



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#衰退启示录系列

《如何追踪和判定美国经济衰退? ——衰退启示录#1》

《美国消费数据中的衰退密码——衰退启示录#2》

慎言通胀顶，勿觉衰退浅

衰退启示录#3

投资要点:

- **核心观点。**慎言通胀顶，勿觉衰退浅。下轮衰退或来得会晚，但幅度或不会浅。在长期总供给收缩的背景下，供需向均衡水平的恢复势必意味着通胀下行之路道阻且长，考虑到美联储货币政策效果的滞后影响以及当前仍然被动且滞后于曲线的政策立场，后续美国将会陷入漫长的紧缩货币政策周期与滞胀经济周期，而从滞胀到衰退周期的切换将是短暂的，衰退之后，为了预防通胀再度抬头，美国将难以再度祭出 2020-2021 年的史诗级财政+货币政策刺激大礼包，因此，美国经济大概率将陷入更长久的停滞，而非再度走出一轮“美银美林电风扇”行情周期。
- **风险提示：**美国通胀彻底失控，美联储被迫采取更为激进的紧缩货币政策，进而带来全球宏观流动性的大幅收紧，离岸美元市场面临枯竭。新的变种毒株的出现或类似的疫情冲击，引发防疫政策升级，进而深化全球宏观经济的滞胀格局。

内容目录

1. 慎言通胀顶	5
2. 勿觉衰退浅	8
3. 风险提示	11

图表目录

图 1：美国 CPI 同比增速	5
图 2：美国金融条件指数	5
图 3：美国 CPI 同比增速与四大分项同比贡献率	6
图 4：美国 CPI 与弹性、黏性分项同比增速	6
图 5：美国 CPI 与截尾 CPI 同比增速	6
图 6：不同环比增速假设下的美国 CPI 同比增速预测	7
图 7：美联储通胀框架逻辑传导图	8
图 8：美国 PCEPI 及三大分项同比增速	9

衰退启示录系列报告中，我们将美国经济衰退的分析就**因素**（货政、财政、周期）、**顺序**（先行→同步→滞后指标）与**要素**（交易要素：概率、时点、幅度，确认要素：深度、广度、久期）三个维度进行展开。本系列的首篇报告《如何追踪和判定美国经济衰退？——衰退启示录#1》中，我们从确认要素（深度、广度、久期）出发，就判断美国经济是否陷入衰退提供了一揽子经济指标参考，并罗列了三个由先行指标编制的领先指数，用于预判经济衰退的**时点与幅度**。本系列的第二篇报告《美国消费数据中的衰退密码——衰退启示录#2》中，我们将美国个人消费支出（*Personal Consumption Expenditure, PCE*）从量价关系（名义值、实际值、PCE 价格指数）与消费结构（366 个消费分项）两个维度进行拆解，发现了其中蕴含的替代效应（过度购买耐用品积压对相应服务消费需求构成永久性抑制）或意味着美国经济后续更大**幅度**的衰退。

本篇为衰退启示录的第三篇，这次我们要讨论的不是短期市场所关注的 8 月通胀与非农如何，9 月 FOMC 会议将加息多少、点阵图又如何指引未来预期，也不是像本系列的前两篇报告一样，通过精确量化的模型来跟踪和判断衰退概率，或是对个人消费支出数据做细致颗粒度的拆解分析。本次我们将讨论一个更长期也更重要的问题——

下轮美国经济衰退的**幅度**。

我们认为，**下轮衰退来得会晚，但幅度不会浅**。在长期总供给收缩的背景下，供需向均衡水平的恢复势必意味着通胀下行之路道阻且长，考虑到美联储货政效果的滞后影响以及当前仍然被动且滞后于曲线（*Behind-the-Curve*）的政策立场（8 月 *Jackson Hole* 上 Powell 仍然表示 9 月 FOMC 会议是否加息 75bps 完全取决于数据），后续美国将会陷入漫长的紧缩货政周期与滞胀经济周期，而从滞胀到衰退周期的切换将是短暂的，衰退之后，为了预防通胀再度抬头，美国将难以再度祭出 2020-2021 年的史诗级财政+货政刺激大礼包，因此，美国经济大概率将陷入更长久的停滞，而非再度走出一轮“美银美林电风扇”行情周期。

正如瑞士信贷分析师 Zoltan 在 8 月 1 日的报告<*War and Interest Rates*>中论述的，美国需要一场“L”型的衰退。这场“L”型的衰退由两部分组成：先是“|”型的自由落体，然后是“_”型的停滞（相对于滞胀而言的词汇比较：*stagnation, as in stagflation*）。

