

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

美国加息进入下半场——四季度股债双牛的逻辑之一

2022年10月13日

- **美国通胀驱动力可能进一步演变为单轮驱动。**我们认为美国通胀正处在从上行到下行的拐点上。回溯通胀数据,美国通胀高点出现在6月,7-8月通胀缓慢下降,已呈回落之势,且美国CPI环比已连续2个月持平。我们认为在美联储连续三次加息75bp后,美国通胀的上涨动力出现减弱,今后将转入下行区间。过去,美国通胀上涨的背后实际上是受到了通胀三大项的共同推动。自6月起,美国通胀的上涨驱动力已经由三轮转变成两轮驱动。由于全球粮食价格和能源价格高度相关,具有同涨同跌的特征。如今,能源价格高点已过,原油价格出现明显回调。当能源项对通胀的驱动力减弱时,食品项的驱动也将逐步减弱。往后看,我们认为未来美国通胀可能进一步转变为单轮驱动。
- **核心通胀变局或已临近,后续加息幅度可能收窄。**美国通胀可能进一步转变成单轮驱动,而核心通胀的单轮驱动力或将逐步衰竭。判断单轮驱动力逐步衰竭的逻辑是四季度房屋租金增速或将见顶。历史经验表明,美国房价往往领先住房租金约16个月。按照房价与住房租金的领先规律,2022年四季度住房租金增速或将见顶。由于住房租金在通胀的权重较高,因此住房租金增速见顶后,美国核心通胀的上涨动力也将逐步衰竭。进入四季度,美国通胀回落速度或将加快。一是通胀预期明显见顶回落。二是四季度通胀基数再度走高。通胀变局之下,我们认为美联储加息仍会延续,但幅度可能收窄,我们判断11月份的加息幅度可能是50bp。
- **美国加息进入下半场是四季度股债双牛的逻辑之一。**美联储加息一直是影响A股的重要因素,我们认为四季度美联储加息将进入下半场,这是从通胀的角度出发的。四季度美国通胀基数抬高,同时美国通胀的上涨动力还在衰减,我们判断四季度美国通胀回落的速度或将加快,从这个角度上说,美国加息幅度或将收窄,由此它给A股带来的这种外部压力其实是缓解的。而且最近这段时间美债收益率已经反映了美联储的鹰派指引,所以加息对资产配置压力最大的时刻大概率已过去。四季度,我们看股债双牛。
- **风险因素:**美国通胀超预期,美联储货币政策超预期等。

目录

一、美国通胀驱动力可能进一步演变为单轮驱动	3
二、核心通胀变局或已临近，后续加息幅度可能收窄	5
三、美国加息进入下半场是四季度股债双牛的逻辑之一	7
风险因素	9

图目录

图 1：美国 CPI 触顶后缓缓回落	3
图 2：美国 CPI 环比连续两个月不涨	3
图 3：通胀上涨动力由三轮驱动转为两轮驱动	4
图 4：能源高点已过	4
图 5：粮食价格和能源价格高度相关	5
图 6：四季度住房租金增速可能见顶	5
图 7：美国通胀预期已见顶回落	6
图 8：进入四季度，美国通胀基数再度走高	6
图 9：美联储鹰派指引已经反映完毕	7
图 10：美国房地产市场快速降温	8
图 11：美国就业市场开始降温	8
图 12：工时变化领先于失业率变化	9

过去几个月,我们一直看美联储史诗级加息,我们也是市场上较早提出并系统论证美联储史诗级加息的研究团队,如今这一判断已经得到验证。接下来的四季度,我们看股债双牛,逻辑之一就是四季度美国加息进入下半场。

