

可以开始交易衰退了吗？

证券研究报告

2022年05月24日

美国宏观经济专题

5月联储议息会议后，海外市场出现衰退交易。

海外对衰退的担忧来源于两方面：一是联储激进加息，过快推升利率可能加剧金融约束；二是担心高通胀持续进而挤出消费。而高通胀的成因一方面是疫情后各种因素叠加的供给问题；另一方面是美国自身需求扩张的结果。

复盘历史，从衰退信号出现，到完全展开衰退交易，还需要进一步确认周期顶部与通胀回落。目前可能还处在交易早期信号的阶段。

虽然目前还无法准确判断美国经济见顶，但是前期推动美国经济扩张的三方面主要动能：限制措施解除后的消费强劲反弹、企业补库与地产高景气度，都开始有所放缓。虽然就业市场景气带来了工资上升，但是高通胀的侵蚀和储蓄率下降伴随着金融条件的变化，逐步开始限制进一步需求扩张的动能。

结合美国就业市场情况，如果不能降低工资增速、抑制信贷扩张、甚至一定程度地约束居民资产负债表，美国面临的通胀压力就难以真正缓解，所以联储的主要关注点估计还是在控制通胀上。

结合历史，我们估计，更进一步的衰退交易可能还需等待进一步的基本面信号。鉴于美国基本面的方向还不明确，联储延续加息，我们预计美债美元暂时将维持震荡格局，十年美债区间在 2.8-3.2%，美元区间为 102-105，分别对应衰退与扩张的美债前期边界点位。不排除后续美债美元突破边界的可能。

对国内而言，美国经济扩张放缓，基本面角度意味着出口需求回落，修复压力可能进一步上升；联储继续控通胀，意味着中美政策继续背离，内外均衡问题仍有困扰；美债美元震荡，则意味着外围市场读数进入到一个不稳定状态，国内市场情绪容易受到影响。

当然，国内市场方向还是以我为主、内因为主，外因还是要通过内因来实现其影响，前期美债上行我们并未跟随，后续美债进一步下行，预计我们反应也有限，除非国内经济出现新的明显下行压力。

风险提示：全球经济放缓超预期、市场情绪调整超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：隐性债务问责怎么看？- 信用市场周报（2022-05-22）》
2022-05-22
- 2 《固定收益：降息后，转债市场留意交易节奏与趋势转折-可转债市场周报（2022.5.22）》
2022-05-22
- 3 《固定收益：产业债利差整体下行-产业债行业利差动态跟踪（2022-05-22）》
2022-05-22

内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 海外市场近期在交易什么? | 4 |
| 2. 如何看待衰退交易与相关信号? | 6 |
| 3. 如何看待当前美国经济与衰退交易的持续性? | 7 |
| 3.1. 周期拐点是否已经到来? | 7 |
| 3.2. 如何看待就业市场失衡? | 12 |
| 3.3. 如何看待未来通胀动态? | 13 |
| 3.4. 衰退交易会持续吗? | 16 |
| 4. 如何看待海外衰退交易对国内的影响? | 16 |
| 5. 小结 | 18 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 十年美债与 SPX500 (%) | 4 |
| 图 2: SPX500 从高点的跌幅 (%) | 4 |
| 图 3: 劳动力人口与劳动力参与率 (千人、%) | 4 |
| 图 4: 核心 CPI 同比与环比 (%) | 4 |
| 图 5: 十年美债与 SPX500 市盈率 (%) | 5 |
| 图 6: SPX500 每股收益情况 (%) | 5 |
| 图 7: 美国 GDP 环比贡献率分解 (%) | 5 |
| 图 8: 零售销售数据 (%) | 5 |
| 图 9: 十年美债与 SPX500-2018 年 (%) | 6 |
| 图 10: SPX500 每股收益情况-2018 年 (%) | 6 |
| 图 11: 产能利用率、核心 CPI 同比与十年美债-2018 年 (%) | 7 |
| 图 12: 美国 GDP 环比贡献率分解-2018 年 (%) | 7 |
| 图 13: 美国销售环比 (%) | 7 |
| 图 14: 美国销售同比 (%) | 7 |
| 图 15: 美国个人消费支出同比 (%) | 8 |
| 图 16: 美国:红皮书商业零售销售:周同比 (%) | 8 |
| 图 17: 美国月度销售数据 (百万美元、%) | 8 |
| 图 18: 工业总产值环比-1 (%) | 8 |
| 图 19: 工业总产值环比-2 (%) | 8 |
| 图 20: 汽车产量 (千辆) | 9 |
| 图 21: 汽车销售与库存 (千辆) | 9 |
| 图 22: 工业生产指数 | 9 |
| 图 23: 全部工业部门产能利用率 | 9 |
| 图 24: 制造业存货出货比与产能利用率 (%) | 9 |
| 图 25: 制造业存货出货比与工业生产指数 | 9 |
| 图 26: 美国:MBA 市场综合指数:周频 | 10 |
| 图 27: 全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数:月频 | 10 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 28: 美国再融资与贷款利率 (%) | 10 |
| 图 29: 住房销售情况 (千套) | 10 |
| 图 30: 新屋开工情况 (千套) | 10 |
| 图 31: 住房可供给情况 (月数) | 10 |
| 图 32: 美国居民收入来源 (十亿美元) | 11 |
| 图 33: 平均时薪环比与同比 (%) | 11 |
| 图 34: 边际储蓄率 (%) | 11 |
| 图 35: 消费信贷环比 (%) | 11 |
| 图 36: 职位空缺与登记失业情况 (千人) | 12 |
| 图 37: 职位空缺与失业比与工资同比增速 (%) | 12 |
| 图 38: 新增非农就业 (千人) | 12 |
| 图 39: 劳动力人口与劳动力参与率 (千人、%) | 12 |
| 图 40: 失业率 (%) | 13 |
| 图 41: 主动离职数与裁员数 (千人) | 13 |
| 图 42: PCE 与核心 PCE 环比 (%) | 13 |
| 图 43: CPI 与核心 CPI 环比 (%) | 13 |
| 图 44: PCE 与核心 PCE 同比 (%) | 14 |
| 图 45: CPI 与核心 CPI 同比 (%) | 14 |
| 图 46: CPI 分项 (%) | 15 |
| 图 47: 美国 CPI 环比与 RJ/CRB 商品价格指数环比 (%) | 14 |
| 图 48: RJ/CRB 商品价格指数 | 14 |
| 图 49: 美日利差与美元指数 (%) | 16 |
| 图 50: 美德利差与美元指数 (%) | 16 |
| 图 51: 名义美元指数 | 17 |
| 图 52: 美元指数与十年国债 (%) | 17 |
| 图 53: 十年国债与十年美债 (%) | 17 |

1. 海外市场近期在交易什么？

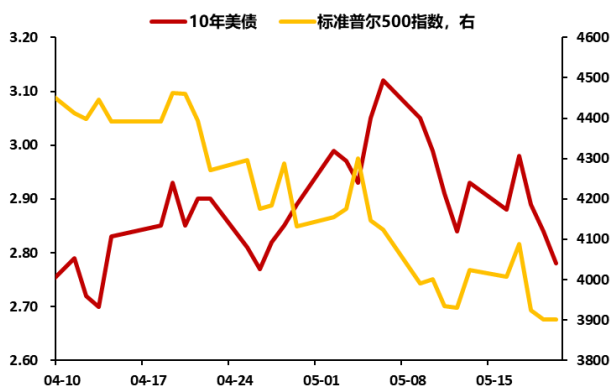
结合十年美债与 SPX500 表现，我们复盘了过去一个月美国资本市场表现。

不难发现，以 5 月 9 日划分，前后市场的交易重心似乎从“涨”转向了“滞”。

5 月 9 日盘中以前，是议息会议后十年美债收盘价站上 3.0%，并快速上行至 3.2%，同时美股延续下行趋势。

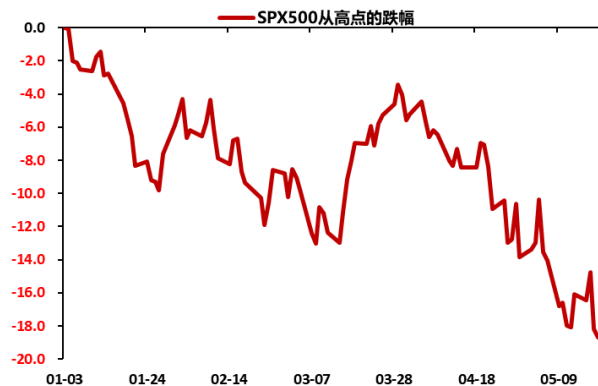
5 月 9 日盘中十年美债触及 3.2%以后，进一步引发美股抛售，随后十年美债快速下行，同时加速美股下行。

