

证券研究报告

宏观研究

专题报告

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

# 美国加息进入下半场——四季度股债双牛的逻辑之一

2022年10月13日

- **美国通胀驱动力可能进一步演变为单轮驱动。**我们认为美国通胀正处在从上行到下行的拐点上。回溯通胀数据,美国通胀高点出现在6月,7-8月通胀缓慢下降,已呈回落之势,且美国CPI环比已连续2个月持平。我们认为在美联储连续三次加息75bp后,美国通胀的上涨动力出现减弱,今后将转入下行区间。过去,美国通胀上涨的背后实际上是受到了通胀三大项的共同推动。自6月起,美国通胀的上涨驱动力已经由三轮转变成两轮驱动。由于全球粮食价格和能源价格高度相关,具有同涨同跌的特征。如今,能源价格高点已过,原油价格出现明显回调。当能源项对通胀的驱动力减弱时,食品项的驱动也将逐步减弱。往后看,我们认为未来美国通胀可能进一步转变为单轮驱动。
- **核心通胀变局或已临近,后续加息幅度可能收窄。**美国通胀可能进一步转变成单轮驱动,而核心通胀的单轮驱动力或将逐步衰竭。判断单轮驱动力逐步衰竭的逻辑是四季度房屋租金增速或将见顶。历史经验表明,美国房价往往领先住房租金约16个月。按照房价与住房租金的领先规律,2022年四季度住房租金增速或将见顶。由于住房租金在通胀的权重较高,因此住房租金增速见顶后,美国核心通胀的上涨动力也将逐步衰竭。进入四季度,美国通胀回落速度或将加快。一是通胀预期明显见顶回落。二是四季度通胀基数再度走高。通胀变局之下,我们认为美联储加息仍会延续,但幅度可能收窄,我们判断11月份的加息幅度可能是50bp。
- **美国加息进入下半场是四季度股债双牛的逻辑之一。**美联储加息一直是影响A股的重要因素,我们认为四季度美联储加息将进入下半场,这是从通胀的角度出发的。四季度美国通胀基数抬高,同时美国通胀的上涨动力还在衰减,我们判断四季度美国通胀回落的速度或将加快,从这个角度上说,美国加息幅度或将收窄,由此它给A股带来的这种外部压力其实是缓解的。而且最近这段时间美债收益率已经反映了美联储的鹰派指引,所以加息对资产配置压力最大的时刻大概率已过去。四季度,我们看股债双牛。
- **风险因素:**美国通胀超预期,美联储货币政策超预期等。

目录

一、美国通胀驱动力可能进一步演变为单轮驱动 .....	3
二、核心通胀变局或已临近，后续加息幅度可能收窄 .....	5
三、美国加息进入下半场是四季度股债双牛的逻辑之一 .....	7
风险因素 .....	9

图目录

图 1：美国 CPI 触顶后缓缓回落 .....	3
图 2：美国 CPI 环比连续两个月不涨 .....	3
图 3：通胀上涨动力由三轮驱动转为两轮驱动 .....	4
图 4：能源高点已过 .....	4
图 5：粮食价格和能源价格高度相关 .....	5
图 6：四季度住房租金增速可能见顶 .....	5
图 7：美国通胀预期已见顶回落 .....	6
图 8：进入四季度，美国通胀基数再度走高 .....	6
图 9：美联储鹰派指引已经反映完毕 .....	7
图 10：美国房地产市场快速降温 .....	8
图 11：美国就业市场开始降温 .....	8
图 12：工时变化领先于失业率变化 .....	9

过去几个月,我们一直看美联储史诗级加息,我们也是市场上较早提出并系统论证美联储史诗级加息的研究团队,如今这一判断已经得到验证。接下来的四季度,我们看股债双牛,逻辑之一就是四季度美国加息进入下半场。

## 一、美国通胀驱动力可能进一步演变为单轮驱动

当前美国通胀正处在从上行到下行的拐点上,能源项驱动回落,美国通胀驱动力转为两轮,我们认为未来美国通胀可能进一步转为单轮驱动。

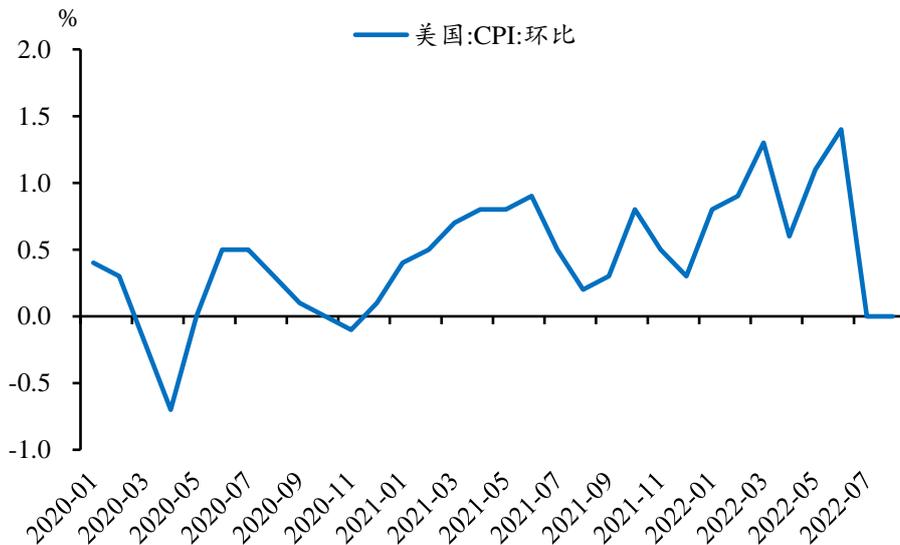
美国通胀正处在从上行到下行的拐点上。回溯通胀数据,美国通胀高点出现在6月,6月CPI同比为9.1%。7-8月通胀缓缓回落,截至8月,CPI同比为8.3%,高于市场预期的8.1%,但趋势上已呈回落之势。从CPI环比数据看,从2020年12月到2022年6月,美国CPI连续19个月环比上涨,此后连续2个月环比持平。我们认为在美联储连续三次加息75bp后,美国通胀的上涨动力出现减弱,6月大概率为通胀高点,今后将转入下行区间。

图 1: 美国 CPI 触顶后缓缓回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

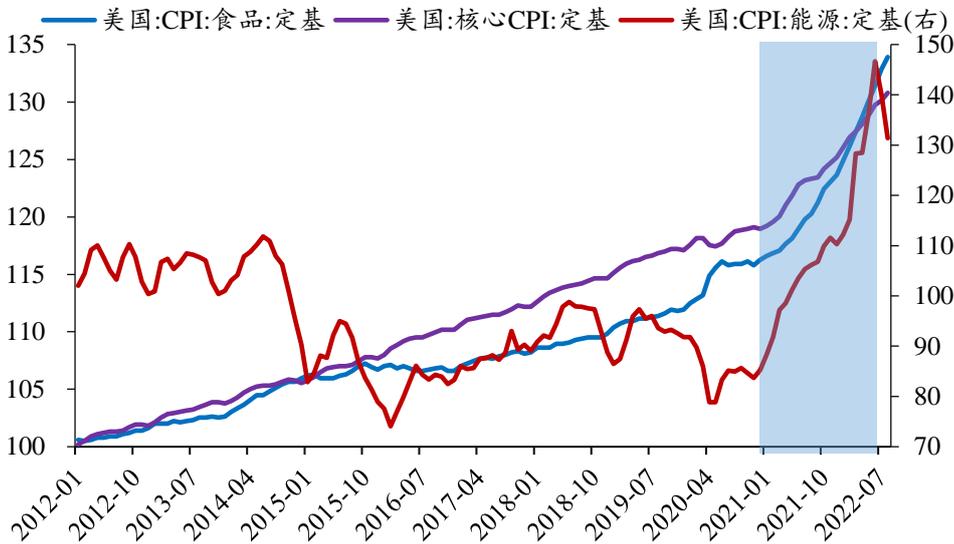
图 2: 美国 CPI 环比连续两个月不涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

能源驱动力触顶回落，美国通胀驱动力从三轮转为两轮。过去，美国通胀上涨的背后实际上是受到了通胀三大项的共同推动。2022年6月之前，能源项、食品项、核心项CPI均上涨，三轮驱动下美国通胀的上涨动力十分强劲。美国开启史诗级加息后，6月起，能源项CPI由6月高点146.66逐渐回落至8月的131.38，但食品项和能源项价格继续保持上涨，美国通胀已由三轮驱动转为两轮驱动。

