

海外聚焦：通胀不降，加息不止

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

2 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

3 宏观专题 20220502：关于缩表，需要担心什么？

4 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？

5 宏观专题 20220526：疫情后居民财富有何变化？

6 宏观专题 20220608：加征关税取消，美国通胀能回落多少？

7 宏观专题 20220623：居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

8 宏观专题 20220705：美国通胀还会上行么？

9 宏观专题 20220722：关税一旦取消，出口提振多少？

10 宏观专题 20220723：退税和减税，有什么不同？

11 宏观专题 20220809：欧洲有多难？会向何处去？

12 宏观专题 20220813：灵活就业如何反映经济周期？

投资要点

- **深度聚焦：通胀不降，加息不止**
- **通胀目标大于一切。**鲍威尔在本次全球央行会议的发言中阐明了美联储的首要目标：在降低通胀上将不惜代价、不遗余力，直到通胀回到2%的目标范围，而包括劳动力市场在内的一切其他政策目标都需为降低通胀让步。下个月最需要关注的仍是8月CPI数据。
- **通胀回落确认仍需时间。**虽然7月通胀数据有所好转，但单月数据难以反映真实趋势，因此联储仍需观察后续走势才能确认通胀持续回落。降低通胀必须牺牲经济。在治理通胀的过程中，经济增长会放缓且劳动力市场会疲弱受损，但这是压低通胀的必要代价。终端利率将更高。鉴于历史上过早的放宽政策带来严重后果的经验教训，鲍威尔表示联储此次不会重蹈覆辙，暗示终端利率或将更高。
- 鲍威尔在演讲后半段谈到了治理通胀历史上的三个经验教训。**第一、央行有能力且应当为通胀稳定负责。**联储的政策工具理论上只能在需求端发力，通过压低需求来匹配当前的供给。**第二、通胀预期决定了未来通胀路径。**鲍威尔指出，通胀会因为预期而自我实现。目前，所有经济活动都聚焦在高企的通胀上，这也就无形中带来了高通胀预期自我实现的极大风险。**第三、通胀不降，加息不止。**鲍威尔最后回顾了上世纪80年代美联储数次抗击通胀的失败案例，并指出加息不坚定无法治理通胀，只有长期且严格的紧缩政策才能使得通胀得以控制。
- **疫情：国内疫情波及范围扩大，多国疫情持续好转。**截至8月25日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超2700例和17万例。除我国港澳台地区外，现存2690个中高风险地区。年内全球新冠死亡数已达百万。日本拟放宽入境政策。日本将放宽每日入境人数限制至5万人，并考虑取消所有入境旅客需提交阴性新冠病毒检测结果的要求。疫苗公司加快研发推广。世卫组织免疫战略咨询专家组主席克拉维奥托表示，第四剂新冠疫苗应仅面向风险人群，而非所有人。多国推出猴痘应对措施。
- **海外：美联储集体放鹰，美国PCE同比增速放缓。**美联储鲍威尔在全球央行会议上表示，联储将坚定的保持紧缩政策，直到通胀回到2%，包括劳动力市场在内的一切其他政策目标都需为降低通胀让步。白宫下调GDP预期。美国多地受干旱高温夹击。欧央行公布7月会议纪要。大多成员认为，在货币政策正常化的道路上采取进一步措施是适当的，支持传导保护工具，欧洲央行将关键利率上调50个基点是合适的。多国应对能源价格飙升。英国制造业PMI暴跌。美欧日制造业PMI普遍下跌。美国PCE同比增速放缓。个人收支继续增加。美国商务部表示，7月份个人收入增加主要是因为工资上涨，相比之下，业主收入、个人租金收入以及个人经常转移收入出现下滑。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 深度聚焦：通胀不降，加息不止	- 4 -
2. 疫情：国内疫情波及范围扩大，多国疫情持续好转	- 6 -
3. 海外：美联储集体放鹰，美国 PCE 同比增速放缓	- 10 -