图 1：十年美债与 SPX500 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：SPX500 从高点跌幅 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：SPX500 高点在 1 月 3 日。

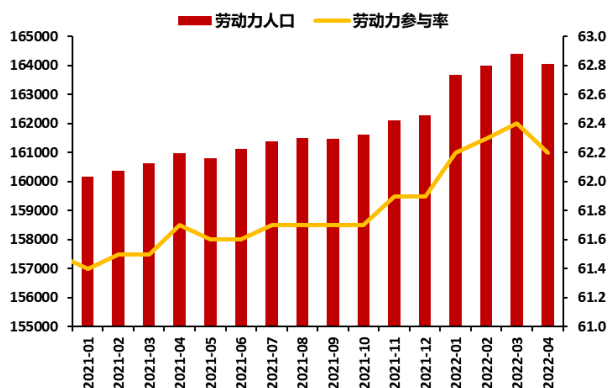
期间到底发生了什么？还要从联储 5 月议息会议讲起。

第一，5 月 4 日的议息会议虽然安抚了市场，表示暂未积极考虑单次加息 75BP，但也再度强调了对抗通胀的决心，同时提示了俄乌冲突与中国防疫给通胀与经济前景带来的额外压力。

第二，议息会议后两个交易日，事件与数据加速了市场对“涨”的交易，快速推升十年美债连续突破 3%、3.2%的关键点位。

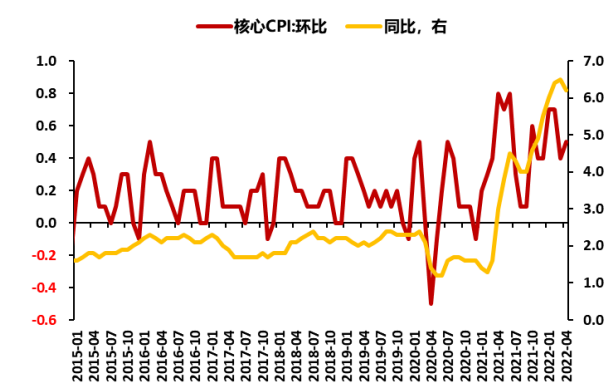
关键事件主要有 5 月 5 日的中国政治局会议坚定“动态清零”方针、以及欧盟准备进一步制裁俄罗斯。关键数据则主要有 5 月 5 日公布的一季度非农单位劳动力成本大幅上涨、5 月 6 日公布的非农数据显示劳动力供给不足，市场失衡加剧。

图 3：劳动力人口与劳动力参与率 (千人、%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：核心 CPI 同比与环比 (%)



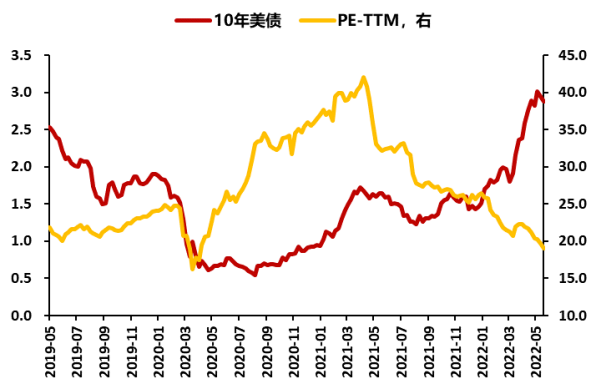
资料来源：WIND、天风证券研究所

第三，5月9日开盘后，十年美债快速上行触及3.2%的上轮高点。此后市场情绪开始快速反转，最终SPX500当日收跌3.56%，十年美债收盘日回落至3.05%，反而较上一交易日下行7个BP。

第四，5月11日，4月CPI通胀同比见顶回落，但是核心CPI环比反弹，对高通胀可能持续，并可能挤出居民消费的担忧，进一步加速了市场对“滞”的交易。

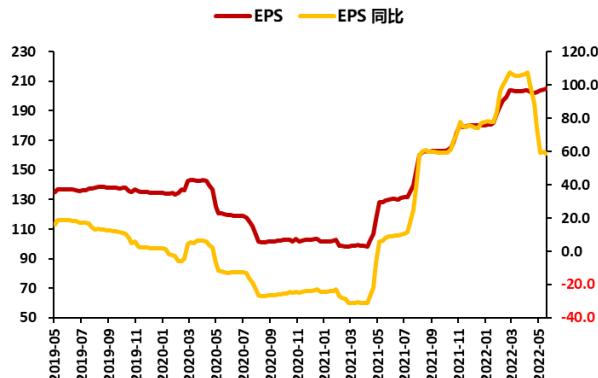
此前美股调整主要是由估值调整推动的，主要是流动性收紧下估值调整的结果。而最近一轮的美股抛售，则是由流动性收紧与企业盈利下滑共同推动。

图5：十年美债与SPX500市盈率(%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图6：SPX500 每股收益情况(%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

第五，5月17日公布的4月销售数据显示，美国消费扩张仍有动能，盘中美股与美债收益率一度双双反弹。但后续沃尔玛、TARGET等线下销售龙头公布的业绩变脸，促使分析师下调美股盈利预期，再度推动美股抛售，市场情绪再度转向“滞”。

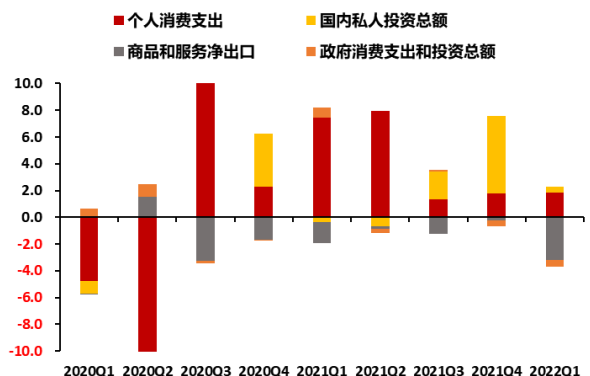
需要注意的是，财报季业绩变脸的不止是线下销售龙头，更有包括亚马逊在内的线上销售龙头。再加上民调显示，越来越多的美国居民因为高通胀将减少消费，市场对高通胀可能抑制消费，进而加速消费回落的担忧加剧。

第六，期间作为前瞻性数据的密歇根消费者信心指数与费城制造业指数大幅回落，也加速了市场对未来经济增长的担忧情绪。

整体而言，市场交易重心从涨向滞的切换是多方面因素共同作用的结果。

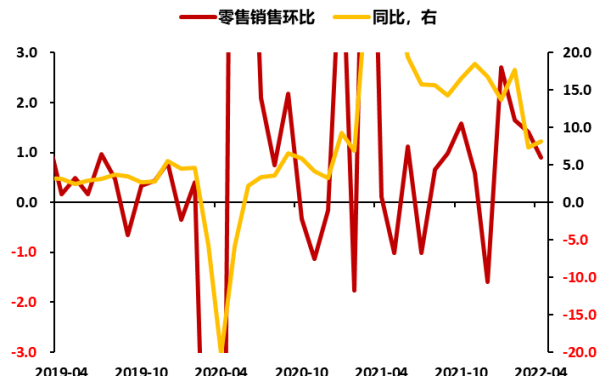
对滞的担忧主要还是来源于两方面，一是担忧联储激进加息，过快推升利率导致经济衰退；二是虽然通胀同比见顶，但是担心高通胀持续进而挤出消费，而个人消费支出是当前美国经济增长的主要动能。

图7：美国GDP环比贡献率分解(%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图8：零售销售数据(%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

衰退交易似乎已经开始，但是截至目前，美国经济还没有看到明确见顶。该如何看待目前衰退交易的走向？

2. 如何看待衰退交易与相关信号？

当然，市场关心的问题是，即使还没有看到基本面拐点，是否可以根据有关信号逐步布局衰退交易？我们不妨看看历史上有没有类似表现。

在复盘以前，我们需要确认样本可以比对的样本区间。

对比前述分析，样本区间需要满足几个条件，例如，有周期见顶的早期迹象，可以是基本面数据也可以是公司财报变脸，有通胀回落的确认。

另外，不可忽视的是，之所以触发上述预期交易，在基本面分析与财报数据外，联储紧缩推动十年美债突破 3% 的关键点位后，进而触及前期高点 3.2% 也是关键触发因素。