一、美国通胀驱动力可能进一步演变为单轮驱动

当前美国通胀正处在从上行到下行的拐点上,能源项驱动回落,美国通胀驱动力转为两轮,我们认为未来美国通胀可能进一步转为单轮驱动。

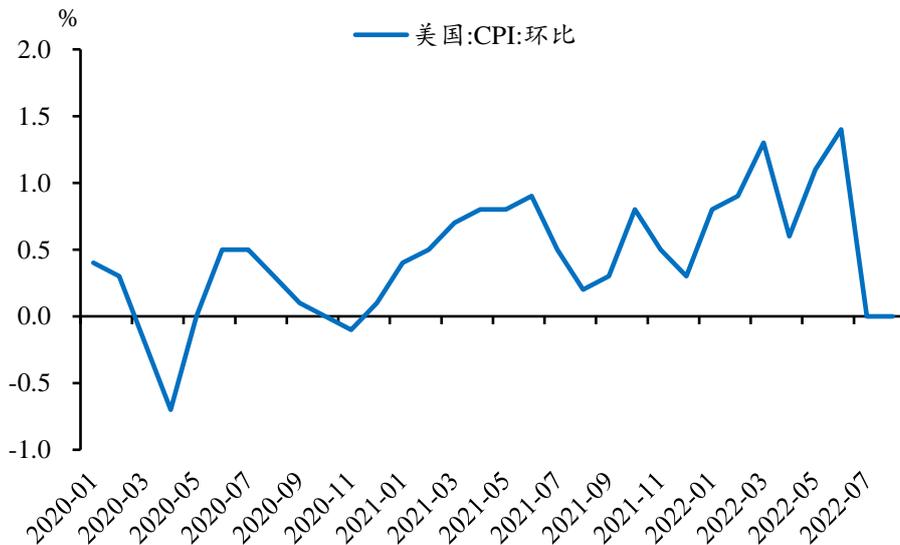
美国通胀正处在从上行到下行的拐点上。回溯通胀数据,美国通胀高点出现在6月,6月CPI同比为9.1%。7-8月通胀缓缓回落,截至8月,CPI同比为8.3%,高于市场预期的8.1%,但趋势上已呈回落之势。从CPI环比数据看,从2020年12月到2022年6月,美国CPI连续19个月环比上涨,此后连续2个月环比持平。我们认为在美联储连续三次加息75bp后,美国通胀的上涨动力出现减弱,6月大概率为通胀高点,今后将转入下行区间。

图 1: 美国 CPI 触顶后缓缓回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

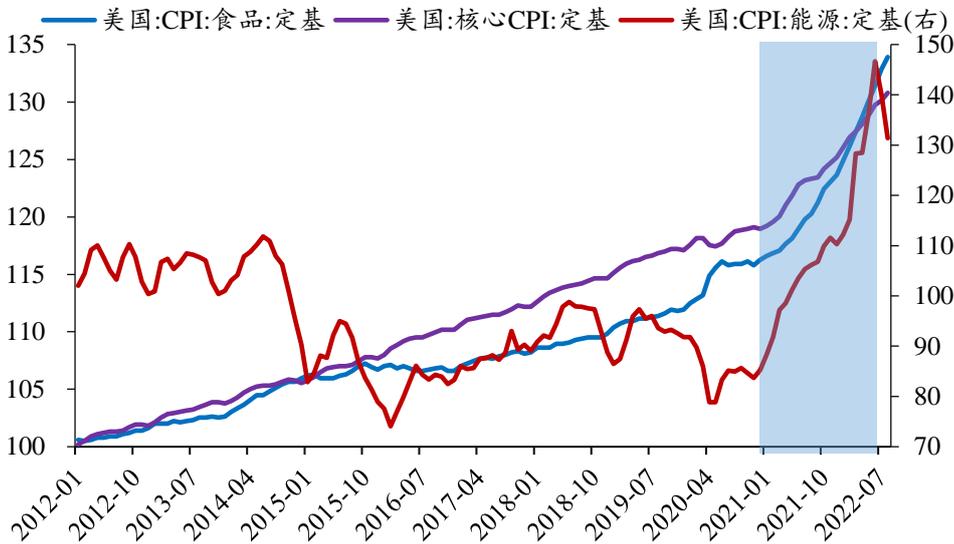
图 2: 美国 CPI 环比连续两个月不涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

能源驱动力触顶回落，美国通胀驱动力从三轮转为两轮。过去，美国通胀上涨的背后实际上是受到了通胀三大项的共同推动。2022年6月之前，能源项、食品项、核心项CPI均上涨，三轮驱动下美国通胀的上涨动力十分强劲。美国开启史诗级加息后，6月起，能源项CPI由6月高点146.66逐渐回落至8月的131.38，但食品项和能源项价格继续保持上涨，美国通胀已由三轮驱动转为两轮驱动。