本篇报告第一部分的标题为“慎言通胀顶”，我们将讨论为何要对“美国通胀见顶”的观点多保持一份谨慎，这也延伸出我们的另一个观点——不要对美联储将会较早开启降息周期抱有太多期待。报告第二部分的标题为“勿觉衰退浅”，我们将讨论为何我们觉得下轮滞胀是漫长的、衰退的幅度是深度的，而当前市场对这些的交易尚未跳脱出过去 30 年“低通胀、低利率、低波动”的旧范式。

1. 慎言通胀顶

5月公布的4月美国CPI同比增速录得+8.3%，较3月8.5%的前值出现回落，彼时市场充斥着“通胀见顶、加息预期见顶”的噪音。在5月24日的报告《本轮加息预期见顶了么？——FedNote#7》中我们已指出，加息预期尚未见顶，美联储货币政策紧缩的交易或卷土重来，尤其是通胀风险的再度发酵对“通胀-紧缩”逻辑的二次强化。随后，5月CPI同比+8.6%、6月CPI录得+9.1%，“通胀见顶论”的噪音暂告一段落……

……直到美国劳工部公布7月CPI同比增速录得+8.5%。在这次公布的一揽子CPI数据中，同比与环比、整体与分项数据全部逊于预期0.2%。

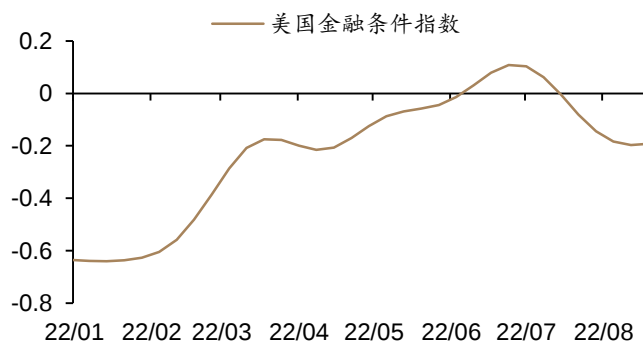
“通胀见顶论”又复活了，伴随着对经济衰退更大的担忧，Fed Put的交易这次更加剧烈，市场认为美联储最紧缩的时刻已经过去，卖“通胀-紧缩事实见顶”、买“衰退-宽松预期升温”的交易自7月重启，美国的金融条件指数一度向宽松回落……

图1：美国CPI同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

图2：美国金融条件指数



资料来源：FRB，德邦研究所，数据大于零表明金融环境较均值更紧

……直到三盆冷水相继泼来。

第一盆冷水来自瑞信分析师 Zoltan 于 8 月 1 日的报告。文中 Zoltan 说到，“可能因为我没有博士学位，不懂为何通胀已经见顶了，为什么它不能变得更高呢？”

Maybe because I do not have a PhD degree, but I don't see why inflation is about to peak. Why can't it go higher from here?

第二盆冷水来自“鹰王”Bullard 于 8 月 19 日接受 WSJ 采访时对通胀的点评，他认为当前数据并不支撑通胀见顶，这不过是美好的希冀罢了，并预计通胀会比大部分华尔街机构想象的更持久。

The idea that inflation has peaked is a hope, but it's not statistically really in the data at this point…… (expects high inflation) to prove more persistent than what many parts of Wall Street think.

第三盆冷水来自美联储主席 Powell 于 8 月 26 日 Jackson Hole 会议上的发言。在提及通胀时，Powell 表示尽管 7 月较低的通胀数据是受欢迎的，但单月的改善远未达到委员会需要看到的能确信通胀下行的水平。

