尾声, 而在美联储加息, 通胀高企的背景下, 美国企业裁员潮也初显苗头。互动健身平台Peloton, 在线汽车经销商Carvana, 视频点播公司Netflix, 加密货币交易平台Coinbase, 特斯拉, 以及房屋中介Compass和Redfin都开始了裁员, 控制成本是企业现阶段的第一任务。

向前看, 我们认为, 美国就业市场最火热的阶段或已过去, 在美联储激进加息, 通胀高企, 企业盈利压缩的背景下, 招工需求大概率回落, 缓解薪资上行压力。5月薪资数据也显示, 时薪增速有小幅放缓迹象, 并进一步向长期平均增速靠拢, 对通胀的压力边际趋缓。

图 4：5 月时薪同比增速回落，但依然维持高位



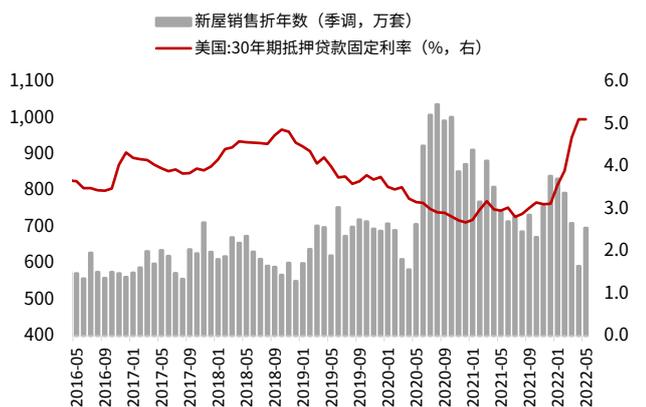
资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：左轴为同比数据

数据截止日期 2022 年 5 月

### 美联储加息抬升购房成本，房屋租金项对通胀的支持在下半年持续

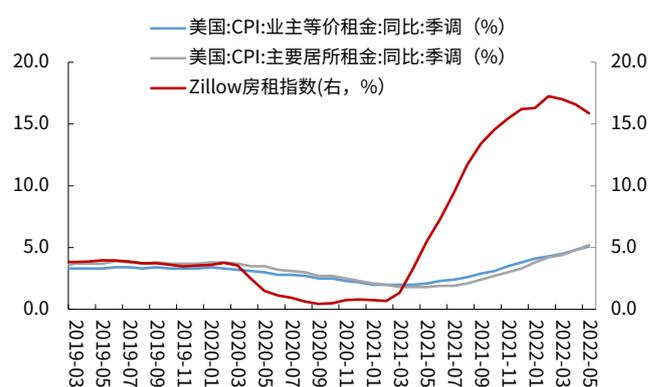
美联储加息显著抬升房贷利率，压降购房需求，推升租房需求，预计租金项环比在 3 季度仍有上行空间。5 月 CPI 住宅项价格环比上行 0.6%，较上月升 0.1 个百分点。一方面，劳动力回城趋势持续，提升租房需求，压降出租房空置率，推升房租价格。另一方面，美联储激进加息，导致购房需求向租房需求切换，在房屋供需仍然紧张的背景下，预计租金价格在 3 季度仍有上行空间。

图 5：房贷利率上行背景下，新屋销售显著回落



资料来源：Fred，光大证券研究所  
数据截至 2022 年 5 月

图 6：Zillow 房租指数上涨幅度远超 CPI 房租增速

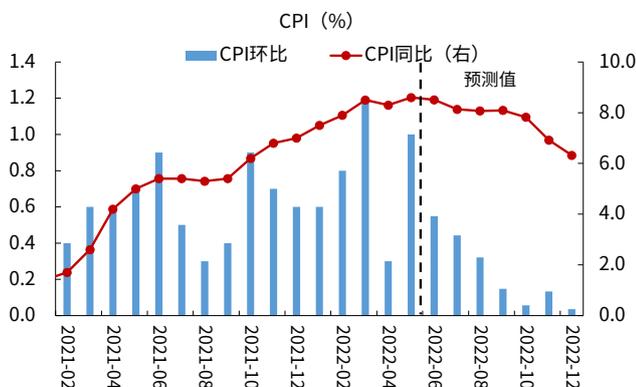


资料来源：Wind，光大证券研究所  
数据截至 2022 年 5 月

总结来说，从能源，粮食，薪资，和租金这四个方面来分析，我们认为美国通胀压力仍然较大，下半年通胀可能维持高位，回落速度较为缓慢，全年通胀预期在 7.9% 左右水平。而美联储加息可能压制部分需求，缓解薪资水平上行，但对粮食和能源价格的抑制作用有限。