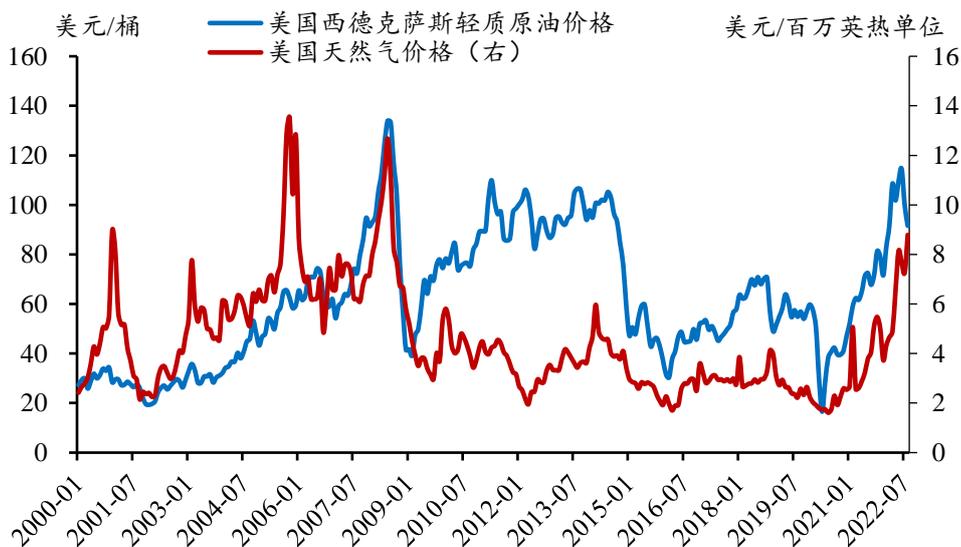
图 3：通胀上涨动力由三轮驱动转为两轮驱动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

往后看，未来美国通胀可能进一步转为单轮驱动。历史上看，全球粮食价格和能源价格高度相关，具有同涨同跌的特征。背后的原因是二者之间存在化肥使用这一联动机制，因为粮食高产是通过化肥中的能量转化来实现的。如今，能源价格高点已过，原油价格出现明显回调，8月美国西德克萨斯轻质原油价格为已回落至91.57美元/桶。当能源项对通胀的驱动力减弱时，食品项的驱动也将逐步减弱，因此往后看，我们认为未来美国通胀可能进一步转变为单轮驱动。

图 4：能源高点已过



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

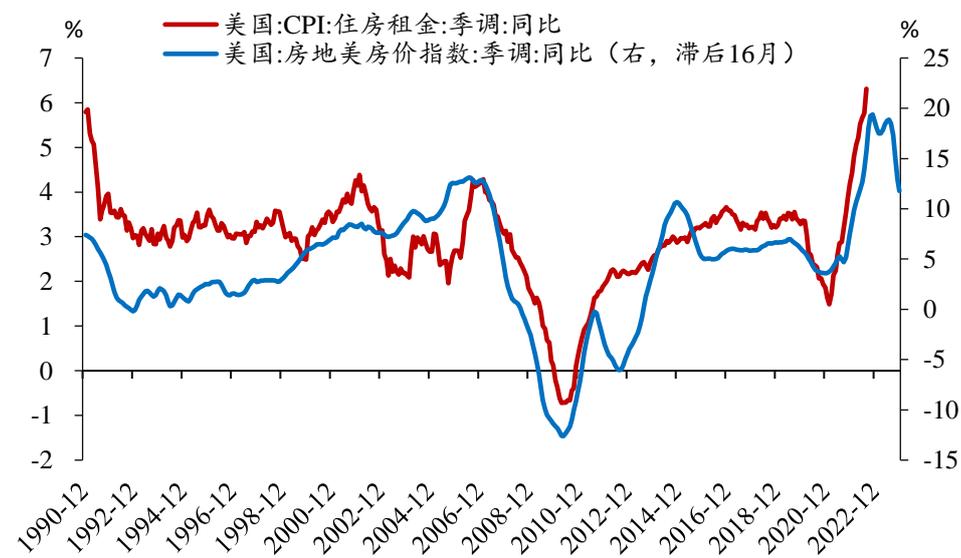
图 5：粮食价格和能源价格高度相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、核心通胀变局或已临近，后续加息幅度可能收窄