图表目录

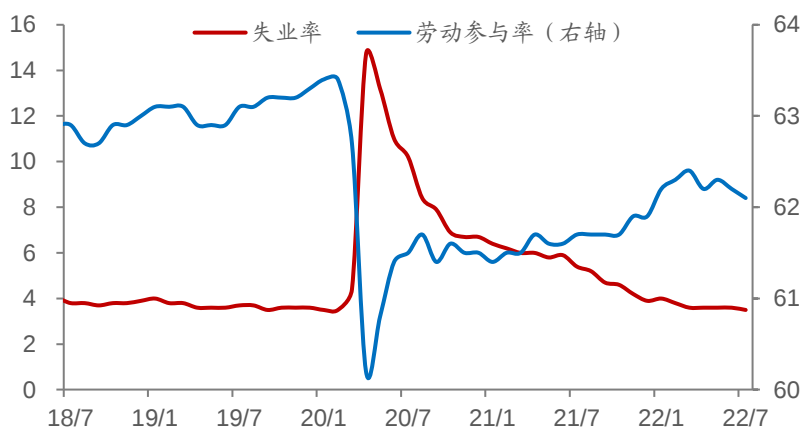
图表 1: 美国失业率与劳动参与率 (%)	- 4 -
图表 2: 美国 CPI 同比拆分 (%)	- 4 -
图表 3: 市场预期联邦基准利率水平 (%)	- 5 -
图表 4: 加息对通胀的影响路径.....	- 5 -
图表 5: 美国密歇根通胀预期回落 (%)	- 6 -
图表 6: 中国大陆及港澳台地区每日新增感染 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 7: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 8: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 9: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 8 -
图表 10: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 11: 各经济体人口流动情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 12: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 9 -
图表 13: 各经济体每日新增确诊猴痘病例数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 14: 各经济体制造业 PMI (%)	- 11 -
图表 15: 美国 CPI 和 PCE 同比增速 (%)	- 12 -

1. 深度聚焦：通胀不降，加息不止

在过去的几个月的时间里，美国金融市场曾先后但不限于炒作“通胀放缓表示货币也将放松”、“经济衰退指向明年初降息”以及“中期选举导致联储承压放松”等热点，其实质是仍不认可或不相信一个真正的鹰派联储。在面对各种反向解读以及加息路径公众预期仍不统一的情况下，鲍威尔最终在全球央行会议上“摊牌”了。

通胀目标大于一切。鲍威尔在本次会议的发言中以简练的语言和明确的态度，阐明了美联储的首要目标：**在降低通胀上将不惜代价、不遗余力**，直到通胀回到 2% 的目标范围，**而包括劳动力市场在内的一切其他政策目标都需为降低通胀让步**。高企的通胀会破坏经济的平衡，尤其会损害长期劳动力市场。未来非农数据不论是好是坏，都不再会是决定联储加息的关键因素，下个月最需要关注的仍是 8 月 CPI 数据。

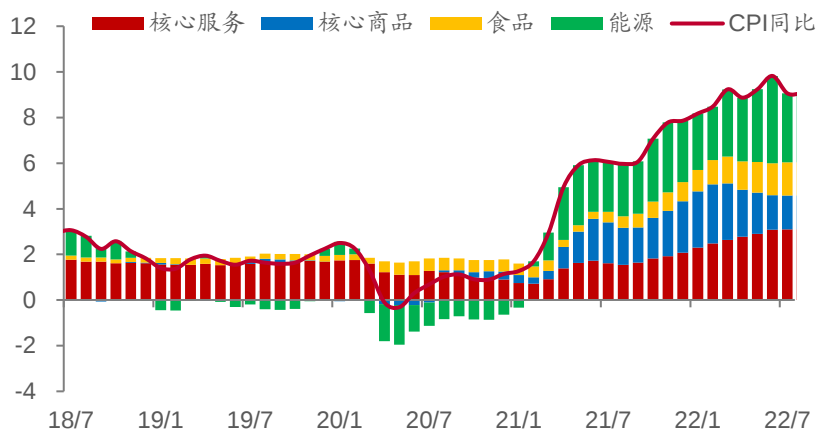
图表 1：美国失业率与劳动参与率 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

通胀回落确认仍需时间。鲍威尔表示联储将坚定的保持紧缩政策，直到通胀回到 2%，虽然 7 月通胀数据有所好转，但单月数据难以反映真实趋势，因此联储仍需观察后续走势才能确认通胀持续回落。所以未来即便美联储政策开始转向，也需要至少几个月的时间。

图表 2：美国 CPI 同比拆分 (%)