一个可以比对的样本或是 2018 年。

2018 年 5 月前后，在联储加息的过程中，在十年美债触及 3% 的关键点位后，美债美股曾经出现过衰退交易。且背景也有财报变脸、通胀高于 2%、以及经济景气度的明显回落。与本轮类似的是，十年美债一度从 3.1% 回落超过 30BP 至 2.8% 以下。

但从事后看，2018 年那轮美国经济周期的拐点实际上出现在四季度。在经济拐点真正来临之前，期间十年美债维持了 2.8-3.1% 的区间震荡格局，分别对应了衰退和扩张的边界。

2018 年 10 月前后，在十年美债触及 3.2% 以后，美股美债又迎来了一次衰退交易。一个月后，因为经济拐点得到确认，且通胀已经先行明显回落，美股美债正式开启衰退交易模式。

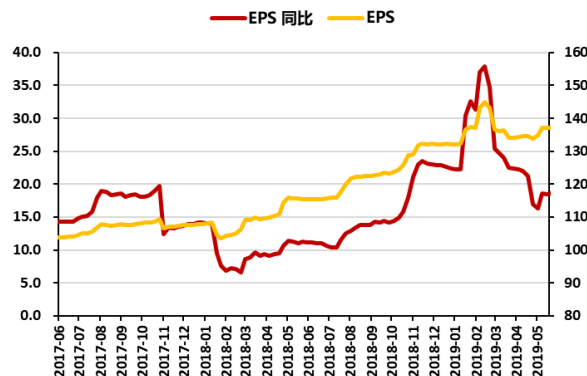
所以，从交易衰退的信号出现，到开启衰退交易，还需要确认周期顶部与通胀回落。后续是延续衰退交易，还是维持区间震荡，抑或是继续交易紧缩，取决于基本面的方向。

图 9：十年美债与 SPX500-2018 年 (%)



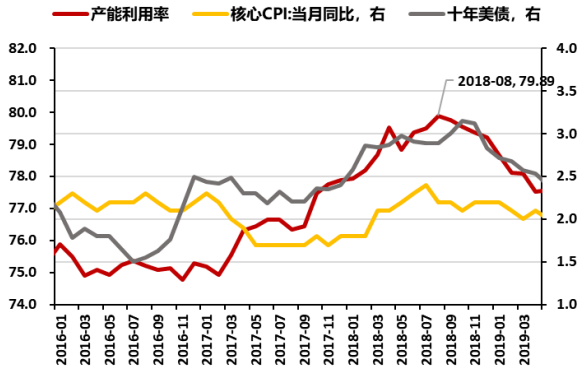
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：SPX500 每股收益情况-2018 年 (%)



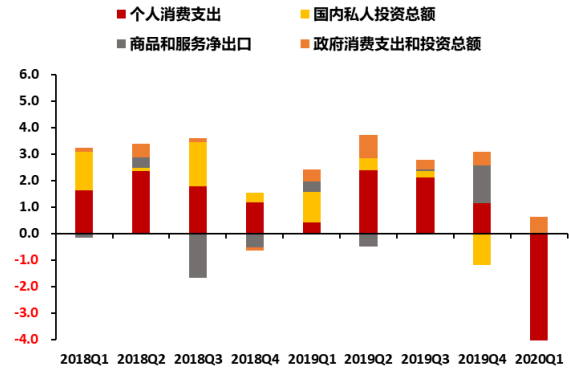
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11: 产能利用率、核心 CPI 同比与十年美债-2018 年 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 12: 美国 GDP 环比贡献率分解-2018 年 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

3. 如何看待当前美国经济与衰退交易的持续性?

3.1. 周期拐点是否已经到来?

对上述问题的回答, 我们还是要回归基本面, 观察推动周期扩张的力量如何变化。

需求端分析, 今年以来, 美国国内经济扩张的动能主要来源于三方面:

完全解除疫情限制措施后的消费扩张; 制造业补库带动的企业资本开支持续扩张; 美国住房市场景气。

目前的情况是:

第一, 消费扩张出现了放缓迹象。

3 月中旬美国完全解除疫情限制措施, 当月消费即快速扩张, 特别是接触式消费 (如食品服务和饮吧、杂货店、无店铺商贩和加油站等) 更是连续快速环比扩张。

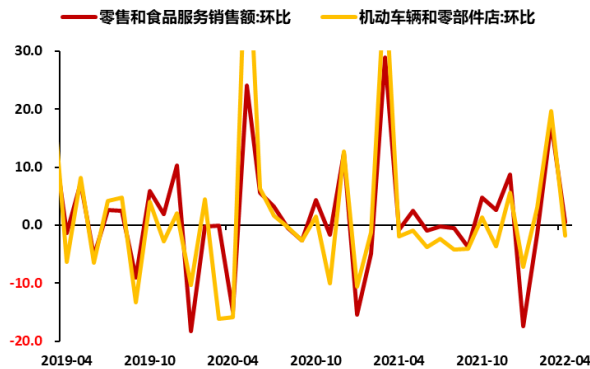
但是消费扩张势头在 4 月较快回落, 环比增速明显下降, 同比增速也明显回落。周频数据也显示, 5 月消费可能并未在 4 月基础上反弹。

高通胀可能是导致消费扩张放缓的主要原因。一是经过通胀调整的消费支出同比回落明显快于名义值。二是高通胀可能还在迫使居民削减支出。

当然, 近期消费趋弱也可能与俄乌冲突或中国防疫导致的供应链压力加剧有关, 这可以部分解释 4 月汽车消费与电子消费的回落。

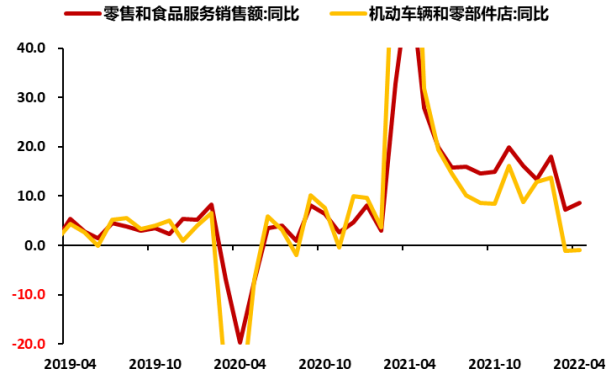
整体而言, 主要受制于高通胀, 消费扩张已经呈现出了放缓迹象。但是还无法判断美国居民消费的扩张已经结束。

图 13: 美国销售环比 (%)



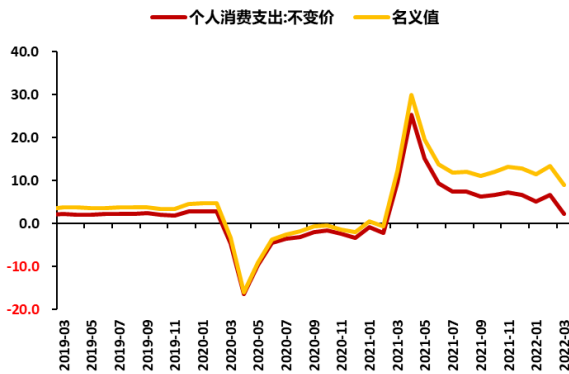
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 14: 美国销售同比 (%)



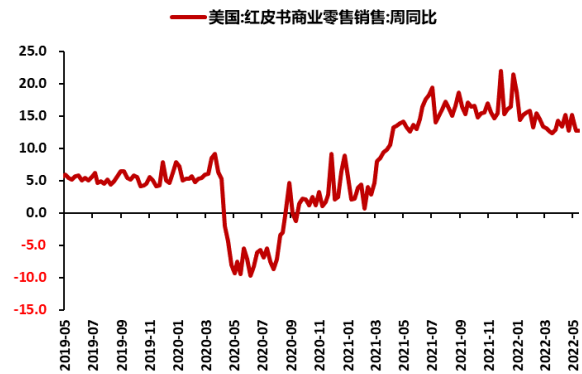
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 15：美国个人消费支出同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 16：美国:红皮书商业零售销售:周同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 17：美国月度销售数据（百万美元、%）

