

2022年09月26日

专题研究

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001

jiny01@ghzq.com.cn

联系人: 周子凡 S0350121010075

zhouzf@ghzq.com.cn

三个逻辑看美国通胀拐点

——2022年海外经济观察系列（六）

相关报告

《——探秘利率中枢（二）：利率下行还有多少空间？*靳毅》——2022-09-20

《2022年区域城投面面观系列（三）：从土地市场看安徽城投*靳毅，姜雅芯》——2022-09-16

《——探秘利率中枢（一）：利率还有下行空间吗？*靳毅》——2022-09-16

《2022年区域城投面面观系列（二）：安徽省城投债务面面观*靳毅，姜雅芯》——2022-09-15

《2022年区域城投面面观系列（一）：安徽城投全景解析*靳毅，姜雅芯》——2022-09-14

- 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。

目录

1、 新“沃尔克时刻”	4
2、 美国通胀的三大症结	6
3、 通胀何时快速消退?	7
4、 风险提示	10

图表目录

图 1: 9 月份议息会议点阵图	4
图 2: CME Fed Watch Tool 隐含加息节奏	5
图 3: 9 月份议息会议前后各期限实际利率	5
图 4: 2022 年美联储不断下修经济增长预期	5
图 5: 美国经济综合指标展现韧性	5
图 6: 美国核心 PCE 环比折年率	6
图 7: 大宗商品价格高位运行	7
图 8: 美国房价领先房租价格 16 个月	7
图 9: 美国职位空缺率和离职率高企	7
图 10: 美国非农就业平均周薪增速	7
图 11: 全球加息央行占比领先欧美 PMI 15M	8
图 12: 欧美 PMI 与大宗商品价格增速高度相关	8
图 13: 高利率环境下, 购房需求已经出现衰退	9
图 14: Zillow 房租指数领先 CPI 房租通胀 6 个月	9
图 15: 住房市场指数领先美国失业率 12 个月	9
图 16: 美国劳动力薪酬指数	9

1、新“沃尔克时刻”

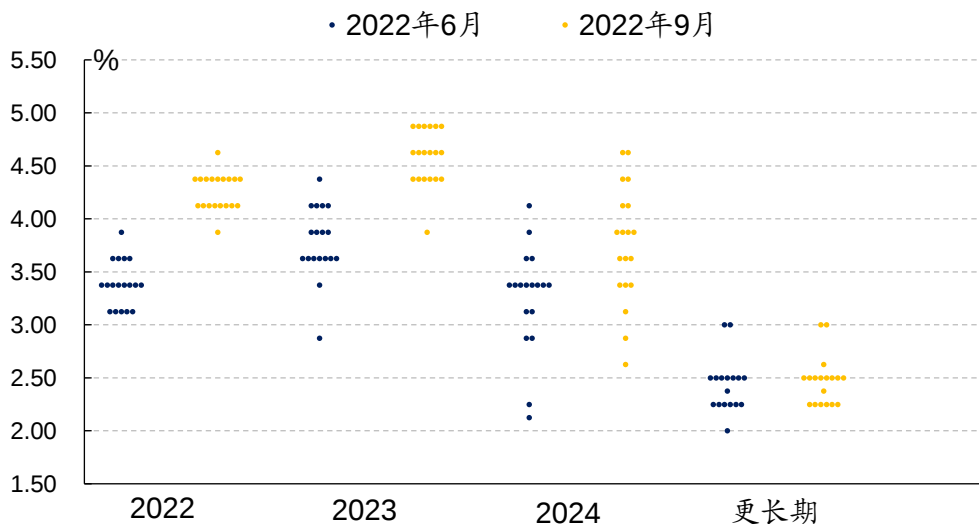
9月份美联储如期加息 75 BP，美债利率继续上破 6 月份 3.5% 高位。从美联储给出的经济前瞻指引来看，9 月份会议上美联储全线下调了包括年内的经济增长预期，上调了失业和通胀预期。除此之外，根据联储官员给出的点阵图显示，2023 年加息的可能路径或将联邦基金利率抬升至 4.6% 水平。

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：

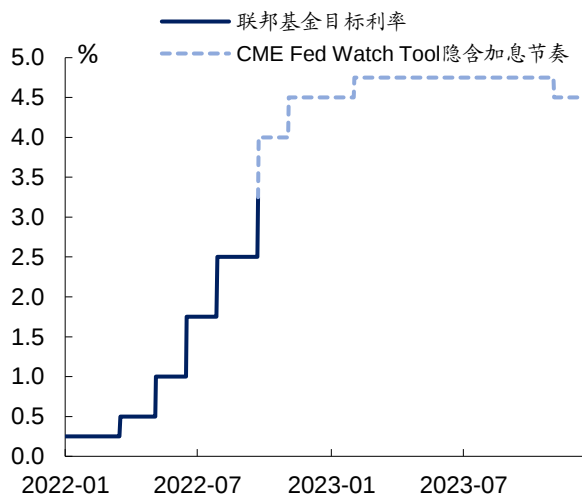
- 1) 没有明确回答何时减缓加息，表示未来可能会将利率维持在较高水平一段时间；

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。

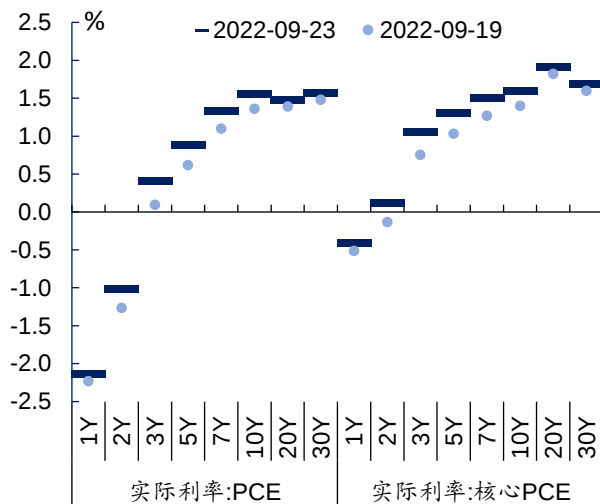
显然, 美联储已经做好准备“牺牲”经济, 以换取通胀快速下行。下阶段, 确定的是加息节奏, 宜快不宜慢; 而不确定的是加息的高点, 仍旧是“数据依赖”。在目前, 美国经济韧性犹存的格局下, 美联储加息的背后, 通胀才是主线, 那么通胀的拐点究竟何时到来呢?

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

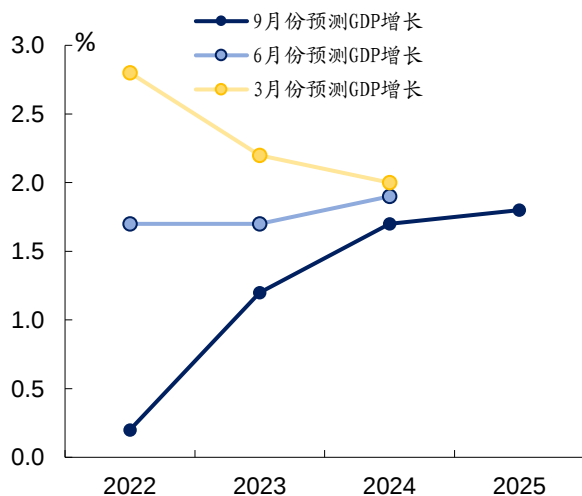
图 3: 9 月份议息会议前后各期限实际利率



资料来源: Wind、Fred、国海证券研究所

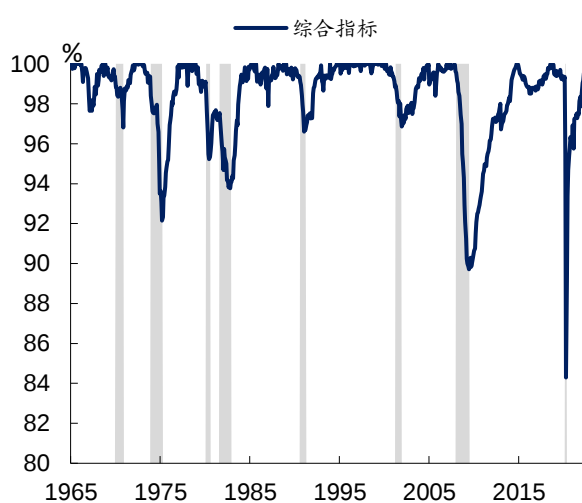
注: N 年期实际利率 = N 年期名义利率 - 过去 N 年平均通胀

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



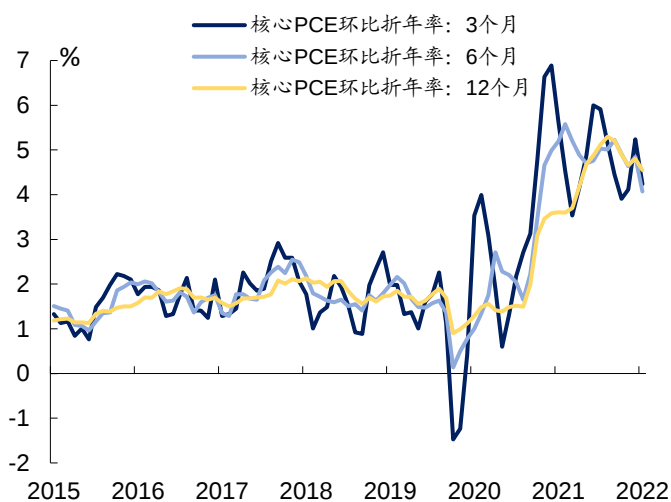
资料来源: Fred、国海证券研究所

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，在短期内仍有一定韧性。
- 2) 房租价格对核心通胀的持续输出。我们在《美国地产的“疯狂”周期》中曾经指出，疫情后，极低的利率环境，叠加“千禧一代”进入首套房购置年龄，美国地产开启新一轮“疯狂周期”。房价的上涨带动房租价格上行，而住所所在通胀构成中的占比超过了三分之一，因此，房租价格的持续上行已经成为当下美国通胀的“中流砥柱”。

图 7：大宗商品价格高位运行



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：美国房价领先房租价格 16 个月



资料来源：Wind、国海证券研究所

3) 招工难催生“薪酬通胀螺旋”。疫情以来，“供需不匹”的问题不仅仅存在于实体商品部门，劳动参与率的下降，使得美国就业市场也同样面临着供不应求的现象。

在此格局下，企业不得不通过加薪来吸引更多应聘者，同时也造成了许多劳动力出于改善薪资而离职寻求新工作的现象，因而进一步加剧了短期内的“摩擦失业”，从而支撑薪酬居高不下。

图 9：美国职位空缺率和离职率高企

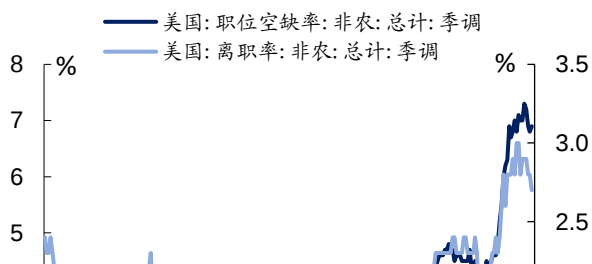
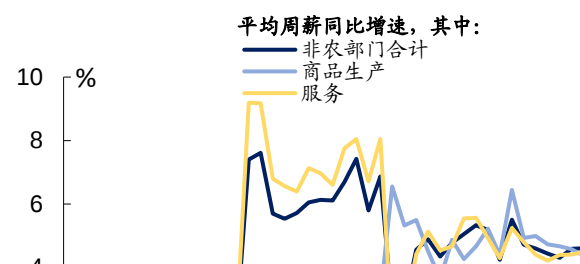


图 10：美国非农就业平均周薪增速



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_46420