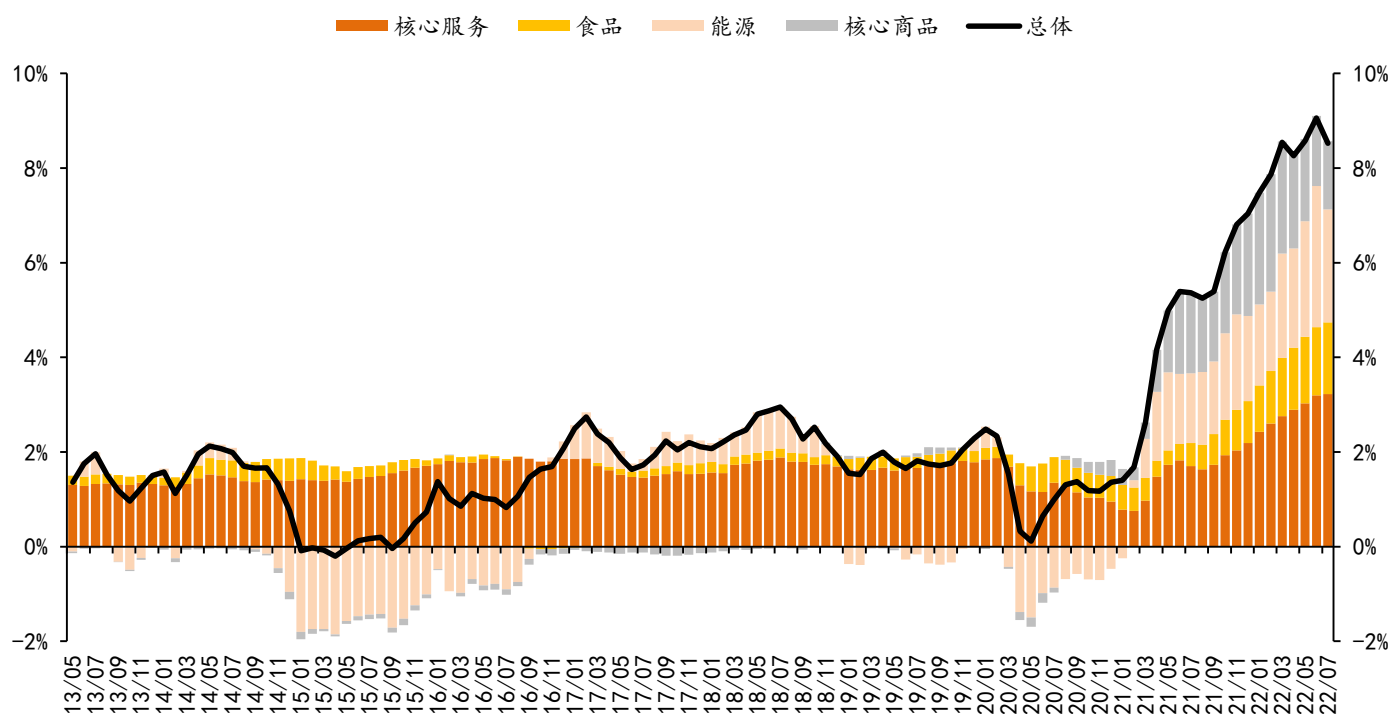
While the lower inflation readings for July are welcome, a single month's improvement falls far short of what the Committee will need to see before we are

confident that inflation is moving down.

为何认为通胀尚未见顶？这或许并不单纯来自于被 5、6 月 CPI 读数连续“打脸”而获得的肌肉记忆。如果将 CPI 的分项结构拆开即可发现，为什么单月数据的改善不足以让美联储确信通胀回落了。

密码藏在通胀结构之中。

图 3：美国 CPI 同比增速与四大分项同比贡献率



资料来源：彭博，德邦研究所

7 月 CPI 同比+8.5%，主要受能源（2.98%→2.39%）与核心商品（1.48%→1.44%）两个项目贡献度回落所带动。与此同时，食品服务&商品（1.45%→1.52%）与核心服务（3.19%→3.22%）两个项目的贡献度仍在上行。能源与核心商品通胀加速下行固然是好事，但这二者现在已经不是美国通胀未来路径的主要决策变量了。现在问题的焦点在于食品与核心服务通胀何时会出现拐点。因为能源、食品商品、核心商品通胀是弹性的，而食品服务与核心服务则是黏性的。弹性的下行可来自供给侧修复（如果有的话），而黏性的下行需要破除路径依赖。

图 4：美国 CPI 与弹性、黏性分项同比增速

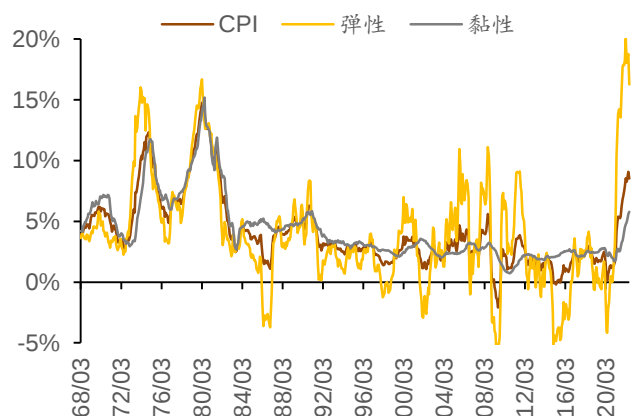
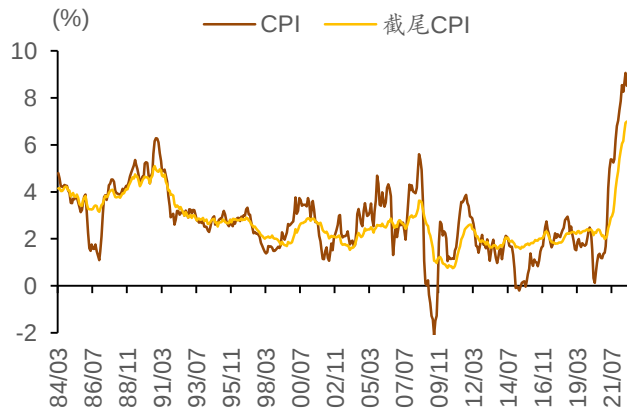


