



靳毅：三个逻辑看美国 通胀拐点



意见领袖 | 靳毅

9 月份议息会议，鲍威尔进行 3 大关键“鹰派”指引：1) 没有明确回答何时减缓加息，表示未来可能会将利率维持在较高水平一段时间；2) 货币政策收紧越慢，经济软着陆的可能性就越低；3) 需要将目前各期限“实际利率”都提升至正值。美联储已经做好准备“牺牲”经济，以换取通胀快速下行。目前加息的背后，通胀才是主线，下阶段美国通胀回落的速率至关重要。

目前美国通胀有 3 大顽固症结：1) 全球需求有韧性，大宗商品价格仍在高位运行；2) 前期房价的上涨带动房租价格持续上行，成为当下美国通胀的“中流砥柱。” 3) 疫情后劳动参与率的下降导致招工难，进而催生“薪酬通胀螺旋。”

我们认为，以上 3 大关键症结将在 2023 年一季度产生松动，届时通胀下行动力将增强，也将是通胀回落的重要观察期：1) 全球加息共振，大宗商品价格仍有进一步下行空间。2) Zillow 观察房租指数出现松动，预示着房租涨价或将见顶。3) 地产的溢出效应或将使得就业市场开始松动，或将逐步瓦解“薪酬通胀螺旋。” 届时，一旦通胀回落速率超预期，则当下加息预期也有望提前见顶。

风险提示 全球经济超预期衰退，全球通胀超预期上行，新冠疫情传播超预期，历史经验推演存在误差。



1、新“沃尔克时刻”

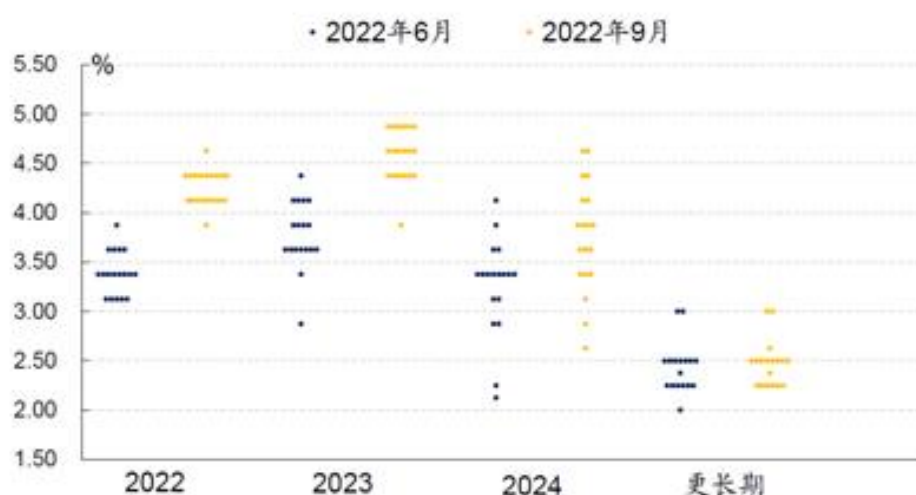
9 月份美联储如期加息 75 BP,美债利率继续上破 6 月份 3.5%高位。从美联储给出的经济前瞻指引来看,9 月份会议上美联储全线下调了包括年内的经济增长预期,上调了失业和通胀预期。除此之外,根据联储官员给出的点阵图显示,2023 年加息的可能路径或将联邦基金利率抬升至 4.6% 水平。

表 1: 9 月份美联储经济前瞻

经济指标 (%)	中位数				
	2022	2023	2024	2025	更长期
实际经济增长	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
今年 6 月份预期	1.7	1.7	1.9		1.8
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
今年 6 月份预期	3.7	3.9	4.1	-	4.0
PCE	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
今年 6 月份预期	5.2	2.6	2.2	-	2.0
核心 PCE	4.5	3.1	2.3	2.1	-
今年 6 月份预期	2.3	2.7	2.3	-	-

资料来源: FOMC、国海证券研究所

图 1: 9 月份议息会议点阵图



资料来源: FOMC、国海证券研究所

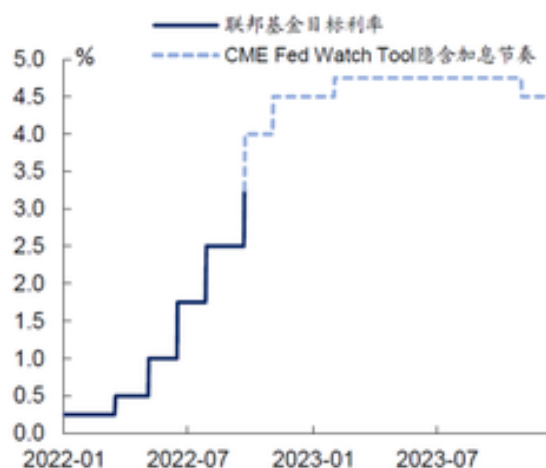
除了越发“滞胀”的经济前瞻数据外，实际上，本次议息会议最大的看点是，鲍威尔堪称新“沃尔克”时刻的表态，主要有 3 大关键“鹰派”指引：