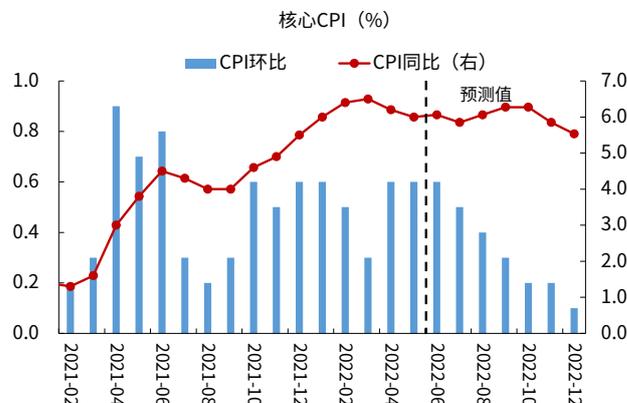
然而，我们也不排除在下半年，全球供应链紧缩以及贸易保护主义持续，对商品和食品价格形成支撑；劳动力供需缺口改善不佳，导致薪资增速持续高位，延长高通胀持续时间。因此，悲观情形下，CPI 同比增速将在 3 季度维持在 9% 左右水平，并且在年末缓慢回落至 8.6%，全年 CPI 同比增速大约为 8.6%。

图 7：基准情形下，2022 年全年通胀水平约在 7.9%



资料来源：Fred，光大证券研究所  
数据截至 2022 年 5 月，6-12 月数据为光大证券研究所预测数据

图 8：基准情形下，2022 年全年核心 CPI 约在 6.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所  
数据截至 2022 年 5 月，6-12 月数据为光大证券研究所预测数据

## 1.2、美国经济周期：从过热到衰退

从情绪面来说，消费者信心指数低迷，仅次于 2008 年次贷危机和 2011 年欧债危机。一方面，6 月密歇根消费者信心指数下行至 50，比 2008 年次贷危机时期的 55.3 与 2011 年欧债危机时期的 55.7 还低，显示高通胀压力下，居民对经济前景较为悲观。另一方面，截至 6 月 30 日，美国个人投资者协会每周对投资人的调查显示，6 月看跌投资人较看涨投资人数量高出 27%，较疫情最严重时期还要高 6.4 个百分点，显示市场较悲观的情绪。

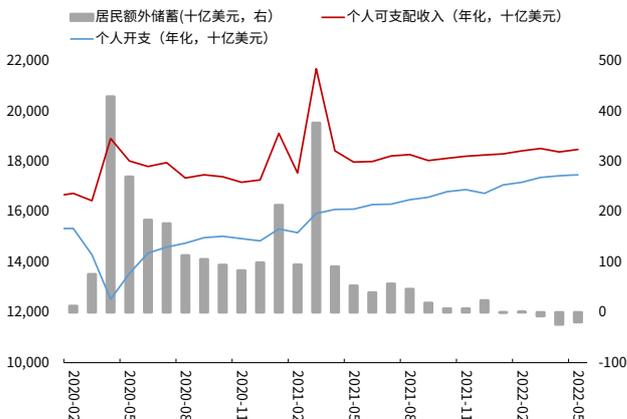
根据我们测算，自 2020 年 2 月新冠疫情发生以来，美国居民手中仍持有约 2.5 万亿美元的超额储蓄，为何在储蓄高企的背景下，消费者的信心指数仍然如此低迷？我们认为，超额储蓄的不均衡分布以及高通胀是造成矛盾的核心逻辑。