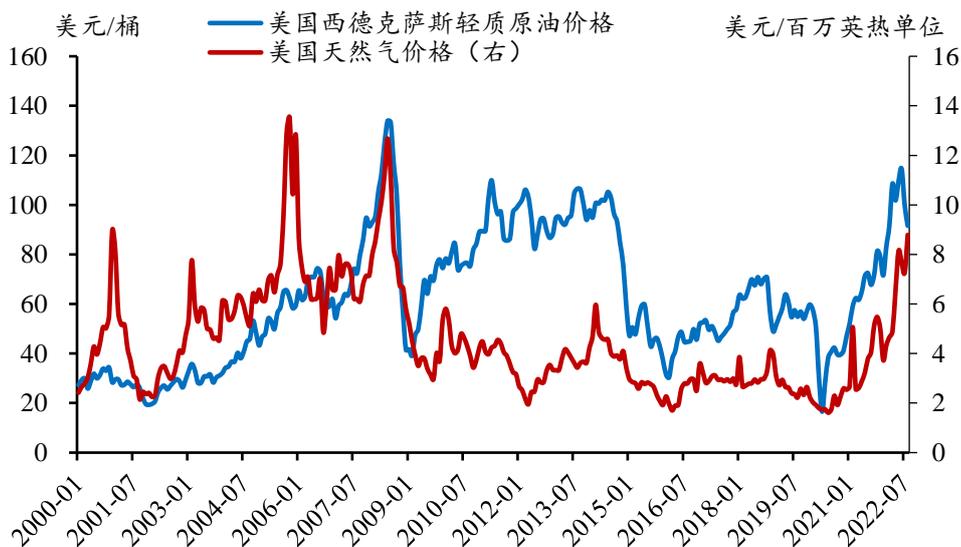
图 3：通胀上涨动力由三轮驱动转为两轮驱动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

往后看，未来美国通胀可能进一步转为单轮驱动。历史上看，全球粮食价格和能源价格高度相关，具有同涨同跌的特征。背后的原因是二者之间存在化肥使用这一联动机制，因为粮食高产是通过化肥中的能量转化来实现的。如今，能源价格高点已过，原油价格出现明显回调，8月美国西德克萨斯轻质原油价格为已回落至91.57美元/桶。当能源项对通胀的驱动力减弱时，食品项的驱动也将逐步减弱，因此往后看，我们认为未来美国通胀可能进一步转变为单轮驱动。

图 4：能源高点已过



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

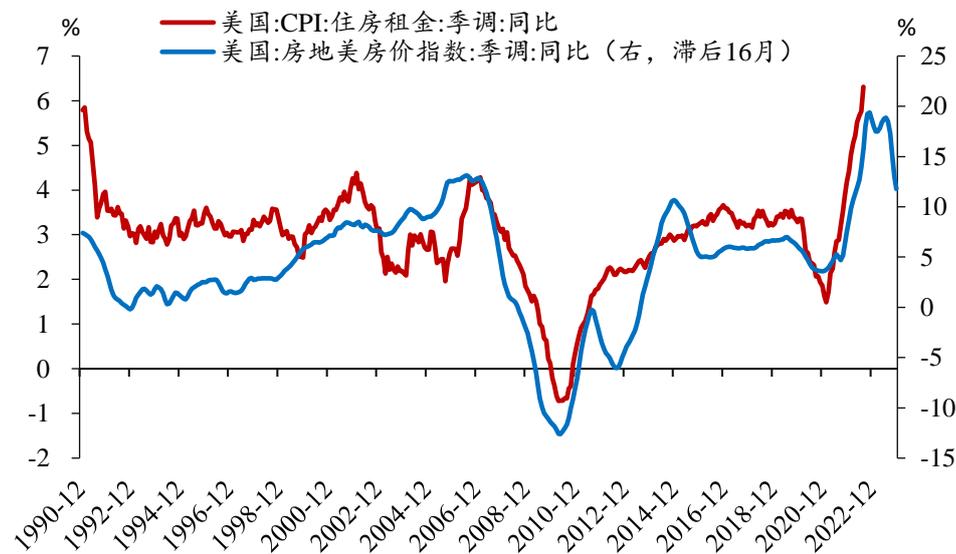
**图 5：粮食价格和能源价格高度相关**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、核心通胀变局或已临近，后续加息幅度可能收窄

美国通胀可能进一步转变成单轮驱动，而核心通胀的单轮驱动力或将逐步衰竭。我们预判四季度美国通胀变局或已临近，后续美联储加息将进入下半场。

四季度房屋租金增速或将见顶，核心通胀上涨动力逐步衰竭。历史经验表明，美国房价往往领先住房租金约 16 个月。其背后的原因在于，租房合同期满重签新约时，住房租金才有可能发生调整。2021 年 7 月，美国房地美房价增速见顶，按照房价与住房租金的领先规律，2022 年四季度住房租金增速或将见顶。由于住房租金的权重较高，约为 32%，因此住房租金增速见顶后，美国核心通胀的上涨动力也将逐步衰竭。