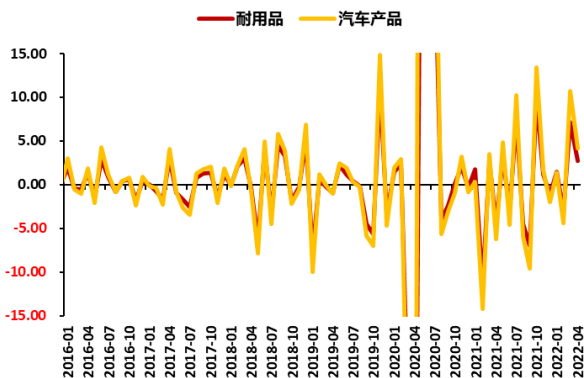
| | 销售额 (百万美元) | | 权重 (%) | | 同比 (%) | | 两年同比 (%) | | 环比 (%) | |
|--------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| | 2020-04 | 2020-04 | 2020-02 | 2020-03 | 2020-04 | 2020-03 | 2020-04 | 2020-02 | 2020-03 | 2020-04 |
| 零售和食品服务销售 | 684,195 | 100.00 | 17.57 | 7.32 | 8.70 | 19.43 | 29.75 | -1.50 | 17.66 | 0.41 |
| 机动车辆和零部件店 | 137,490 | 20.10 | 17.79 | -1.18 | -1.01 | 31.93 | 42.56 | 3.03 | 19.66 | -1.79 |
| 家具和家用店 | 12,063 | 1.76 | 7.76 | 1.33 | 0.94 | 25.04 | 76.96 | 2.51 | 17.60 | -4.00 |
| 电子和电器店 | 7,003 | 1.02 | 4.98 | -2.79 | -4.67 | 15.10 | 52.46 | -4.35 | 19.13 | -8.52 |
| 建筑材料、园林和物料店 | 45,992 | 6.72 | 14.50 | 3.54 | -1.16 | 18.04 | 13.54 | -0.72 | 32.81 | 3.28 |
| 食品和饮料店 | 76,155 | 11.13 | 7.86 | 7.48 | 8.88 | -2.40 | 4.24 | -7.56 | 10.01 | -0.13 |
| 保健和个人护理店 | 32,359 | 4.73 | 8.51 | 0.55 | 1.25 | 4.00 | 12.07 | -7.07 | 12.32 | -3.80 |
| 加油站 | 64,409 | 9.41 | 37.43 | 39.86 | 37.17 | 37.39 | 55.41 | 0.97 | 29.79 | 0.10 |
| 服装及服装配饰店 | 25,694 | 3.76 | 27.37 | 8.19 | 11.16 | 52.69 | 205.06 | 13.23 | 24.57 | 0.57 |
| 运动、爱好、书及音乐商店 | 8,516 | 1.24 | 14.16 | -6.04 | -3.07 | 29.97 | 57.64 | -1.76 | 22.65 | -2.79 |
| 日用品商场 | 66,684 | 9.75 | 6.60 | -1.90 | 3.72 | 3.64 | 10.94 | -7.08 | 19.26 | -1.17 |
| 杂货店 | 15,843 | 2.32 | 28.39 | 18.11 | 19.87 | 27.61 | 50.09 | 2.72 | 17.65 | 4.91 |
| 无店铺商販 | 105,566 | 15.43 | 14.76 | 5.24 | 11.26 | 21.29 | 18.54 | -5.83 | 8.68 | 4.59 |
| 食品服务和饮吧 | 86,421 | 12.63 | 35.55 | 22.35 | 20.74 | 30.86 | 66.51 | 4.19 | 16.37 | 2.10 |

资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，制造业周期拐点可能临近。

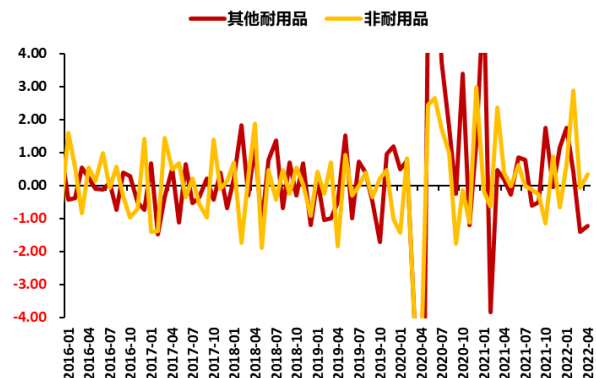
主要在汽车生产的带动下，近两个月美国的工业总产值环比仍有扩张。目前美国汽车制造业表现出产量、销量与库存三低的局面，一方面明显严重受制于供应链约束，另一方面也与汽车高销售价格、高油价有关。

图 18：工业总产值环比-1（%）



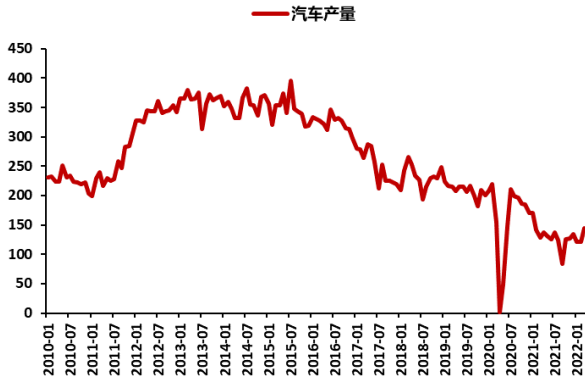
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 19：工业总产值环比-2（%）



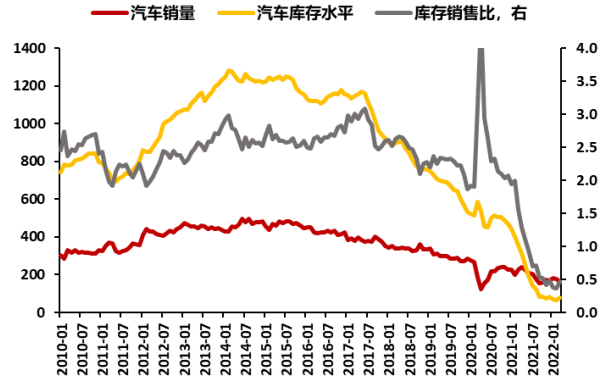
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 20：汽车产量（千辆）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 21：汽车销售与库存（千辆）

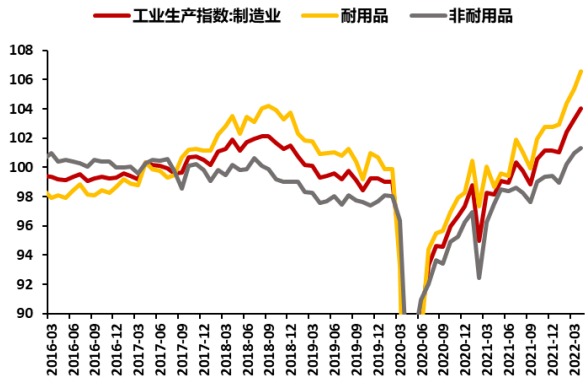


资料来源：WIND、天风证券研究所

从工业产能利用率与工业生产指数观察，目前美国制造业周期的位置已经高于 2018 年周期顶点的水平，后续制造业周期还能够继续扩张吗？

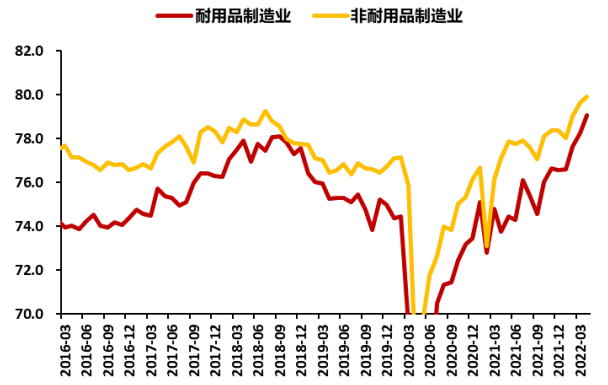
我们预计，美国制造业周期的拐点可能逐步临近。

图 22：工业生产指数



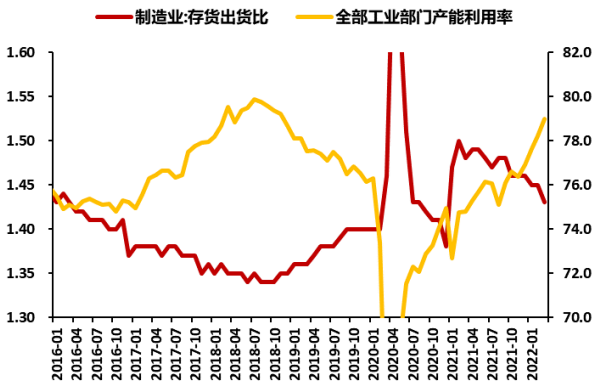
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 23：全部工业部门产能利用率