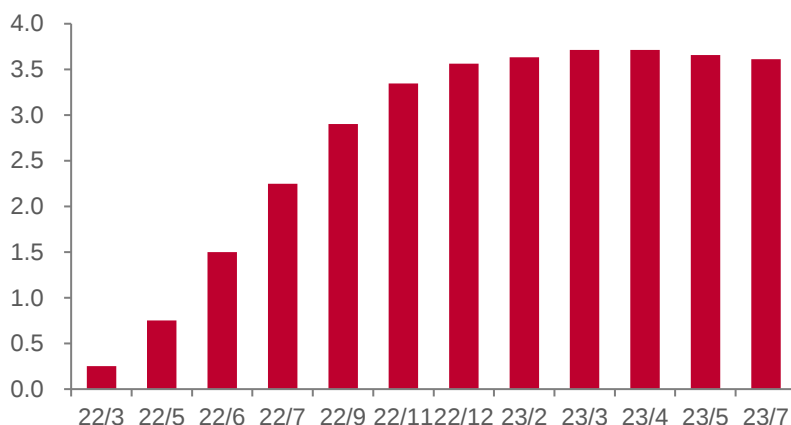


来源：WIND，中泰证券研究所

降低通胀必须牺牲经济。鲍威尔指出，控制通胀需要联储使用强有力的工具来修复供需缺口，而达到物价稳定这个目标仍需要一段时间。在治理通胀的过程中，经济增长会放缓且劳动力市场会疲弱受损，但这是压低通胀的必要代价。

终端利率将更高。6月美联储议息会议 SEP 对 2023 年末的终端利率预测略低于 4%，而鲍威尔表示，在 9 月的会议中，这一预期将会有所调整。鉴于历史上过早的放宽政策带来严重后果的经验教训，他表示联储此次不会重蹈覆辙，暗示终端利率或将更高。