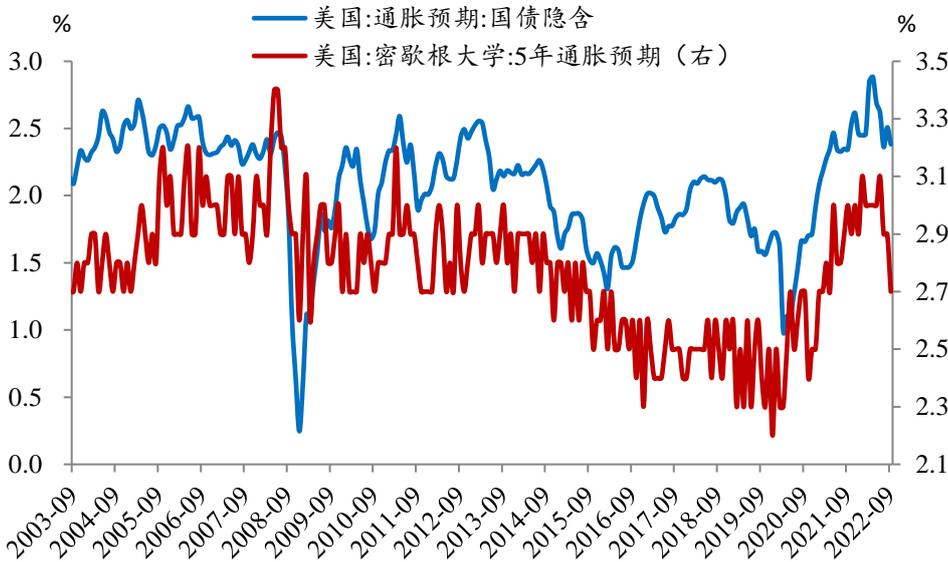
**图 6：四季度住房租金增速可能见顶**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

进入四季度，美国通胀回落速度或将加快。我们认为核心通胀上涨动力衰竭，迎来变局后，四季度的通胀回落速度或将加快。一是通胀预期明显见顶回落。1) 10 年期美债收益率隐含的通胀预期见顶回落。10 年期美债收益率

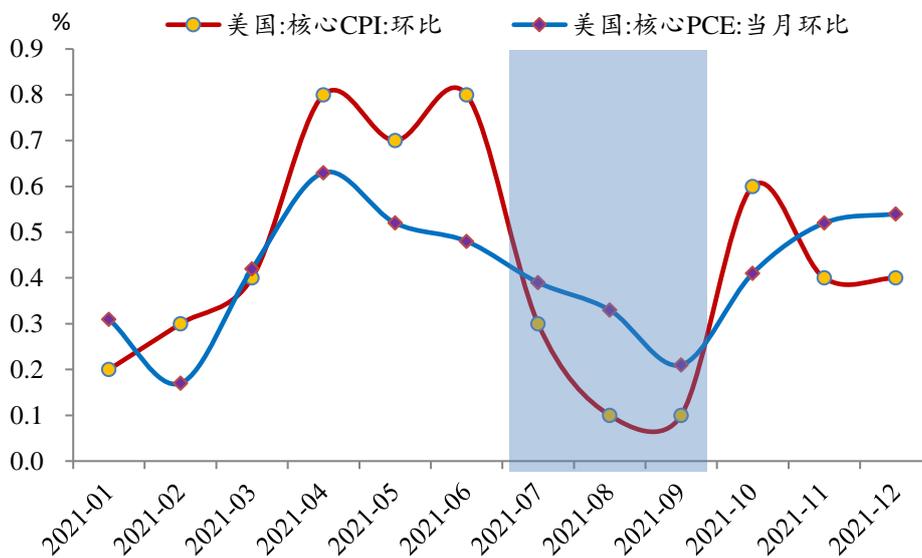
隐含通胀预期的高点出现在4月份，达2.9%，截至9月份为2.4%，较高点明显回落。2) 密歇根大学调查的通胀预期见顶回落。密歇根大学5年通胀预期的高点出现在6月份，达3.1%，截至9月份为2.7%，同样较高点明显回落。二是四季度通胀基数再度走高。4-6月美国通胀为高基数，但由于2021年7月美国德尔塔疫情爆发，CPI和PCE均重回低基数，四季度通胀基数再度走高，我们预计美国通胀回落速度或将加快。