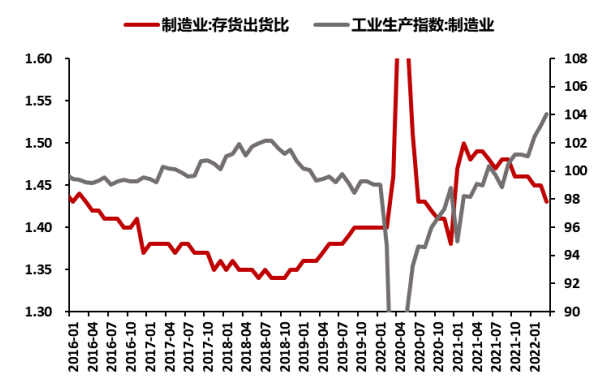
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 24：制造业存货出货比与产能利用率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 25：制造业存货出货比与工业生产指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

第三，住房市场热度开始回落。

近两个月美国地产景气度终于较快回落，4月地产景气度基本持平于疫情前水平，5月则可能继续回落至疫情前以下水平。

地产景气度的回落主要是由抵押贷款利率快速提升，导致地产销售较快回落带来的。就地产库销比、新屋开工、以及建筑业就业与职位空缺情况看，如果不是购房成本的持续上行，美国住房市场仍将保持较高热度。

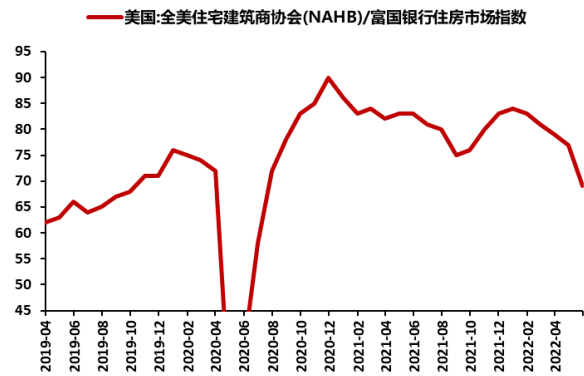
整体而言，虽然美国地产仍有一定程度的补库需要，但是热度已经明显回落。目前地产仍然维持了一定热度，如果金融环境持续收紧，不排除地产热度继续回落的可能。

图 26：美国:MBA 市场综合指数:周频



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 27：全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数:月频



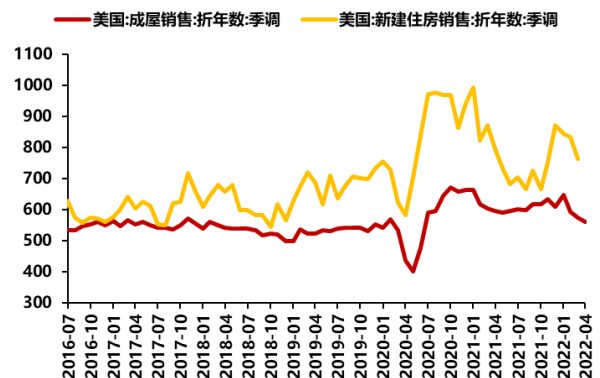
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 28：美国再融资与贷款利率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 29：住房销售情况 (千套)



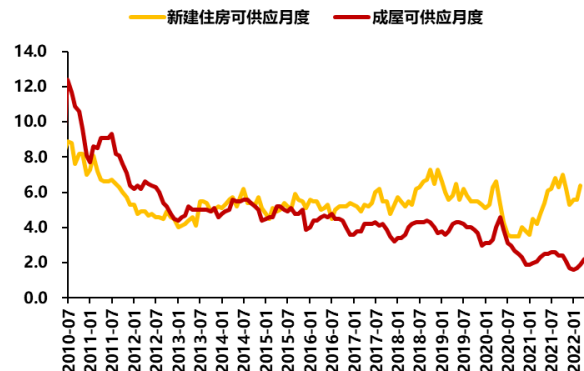
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 30：新屋开工情况 (千套)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 31：住房可供给情况 (月数)



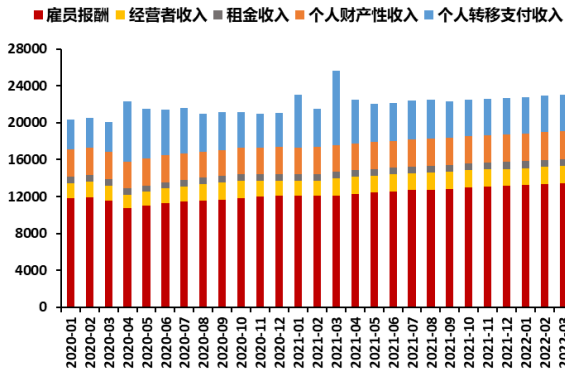
资料来源：WIND、天风证券研究所

另外，从生产端看，支撑需求扩张的动能从何而来？

一是工资收入，观察居民收入构成，在财政刺激政策逐步退出后，目前美国居民个人收入（特别是低收入群体）的最主要来源还是工资收入，占比接近 63%。

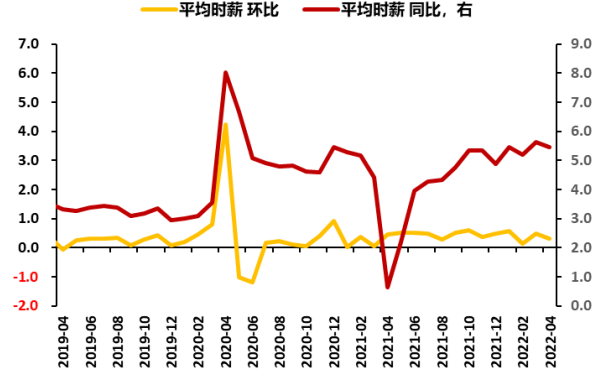
但是因为高通胀，虽然居民工资收入与名义收入增长较快，从去年下半年起，美国居民的实际可支配收入在多数月份都是收缩的。但是高通胀抵消了居民可支配收入的扩张。

图 32：美国居民收入来源（十亿美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 33：平均时薪环比与同比（%）

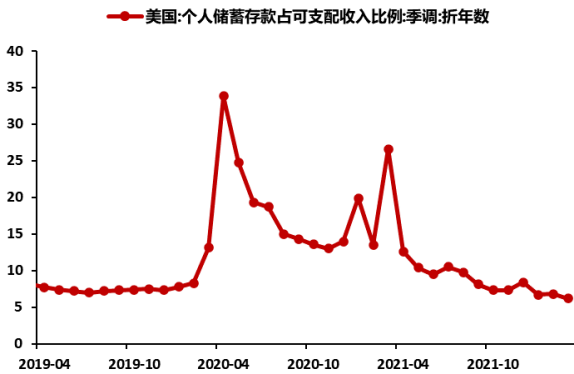


资料来源：WIND、天风证券研究所

二是居民储蓄，今年以来，随着美国居民编辑储蓄率的不断下降，居民的资产负债表估计难以延续改善势头。

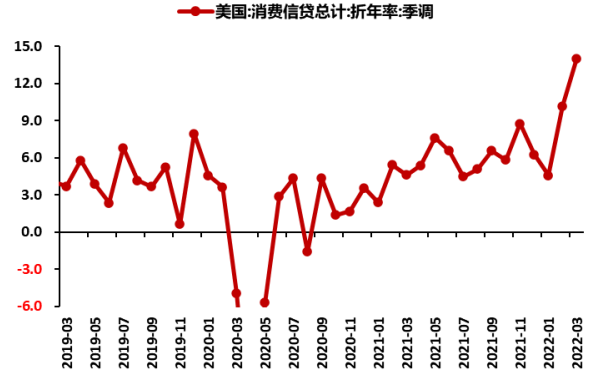
三是信贷扩张，去年下半年来，居民消费信贷有加速扩张的趋势，即使在联储正常化以后，加速扩张的势头仍未停止。当然，我们认为，这可能与目前联储紧缩的力度不足有关，但是随着联储紧缩的继续，预计信贷扩张势头也会有所放缓。

图 34：边际储蓄率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 35：消费信贷环比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

综上所述，虽然目前还无法准确判断美国经济见顶，但是截至目前，前期推动美国经济扩张的三方面主要动能：限制措施解除后的消费强劲反弹、企业补库与地产高景气度，都开始有所放缓。虽然就业市场景气带来了工资上升，但是高通胀的侵蚀和储蓄率下降伴随着金融条件的变化，逐步开始限制进一步需求扩张的动能。

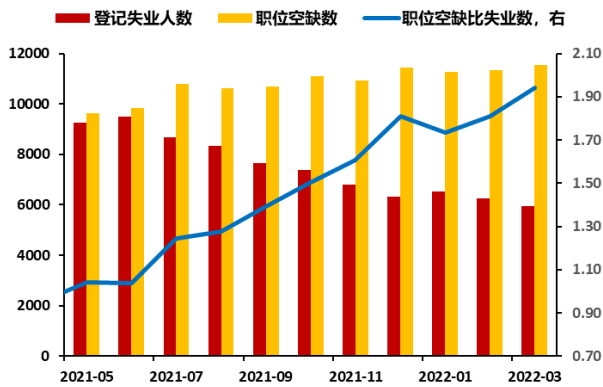
3.2. 如何看待就业市场失衡?

