

咬定通胀之锚，把握货币之帆

——美国经济减速期大类资产配置展望

报告导读

本轮美联储加息周期中，通胀为美联储货币政策关键变量，也是当前美国各类资产定价之锚。对美国通胀的正确预判将更加精准把握货币政策的风向，从而更加清晰资产价格变动的内在逻辑，做出正确的决断。

投资要点

□ 高位通胀难自控，紧缩货币递进中

美国经济进入减速期，失业率虽然低位，但通胀已来到近 50 年高点，使得美联储不得不采取紧缩货币政策递进式加息。在四种通胀情形中，美联储操作区间在维持当前既有政策预期到类似沃尔克式加息政策预期之间。

□ 紧缩交易已兑现，衰退预期尚不足

当前各资产表现中，美债利率和美元指数均大幅上行来到近年来高位，美股已下跌 20%-30%，原油大幅上涨超过 50%。美联储已开始三次加息，而未来紧缩政策预期大部分已经在资产价格上有所体现，但同时市场对于美国未来经济衰退预期交易尚显不足。

□ 美债美元见顶回落，美股下探原油新高

若未来美国经济在“过热—滞涨—衰退”过程中继续向下走，美国金融市场开启衰退交易的概率将逐渐加大。而在衰退交易中，美债利率和美元指数前期支撑因素减弱，大概率将从目前高位明显回落。而美股从杀估值转向杀业绩，指数或将继续下探。原油在其基本面支撑下走出独立行情，有望创出新高。

风险提示

地缘政治风险加剧，通胀风险超出预期

分析师：邱浩彬

中央编号：AWS533

联系电话：852-2180 6499

邮箱：research@cnzsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 美国经济进入减速期：高位通胀自难控，紧缩货币递进中	4
1.1. 高涨通胀为关键变量	5
1.2. 货币政策为直接影响	6
2. 当前各类资产表现：紧缩交易已兑现，衰退预期仍不足	7
2.1. 美债利率见顶回落	7
2.2. 美股指数继续下探	8
2.3. 美元指数见顶回落	9
2.4. 原油价格有望新高	9
3. 小结与展望：美债美元见顶回落，美股下探原油新高	10

图表目录

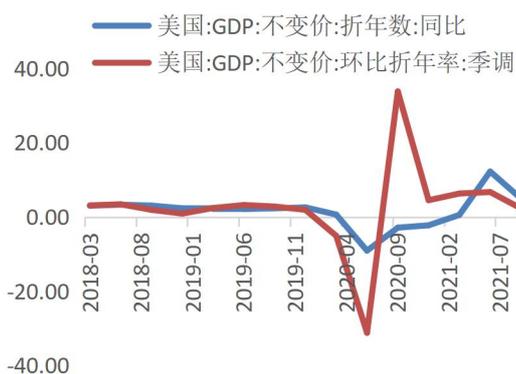
图表 1: GDP 同比环比均下行	4
图表 2: PMI 持续下行	4
图表 3: 失业率维持低位	4
图表 4: 消费逐渐走弱	4
图表 5: 职位空缺率同比下滑	5
图表 6: 地产销售走弱	5
图表 7: 能源、食品、住宅分项继续上行	5
图表 8: 5 月 CPI 再创新高	5
图表 9: CPI 环比持续上行	6
图表 10: PCE 指标远超长期通胀目标	6
图表 11: 四种通胀情景	6
图表 12: 6 月美联储点阵图预期	7
图表 13: CME 联储观察工具预期	7
图表 14: 美联储逐步加息	7
图表 15: 美债利率持续上行	7
图表 16: 美债利率与联邦目标利率	8
图表 17: 三大股指已经出现不小幅度的下跌	8
图表 18: 美元背后受到紧缩政策和利率支撑	9
图表 19: 原油价格最后回落	9
图表 20: 原油库存低位叠加去库预期	10

1. 美国经济进入减速期：高位通胀自难控，紧缩货币递进中

当前美国各项宏观数据显示出经济活力仍在高位，但增速动能边际趋缓的特征。一季度 GDP 环比增速降为负值，同比也有所下滑是最直接的增速放缓的表现。此外，制造业和非制造业 PMI 今年以来持续下行，目前已大幅偏离此前超过 60 的高景气区间，虽然仍维持在荣枯线之上，但已充分显示出制造业景气程度正在消退。从终端零售和地产销售方面来看，以往的高增速也难以维持，今年明显在边际上出现走弱的趋势。与此同时失业率虽然仍在低位，但职位空缺率的同比边际已出现走弱，表明就业市场火爆程度可能同样难以持续。从上述经济指标综合分析，不难得出当前美国经济为“高通胀+低失业+增速边际走弱”的组合，反映出美国经济大概率正处在“过热—滞胀—衰退”的减速期中。

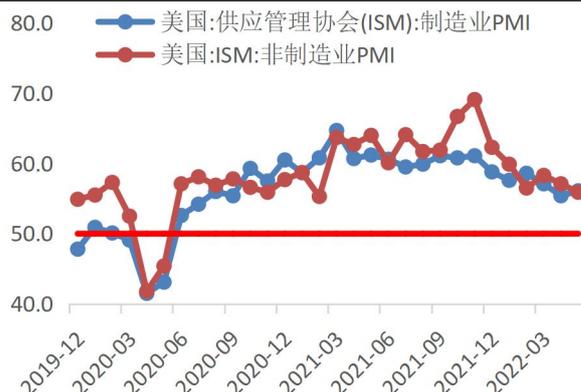
在这一经济组合中，美联储的两大目标之一的“充分就业”可以认为已经达成，但是离“稳定通胀”目标显然差距很大。所以这一时期美联储通常采用偏鹰派的紧缩货币政策来试图控制通货膨胀，达到两个政策目标之间的平衡。自 3 月以来美联储连续三次会议分别采取 25bp, 50bp, 75bp 递进式加息政策，且在 6 月 1 日开始采取缩表的操作，表明当前美联储确实如预期采用十分鹰派的紧缩货币政策来达成平稳通胀目标。所以相对于充分就业目标，“通胀指标—货币政策—资产价格”的分析链条将主导这一时期大类资产配置的主要逻辑，而本篇报告也将通过分析关键的通胀指标，到预期对应的货币政策，最后到各资产价格反映的视角来对当前美国大宗资产配置进行展望。

图表 1：GDP 同比环比均下行



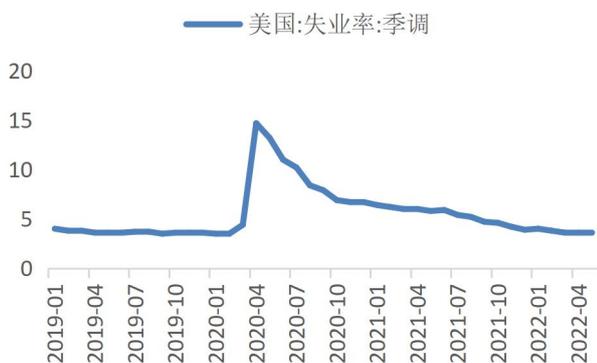
资料来源：wind，浙商国际

图表 2：PMI 持续下行



资料来源：wind，浙商国际

图表 3：失业率维持低位

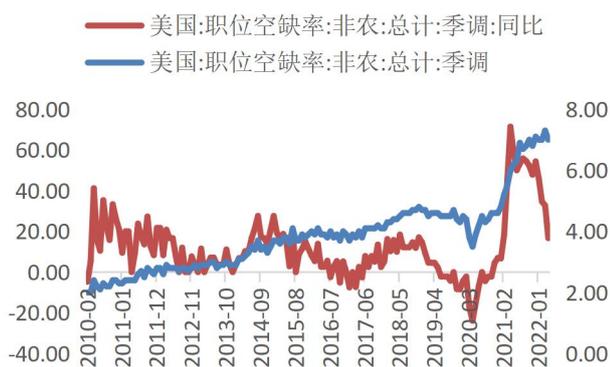


资料来源：wind，浙商国际

图表 4：消费逐渐走弱



资料来源：wind，浙商国际

图表 5: 职位空缺率同比下滑


资料来源: wind, 浙商国际

图表 6: 地产销售走弱


资料来源: wind, 浙商国际

1.1. 高涨通胀为关键变量

5月公布的美国CPI为8.6%，再次超出市场预期且创出新高。从整体上看，当前已为上世纪80年代第二次石油危机以来最高的通胀水平。而从边际上来看，2021年下半年以来通胀环比呈现出震荡上行态势，表明本轮通胀趋势仍在上行，而上月上行速度放缓主要为高基数效应影响。分项上能源同比34.6%，上行4.6个百分点；食品同比10.1%，上行0.7个百分点；住宅同比6.9%，上行0.4个百分点，三大项均继续上行带动整体通胀再创新高。

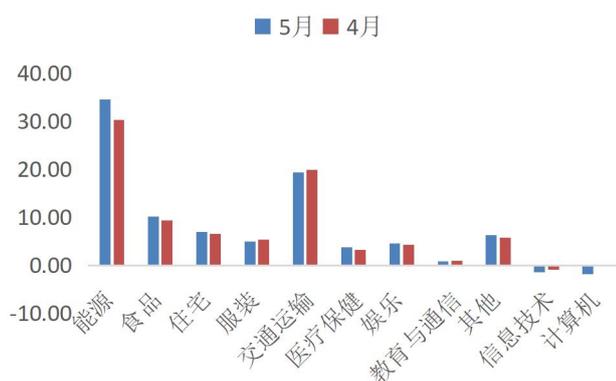
在“通货膨胀—货币政策—资产价格”这一链条中，通胀指标作为最上游的关键变量，其对当前资产定价有着非常大的影响。所以本文将未来四种可能的通胀路径一一作出情景分析。

第一种中性情形，假设未来通胀环比维持今年1-5月的环比均值0.94%，可以得出下半年同比将持续上行到8.6%-11.9%。这种情形下代表美联储当前政策对抑制通胀效果并不足够，通胀仍然继续上行，对应的美联储也很可能在未来采取更加激进的紧缩政策，正如鲍威尔所说“经济增速不是美联储考量目标，而美联储控制通胀将不惜一切代价”。对应风险资产价格例如股市往往会继续下跌。

第二种极低情形，假设未来通胀环比维持0，则CPI在下半年将由7.6%逐步降至4.8%。这意味着当前美联储紧缩政策十分有效，完全抑制了通胀上行，美联储有可能反而会放缓紧缩政策，从而使得风险资产得到喘息甚至反弹。但本轮通胀受多重因素影响，我们认为货币政策很难完全控制住通胀，所以这种情形概率极低。

第三种极高情形，假设未来通胀环比维持1-5月高点1.3%，可以得出下半年同比将在9.0%-14.8%。这种情形意味着美联储当前政策完全没有效果，极有可能大幅加强紧缩预期，风险资产大幅下跌，这种情形概率也较低。

第四种偏低情形，假设未来通胀环比在0.5%的均值偏低水平，可以得出下半年通胀维持在8.1%-8.7%，整体受到环比支撑以及基数效应而出现高位震荡的情况。这代表当前美联储紧缩政策存在一定抑制通胀的效果，也不需要修正当前紧缩政策路径，应是美联储可以接受也是符合市场预期的局面。

图表 7: 能源、食品、住宅分项继续上行

图表 8: 5月CPI再创新高


资料来源：wind，浙商国际

资料来源：wind，浙商国际

图表 9：CPI 环比持续上行


资料来源：wind，浙商国际

图表 10：PCE 指标远超长期通胀目标


资料来源：wind，浙商国际

图表 11：四种通胀情景

三种情况 月份	均值环比		0环比		高环比		低环比	
	CPI	同比	CPI	同比	CPI	同比	CPI	同比
6月	295.0436	8.6%	292.30	7.6%	296.0958	9.0%	293.7575	8.1%
7月	297.817	9.1%	292.30	7.1%	299.9451	9.9%	295.2263	8.1%
8月	300.6165	9.9%	292.30	6.8%	303.8444	11.1%	296.7024	8.5%
9月	303.4423	10.6%	292.30	6.6%	307.7944	12.2%	298.1859	8.7%
10月	306.2946	10.7%	292.30	5.7%	311.7957	12.7%	299.6768	8.3%
11月	309.1738	11.2%	292.30	5.2%	315.849	13.6%	301.1752	8.4%
12月	312.08	11.9%	292.30	4.8%	319.9551	14.8%	302.6811	8.6%

资料来源：wind，浙商国际

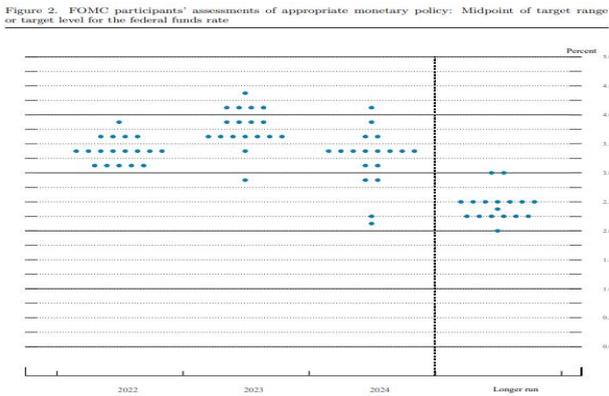
1.2. 货币政策为直接影响

货币政策作为分析链条的中间部分，有承上启下的作用，也将会直接影响资产价格。所以必须关注美联储对货币政策的态度以及预期。当前美联储已在 3 月开始加息，这是 2020 年降息至近零水平后美联储首次进入加息周期。

6 月 16 日美联储公布 6 月最新利率决议，将基准利率上调 75 个基点至 1.50%-1.75% 区间，为 1994 年来最大幅度的加息，符合此前市场预期。缩表计划仍维持 5 月会议公布的路径，前三月 475 亿美元，9 月开始 950 亿美元。同时 6 月点阵图显示所有委员同意本年度加息至 3% 以上，最高预期在 3.75%。这一预期大幅超过 3 月点阵图的最激进 3% 的加息预期，显示出美联储在不断推升的通胀下正在进一步偏鹰。鲍威尔会后表态美联储将致力于降低通胀，下次会议最有可能是加息 50 个基点或 75 个基点。联储观察工具显示，剩余四次会议的加息路径预期分别为 75、50、50、50bp，全年目标在 375-400bp，略超出美联储的预期目标。

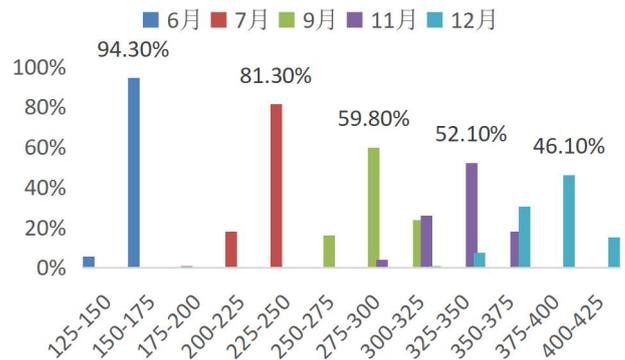
本次加息在美国通胀数据发布后已经交易得较为充分，当加息落地后，资产价格表现相对稳定。短期来看，美债收益率见顶回落、美股阶段性企稳、贵金属止跌回升或成为未来 1-2 周的交易主线，宏观政策对于各类资产价格的冲击短期平复，商品将逐步回归各自基本面交易。

图表 12: 6月美联储点阵图预期



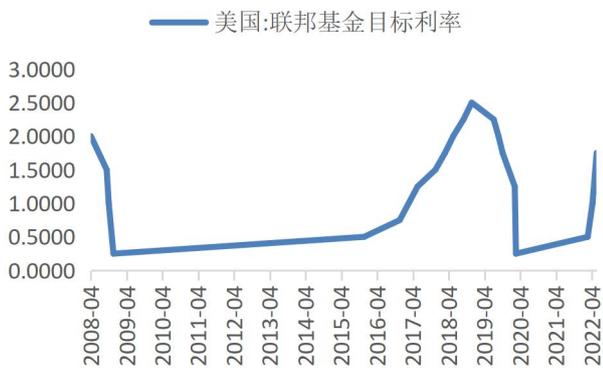
资料来源: 美联储, 浙商国际

图表 13: CME 联储观察工具预期



资料来源: CME, 浙商国际

图表 14: 美联储逐步加息



资料来源: wind, 浙商国际

图表 15: 美债利率持续上行



资料来源: wind, 浙商国际

2. 当前各类资产表现: 紧缩交易已兑现, 衰退预期仍不足

从上述经济指标综合分析, 可以发现当前美国经济为“高通胀+低失业+增速边际走弱”的组合, 反映出美国经济大概率正处在“过热—滞涨—衰退”的减速期当中。从美林时钟的经验来看, 这一时期美国各类资产中应以现金与商品最强, 债券与股票最差。今年 1-6 月各类资产中, 10 年期美债收益率上行 170bp, 涨幅 104.3%; 美国三大股指均明显下行, 其中标普指数下跌 21.0%, 纳斯达克指数下跌 29.9%, 道琼斯工业指数下跌 16.2%; 而同时 RJ/CRB 商品指数上行 35.1%。基本还是符合美林时钟过热器到滞涨期的资产整体表现。

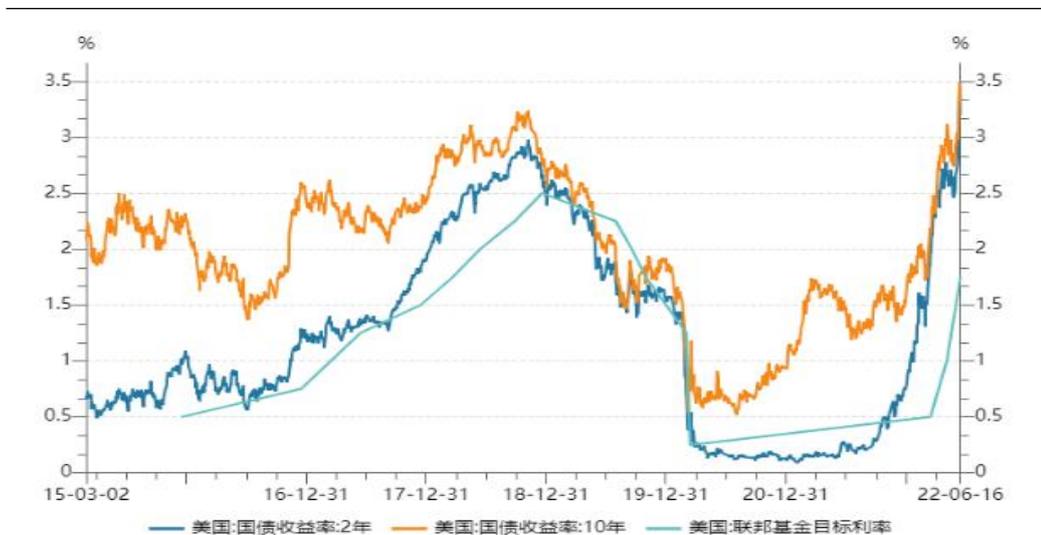
2.1. 美债利率见顶回落

2022 年以来美联储加息概率一再上行, 美债十年期收益率随之持续走高, 自 1 月至今已上行近 170bp, 最高达到 3.43%。已超过 2011 年 4 月以来利率高点; 美债两年期收益率自 1 月以来上行超过 240bp, 最高达到 3.40% 水平。当前利率与 2018 年加息周期美债利率的走势具有一定相似之处, 均是受到美联储加息政策的影响。虽然只有当美联储不再加息时, 美债利率才会实现大幅度下行, 但在加息周期中当美联储加息预期放缓时也会有小幅的回调。

6 月加息后目标利率下限为 1.50%, 根据点阵图来看预期会加到 3%-3.5%, 也就是说今年剩下四次议息会议还有 150bp-200bp 加息的空间。但是当前美债十年期、两年期收益率高点都已经到 3.4% 的水平, 我们认为已经充分反映了美联储的加息预期。若下半年美联储加息预期能够稳定在 3%-3.5%, 则长端美债收益率将无更多上行驱动, 反而见顶

回落，美债期限利差出现倒挂，市场更多开始交易衰退预期。

图表 16：美债利率与联邦目标利率



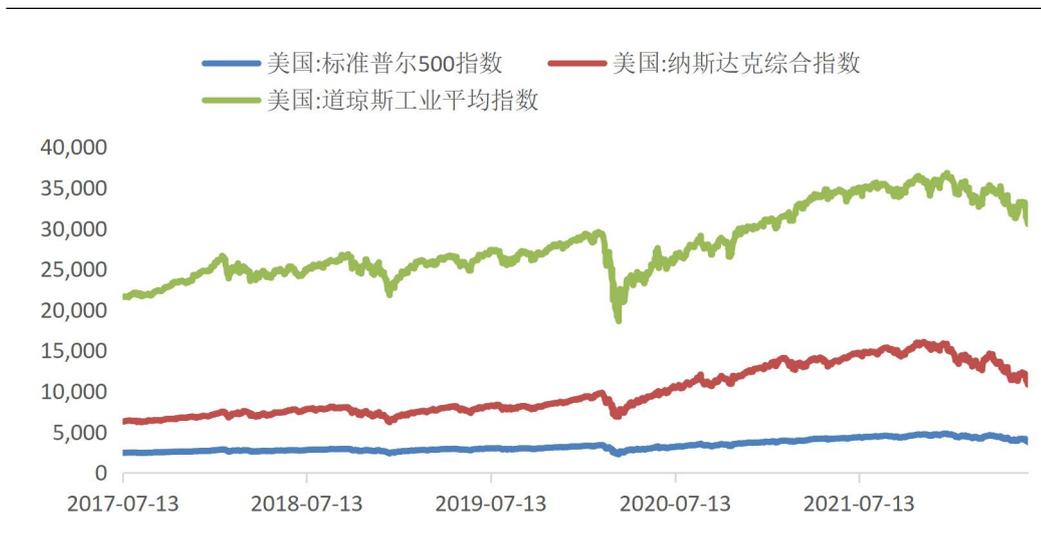
资料来源：wind，浙商国际

2.2. 美股指数继续下探

这一轮美股高点在去年年末到今年年初之间，今年三大股指均出现震荡下行格局。三大股指中标准普尔指数下跌 21.0%，纳斯达克指数下跌 29.9%，道琼斯工业指数下跌 16.2%，其中估值最高的纳斯达克指数下跌幅度最大。

若将美股价格的组成为估值和业绩，则价格等于估值与业绩之积，无论是估值还是业绩的下行都将对美股带来下行的驱动。本轮至今美股下跌的主要逻辑来自于①美债利率大幅上行带来的美股估值下移，②也有受到风险偏好下降的影响。而这也符合了估值最高的纳斯达克指数下跌幅度最大的实际情况。根据此前对美债利率的分析，若认为美债利率已充分反映当前美联储加息预期，年内再无更多上行驱动，则美股继续杀估值的驱动也将随之减弱。但从业绩方面来看，目前美国经济已经步入减速期，而随着美联储持续加息美国经济将出现进一步下滑，市场随时可能提前开始交易经济衰退预期。而经济衰退往往对应企业的业绩下滑，则美股就会进入杀业绩的阶段，而这一预期尚未在当前市场体现。四种通胀情形中，若通胀较高，则杀估值或还将延续，若通胀较低，则杀业绩提前开启，无论哪种情形均不利于美股表现。整体来看我们认为按正常通胀预期，当前美股已经接近充分反映杀估值预期，但杀业绩预期反映不足，这一逻辑压制下未来美股仍大概率继续偏弱运行。

图表 17：三大股指已经出现不小幅度的下跌



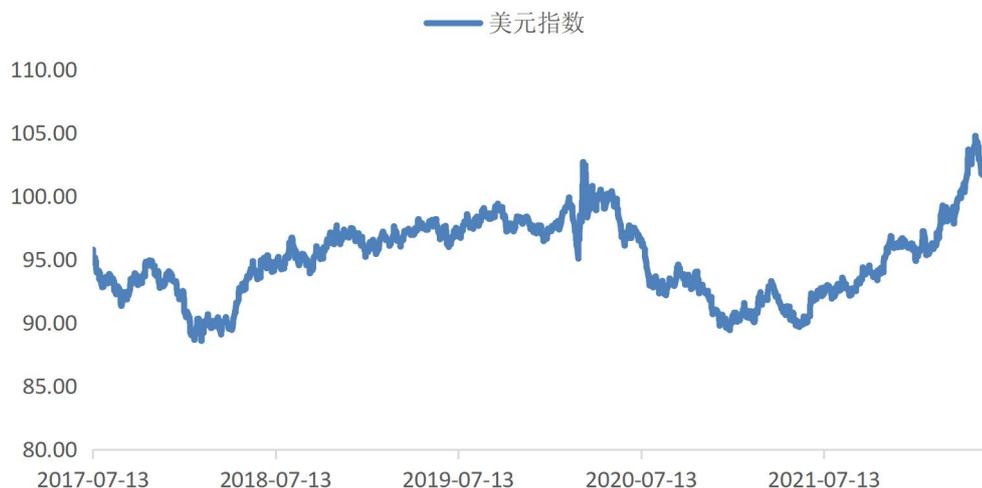
资料来源：wind，浙商国际

2.3. 美元指数见顶回落

本轮美元指数从2021年下半年90左右上行至最高超过105，涨幅接近16.7%，2022年上半年也已经有9%的涨幅。当前美元指数也已经来到2003年以来接近十九年来高位。

今年美元升值的直接逻辑主要来自于几个方面：①美联储采取紧缩货币政策，在加息和缩表操作下有望回收过多的美元流动性。②今年以来美债利率大幅上行，美元资产吸引力提高。但这一逻辑很可能在下半年出现失效，一方面美元指数已大幅上行来到十九年高位，可以认为已经充分反映了美联储紧缩政策预期，若未来通胀符合偏低环比这一情景则美联储紧缩货币政策不再加剧，美元上行驱动减弱；另一方面美债利率高位已到3.4%，基本已经达到当前美联储预期目标的3.0%-3.5%，也有望出现见顶回落，而相对的下半年中国经济改善后，随着国债利率回升，美元资产吸引力将会有所减弱。所以若美联储加息预期不再更进一步，而市场开始交易衰退预期时，美元指数有望高位回落至100以下水平。

图表 18：美元背后受到紧缩政策和利率支撑



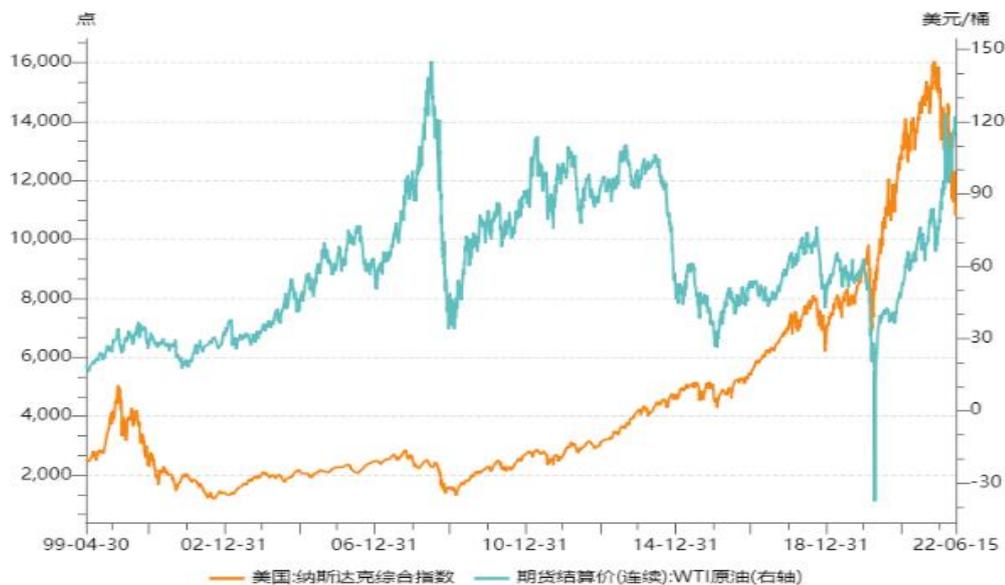
资料来源：wind，浙商国际

2.4. 原油价格有望新高

今年1月至今原油价格涨幅接近58.6%，当前已在2008年以来的新高位置。本轮原油价格上涨主要是①海外各国经济从疫情恢复后需求大幅增加，而原油本身供需偏紧，以及②俄乌冲突带来地缘政治风险与供给冲击影响。我们认为下半年原油价格仍将维持高位震荡运行。

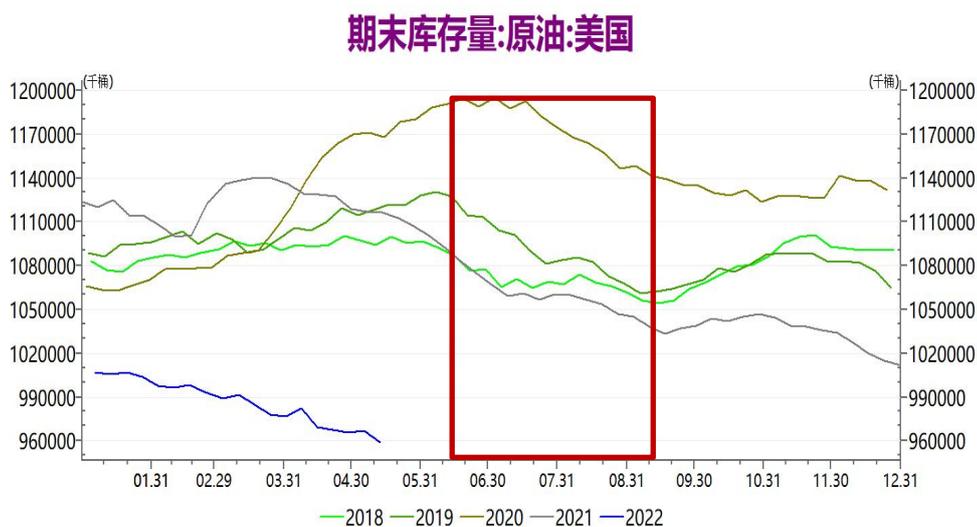
从2000年以来的几轮加息周期资产表现来看，原油价格往往在最后才出现回落，这是因为原油更加受到供需基本面的影响，只有当各大经济体出现实质性衰退，同时市场需求真正开始减弱时，原油价格才有回调动力。而在美联储紧缩货币政策下，当前美国经济边际进入减速期但仍然处在偏强区间，尚未实际进入衰退阶段。从不同通胀情形中看，只有高位环比通胀这一条件下，美联储若采用类似沃尔克时期大幅加息策略，或将提前使得经济硬着陆，需求衰退后原油价格难以获得支撑。但其他条件下原油基本面均存在①当前美国原油库存处于低位，②夏季还有季节性去库预期，③外部供给冲击仍在持续等多重利好支撑下，原油价格下半年逻辑仍然偏强，甚至有望冲击新高，但同时由于当前地缘政治影响较大，原油价格波动也将较大。

图表 19：原油价格最后回落



资料来源：wind，浙商国际

图表 20：原油库存低位叠加去库预期



资料来源：wind，浙商国际

3. 小结与展望：美债美元见顶回落，美股下探原油新高

综合来看，当前美国高位通胀指标倒逼美联储不得不采取紧缩货币政策，而我们认为现在美债、美股和美元均已充分反映这一紧缩货币预期，其中美债和美元相对位置也已经达到近年来顶部区间。而随着美联储加息预期逐步兑现，美国经济边际走弱进入减速期，衰退交易或将代替紧缩交易成为主要逻辑。而在较高概率的中性情形均值通胀或者偏低情形略低通胀的情况下，美债美元有望见顶回落，美股由杀估值转为杀业绩继续下行探底，原油供需基本面支撑有望走出独立行情创出新高。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（邱浩彬，中央编号：AWS533），该(等)分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk