

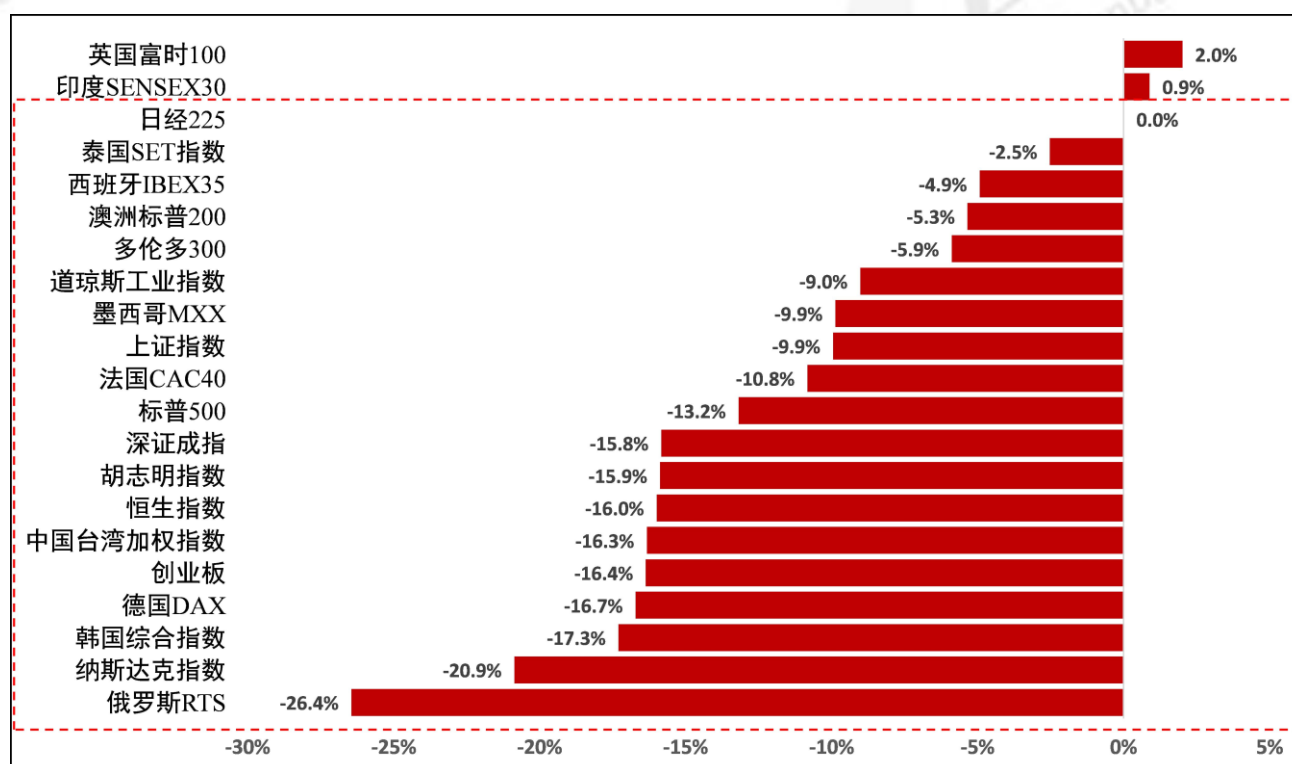


美国通胀已得到控制？ 过于乐观了



2022 年，全球金融市场低开低走。截至 2022 年 8 月 22 日，美国道琼斯指数下跌 9%，德国 DAX 指数下跌 16%，中国上证指数下跌 10%。不幸的行情，各有各的无奈。如果要为这惨淡行情的理由找一个交集，我想应该是美国通货膨胀。

图 1 全球金融市场走势（2022 年 1 月 1 日-2022 年 8 月 22 日）



数据来源：Wind。

在各个宏观经济指标中，通货膨胀原本是更容易预测的经济指标。以前很多宏观分析师可以把月度的 CPI 的预测精确到小数点后两位。最主要的原因是过去通胀的供给端非常稳定。发达经济体有长期停滞的风险，全球经济存在大量闲置产能。研究者只需要把握需求端的变化，就可以准确预测通货膨胀的变化。

然而，2020 年之后，在新冠疫情、乌克兰危机、地缘冲突等多重因素影响下，供给端的扰动突然加剧。原本胸有成竹的通胀预测开始出现了巨大的方差，甚至有方向上的偏离。美财长耶伦罕见承认误判通胀走势：“我对通胀走势的判断是错误的。意料之外的巨大冲击推高了能源和食品价格，供应链瓶颈严重影响美国经济。我对此未能完全理解。”美联储主席鲍威尔也表示：“我们清楚地认识到我们对通胀知之甚少。”

当一个非常重要的经济指标的前景突然变得模糊不清，政策的艺术性就体现出来了。格林斯潘时代强调政策的模糊性，认为抑制通胀过程中，必须通过快速加息，让市场胆怯退缩，这样在后期反而不需要进一步紧缩。伯南克时代，美联储强调前瞻性指引，希望熨平投资者预期。

现在美联储似乎又重新回到了格林斯潘时代，开始和华尔街斗智斗勇。8 月初，华尔街对市场的预测认为，6 月是美国通胀的顶点，7 月已经开始下行，下半年平均通胀 4.85%，2023 年通胀即将回落到 2%。也就是说，从明年开始，美联储会开始重新进入到降息通道。这让大家对股市再度变得非常乐观。然而，如果这种情绪持续下去，美联储为放慢经济增长所做的大量艰苦努力就会变得徒劳。