如何理解 4 月非农数据与 3 月职位空缺数据的组合?

第一，美国劳动力市场的扩张有所停滞。

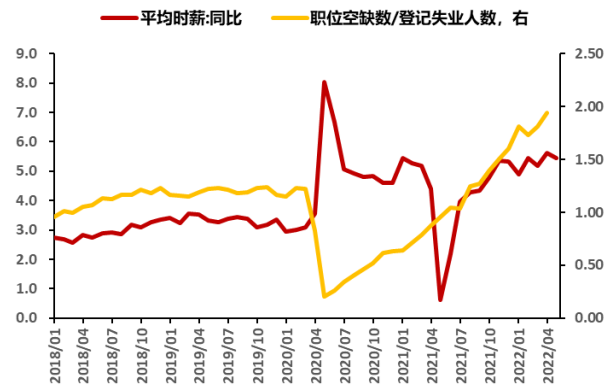
4 月季调失业率维持在 3.6%，季调新增非农维持在 42.8 万人。并且季调劳动力人口下降 36.3 万，季调劳动力参与率下降 0.2 个百分点至 62.2%。

图 36：职位空缺与登记失业情况（千人）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 37：职位空缺与失业比与工资同比增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

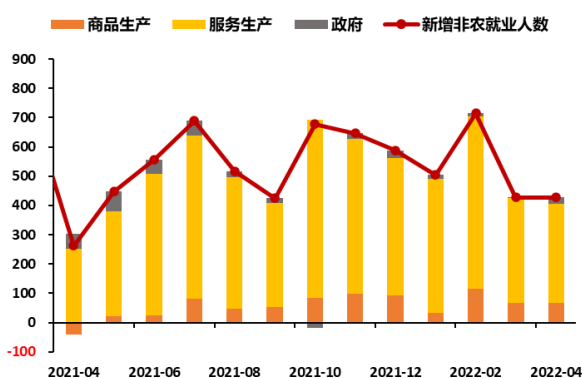
第二，美国劳动力工资增速有同比见顶、环比放缓的迹象。

4 月季调时薪环比下降 0.16 个百分点至 0.31%，季调时薪同比下降 0.24 个百分点至 5.46%。

第三，美国劳动力市场的失衡不仅没有缓解，反而在加速演绎。

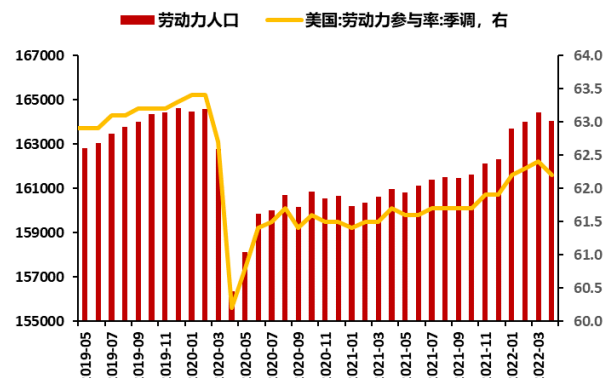
3 月职位空缺数上升近 20 万至 1150 万人，相较于目前 600 万左右的登记失业人口，差不多每个失业者对应 1.9 个空缺。而 2 月的职位空缺比失业比为 1.7。经验观察，职位空缺比失业比对比工资增速同比差不多有一个月的领先性。

图 38：新增非农就业（千人）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 39：劳动力人口与劳动力参与率（千人、%）



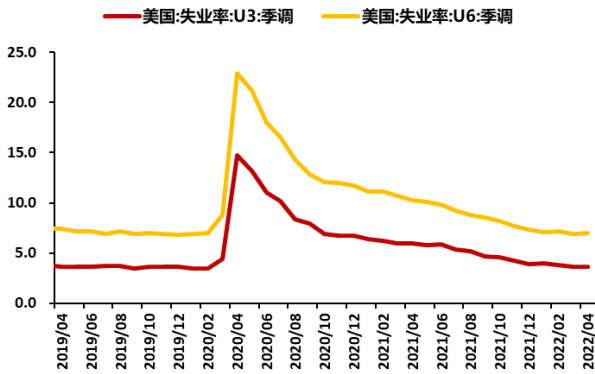
资料来源：WIND、天风证券研究所

于此同时，3月裁员数仍处在较低水平，而主动离职数再创新高。

所以，单就非农数据观察，就业市场呈现了滞涨迹象。但结合职位空缺数据观察，就业市场的扩张停滞，可能并非就业需求减少的结果，可能还是受制于劳动力供给不足，是就业市场整体严重失衡的体现。

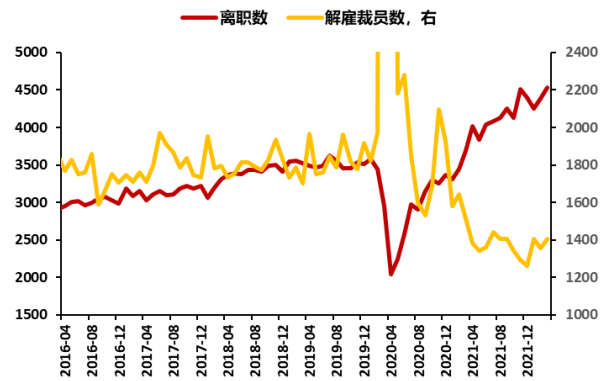
就目前劳动力市场呈现的失衡局面来看，热度缓解或还需时日。在劳动力供给难以较快提升的情况下，要想较快缓解失衡，还需要从减少招聘着手，即抑制企业扩张需求。

图 40：失业率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 41：主动离职数与裁员数 (千人)



资料来源：WIND、天风证券研究所

3.3. 如何看待未来通胀动态?

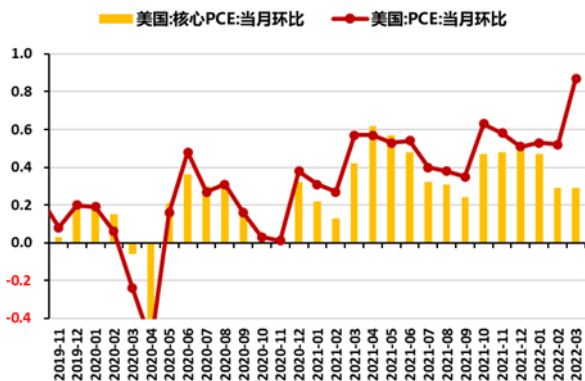
结合基数效应，目前基本可以确认，美国通胀同比已经基本见顶。问题在于，后续通胀是否能够较快回落。

结合 PCE 与 CPI 观察，美国当前的通胀压力同时来源于供给端和需求端。

CPI 来看，今年以来美国的物价压力主要来源于能源与食品，但目前 0.4% 的核心 CPI 环比也并不低。且在非核心 CPI 环比回落以后，核心 CPI 环比有上行。

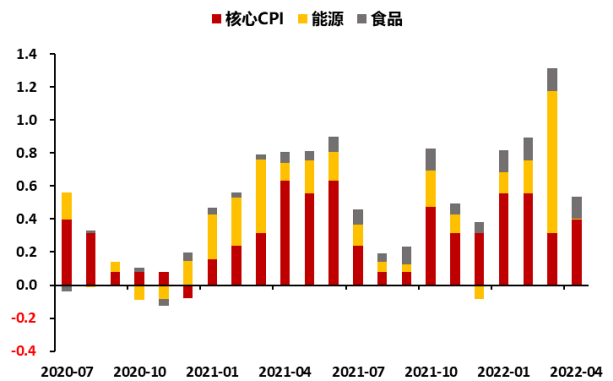
而从 PCE 来看，能源与大宗商品确实带来了额外的通胀压力，但 0.29% 的核心 PCE 环比也是高于正常水平的。

图 42：PCE 与核心 PCE 环比 (%)



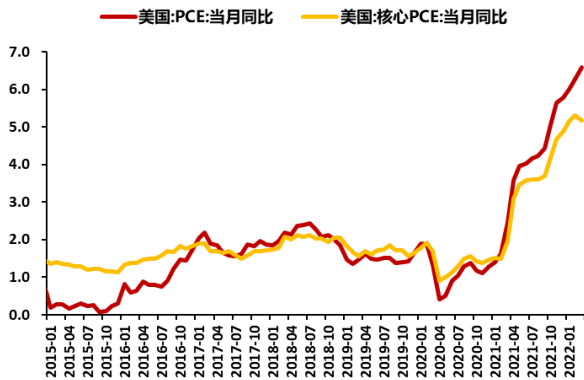
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 43：CPI 与核心 CPI 环比 (%)



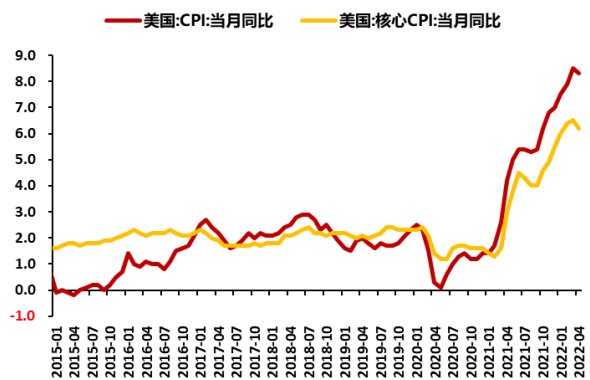
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 44: PCE 与核心 PCE 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 45: CPI 与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

更进一步, 除去能源与食品外, 核心 CPI 的压力从何而来? 主要也是三部分:

第一, 汽车通胀, 特别是新车消费。这一方面与疫情限制解除后, 居民的出行需求增长有关, 另一方面也与绿色经济转型有关, 所以新车通胀高于二手车和卡车通胀。

第二, 住房通胀, 特别是家庭外住宿。住所价格压力整体较高, 反映了持续上涨的住房价格。家庭外住宿的价格上涨, 则反映了出现需求推动的酒店旅馆价格上涨。

第三, 服务消费通胀与出行消费通胀。除能源外服务的价格压力整体较高, 而与出行相关的家庭外住宿和机票价格更是明显上涨, 反映了居民出行的高需求。

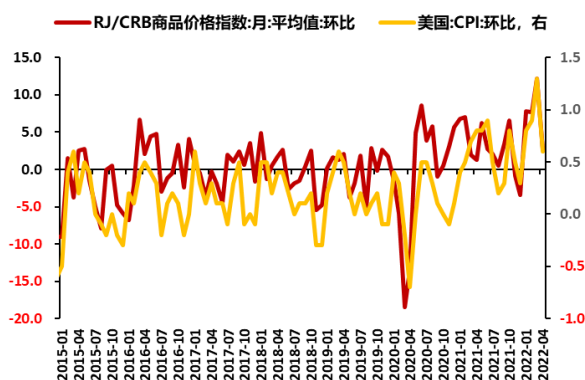
上述三部分, 正好对应了前述美国国内经济的三方面动能。所以, 当前美国的通胀压力, 并不能完全归因于能源与粮食供给, 在很大程度上还是美国高需求的表现。

此, 即使近期综合反映能源与食品的大宗商品期货指数有所回落, 也不意味着通胀压力的明显缓解。

如果不能够降低工资增速、抑制信贷扩张、甚至一定程度地通过财富效应冲击居民资产负债表, 那么美国面临的通胀压力就难以真正缓解, 高通胀读数可能还不会较快回落。

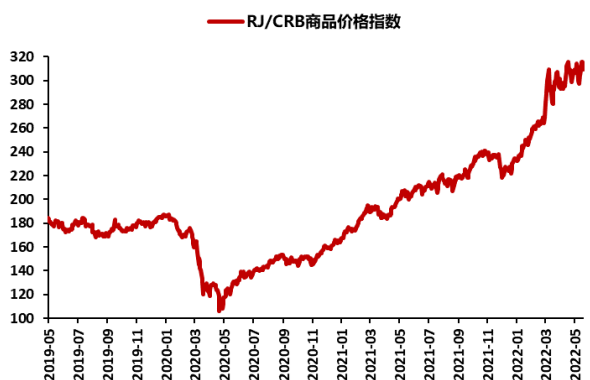
所以联储的主要关注点估计还是在控制通胀上。

图 46: 美国 CPI 环比与 RJ/CRB 商品价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 47: RJ/CRB 商品价格指数



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 48: CPI 分项 (%)

| 美国CPI分项 | 权重 (%) | | YOY (%) | | MOM (%) | | |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2022-04 | 2022-02 | 2022-03 | 2022-04 | 2022-02 | 2022-03 | 2022-04 |
| CPI | 100.0 | 7.9 | 8.6 | 8.2 | 0.9 | 1.3 | 0.6 |
| 食物 | 13.4 | 7.9 | 8.8 | 9.4 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 家庭食物 | 8.2 | 8.7 | 10.0 | 10.8 | 1.4 | 1.5 | 1.0 |
| 谷物和烘焙食物 | 1.0 | 7.8 | 9.4 | 10.3 | 1.1 | 1.5 | 1.1 |
| 肉, 禽, 鱼和蛋 | 1.9 | 13.0 | 13.7 | 14.4 | 1.2 | 1.0 | 1.4 |
| 乳制品及相关食品 | 0.8 | 5.2 | 7.0 | 9.1 | 1.9 | 1.2 | 2.5 |
| 水果和蔬菜 | 1.4 | 7.7 | 8.5 | 7.7 | 2.3 | 1.5 | -0.3 |
| 非酒精饮料和饮料材料 | 0.9 | 6.7 | 8.0 | 9.8 | 1.6 | 1.2 | 2.0 |
| 其他家庭食物 | 2.2 | 8.2 | 10.3 | 11.0 | 0.8 | 2.0 | 0.7 |
| 非家庭食物 | 5.1 | 6.8 | 6.9 | 7.2 | 0.4 | 0.3 | 0.6 |
| 能源 | 8.3 | 25.6 | 32.0 | 30.3 | 3.5 | 11.0 | -2.7 |
| 能源商品 | 4.9 | 37.8 | 48.3 | 44.7 | 6.7 | 18.1 | -5.4 |
| 燃油 | 0.2 | 43.6 | 70.1 | 80.5 | 7.7 | 22.3 | 2.7 |
| 车用燃油 | 4.7 | 38.1 | 48.2 | 44.0 | 6.7 | 18.3 | -5.8 |
| 汽油 | 4.6 | 38.0 | 48.0 | 43.6 | 6.6 | 18.3 | -6.1 |
| 能源服务 | 3.4 | 12.2 | 13.4 | 13.7 | -0.4 | 1.8 | 1.3 |
| 电力 | 2.5 | 9.0 | 11.1 | 11.0 | -1.1 | 2.2 | 0.7 |
| 公用燃气服务 | 0.9 | 23.8 | 21.6 | 22.7 | 1.5 | 0.6 | 3.1 |
| 核心CPI | 78.3 | 6.4 | 6.4 | 6.1 | 0.7 | 0.4 | 0.5 |
| 除食品能源外商品 | 21.5 | 12.4 | 11.7 | 9.7 | 0.4 | -0.4 | 0.2 |
| 服饰 | 2.5 | 6.6 | 6.8 | 5.4 | 0.7 | 0.6 | -0.8 |
| 新车 | 4.0 | 12.4 | 12.5 | 13.2 | 0.3 | 0.2 | 1.1 |
| 二手车和卡车 | 4.0 | 41.2 | 35.3 | 22.7 | -0.2 | -3.8 | -0.4 |
| 医疗商品 | 1.5 | 2.5 | 2.7 | 2.1 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| 酒精饮料 | 0.9 | 3.5 | 3.7 | 3.9 | 0.8 | 0.5 | 0.4 |
| 烟草和吸烟用品 | 0.5 | 7.0 | 6.9 | 7.2 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 除能源外服务 | 56.8 | 4.4 | 4.7 | 4.9 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 住所 | 32.5 | 5.9 | 6.4 | 6.5 | 0.5 | 0.7 | 0.6 |
| 主要住宿租金 | 7.3 | 4.2 | 4.4 | 4.8 | 0.6 | 0.4 | 0.6 |
| 家庭外住宿 | 1.0 | 25.1 | 25.1 | 19.7 | 2.2 | 3.3 | 1.7 |
| 业主自主租金 | 23.8 | 4.3 | 4.5 | 4.8 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 医疗服务 | 6.9 | 2.4 | 2.9 | 3.5 | 0.1 | 0.6 | 0.5 |
| 专业服务 | 3.5 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | -0.1 | 0.3 | 0.0 |
| 医院服务 | 2.5 | 3.4 | 3.4 | 3.6 | 0.0 | 0.5 | 0.5 |
| 运输服务 | 5.7 | 21.1 | 22.5 | 19.8 | 1.9 | 3.9 | -0.4 |
| 机动车保养与维修 | 1.0 | 6.3 | 4.9 | 5.3 | 1.7 | -0.3 | 0.5 |
| 机动车保险 | 2.4 | 4.3 | 4.2 | 4.4 | 1.2 | 0.7 | 0.8 |
| 机票价格 | 0.5 | 12.7 | 23.6 | 33.3 | 5.2 | 10.7 | 18.6 |