美国通胀可能进一步转变成单轮驱动，而核心通胀的单轮驱动力或将逐步衰竭。我们预判四季度美国通胀变局或已临近，后续美联储加息将进入下半场。

四季度房屋租金增速或将见顶，核心通胀上涨动力逐步衰竭。历史经验表明，美国房价往往领先住房租金约 16 个月。其背后的原因在于，租房合同期满重签新约时，住房租金才有可能发生调整。2021 年 7 月，美国房地美房价增速见顶，按照房价与住房租金的领先规律，2022 年四季度住房租金增速或将见顶。由于住房租金的权重较高，约为 32%，因此住房租金增速见顶后，美国核心通胀的上涨动力也将逐步衰竭。

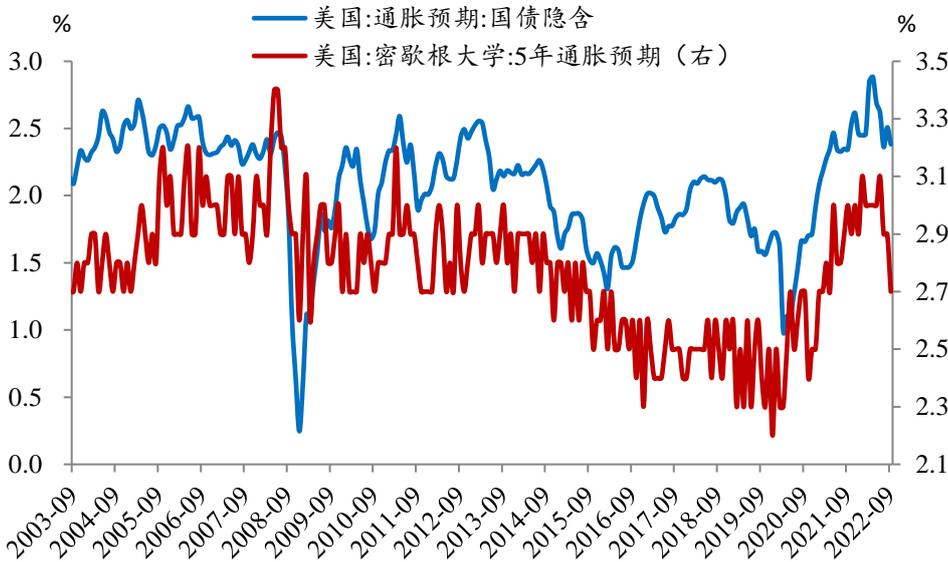
图 6：四季度住房租金增速可能见顶


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

进入四季度，美国通胀回落速度或将加快。我们认为核心通胀上涨动力衰竭，迎来变局后，四季度的通胀回落速度或将加快。一是通胀预期明显见顶回落。1) 10 年期美债收益率隐含的通胀预期见顶回落。10 年期美债收益率

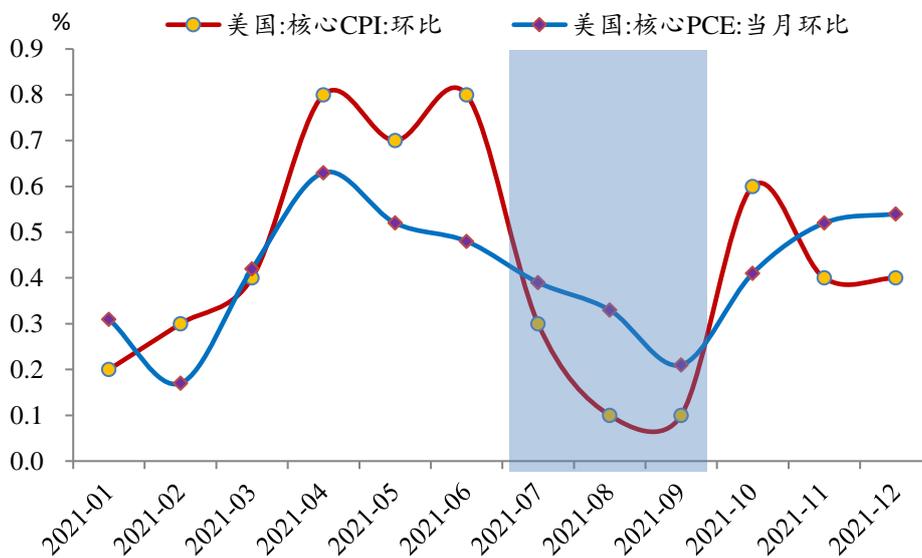
隐含通胀预期的高点出现在4月份，达2.9%，截至9月份为2.4%，较高点明显回落。2) 密歇根大学调查的通胀预期见顶回落。密歇根大学5年通胀预期的高点出现在6月份，达3.1%，截至9月份为2.7%，同样较高点明显回落。二是四季度通胀基数再度走高。4-6月美国通胀为高基数，但由于2021年7月美国德尔塔疫情爆发，CPI和PCE均重回低基数，四季度通胀基数再度走高，我们预计美国通胀回落速度或将加快。

图 7：美国通胀预期已见顶回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

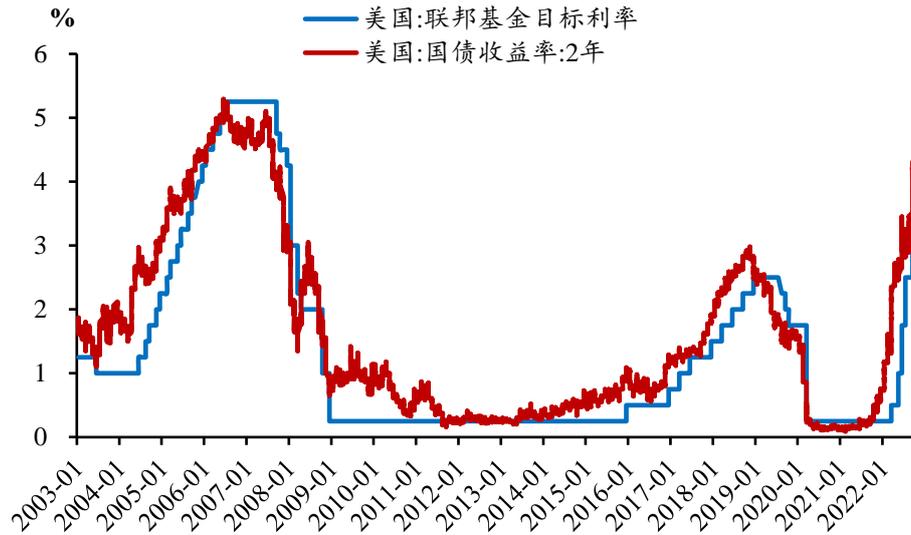
图 8：进入四季度，美国通胀基数再度走高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美联储加息仍会延续，但幅度可能收窄。到现在为止，核心通胀还是在上升的，而且短期内可能难以完全解决，因此我们认为美联储加息仍会延续。但是由于通胀进入下半场，因此加息幅度可能收窄，我们判断 11 月份的加息幅度可能是 50bp。2 年期美债收益率反映未来一到两年市场对于美联储基准利率的预期，9 月 27 日一度达到 4.3% 的高位，表明美联储鹰派指引已经得到反映。交易逻辑可能从加息转为衰退。联储鹰派加息的同时，大幅下调了经济增长预期，上调了失业率预期。近期，美元指数和美债收益率均见顶回落，显示衰退已经压倒加息或成为交易主逻辑。

图 9：美联储鹰派指引已经反映完毕



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、美国加息进入下半场是四季度股债双牛的逻辑之一

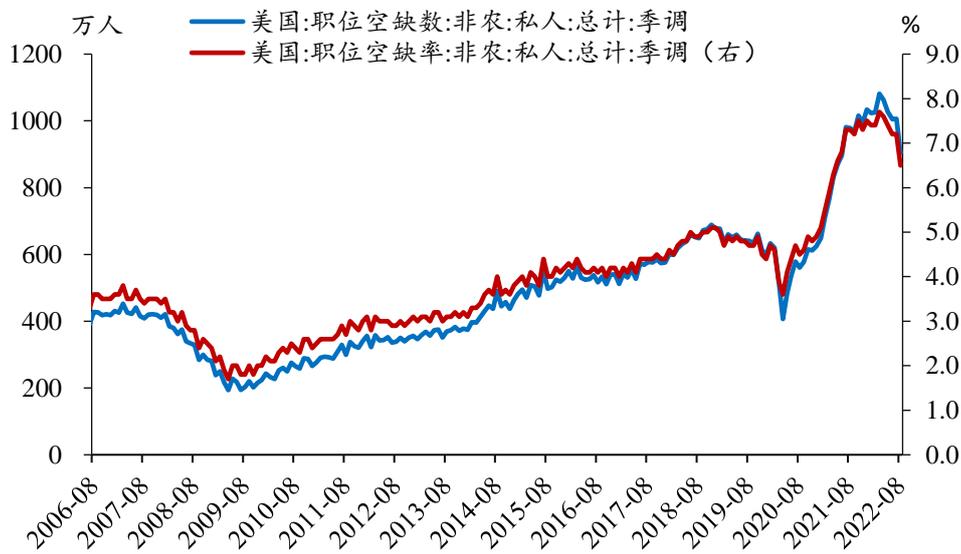
美国加息持续，其结果必然是美国经济继续走向衰退。此前，美联储激进加息，已连续三次加息 75bp，其影响也已体现在两个方面：

- 1) **美国房地产市场快速降温。**随着美联储前期的激进加息，美国住房抵押贷款利率攀升，2022 年 9 月 NAHB 住房市场指数录得 46%，创 2020 年 5 月以来新低，显示出美国房地产市场降温明显。
- 2) **美国就业市场也加快降温。**2022 年 3 月，美国私人非农部门职位空缺数达到有史以来的最高点 1081 万人，美联储进入加息周期后，职位空缺数逐渐下降，8 月降至 1000 万人以下。美国劳动力市场放缓，表明美联储的激进加息见到成效。就业市场的低失业率和美国经济放缓看似矛盾，其实二者并不存在矛盾。因为失业率是个滞后指标，而工时是一个更加领先的变量，自去年下半年以来，美国每周工时持续下降，这与经济放缓相一致。

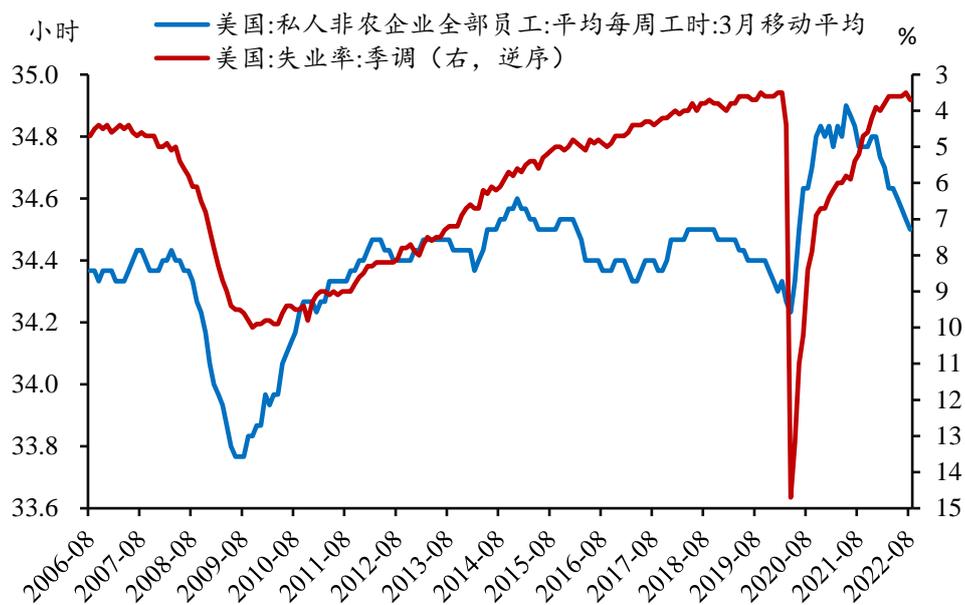
美国加息进入下半场，是四季度看股债双牛的逻辑之一。美联储加息一直是影响 A 股的重要因素，我们认为四季度美联储加息将进入下半场，这是从通胀的角度出发的。四季度通胀基数抬高，同时美国通胀的上涨动力还在衰减，我们判断四季度美国通胀回落的速度或将加快，从这个角度上说，美国加息幅度或将收窄，由此它给 A 股带来的外部压力其实是缓解的。而且最近这段时间美债收益率已经反映了美联储的鹰派指引，所以加息对资产配置压力最大的时刻大概率已过去。四季度，我们看股债双牛。

图 10：美国房地产市场快速降温


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：美国就业市场开始降温


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 工时变化领先于失业率变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

美国通胀超预期, 美联储货币政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。