1) 没有明确回答何时减缓加息，表示未来可能会将利率维持在较高水平一段时间；

- 2) 货币政策收紧越慢，经济软着陆的可能性就越低；
- 3) 需要将目前各期限“实际利率”都提升至正值。

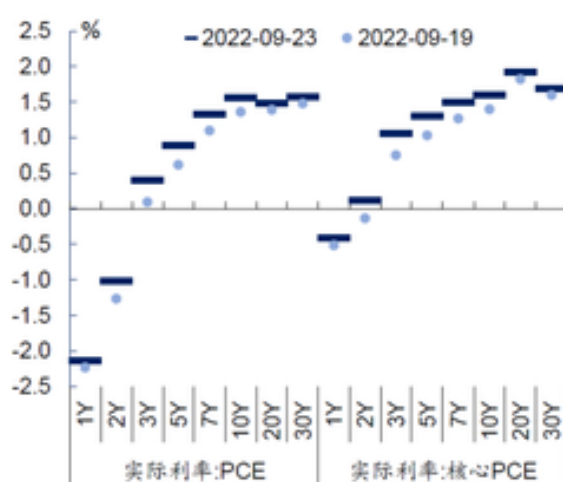
显然，美联储已经做好准备“牺牲”经济，以换取通胀快速下行。下一阶段，确定的是加息节奏，宜快不宜慢；而不确定的是加息的高点，仍旧是“数据依赖”。在目前，美国经济韧性犹存的格局下，美联储加息的背后，通胀才是主线，那么通胀的拐点究竟何时到来呢？

图 2: CME Fed Watch Tool 隐含加息节奏



资料来源: Wind、CME Fed Watch Tool、国海证券研究所

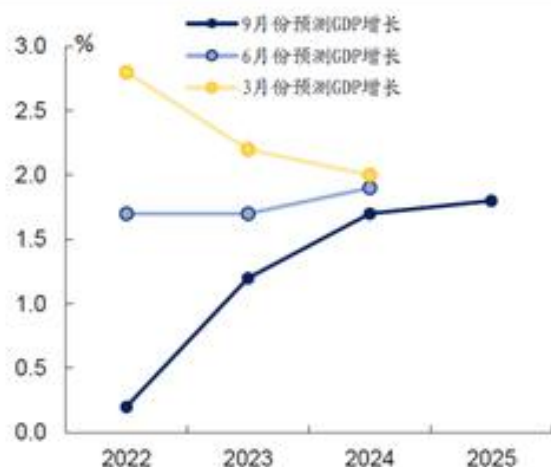
图 3: 9 月份议息会议前后各期限实际利率



资料来源: Wind、Fred、国海证券研究所

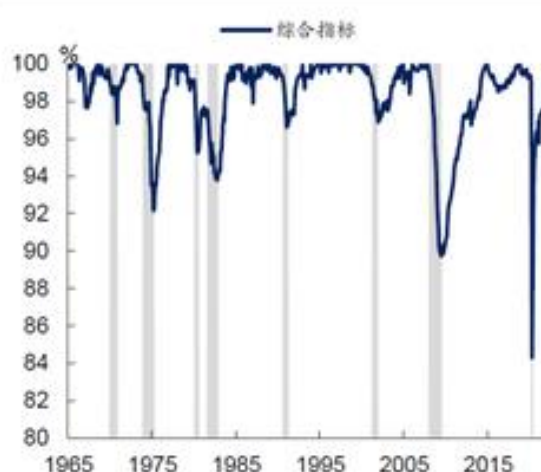
注: N 年期实际利率 = N 年期名义利率 - 过去 N 年平均通胀

图 4: 2022 年美联储不断下修经济增长预期



资料来源: FOMC、国海证券研究所

图 5: 美国经济综合指标展现韧性



资料来源: Fred、国海证券研究所

注: 具体构建方法参考《美国经济是否出现衰退迹象?》

2、美国通胀的三大症结

从 2022 年 3 月份美联储开启加息以来, 美国通胀展现出较为强劲的“黏性”。如果分别从 3 个月、6 个月以及 12 个月的美国核心 PCE 环比折年率来看, 不难发现, 首先, 核心通胀依旧高位运行, 其次, 最近 3 个月的 PCE 环比折年率略高于最近 6 个月的数据, 表明近期通胀回落速率有所放缓。

图 6：美国核心 PCE 环比折年率



资料来源：Wind、国海证券研究所

那么,美国通胀究竟为何迟迟难以快速消退呢?目前美国通胀有 3 大顽固症结:

1) 大宗商品价格仍在高位运行。今年 6 月份以来,大宗商品价格虽高位回落,但整体节奏相对温和。这使得目前以原油、食品为代表的大宗商品价格同比增速仍处于历史高位。背后折射出的是,以欧美为代表的全球需求

在短期内仍有一字初升

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_46589