图2：投资者似乎预计通胀率在2023年将恢复至疫情爆发前接近2%的水平

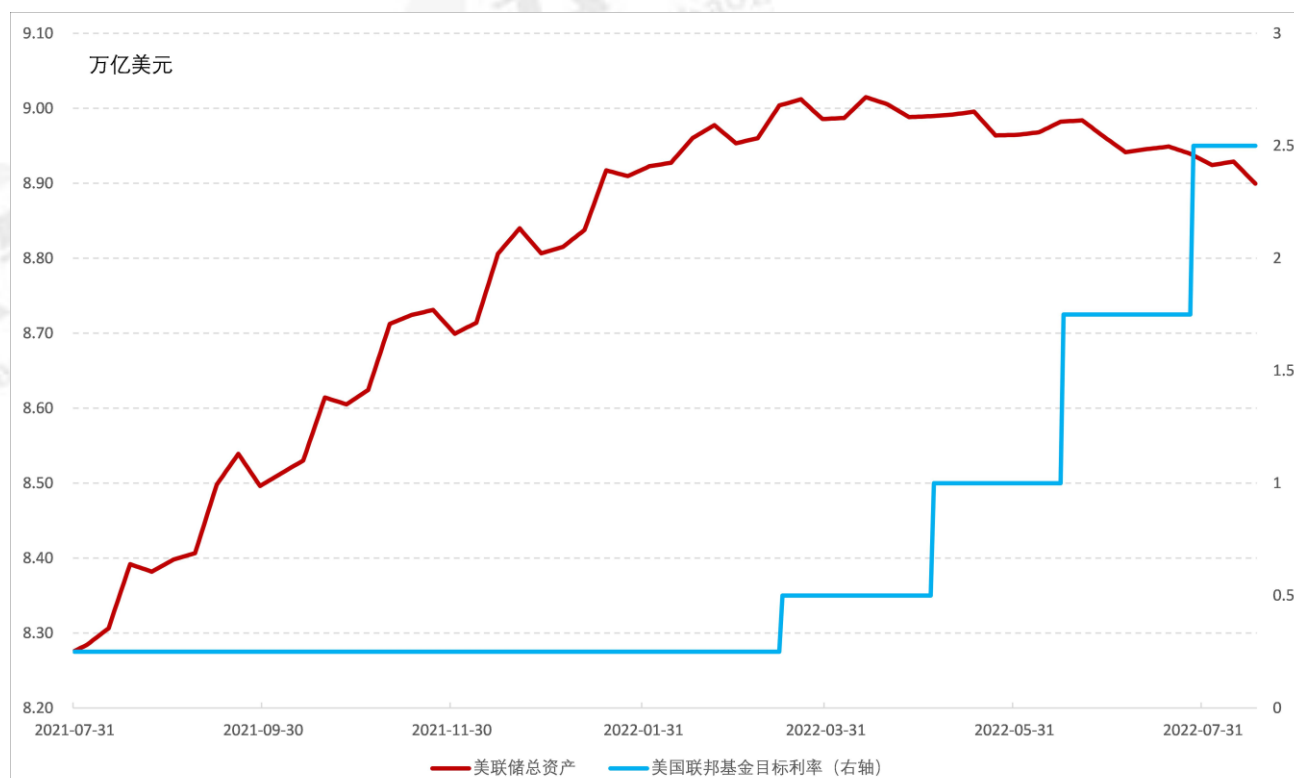


数据来源：芝加哥商品交易所。

美联储缩表不及预期是华尔街乐观的原因之一。在激进加息的表面下，美联储 6-7 月的缩表进度仅为原先计划的 20%。这让一些投资者怀疑美联储到目前为止是否在执行缩表计划，尤其是否会抛售 MBS。这也是华尔街乐观的主要原因。

然而，8 月 17 日公布的美联储会议纪要显示，美联储计划从 9 月份开始把缩表速度加快一倍。美国国债和抵押贷款支持证券(MBS)的每月缩减上限将分别升至 600 亿美元和 350 亿美元。这种速度的缩表前所未见，导致华尔街的分析师无法建模分析。此刻，乐观和悲观的预期同时存在，市场波动开始大幅上升。美联储与华尔街的博弈进入新的“深水区”。

图 3 美联储缩表与加息



数据来源：Wind。

通货膨胀是这场博弈最重要的风向标。当通胀低于预期，华尔街认为美联储不会快速缩表，资本市场加速反弹。当通胀高于预期，美联储则会进一步提升加息缩表力度，此时资本市场又会重新下跌。这其中比较重要的一个分歧是：华尔街并不能完全捕捉美联储心目中对未来通胀的预期，除非整体通胀从供需两端都呈现显著的下行态势。

也就是说，在通胀进入快速下行通道之前，美股会一直处于剧烈波动中。

究竟如何预测美国通胀？我们可以把美国通胀分解为三个部分：第一部分与房租相关，大概占比三分之一。第二部分与油价相关的组成部分，

大概占比 20%。第三部分与其他服务业价格相关，占比略高于三分之一。

其中，房租的走势显著滞后于房价，房价上升带动房租上行。油价由于存在乌克兰危机的影响，存在较大的不确定性。服务业价格和就业相关，主要取决于非农人数增长的速度，这与美国衰退程度相关。

这三个组成部分中，房租的走势相对容易确定，下面我们先抓住房租这条主要线索，做一些相对比较细致的分析，看看能否见微知著。

住房租金是美国 CPI 的重要组成部分。美国 CPI 分项中，与住宅相关的支出大约占 42%，具体包括住房租金(33%)、燃料(4.5%)和家具(4.9%)。其中，住房租金占 CPI 比重大约三分之一。住房租金包括主要居所租金和业主等价租金。主要居所租金是租户付出的真实房屋租金。业主等价租金可以被视为虚拟租金，衡量的是房屋持有人如果租住类似房屋需要付出的租金，美国劳工统计局通过计算可比住宅的租金价格，得到业主等价租金的估计值，一般主要居所租金和业主等价租金走势基本一致。

美国的房价与房租涨幅之间存在先后关系，CPI 住房租金项的统计方

资料来源：数据来自统计局、国家统计局、国家统计局、国家统计局、国家统计局

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_45536