图 5：美国 CPI 与截尾 CPI 同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

资料来源：彭博，德邦研究所

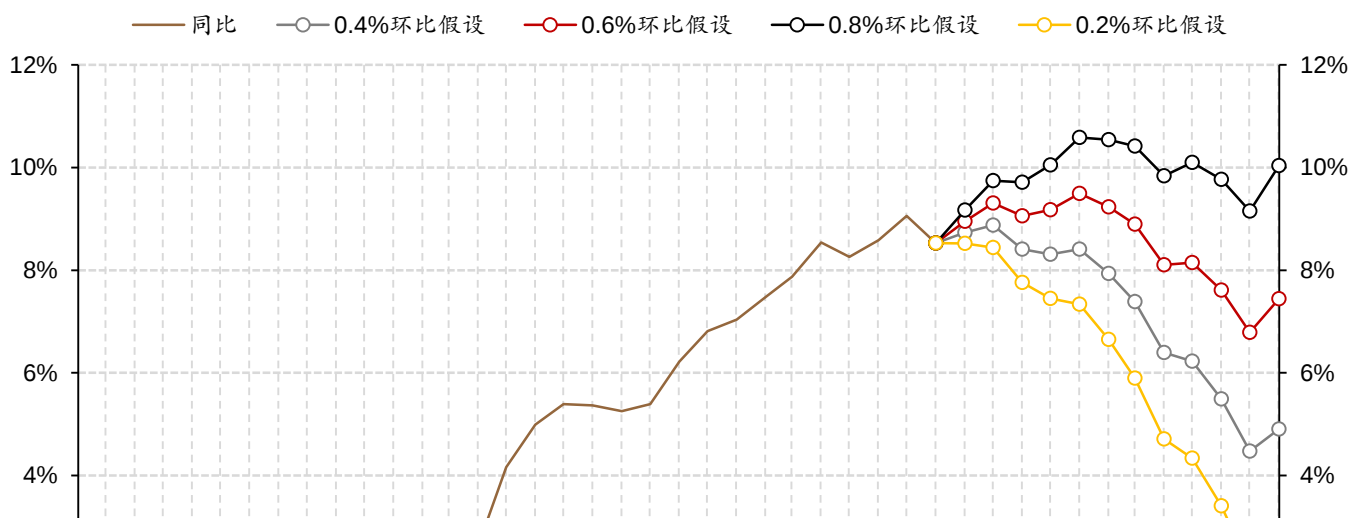
美联储将 CPI 分项按照价格变动频率划分为弹性与黏性，前者为价格变动频次较快的项目，在 CPI 中权重占比约 25%，后者为价格频次变动较慢的项目，权重占比约 75%。弹性 CPI 已自 3 月的+20%回落至+16.3%，但黏性通胀却从 2021 年 7 月 2.52%的低点一路升至今年 7 月的+5.77%，且尚未出现筑顶迹象。

如果没有黏性通胀的上行，那么今年剧情的发展可能是：在供应链加速修复（我们先假定这是真的）与高基数效应的利空影响下，美国 CPI 的同比增速在弹性通胀的回落下，开启一轮镜像式下跌——去年怎么涨上来，今年就怎么跌下去。

但黏性通胀开启上行后，将导致三个问题：

- ① 黏性与弹性占比是大概为 3:1，这意味着弹性通胀需要 3 倍速的下行才能对冲掉黏性通胀 1 倍速的上行，才意味着 CPI 同比增速可以保持在当前高位震荡，而非是继续上行；
- ② 如果黏性与弹性通胀持续处在这种紧博弈的状态中，那么下半年的美国 CPI 大概率处在高位震荡的过程中。我们无法精确描绘远月通胀路径，但可以按照不同环比假设进行推演。推演显示，就算今年余下月份所有的 CPI 环比都按照+0.2%进行，那到今年 12 月，CPI 同比增速也还会处在+7.33%的高位；

图 6：不同环比增速假设下的美国 CPI 同比增速预测



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_45726