图表 3：市场预期联邦基准利率水平（%）

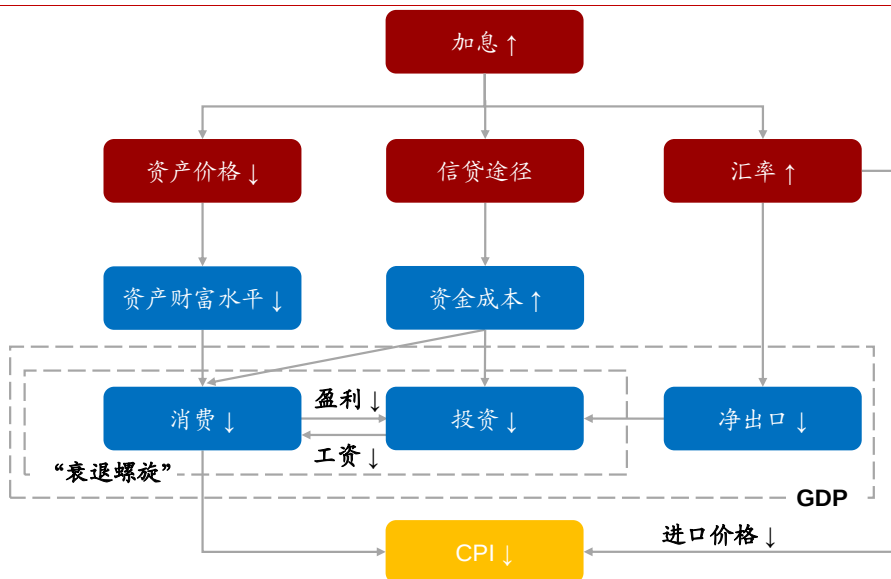


来源：CME，中泰证券研究所

鲍威尔在演讲后半段谈到了治理通胀历史上的经验教训。他认为有三个经验教训最为重要。

第一、央行有能力且应当为通胀稳定负责。美国本土通胀主要由过高的需求和受限的供给导致。他指出，联储的政策工具理论上只能在需求端发力，通过压低需求来匹配当前的供给。

图表 4：加息对通胀的影响路径

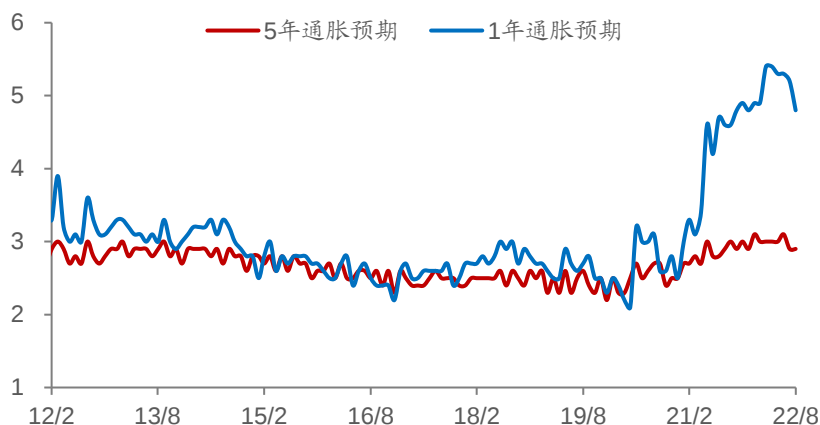


来源：FED，中泰证券研究所

第二、通胀预期决定了未来通胀路径。鲍威尔指出，通胀会因为预期而自我实现。以上世纪 70 年代为例，随着通胀的不断地爬升，人们也预期未来的通胀会更高，这使得企业和家庭的所有经济决策都必须考虑更高通胀的潜在影响。目前，所有经济活动都聚焦在高企的通胀上，这也就无形中带来了高通胀预期自我实现的极大风险。

第三、通胀不降，加息不止。鲍威尔最后回顾了上世纪 80 年代美联储数次抗击通胀的失败案例，并指出加息不坚定无法治理通胀，只有长期且严格的紧缩政策才能使得通胀得以控制。这次联储将坚定加息以治理通胀，直至通胀降至目标水平。

图表 5：美国密歇根通胀预期回落（%）

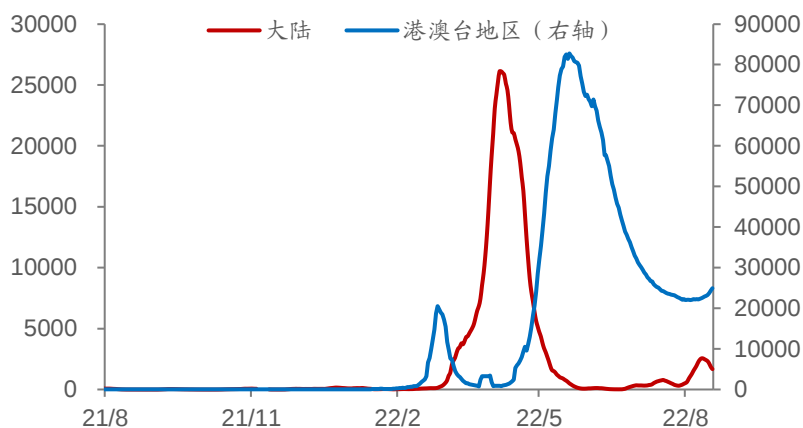


来源：WIND，中泰证券研究所

2. 疫情：国内疫情波及范围扩大，多国疫情持续好转

国内疫情波及范围扩大。截至 8 月 25 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 2700 例和 17 万例。除我国港澳台地区外，现存 2690 个中高风险地区。本轮疫情日增感染者人数有所下降，但分布在 26 个省市，波及范围较广。海南三亚疫情防控形势趋好，海口等 7 个市县经评估，已实现高质量社会面清零目标。西藏疫情仍处高位平台期，社会面筛查病例数较多，提示疫情仍有较高的社会面传播风险。新疆伊犁本次疫情的病毒为奥密克戎变异株 BA.5.2 进化分支，传染性强、传播扩散快，呈现隐匿传播和家庭聚集性。国家卫健委科教司监察专员刘登峰表示，科技创新从迅速确定病原、快速研发系列诊断产品、研制并量产疫苗和人才队伍建设等方面助力我国疫情防控。

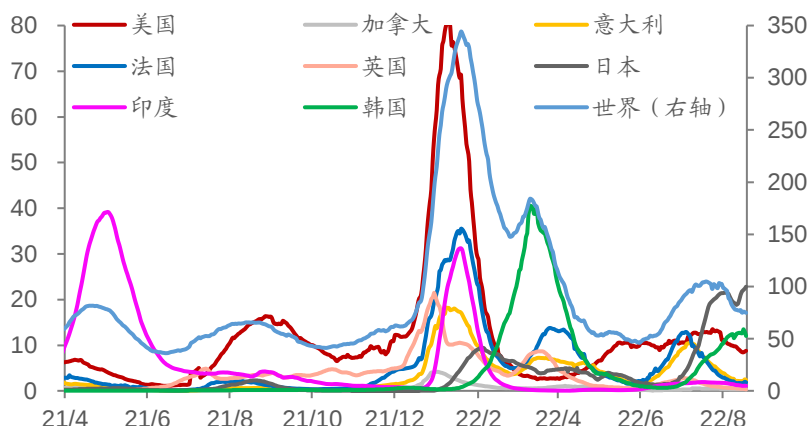
图表 6：中国大陆及港澳台地区每日新增感染（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

多国疫情持续好转。截至 8 月 25 日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 523 万，相较前一周小幅下降 3.7%。欧洲本周新增约 120 万，较上周下降 14.7%。本周意大利、法国和日本新增确诊逆势上升。意大利本周新增约 16 万例，较上周上升 8.1%。法国本周新增约 13 万例，较上周上升 12%。日本本周新增约 159 万例，较上周上升 21.2%。

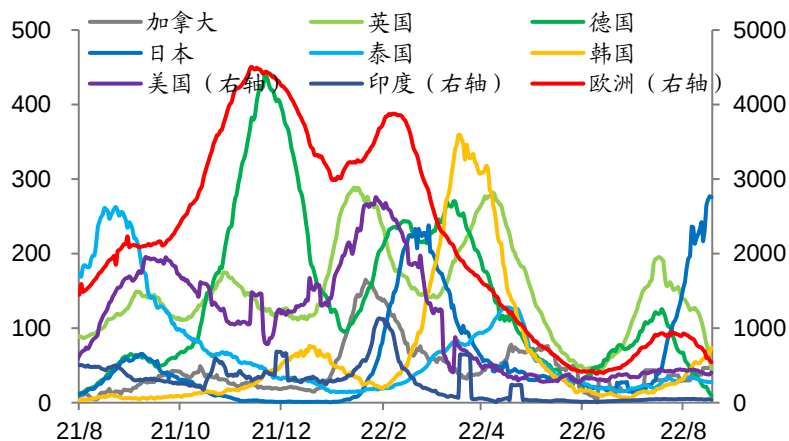
图表 7：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



来源：CEIC，中泰证券研究所

年内全球新冠死亡数已达百万。截至 8 月 25 日，全球新冠肺炎一周新增死亡病例 14000 余人，较上周下降 8.8%。欧洲一周新增死亡 3700 余人，较上周大幅下降 27.3%。本周，亚洲多个国家新增死亡人数持续上行。日本本周新增死亡约 1900 例，相较上周上升 18.4%。韩国本周新增死亡约 500 例，相较上周大幅上升 39.5%。

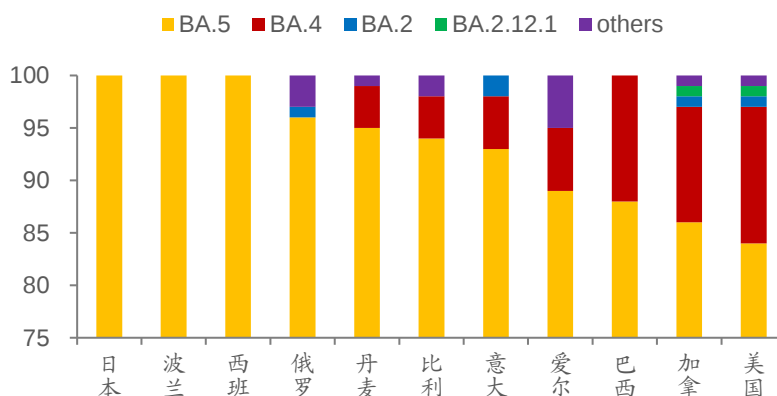
图表 8: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

我国多地报告 BA.2.76 变异株。据西藏自治区疫情防控工作新闻发布会通报, 拉萨市本轮疫情感染毒株确认为奥密克戎 BA.2.76, 为我国首次报告 BA.2.76 变异株。此后, 厦门、温州、广州等多地陆续报告发现该种毒株, 广州市疾控中心提醒, 近期国内各地已经报道多起奥密克戎 BA.2.76 进化分支通过各类交通工具造成传播, 说明此进化分支具有更强的隐匿传播能力。德尔塔毒株也在不断变异, 亚种病毒 AY.4.2 开始在英国传播, 但英国遗传学研究所所长巴洛克斯表示, 变异株 AY.4.2 的发病率较低, 传播率虽然高, 但也只是导致少量的病例增长, 所以无需慌张。

图表 9: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)



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_45727