资料来源: WIND、天风证券研究所

3.4. 衰退交易会持续吗？

综上所述，我们判断，目前美国经济增长动能已经逐步减弱，通胀也有见顶迹象。随着经济增长动能的消退，以及联储紧缩的继续，未来美国经济增速的放缓、甚至衰退可能是难以避免的。

但是就当前而言，判断美国经济周期已经见顶，或是通胀风险已经解除，通胀读数可能较快回落，还为时尚早。

整体而言，目前美国经济周期可能正处在扩张的尾声，基本面正处在由通胀向滞胀转变的过渡状态。但即使过渡到了滞胀局面，短期内，预计美国也无法摆脱高通胀局面。联储的主要关注点估计还是在控制通胀上。

结合历史，我们估计，更进一步的衰退交易可能还需等待进一步的基本面信号。

4. 如何看待海外衰退交易对国内的影响？

美债来看，如前所述，目前处在关键经济数据的真空期，但市场已经开启了“衰退交易”。在进一步基本面信号确认以前，美债预计将维持区间震荡格局，区间为 2.8-3.2%，分别对应美债前期边界点位。

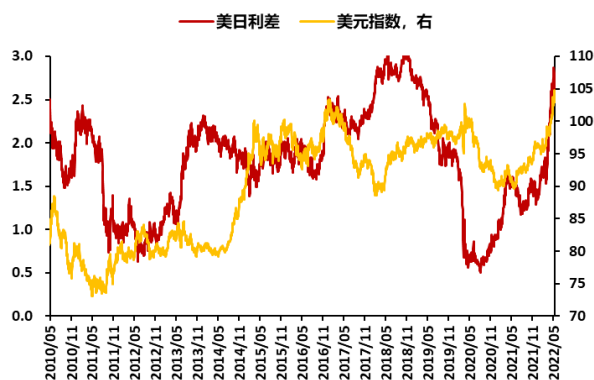
美元来看，近期美元有所回落，技术上反映是美日利差与美德利差收窄的结果。目前联储还未到调整立场之时，美日、美欧央行的货币政策差仍将延续，预计随着十年美债的区间震荡，后续美日利差与美德利差也将维持震荡格局。期间不排除继续走阔的可能。

另一方面，目前为止，还没有表现出明显的资金从新兴市场向美国回流趋势。究其原因，主要是本轮发达经济体对新兴市场经济体商品与能源的需求较高，美元继续通过外贸顺差流入新兴市场经济体。

后续随着美国经济扩张放缓，甚至衰退，对新兴市场商品与能源的需求将减少，美元可能会转而回流美国，再度形成美元上行动力。

因此，我们预计，美元走势也将与美债走势类似，暂时维持 102-105 区间震荡的格局，分别对应前期边界点。不排除继续上行的可能。

图 49：美日利差与美元指数（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 50：美德利差与美元指数（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 51: 名义美元指数



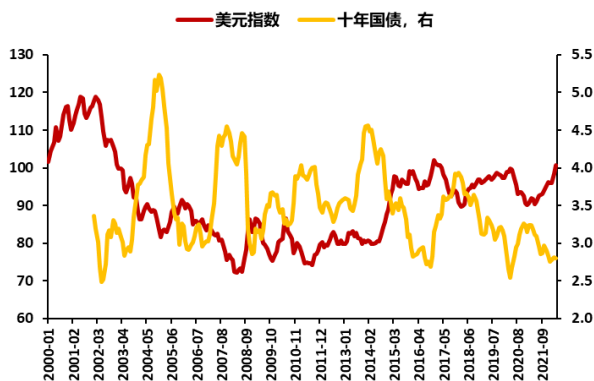
资料来源: WIND、天风证券研究所

所以后续外围环境, 大概率还是美元美债区间震荡的格局。

对国内而言, 美国经济扩张放缓, 基本面角度意味着出口需求回落, 通胀压力可能部分缓解; 联储继续控通胀, 意味着中美政策继续背离, 内外均衡问题继续突出; 美债美元震荡, 则意味着外围市场读数进入到一个不稳定状态, 国内市场情绪容易受到影响。

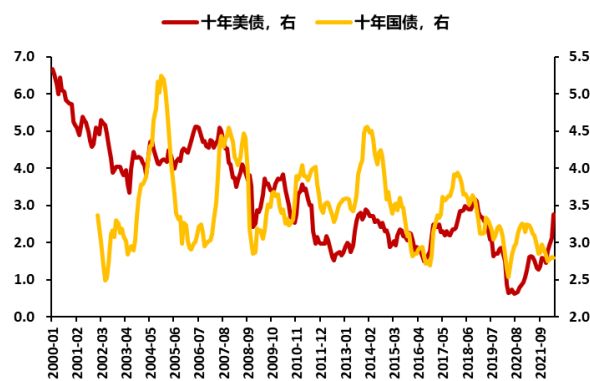
当然, 方向还是国内因素为主导, 前期美债上行我们并未跟随, 后续即使美债下行, 预计我们反应也有限, 除非国内经济出现新的明显下行压力。

图 52: 美元指数与十年国债 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 53: 十年国债与十年美债 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

5. 小结

5月联储议息会议后，海外市场出现衰退交易。

海外对衰退的担忧来源于两方面：一是联储激进加息，过快推升利率可能加剧金融约束；二是担心高通胀持续进而挤出消费。而高通胀的成因一方面是疫情后各种因素叠加的供给问题；另一方面是美国自身需求扩张的结果。

复盘历史，从衰退信号出现，到完全展开衰退交易，还需要进一步确认周期顶部与通胀回落。目前可能还处在交易早期信号的阶段。

虽然目前还无法准确判断美国经济见顶，但是前期推动美国经济扩张的三方面主要动能：限制措施解除后的消费强劲反弹、企业补库与地产高景气度，都开始有所放缓。虽然就业市场景气带来了工资上升，但是高通胀的侵蚀和储蓄率下降伴随着金融条件的变化，逐步开始限制进一步需求扩张的动能。

结合美国就业市场情况，如果不能降低工资增速、抑制信贷扩张、甚至一定程度地约束居民资产负债表，美国面临的通胀压力就难以真正缓解，所以联储的主要关注点估计还是在控制通胀上。

结合历史，我们估计，更进一步的衰退交易可能还需等待进一步的基本面信号。鉴于美国基本面的方向还不明确，联储延续加息，我们预计美债美元暂时将维持震荡格局，十年美债区间在 2.8-3.2%，美元区间为 102-105，分别对应衰退与扩张的美债前期边界点位。不排除后续美债美元突破边界的可能。

对国内而言，美国经济扩张放缓，基本面角度意味着出口需求回落，修复压力可能进一步上升；联储继续控通胀，意味着中美政策继续背离，内外均衡问题仍有困扰；美债美元震荡，则意味着外围市场读数进入到一个不稳定状态，国内市场情绪容易受到影响。

当然，国内市场方向还是以我为主、内因为主，外因还是要通过内因来实现其影响，前期美债上行我们并未跟随，后续美债进一步下行，预计我们反应也有限，除非国内经济出现新的明显下行压力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |