

为什么美国通胀压不下来？

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

报告摘要

推动美国通胀的主要力量已经发生变化。近期的数据表明美国通胀的核心驱动力已经从能源价格转变为**核心CPI（以房租为代表）**。这一新变化趋势促使我们反思美国通胀的持续性，可能美国通胀会比此前市场很多人（包括我们）预计的更加**顽固**。

当前美国短期通胀压力的三大来源。第一，美国居民在疫情期间积累了**2.7万亿超额储蓄**，今年开始超额储蓄虽然在消耗，但余量仍大，这对未来短期内消费及通胀仍有一定支撑。当然这一支撑的持续时间也不会太长，因为低收入群体超额储蓄消耗的速度很快。我们预计超额储蓄对消费及通胀的支撑会持续至明年年初。第二，美国“直升机撒钱”并未停止。当前政府补贴的每月发放量仍然远远高于疫情之前的趋势线水平。而且近期美国很多州以“补贴通胀带来的损失”为理由，开始发放新一轮的财政补贴。其中大多数为民主党控制的蓝州。在中期选举的政治博弈下，执政党为了迎合民意而不断撒钱，也将增加控制通胀的难度。第三，**房租上涨很难控制**。当前美国通胀的核心动力已经从能源价格转变为房租上涨，这是通胀分项中最为顽固的一项，将使得本轮通胀控制的难度大大增加。与中国不同，美国房租对CPI的影响很大，一是房租与房价关联度很高，波动较大，二是美国房租在CPI中权重接近1/3，举足轻重。作为一个成熟的发达经济体，美国房地产市场的租售比通常会在合理的区间上波动。所以过去两年美国房价的暴涨正在快速向房租传导。回顾过去50年的经验，在历次美国CPI明显抬升（破5%）之前均会发现房价暴涨的规律，这可能是过去通胀分析框架中一直被忽略的问题。当前美国房价的同比增速已经见顶回落，对于控制房租涨势而言是一个利好的信号，但我们认为对此也不宜过于乐观。因为本轮房价上涨幅度远远高于以往历次上涨周期中的涨幅，美国租售比已经跌至历史低位，所以本轮周期中从房价回落到房租回落的间隔时间可能更长。这就意味着未来只有两种可能的路径：一是房价温和下降，而房租持续上涨，鉴于当前租售比过低，则房租上涨的持续时间会相当长，这就会带来长期的滞胀。70年代的情景就是如此。二是房价出现暴跌，从而使租售比快速回归至正常区间内，而各国历史经验来看房价暴跌均会伴随着较为严重的经济衰退，2008年金融危机的情景就是如此。我们预计未来的路径会兼具这两种情景的特点：**房租在未来一段时间内仍会持续上涨，因而美联储加息也会持续，直至房价暴跌引发经济衰退。**综合以上三个因素，我们认为美国通胀的顽固性较强，很难在不引发衰退的前提下温和压低通胀。所以美国

可能不得不需要一次较为严重的衰退来解决当前的通胀问题。

美国长期通胀形势也并不乐观。压制通胀的短期手段是收紧货币政策来抑制需求，而控制通胀的长期趋势则必须依靠供给能力的提升。但是**当前全球格局正在发生剧烈变化，长期供给体系面临很大的不确定性。**首先是中美合作体系受到冲击。过去中美贸易一直是压低美国商品通胀的重要原因。但目前美国对华关税及各种制裁、贸易壁垒越来越多。在各国民粹主义不断升级的背景下，大国关系的恶化几乎是不可逆的。美国未来必然要面临供应链重塑的成本，供给端将长期受到负面影响。**其次是俄乌合作体系已经瓦解。**俄罗斯是欧洲能源供应的主要来源，所以俄欧脱钩对于欧洲的供给体系将会是一个长期的冲击。作为全球供应链的重要一环，欧洲供给能力的下降将给全球带来长期的通胀压力。现在美联储试图复制当年沃尔克治理通胀的经验，但我们认为**鲍威尔的行动未必能获得沃尔克一样的效果。**沃尔克的成功不仅依靠铁腕加息，还得益于当时较为有利的宏观环境。一是“天时”：上世纪80年代初全球正处于新一轮康波周期的起点，生产力快速发展有助于缓解通胀压力。二是“地利”：拉美债务危机，帮助美联储重塑了美元的霸权地位，促使美元走强而形成输入性通缩的压力。三是“人和”：美国80年代初正处于30年代以来政府债务率最低的时期，且里根的新自由主义经济学获得巨大成功。**相对于沃尔克而言，当前鲍威尔所处的宏观环境是明显更加不利的，如果处置不当就很可能陷入伯恩斯时期的长期“滞胀”困境。**

通胀居高不下对市场影响如何？我们认为**美股短期和长期都面临较大的压力。**一是相对于当前的利率水平，美股仍有一定调整的空间。二是美股尚未充分计入衰退的影响。三是长期通胀中枢的抬升意味着美股的调整可能是长期的，因为美国很难再复制2008年和2020年的“大水漫灌”政策。**美元存在阶段性冲高风险，但长期难以维持高位。**决定美元强弱的因素主要有两个，一是美元的利率水平，二是美国的经济强弱。我们认为短期内前者较为重要，长期则后者更为重要。短期内美元仍将保持强势，美元指数有阶段性冲高至120的风险。一是因为美国通胀的顽固程度可能超出市场预期，进而推动加息预期。二是俄乌冲突升级的背景下，欧洲经济衰退的风险显著大于美国。如果在今年年底或明年年初，欧洲先于美国进入衰退，则会推动美元指数短期内飙升。所以**未来一两个季度之内全球资产仍将面临美元走强带来的流动性收缩的压力。**但我们认为美元长期走强的基础并不牢固。

风险提示：1. 如果欧洲经济衰退而美国依然能软着陆，则美元可能出现长期的走强，给全球资本市场带来巨大压力。2. 新兴市场没能顶住美元加息的压力而出现货币危机，也会引发全球资本再度回流美国。

目录

1. 推动美国通胀的主要力量已经发生变化	5
2. 当前美国短期通胀压力的三大来源.....	5
2.1. 居民的超额储蓄对短期消费力仍有支撑.....	5
2.2. 美国“直升机撒钱”并未停止	6
2.3. 房租上涨还将持续.....	7
3. 美国长期通胀形势也并不乐观.....	9
3.1. 世界供应体系已经受到巨大冲击.....	9
3.2. 沃尔克的成功不易复制.....	12
4. 通胀居高不下对市场影响如何?	13
4.1. 美股短期和长期都面临较大的压力	13
4.2. 美元存在阶段性冲高风险，但长期难以维持高位.....	15

图表目录

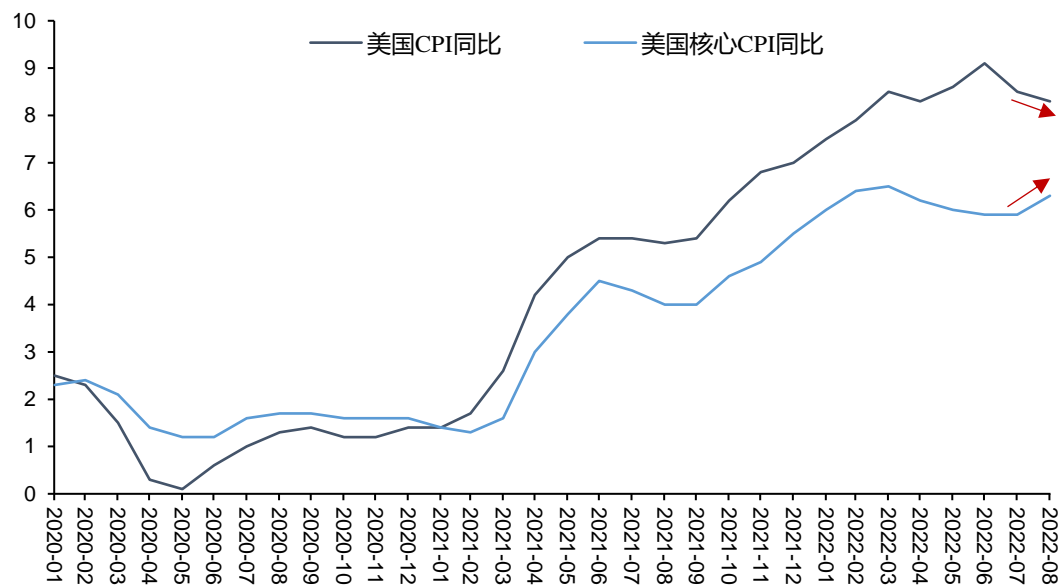
图表 1: 推动美国通胀的主要力量从能源转移到核心 CPI.....	5
图表 2: 居民部门的超额储蓄仍存.....	6
图表 3: 低收入阶层增加的储蓄相对更少.....	6
图表 4: 美国政府补贴依然远高于疫情前的趋势水平.....	6
图表 5: 美国很多州开始了新一轮补贴.....	7
图表 6: 美国 CPI 权重分布.....	7
图表 7: 历次高通胀之前往往有房价暴涨.....	8
图表 8: 用指数构建的租售比指标为 30 年来次低.....	9
图表 9: 市场统计的租售比为 50 年来最低.....	9
图表 10: 中国入世时点对应着美国商品价格多年通缩的起点.....	10
图表 11: 美国民众对华的敌意不断上升.....	11
图表 12: 俄乌冲突后俄欧贸易迅速下滑.....	11
图表 13: 美元走强带来的输入型通缩帮助沃尔克治理通胀.....	12
图表 14: 沃尔克时期美国政府债务率正处于历史低位.....	13
图表 15: 美股估值仍有一定调整空间.....	14
图表 16: 上世纪 70 年代美股处于 10 年熊市之中.....	15
图表 17: 欧元区经济衰退的概率不断增加.....	16

1. 推动美国通胀的主要力量已经发生变化

美国 8 月 CPI 数据给市场带来了巨大的波动，其原因不仅仅是 CPI 同比较市场一致预期高出 0.2 个百分点，而是核心 CPI 的大幅抬升让通胀下降之路变得更加曲折。我们不得不反思通胀的新变化趋势，可能美国通胀会比此前市场很多人（包括我们）预计的更加顽固。

上游原材料价格高企是去年以来拉动各国通胀上升的主要力量，尤其是俄乌冲突之后大宗商品价格大涨显著加重了全球通胀压力。然而对于美国来说，当前通胀的主要推动力已经不再是能源价格，在油价及其它工业品原材料价格连续下跌的背景下，相关分项对整体 CPI 的边际变化甚至是负向拉动的。核心 CPI 的快速上升成为拉动整体通胀的主要因素。而这一转变也意味着美国通胀不再是仅仅靠“油价下跌”就能解决的问题。

图表 1：推动美国通胀的主要力量从能源转移到核心 CPI



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 当前美国短期通胀压力的三大来源

2.1. 居民的超额储蓄对短期消费力仍有支撑

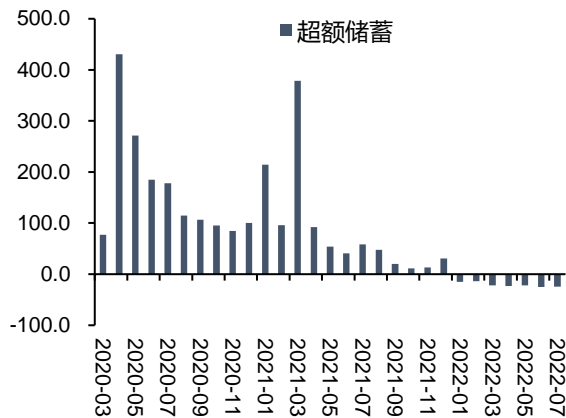
高通胀侵蚀了美国居民的收入，实际劳动薪资已经多个月同比负增长，加之加息的影响，通常在这种情况下消费需求会较快受到负面冲击。但是本轮周期中有所不同，疫情期间美国政府大量的现金补贴导致居民部门积累了约 2.7 万亿美元的超额储蓄。同时很多居民用财政补贴偿还债务，也改善了资产负债表。所以居民消费在今年加息的环境下一直表现出较强的韧性。

今年以来，美国居民的超额储蓄开始出现持续下降，即在高通胀的影响下居民不得不消耗此前的超额储蓄来维持购买力，不过相比于过去两年储蓄的大幅增加，当前居民储蓄消耗的速度相对较慢，所以对未来短期内消费及通胀仍有一定支撑。

当然这一支撑的持续时间也不会过长。因为低收入群体超额储蓄的消耗速度很快。根据摩根

大通 2021 年 9 月对各收入阶层的储蓄账户调查，可以看出收入越低的群体，其在疫情期间增加的储蓄就越少。而且低收入群体在通胀环境下储蓄消耗的速度更快，而低收入群体的边际消费倾向更高，所以居民整体消费能力的下降速度会高于超额储蓄存量的下降速度。综合以上“一正一反”的影响，我们认为疫情期间超额储蓄对消费及通胀的支撑会持续至明年年初。

图表 2: 居民部门的超额储蓄仍存



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 低收入阶层增加的储蓄相对更少

Low-income households' balances are still up, but not by much.

Income quartile	Median checking account balance, week ending Sept. 25, 2021	Change from same week in 2019
Top quartile More than \$68,896	\$4,219	+\$1,119
2nd highest \$44,955-\$68,896	\$2,138	+\$669
2nd lowest \$30,296-\$44,955	\$1,382	+\$490
Bottom \$12,000-\$30,296	\$961	+\$393

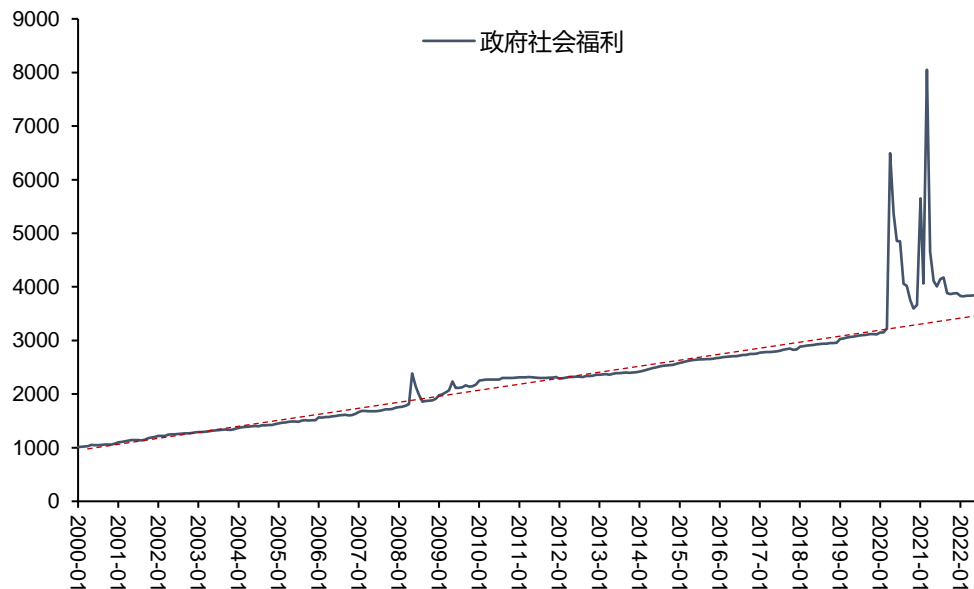
Income quartiles are based on 2019 household income, after taxes and withholdings. Source: J.P. Morgan Chase Institute By Ella Koeze

资料来源: JPMorgan, 太平洋证券研究院

2.2. 美国“直升机撒钱”并未停止

2021 年下半年以来美国各州陆续宣布退出疫情期间的刺激计划，但事实上很多州的福利补贴依然很高。美国居民收入的统计中，“政府社会福利”一项至今仍远远高于疫情前的趋势线。这反映出美国居民补贴“发放容易退出难”的困境。

图表 4: 美国政府补贴依然远高于疫情前的趋势水平



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

近期美国很多州以“补贴通胀带来的损失”为理由，开始发放新一轮的财政补贴，被美国媒

体称为疫情之后的“第四轮直升机撒钱”。据福布斯新闻统计，美国已有近 20 个州通过了新的财政补贴计划，还有很多州的财政补贴方案也正在推进。其中大多数为民主党掌控的蓝州。在中期选举的政治博弈下，执政党为了迎合民意而不断撒钱，也将增加控制通胀的难度。

图表 5：美国很多州开始了新一轮补贴

开始新一轮补贴的州	补贴内容(每人)	所属党派
阿拉斯加	\$3200	共和党
加利福尼亚	最高\$1050	民主党
科罗拉多	\$750	民主党
特拉华	\$300	民主党
佛罗里达	\$450	民主党
佐治亚	\$250	共和党
夏威夷	\$300	民主党
爱达荷	\$75	共和党
伊利诺伊	\$50	民主党
印第安纳	\$325	共和党
缅因	\$850	民主党
马萨诸塞	7%的收入	民主党
明尼苏达	\$750	民主党
新泽西	\$500	民主党
新墨西哥	\$500	民主党
俄勒冈	\$600	民主党
罗德岛	\$250	民主党
南卡罗莱纳	\$800	共和党
弗吉尼亚	\$250	民主党

资料来源：福布斯新闻，太平洋证券研究院整理

2.3. 房租上涨还将持续

从去年下半年到今年上半年，美国 CPI 的主要拉动力为能源价格。能源价格虽然波动较大，但事实上不难解决，因为能源的供给和需求弹性都较大。而当前美国通胀的核心动力已经从能源价格转变为房租上涨，这是通胀分项中最为顽固的一项，将使得本轮通胀控制的难度大大增加。

房租对 CPI 的影响可能是国内研究人员容易忽视的一项，因为在中国 CPI 的框架之中居住项的影响几乎可以忽略不计。其原因一是中国房价与房租的关联性不高；二是中国 CPI 中房租租金权重不高；三是中国房租 CPI 中统计的大部分是受政府价格管控的“租赁公房”，几乎没有波动。但美国不同，其房租对 CPI 的影响非常大，是核心 CPI 的主要驱动力。一是因为美国房租与房价的联动关系较强，房价大涨大跌都会延迟影响到房租的变化；二是美国 CPI 中房租的权重占接近 1/3，其影响力远远超过食品、能源，甚至超过核心 CPI 中全部商品消费的权重。

图表 6：美国 CPI 权重分布

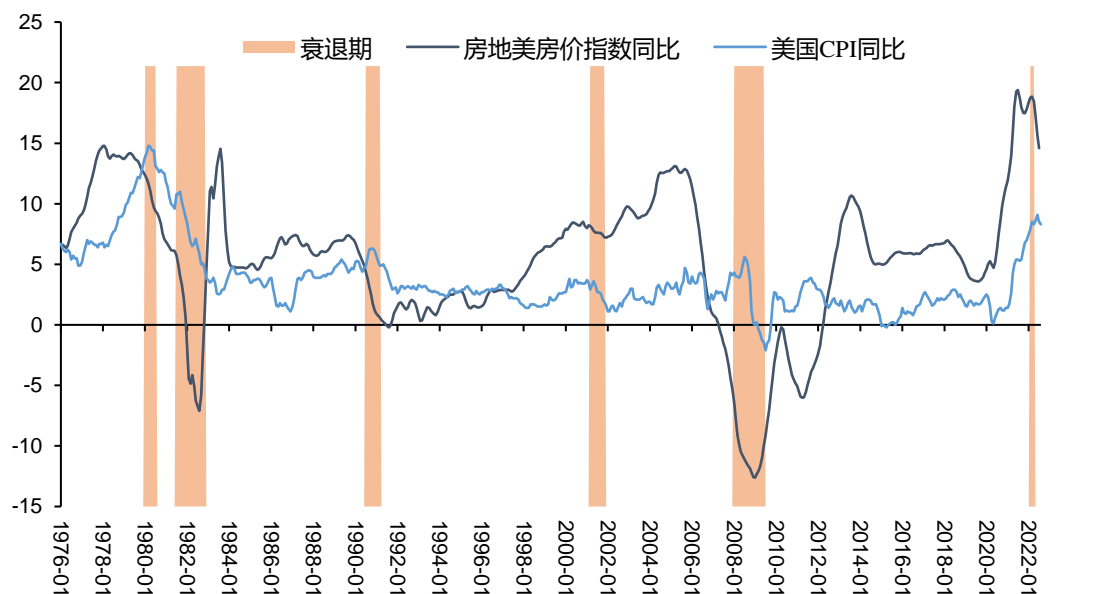
类别	权重 (%)
全部	100
食品	13.421

在家餐饮	8.304
外出餐饮	5.117
能源	8.255
能源类商品	4.862
能源类服务	3.393
核心 CPI	78.324
核心 CPI-商品	21.403
服装	2.489
新车	4.031
二手车	3.992
医疗商品	1.492
酒精饮料	0.877
烟草类	0.515
核心 CPI-服务	56.921
房屋租金	32.437
医疗服务	6.869
交通服务	5.829

资料来源：BLS，太平洋证券研究院整理

当前美国房租上涨的核心驱动力是过去两年美国房价的暴涨。作为一个成熟的发达经济体，美国房地产市场的租售比通常会在合理的区间上波动。所以房价大涨或大跌之后往往会伴随着房租同向变动。而房租又是 CPI 当中十分重要的一项，所以美国房价与 CPI 有较为明显的领先关系。

图表 7：历次高通胀之前往往有房价暴涨



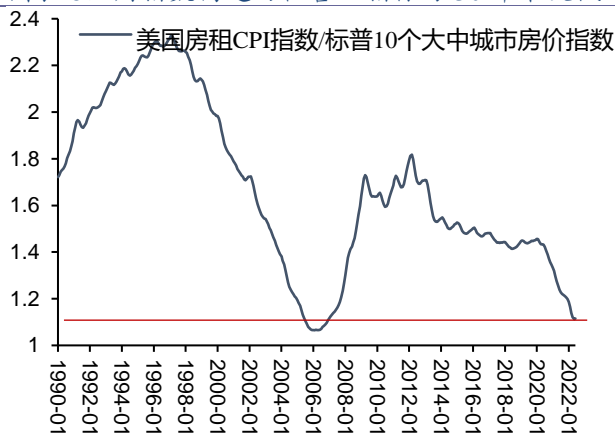
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

回顾过去 50 年的经验，在历次美国 CPI 明显抬升（破 5%）之前均会发现房价暴涨的规律，这可能是过去通胀分析框架中一直被忽略的问题。即房价上涨推动房租上涨，进而拉动整体通胀的传导链条。这样的传导在 70 年代大通胀时期、80 年代末、2008 年金融危机之前都较

为明显，即房价大涨之后一段时间整体通胀水平都有所抬升。而事实上我们也可以重新思考2008年金融危机之后美国“大水漫灌”但通胀持续低迷的原因。2008年金融危机前后是房价暴跌的阶段，所以在此后很多年内房租上涨的压力都比较小，这是除了流动性陷阱、全球化贸易等因素之外对2008年之后多年低通胀的又一个可能的解释。

当前美国房价的同比增速已经见顶回落，对于控制房租涨势而言是一个利好的信号，但我们认为对此也不宜过于乐观。因为这一轮房价暴涨的幅度为50年来最快的上涨，随后房租虽然也跟随上涨，但速度远远落后于房价增速，这导致美国租售比持续走低，所以本轮周期中从房价回落到房租回落的间隔时间可能更长。我们使用CPI房屋租金指数与标普房价指数做一个类似“租售比”的指标，可以看到这个指标为30年来次低，仅次于2006年美国房地产泡沫高点之时。而根据Tradingeconomics的“售租比”数据，美国房地产市场当前的售租比已经是50年来最高，即租售比是50年来最低。所以房租上涨的动力仍然非常强劲。发达国家不存在房价持续上涨的预期，所以租售比必然向合理的区间内回归，这就意味着未来只有两种可能的路径：一是房价温和下降，而房租持续上涨，鉴于当前租售比过低，则房租上涨的持续时间会相当长，这就会带来长期的滞胀。70年代的情景就是如此。二是房价出现暴跌，从而使租售比快速回归至正常区间内，而各国历史经验来看房价暴跌均会伴随着较为严重的经济衰退，2008年金融危机的情景就是如此。我们预计未来的路径会兼具这两种情景的特点：房租在未来一段时间内仍会持续上涨，因而美联储加息也会持续，直至房价暴跌引发经济衰退。这就是我们在9月22日报告《加息的终点是衰退——9月美联储会议点评》中所阐述的观点。

图表8：用指数构建的租售比指标为30年来次低



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表9：市场统计的租售比为50年来最低



资料来源：Tradingeconomics，太平洋证券研究院
注：图中指标为“售租比”，是租售比的倒数

综合以上三个因素，我们认为美国通胀的顽固性较强，很难在不引发衰退的前提下温和压低通胀。所以美国可能不得不需要一次较为严重的衰退来解决当前的通胀问题。

3. 美国长期通胀形势也并不乐观

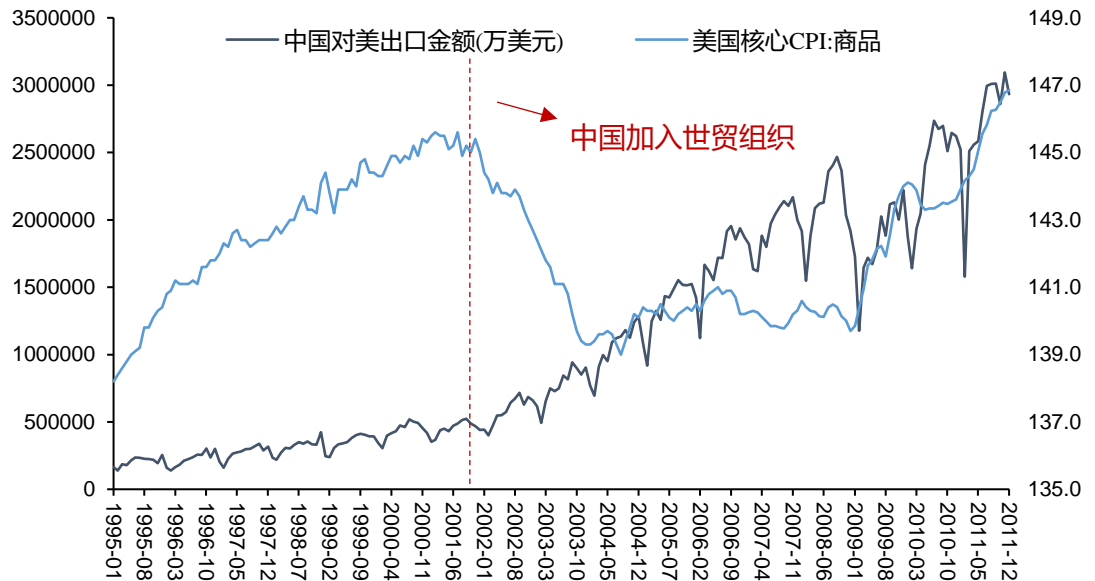
3.1. 世界供应体系已经受到巨大冲击

压制通胀的短期手段是收紧货币政策来抑制需求，而控制通胀的长期趋势则必须依靠供给能力的提升。比如80年代通胀下行中重要的因素是全球经济和生产力的快速扩张，2000年以来全球低通胀的重要原因是全球化带来的新兴市场的低成本商品。但是当前全球格局正在发

生剧烈变化，长期供给体系面临很大的不确定性。

首先是中美合作体系受到冲击。作为全球第一大制造业大国，中国加入世贸组织的 20 年以来，为全球提供了大量廉价商品，大幅压低了发达国家的商品通胀水平。比如中国入世的时点正对应着美国商品类核心 CPI 多年通缩的起点，二者之间不无关系。桥水基金达利欧指出美国有 22% 的制造业商品都是来自于中国。

图表 10：中国入世时点对应着美国商品价格多年通缩的起点



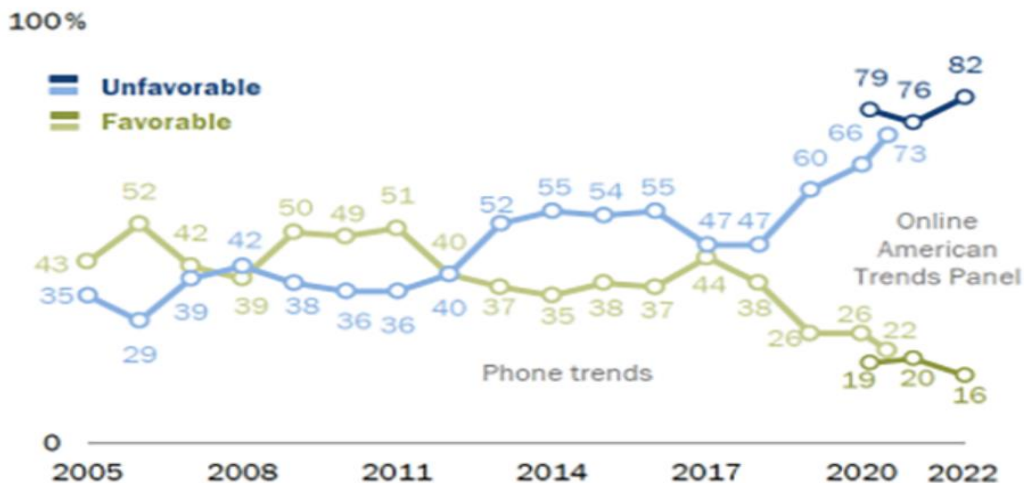
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

中美经贸摩擦以来，美国对中国进口商品的整体关税水平从 3% 提升到 20% 左右，至今也未有调降。今年在高通胀的背景之下，美国总统拜登和财政部长耶伦多次建议调降对华关税，但也最终搁浅。取而代之的是更多的对华制裁和贸易壁垒。因为在各国民粹主义不断升级的背景下，大国关系的恶化几乎是不可逆的。根据 PEW 研究中心的调查，美国民众对中国持有负面看法的比例越来越高，最新调查显示已有超过 80% 的民众敌视中国。所以即使美国高层有意缓和中美关系，在这样的民意之下也无法推行相关政策，否则就会面临政府下台的风险。在这样的趋势下，美国未来必然要面临供应链重塑的成本，供给端将长期受到负面影响。

图表 11: 美国民众对华的敌意不断上升

Negative views of China continue to grow in U.S.

% who say they have a(n) ___ opinion of China



资料来源: PEW Research, 太平洋证券研究院

其次是俄乌合作体系已经瓦解。俄乌战争爆发、西方不断加码制裁措施以及近期乌东地区的“公投”意味着即使战争结束，俄罗斯和欧洲的经贸关系也已经不可能回到战前的状态。俄罗斯是欧洲能源供应的主要来源，俄欧脱钩之后，欧洲将面临着长期能源供给不足的压力。供应链的转型是较为漫长的过程，而能源是生产活动的根本动力，所以这对于欧洲的供给体系将会是一个长期的冲击。作为全球供应链的重要一环，欧洲供给能力的下降将给全球带来长期的通胀压力。

图表 12: 俄乌冲突后俄欧贸易迅速下滑



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3.2. 沃尔克的成功不易复制

80年代美联储主席保罗·沃尔克因为成功压制了持续了十年的“滞胀”从而名垂青史，其经验也被当今的美联储视为良药。但我们认为鲍威尔的行动未必能获得沃尔克一样的效果。沃尔克坚定加息毫无疑问对治理通胀、尤其是压制通胀预期起到了至关重要的作用，但我们认为其成功不仅依靠铁腕加息，还得益于当时较为有利的宏观环境，我们将其总结为“天时”、“地利”、“人和”。

“天时”：上世纪80年代初全球正处于新一轮康波周期的起点，随后而来的信息技术革命促进了生产力长期发展，这对于增强供给能力、缓解通胀压力有重要作用。

“地利”：80年代初爆发了拉美债务危机，帮助美联储重塑了美元的霸权地位。70年代布雷顿森林体系解体加之美国进入长期滞胀，美元信用被严重削弱，一度被质疑其储备货币的地位。但在拉美债务危机爆发之后，美国的相对优势使其成为全球资产的避风港，全球资金回流美国，大幅推升了美元汇率，从而使得美国进口商品价格大幅下降，引发了输入性通缩，很大程度上帮助美国对冲了通胀压力。我们认为这也是具有一定“运气”成分的。虽然沃尔克大幅加息本身也是引发拉美债务危机的导火索之一，但这也恰逢拉美国家正处于经济下行周期。反观70年代伯恩斯时期也曾加息至14%以上，不可谓不高，但拉美国家却安然无恙，因为彼时相关国家经济基本面仍强。所以沃尔克确实较伯恩斯相对“幸运”。

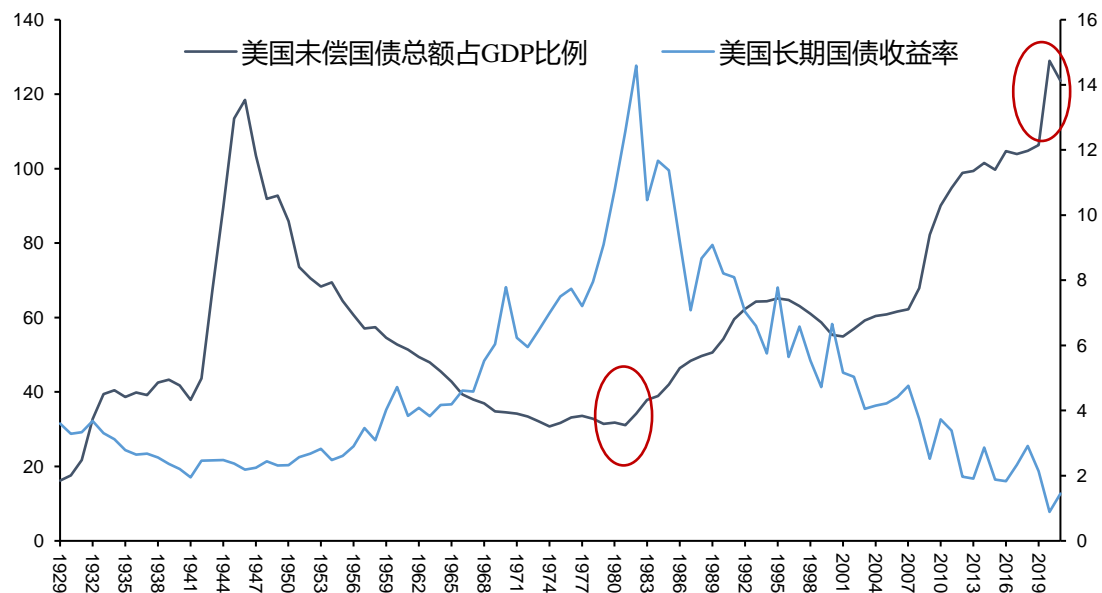
图表 13：美元走强带来的输入型通缩帮助沃尔克治理通胀



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

“人和”：美国80年代初正处于30年代以来政府债务率最低的时期，所以沃尔克的铁腕加息并不会引发美国政府的债务风险，这给了美联储很大的政策自由度。此外，80年代里根总统的新自由主义经济学获得巨大成功，美国进入蓬勃发展的时期，沃尔克的施政终于收获了很好的成果。

图表 14：沃尔克时期美国政府债务率正处于历史低位



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

综合以上论述，我们认为沃尔克在 80 年代初能成功治理通胀，其所处的较为有利的宏观环境也是重要因素，如果其中的一些宏观条件不存在，单凭美联储一己之力可能难以弥补。如今的鲍威尔所处的宏观环境并不如沃尔克“幸运”。首先，当前全球是否处于新一轮技术革命的起点，从而可以依靠生产率提升来压低通胀？这是不确定的。至少从周期的角度来看，目前可能仍处于康波周期的下行期当中。其次，本轮是否会出现美元走强带来输入性通缩从而压制通胀？这一点看似很相似，因为当前也处于美元持续走强的环境，同时欧洲面临严重困境，一如当年拉美国家的困境。但是我们认为实则有一定差别。拉美国家经济与美国的直接相关性较弱，其债务重组之后对美国的影响不算很大，所以拉美为代表的新兴市场的衰退可以推动美元持续升值。但欧洲经济和金融系统与美国联系极为密切，如果欧洲陷入严重衰退，则美国难以独善其身，明年可能新兴市场相对占优，这将促使美元外流而非回流。所以我们认为在这一角度上看鲍威尔所处的环境也是弱于沃尔克的。再次，如今美国政府债务率正处于历史高点，与沃尔克时期的历史低点完全不同，这使得鲍威尔在加息的过程中必须考虑政府的承受能力，无疑对政策灵活度施加了“隐性限制”。

所以我们认为，相对于沃尔克而言，当前鲍威尔所处的宏观环境是明显更加不利的，想要复制沃尔克的成功经验也未必容易，如果处置不当就可能陷入伯恩斯时期的长期“滞胀”困境。

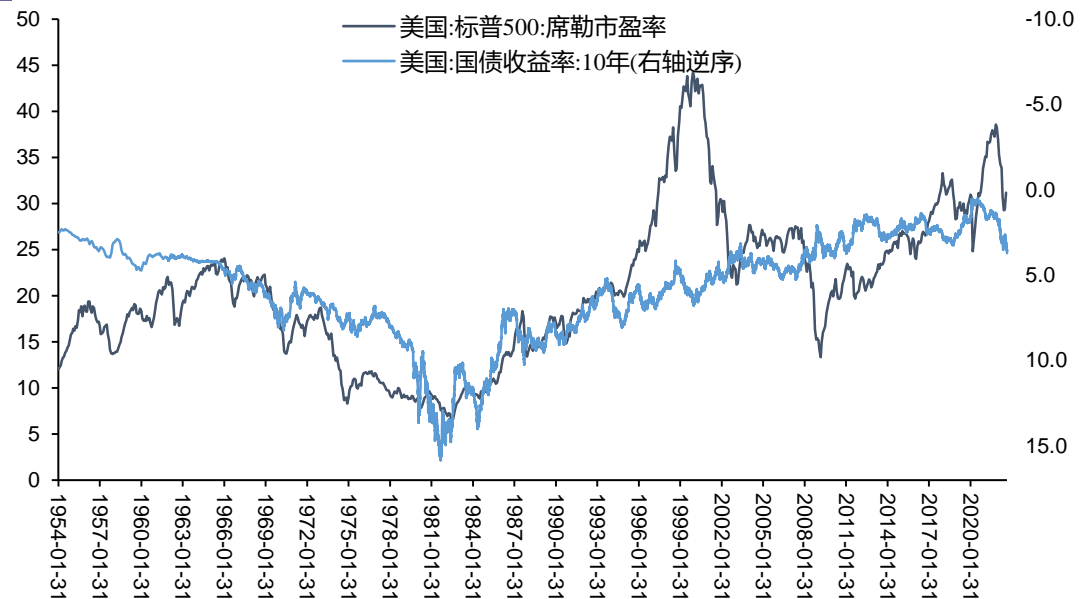
4. 通胀居高不下对市场影响如何？

4.1. 美股短期和长期都面临较大的压力

随着美联储激进加息，今年美股已经出现较大幅度的回调。年初至今标普 500 指数跌超 20%，纳指跌超 30%。但我们认为美股仍然难言触底，继续下跌的风险依然较大。

第一，相对于当前的利率水平，美股仍有一定调整的空间，从美国 10 年期国债收益率和标普 500 席勒市盈率的相关关系来看，当前的美股估值将继续面临来自利率端的压力。

图表 15：美股估值仍有一定调整空间

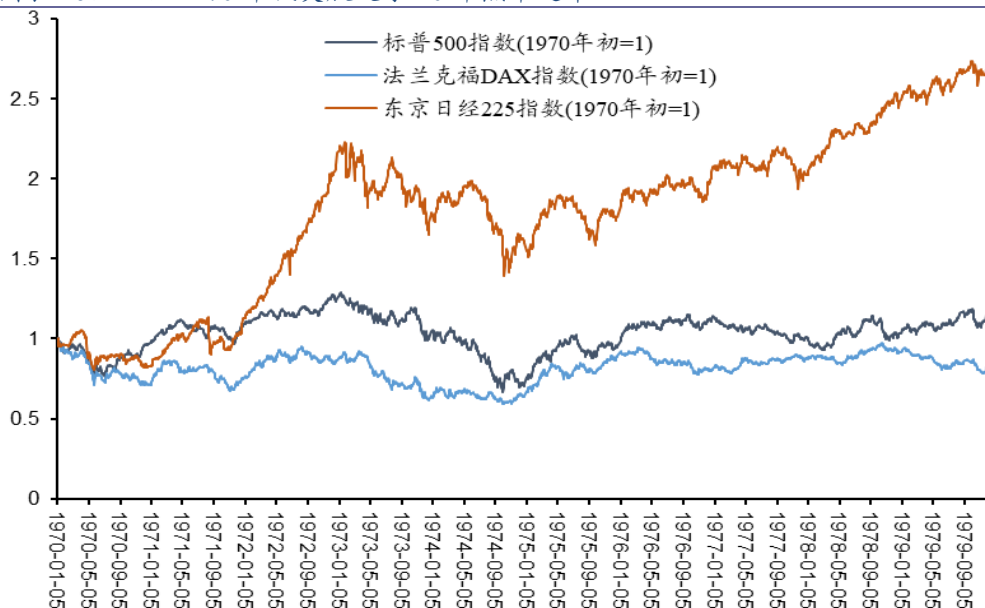


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，美股尚未充分计入衰退的影响。回顾历史经验，在衰退交易启动之后，美股估值通常会下跌至大幅低于利率水平所对应的估值水平。而当前美股只是刚刚挤出估值泡沫。与以往的危机前的时期相比，现在无论是估值水平还是调整幅度都显示出市场对于衰退的定价还不充分。一旦经济衰退预期进一步增加，美股将继续面临下跌的风险。

第三，长期通胀中枢的抬升意味着美股的调整可能是长期的。2008年和2020年虽然都出现了经济衰退，但美联储的零利率和QE政策迅速稳定了市场，使得股市进入长期的牛市。在经济增速下降的背景下，美股却出现了十几年的大牛市，这背后核心的因素在于无比宽松的流动性，企业可以低息借债来回购自身股票，不断推升股价。但在目前的宏观环境下，如果再次出现经济衰退，发达国家可用的财政和货币政策工具是十分有限的。因为QE的前提是低通胀，而如上文所述，全球通胀中枢的抬升可能是长期的趋势，这意味着各国可能难以简单的“大水漫灌”来刺激股市重新上涨，过去十几年的“零利率+QE”组合在未来将难以重现。所以我们认为美股的调整可能是一个长期过程，类似于上世纪70年代的十年熊市。

图表 16：上世纪 70 年代美股处于 10 年熊市之中



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

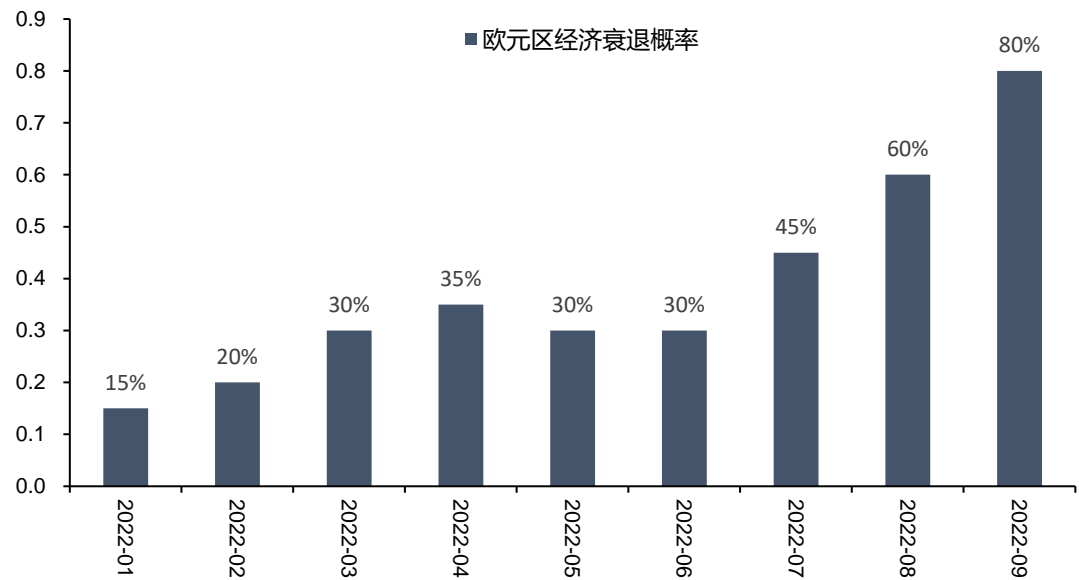
4.2. 美元存在阶段性冲高风险，但长期难以维持高位

决定美元强弱的因素主要有两个，一是美元的利率水平，二是美国的经济强弱。当然贸易差额等因素也是影响汇率的因素，但对于具有储备货币地位的美元而言不是最重要的影响因素。美元利率和美国经济哪一个对美元汇率的影响更重要？我们认为短期内前者较为重要，长期则后者更为重要。因为短期内利率水平影响了国际“热钱”的流向，是快变量；而长期经济水平则影响了利率政策的持续性和外商长期投资的意愿，是慢而持久的变量。所以我们可以看到 80 年代美联储降息之后，美元仍然可以持续上涨超过 50%，本质上是美国经济进入了高速增长阶段；2017 年美元仍处于加息进程之中，但经济基本面弱于欧洲，所以美元利率优势并未持续，反而大幅贬值。

当前美元正处于“短期强势加息”和“长期经济前景不佳”的矛盾之中。我们认为短期内美元仍将保持强势，美元指数有阶段性冲高至 120 的风险。首先，如上文所述，美国通胀的顽固程度可能超出市场预期，短期内美联储加息的步伐不会停止，甚至有加息预期继续上升的风险，这会推动美元保持强势或进一步上涨。其次，在俄乌冲突升级的背景下，欧洲经济衰退的风险显著大于美国。根据 Bloomberg 的调查，目前 80% 的经济学家认为未来一年内欧洲经济会进入衰退。如果在今年年底或明年年初，欧洲先于美国进入衰退，则会推动美元指数短期内飙升。所以未来一两个季度之内全球资产仍将面临美元走强带来的流动性收缩的压力。

但我们认为美元长期走强的基础并不牢固。如上文所述，美元的长期动力在于美国经济强弱，在当前美联储加息和与欧洲“比差”的阶段中美元占据优势，但如果美国经济不能软着陆，则明年可能出现新兴市场相对发达经济体的经济优势。虽然新兴市场的货币并不在美元指数的篮子当中，但美元从发达经济体流向新兴经济体的信用扩张过程中均会伴随着美元指数走弱。我们认为在明年欧美经济衰退是较为可能的情形，而衰退初期的流动性冲击过后，美元就可能步入下行通道。

图表 17：欧元区经济衰退的概率不断增加



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

风险提示：

1. 如果欧洲经济衰退而美国依然能软着陆，则美元可能出现长期的走强，给全球资本市场带来巨大压力。
2. 新兴市场没能顶住美元加息的压力而出现货币危机，也会引发全球资本再度回流美国。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。