

探索美国通胀回归的路径

国投安信期货研究院

靳顺柔子

2022 年美国遭遇了近 40 年来最严重的通胀，迫使美联储开启了激进的政策收缩进程，对全球流动性和资产价格产生显著冲击。2022 年至今，美国通胀水平经历了大幅冲高到筑顶回落的运行脉络，美国经济逐步从类“滞胀”向“衰退”过渡，但通胀总体保持了韧性。而快速加息带来的美国经济停滞风险的累积在进入 2023 年之后随着银行业危机的爆发愈演愈烈，美国平衡各个政策目标的难度进一步增加，通胀回归的路径也变得更加复杂。本文旨在分析当前美国经济中的韧性与风险、拆解美国的通胀结构，并回溯过去一年多美国通胀演化的路径，进而对年内美国经济与通胀的演化路径进行展望。

一、美国经济的韧性与风险

2022 年四季度，虽然美国通胀同比增速处于拐头向下初期，但由于快速加息引发全球发达市场债市剧烈波动，其倒逼美联储放缓了加息速度，而进入 2023 年，虽然美国通胀同比增速继续向下，但经济和通胀的韧性让下行斜率一度不达预期，而以美国银行业危机为标志，快速加息又引爆了美国本土金融体系的问题，美国平衡各个政策目标的难度进一步增加，通胀回归的路径也变得更加复杂。

快速加息催化美国存量金融的压力。事实上，2022 年下半年以来，美国经济结构就出现失衡，即一方面制造业景气度相对低迷、另一方面服务业保持一定韧性。持续高水平的通胀和快速的紧缩导致消费信心指数、PMI 以及股市估值承压，就业和薪资增速则保持韧性。前者令加息周期的风险不断累积，后者是延续加息周期的客观条件。这种经济结构上的分化实际上对应了美国在金融结构和金融体系上的分化。虽然美联储快速加息带给债市一定压力，但在美国金融结构中，信贷仍然较为强劲，这也支撑了美国消费服务的韧性。

从传统货币政策框架的角度来看，如果就业保持一定韧性，且通胀数据没有降低到

合意水平，那么压降通胀就仍是货币政策的首要目标。不过，这种持续紧缩的前提条件是美国存量金融体系的稳定。在快速加息与缩表的推进下，3月爆发的美国银行业危机表明存量金融体系稳定的边界被触碰。债券市场的压力和银行体系存款端的压力共振，导致硅谷银行和其他中型银行出现挤兑和流动性问题。金融体系的分化有向共振发展的趋势，金融体系的去杠杆有向实体经济传导的迹象。如果说2022年四季度美联储加息触碰到了美元离岸金融体系稳定的边界，那么以美国银行业危机为标志，美联储的快速加息则触碰到了美国在岸金融体系稳定的边界，紧缩的天花板进一步显现。

图1 显示美国管理通胀的诉求对于能源价格幅产生明显抑制 图显示快速救助银行业与 OPEC+ 减产促使通胀预期反弹



多重目标的兼顾为美联储管理通胀加大难度。美国银行业危机爆发后，美联储和美国财政部进行了快速且及时的救助。虽然金融体系经历了短暂的冲击，但很快平稳下来，其向实体经济也只进行了有限的压力传导。这意味着通胀的降温也是缓慢的，3月中下旬短暂解除担忧后，4月通胀预期再度反弹。在此过程中，OPEC+4月的联合减产贡献了一定力量。同时，经济韧性带来Markit PMI分项中价格指数更大幅度反弹的现象仍然存在，进入4月中旬，随着美国银行业危机的缓解，美联储再度向管理通胀的目标转换，市场明确定价5月加息25BP，且年内降息的幅度收窄。

二、2022年—2023年一季度美国通胀演化路径回溯

2022年美国遭遇了近40年来最严重的通胀，不仅大幅推高企业生产成本和居民生活成本，还迫使美联储加速收紧货币政策，对全球流动性和资产价格产生显著冲击。2022年至今，美国通胀水平经历了大幅冲高到筑顶回落的运行脉络，其国内CPI同比6月一度触及9.1%的高点，之后缓慢下行，2023年3月录得5%；核心CPI更具韧性，

同比增速一路上行至 9 月的 6.6%，10 月开始回落，2023 年 3 月录得 5.6%。复盘过去一年多的通胀情况，可以看出结构变化经历了三个阶段：

第一阶段，2022 年上半年，核心与非核心通胀共振上行，源自地缘局势冲突以及美国劳动力市场的强势共振。一方面，供给出现约束，全球产业链供应链压力于 2022 年年初再度加剧。2022 年上半年东亚疫情爆发，导致劳动力短缺、供应链遇到瓶颈，加剧了全球产业供应链压力，叠加俄乌冲突等地缘政治因素，供给约束持续发酵，延缓了供应链的修复，广泛的商品和服务通胀上行。另一方面，美国劳动力市场工资和通胀螺旋式抬升。2022 年美国劳动力市场持续紧张，职位空缺率偏高，出现通胀和工资增速双高的局面，其导致通胀很难下降。非农平均时薪同比增速在 2022 年 3 月达到 5.92% 的高点，之后才开始缓慢下行。

第二阶段，2022 年三季度，名义通胀开始回落，但核心通胀继续上行，源自美联储紧缩政策对全球需求的压制初步显现，而劳动力市场的韧性犹存。其间，能源价格下跌带动整体通胀下行，CPI 同比明显回落，但核心 CPI 仍处历史高位，房租等核心服务价格表现出较强的黏性，对通胀的贡献加大。除了房租因素，美国劳动力工资高增长也促使服务业 CPI 上涨。美国非农职位空缺数量与失业人口比值持续攀升，构成核心服务通胀的重要推手。

第三阶段，2022 年四季度至今，核心通胀和非核心通胀共振下行，源自地缘局势风险被阶段性管控，同时前期紧缩的滞后性效果出现，消费服务市场开始降温。自 2022 年下半年开始，美国通胀从商品通胀向服务通胀的路径切换，背后是居民消费从商品到服务领域转换。从消费数据来看，22 年三季度以来，以商品消费为主的美国零售销售额、美国个人消费支出环比处于负增长区间，服务消费则维持小幅正增长态势。进入 2023 年一季度，尽管美国通胀总体处于下行通道，但 3 月核心通胀的再度反弹说明美国内生性通胀动能未被充分抑制。从核心通胀的构成来看，商品权重占约 1/4，服务通胀占余下的份额。在服务项里，最大权重项是住房，其对当前美国通胀中枢水平产生近乎决定性的影响。当剔除住房项对通胀的影响后，就可以清晰地发现：核心服务通胀处于下行通道。所以，住房依然是现下美国通胀的最主要问题。

图：当前美国通胀项目中的主要贡献依然是住房项



三、年内美国经济与通胀的演化路径展望

通过美国政策制定者迅速的救助反应，可以看到其极力避免金融体系的过度收缩对实体经济带来的冲击——即经济的硬着陆。与此同时，由于通胀尤其是服务业通胀仍然处于较有韧性的状态，美联储又不得不仍然施加限制性的经济政策以管理通胀。因此，美国更多是希望继续“渐进式紧缩”和“缓慢地去杠杆”来逐步压制通胀，使其回落到较为合意的水平。硅谷银行的冲击更像是从“利率”紧缩到“信贷”紧缩的再平衡，其开始对消费服务业缓慢施加压力。

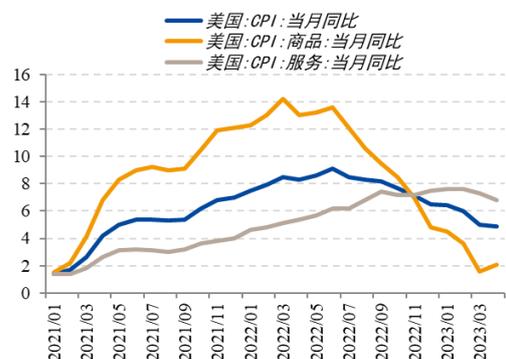
根据上文的梳理可知，此前核心与非核心商品价格的下跌贡献了通胀降温的绝大部分力量，但包含住房服务的核心服务仍有韧性。目前市场普遍预计，到2023年年底，美国CPI可能回落至3%左右，而到2024年年底，通胀会进一步回落至2%—3%的正常水平。从未来的通胀结构来看，随着核心服务业通胀贡献的降温，商品通胀向下的压力也会逐步降低。换句话说，美国服务业通胀压力同比增速回落的斜率对于大宗商品行情将产生一定影响。在通胀同比增速回落的方向性确定的背景下，更应该关注通胀回落

的斜率以及可能的波动率来源。

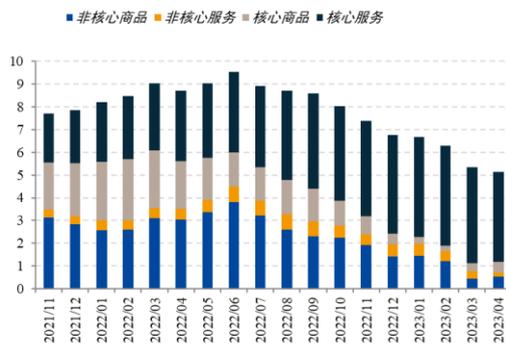
情景 A，浅衰退下的通胀结构再平衡。从芝加哥联储的金融状况指数来看，和银行业危机前相比，信贷条件边际收紧，如果美联储 5 月加息落地后继续维持缩表状态，那么将对信用扩张与货币增速带来一定压力，美国就业市场的降温继续平缓推进，核心服务业通胀会渐进式降温。此外，未来一段时间，在全球地缘风险问题上，若美国不以破坏供应链的稳定性为主，而是以修复为主，则通过紧缩需求来控制通胀下行斜率的压力就会降低。这种模式下，虽然核心商品和非核心商品的压力较小，但在通胀总体水平降低到合意位置前，很难看到工业品和能源市场的趋势性行情，更多将以低位振荡展开。

情景 B，硬着陆下通胀波动率放大。不过，如果美国劳动力市场的韧性带来的通胀韧性让核心服务业通胀降温斜率变缓，那么这个阶段核心商品与非核心商品的通胀都会面临较大压力。一方面，美国需要继续压制商品通胀，以控制总体通胀；另一方面，通过紧缩进一步控制通胀的过程中，引发美国业银行危机向更深层次传导，整体需求的回落力度势必压制商品需求。这种模式意味着较短时间内经历通胀的韧性和快速的衰退，并在快速衰退后打开货币政策转向的空间，大宗商品的波动率也相对较大。

图：从去年下半年开始，美国的商品通胀回落构成美国通胀回落的主要力量 图：后续关注美国核心服务通胀回落的斜率，关系到商品通胀压力缓解的速度



数据来源: wind, 国投安信期货



数据来源: wind, 国投安信期货

四、交易策略展望

5月10日，美国最新发布通胀数据：4月CPI同比上升4.9%，低于市场一致预期5%，前值5%；CPI环比上涨0.4%，与预期值持平。其中贡献最大的是住房租金部门，作为滞后指标一方面体现了利率成本的滞后性与韧性，也表明其它分项的自然回落。美联储在最近的议息会议中表明，未来的政策选择基于数据驱动。略低于预期的通胀数据或给美联储的选择加大可选空间。数据发布后，美元快速下行，体现了市场对于未来大幅加息的疑虑。未来，在金融稳定风险持续暴露之前，利率在更高区间停留更长时间或是基准情况。

5月份议息会议上，美联储如期加息25BP，大类资产纷纷定价美国加息周期的落幕。硅谷银行以及美国债务上限等问题不断冲击市场，带来波动率的外溢。“控通胀”与“防风险”的双重平衡为美联储管理同理带来较大的难度。美国通胀的韧性、金融体系的风险和财政的压力仍然相互交织，但美元震荡格局下对于国内的外溢效应逐步降低，国内金融衍生品市场已经展现对美国金融市场波动相对脱敏的特征，交易逻辑的重心次第向国内金融条件转移。从“稳金融”到“稳经济”，今年以来，“宽货币”环境持续。近期，部分中小银行下调存款利率再次引发市场对于进一步政策落地的预期，带动利率市场突破前期压力位，国债期货上涨动力仍然可以期待。逐步进入移仓时间段，可以优先考虑09合约。股指方面，估值修复以及“中特估”行情的深化，充分体现市场结构性行情的特点。基差方面均有不同程度的走强，仅IH和IM主力合约升水标的指数。预计股指仍然延续价值占优，区间震荡偏强格局。

免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。