图 9：消费者信心指数低迷，仅次于次贷危机和欧债危机



资料来源：Fred，光大证券研究所  
数据截至 2022 年 5 月

图 10：疫情期间，美国居民积累了约 2.5 万亿美元超额储蓄

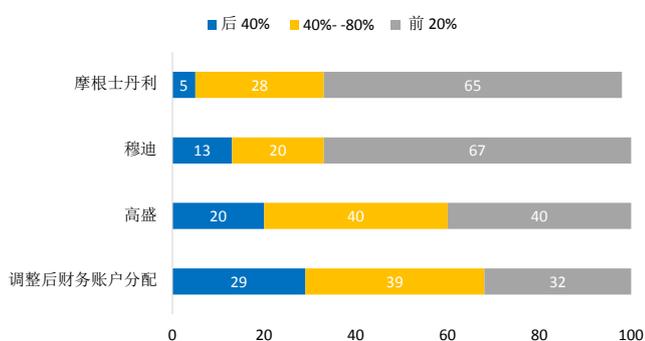


资料来源：Wind，光大证券研究所  
数据截至 2022 年 5 月

额外储蓄的大头集中在中高收入人群,导致市场容易高估额外储蓄能够支撑消费的时长。根据布鲁金斯学会调查数据显示,疫情期间,大部分低收入人群(服务业)丢失工作,政府发放的失业救济能抵消工资损失,但并没有带来额外的收入;与此同时,高收入人群在疫情期间的支出显著下滑;两方面因素同时导致了后续的超额储蓄分布出现了不均衡的特征。JPMorgan Chase 银行基于在其银行开户的人群,也进行了账户支出和收入的统计,统计结果也与前文结论相符,即疫情期间,高收入人群的储蓄加速上行(消费减少),而低收入人群消费反弹显著,并且消费支出的上行超过个人可支配收入的上行。

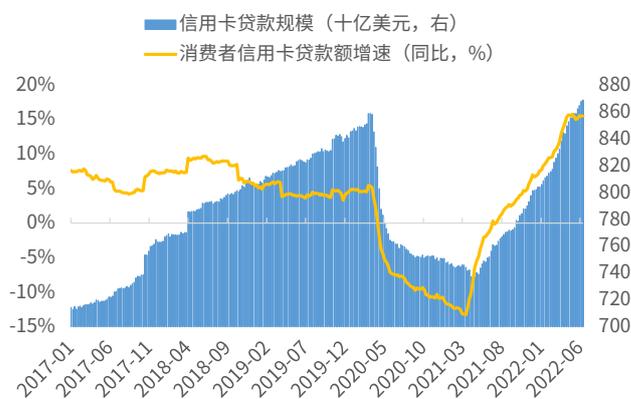
此外,居民信用扩张迅速,显示强劲消费需求的表象,可能更多的是居民持续扩张的借贷行为所支撑。截至 2022 年 6 月,居民信用卡贷款规模高达 8688 亿美元,信用卡贷款增速达 15.5%,连续 17 个月维持在 10%以上水平。相较而言,2019 年信用卡贷款平均规模约为 8250 亿美元,增速约为 4.5%。

图 11: 额外储蓄的大头都集中在中高收入人群



资料来源: 布鲁金斯学会, 光大证券研究所  
 数据说明: 数据包含时间为 2021 年前三季度。调整后财务账户分配数据是基于联储季度公布财务账户分配数据进行调整。“后 40%”、“40%-80%”、“前 20%”为按年收入高低区分的人群区间

图 12: 消费者信用卡贷款增速远超疫情前水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所  
 数据截至 2022 年 6 月

消费方面,居民收入下滑、超额储蓄支撑消费时间有限,导致居民信心指数低迷。5 月居民储蓄率为 5.4%,比 2019 年平均水平低 2.2 个百分点;5 月居民可支配收入环比增 0.5%,而 5 月消费者支出环比增长 0.2%,这是自 2021 年 12 月以来,支出增速首次低于收入增速,显示高通胀压力对居民消费意愿的冲击。

我们认为,在疫情期间积累的储蓄能在短期内支撑消费,但中长期看,在储蓄分布不均衡、以及高通胀背景下,居民消费能力趋于回落。可以看到,截至 5 月,美国零售环比增速已连续第四个月回落:实际个人消费支出大幅回调。

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\\_43617](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43617)