图 7：美国通胀预期已见顶回落



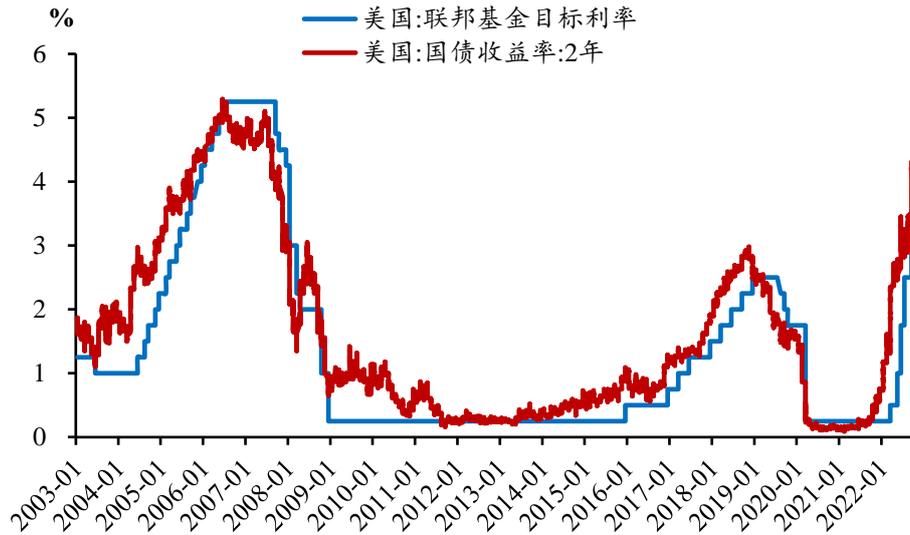
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：进入四季度，美国通胀基数再度走高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**美联储加息仍会延续，但幅度可能收窄。**到现在为止，核心通胀还是在上升的，而且短期内可能难以完全解决，因此我们认为美联储加息仍会延续。但是由于通胀进入下半场，因此加息幅度可能收窄，我们判断11月份的加息幅度可能是50bp。2年期美债收益率反映未来一到两年市场对于美联储基准利率的预期，9月27日一度达到4.3%的高位，表明美联储鹰派指引已经得到反映。交易逻辑可能从加息转为衰退。联储鹰派加息的同时，大幅下调了经济增长预期，上调了失业率预期。近期，美元指数和美债收益率均见顶回落，显示衰退已经压倒加息或成为交易主逻辑。

**图 9：美联储鹰派指引已经反映完毕**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、美国加息进入下半场是四季度股债双牛的逻辑之一

美国加息持续，其结果必然是美国经济继续走向衰退。此前，美联储激进加息，已连续三次加息 75bp，其影响也已体现在两个方面：

- 1) **美国房地产市场快速降温。**随着美联储前期的激进加息，美国住房抵押贷款利率攀升，2022 年 9 月 NAHB 住房市场指数录得 46%，创 2020 年 5 月以来新低，显示出美国房地产市场降温明显。
- 2) **美国就业市场也加快降温。**2022 年 3 月，美国私人非农部门职位空缺数达到有史以来的最高点 1081 万人，美联储进入加息周期后，职位空缺数逐渐下降，8 月降至 1000 万人以下。美国劳动力市场放缓，表明美联储的激进加息见到成效。就业市场的低失业率和美国经济放缓看似矛盾，其实二者并不存在矛盾。因为失业率是个滞后指标，而工时是一个更加领先的变量，自去年下半年以来，美国每周工时持续下降，这与经济放缓相一致。

美国加息进入下半场，是四季度看股债双牛的逻辑之一。美联储加息一直是影响 A 股的重要因素，我们认为四季度美联储加息将进入下半场，这是从通胀的角度出发的。四季度通胀基数抬高，同时美国通胀的上涨动力还在衰减，我们判断四季度美国通胀回落的速度或将加快，从这个角度上说，美国加息幅度或将收窄，由此它给 A 股带来的外部压力其实是缓解的。而且最近这段时间美债收益率已经反映了美联储的鹰派指引，所以加息对资产配置压力最大的时刻大概率已过去。四季度，我们看股债双牛。

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\\_47276](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47276)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>