

“再通胀”还是“再滞胀”？

2024年04月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- **美国经济和全球市场可能来到了一个重要的十字路口。**最近市场的表现和叙事上无疑是混乱的：一方面，市场出现很少见的美元、美股（尤其是科技股）和黄金的共同上涨的行情，而这一般仅发生在特定的背景下；另一方面，美国第一季度 GDP 和 PCE 的数据似乎让年初“金发女郎”（高增长、低通胀）的宏观叙事发生 180 度转弯，市场开始出现“滞胀”冲击的声音。所以美元、美股和黄金未来怎么变？如何去把握增长-通胀的叙事以及背后的资产含义？

我们认为当前美元是“虚胖”的，背后主要的原因是日元跌破 158。宏观叙事上，我们认为的是“滞不足而胀有余”，主线上依旧会更偏向“再通胀”线索，尽管背后经济和通胀的反弹幅度会受到高利率的限制，但这一背景在利空降息预期的同时，也是利多商品和新兴市场股市的。

- **我们认为当前的“滞胀”忧虑是“跛脚”的。**至少有三个层面的原因，第一，从最近的美国数据来看，美国经济自身是“滞不足而胀有余”的。

美国一季度 GDP 虽不及预期，但“底色”其实并不差。最主要的拖累是进口和库存，而国内需求并不差—更能代表国内终端需求的国内最终销售 2024 年一季度环比增长 2.75%，明显高于 2024 年美国一季度整体 GDP 的 1.60%；

值得注意的是投资“支棱了起来”，尤其是住宅投资，环比折年率从 2023 年 Q4 的 2.8% 涨至 2024 年 Q1 的 13.9%：这是受益于年初抵押贷款利率较高点回落，春季购房人数有所增加。叠加降息预期下建筑商信心的恢复，在房屋供给偏紧的格局下，新房开工有所回暖。除此之外，消费中占比权重较大的服务消费并未放缓，对 GDP 的拉动从 2023 年 Q4 的 1.54% 继续上涨至 2024 年 Q1 的 1.78%，因此看似偏弱的 GDP 并不能表征真正的经济降温。

- **但“胀”的风险明显更大。**3 月 PCE 的最大来源是能源通胀，能源商品和能源服务同比增速从 2 月的 -2.3% 回升至 2.6%，使得 PCE 超预期上行。而 3 月核心 PCE 同比、环比虽与 2 月基本持平，但依然超乎市场预期，整体粘性十足。

这主要是源于核心服务，3 月其环比增速 0.4%，较 2 月略有加速，最核心的住房价格依然是美国通胀难以抹去的“阴霾”。除此之外，其他主要核心服务（交通服务、金融保险、餐饮住宿等）环比增速均有所上涨；而核心商品则在机动车及其零部件的环比增速转负下则继续回落，环比增速降至 0.1%。

- **第二，从历史经验来看，站在当前的关口如果增长动能放缓，我们更应该担心的是衰退风险而不是滞胀风险。**3 月美国 ISM PMI 刚刚站上 50 的枯荣线，如果转而掉头向下，叠加通胀回升，类似的情形在历史上最终都导致了衰退，那这将是完全不同的资产交易逻辑。

- **第三，至少从全球范围来看，制造业的复苏还有一定的基础。**如果我们把视野投向全球，在新兴市场经济体的拉动下，全球制造业的复苏比美国走得更快，而且从全球经济的“金丝雀”韩国出口来看，全球制造业的复苏应该还将持续 1 至 2 个季度。

- **因此，我们更倾向于认为宏观叙事是偏向“再通胀”，但是在高利率环境下这次再通胀反弹的力度很可能比较有限，这意味着什么？**

- **政策上，不考虑非经济因素的干扰，未来两个季度内降息的概率不大，但是年内降息的可能性并没有完全消失。**从历史经验看，在我们考虑的基准情形下，6 个月内美联储很少降息，不过我们预计 6 月议息会议的点阵图仍会保留今年 1 至 2 次降息的余地，除非 4、5 月的通胀环比增速都明显高于 0.3%（这种情形下转为不降息）。

相关研究

《制造业投资：何以风头正劲？》

2024-04-24

《经济“一季报”vs 财政“一季报”：信号有何不同？》

2024-04-22

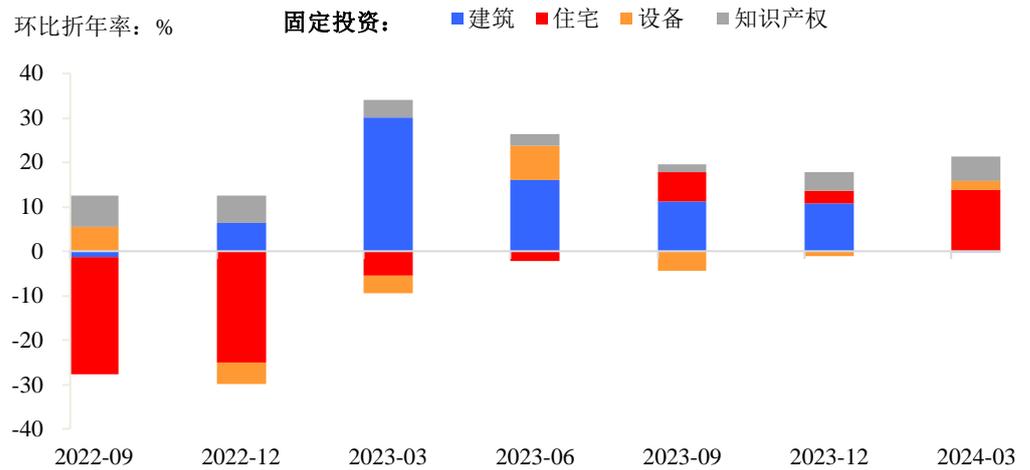
- **资产上，最大“不同寻常”可能是美元。再通胀逻辑下，风险资产存在机会。**我们以制造业重回 50 以上作为复苏的关键条件，历史上看制造业复苏周期和美股走势通常共振。每当制造业 PMI 重回荣枯线以上，商品、美股都有着不错的表现；而美债在初期会承受一定的压力。而和历史经验不太相符的是美元和美股内部板块的表现。
- **如果剔除“躺平”的日元，美元指数实质上应该已经走弱。**日元是美元指数中权重仅次于欧元的货币，日元近期的大幅贬值、相较美元跌破 158 是美元的重要支撑，这背后有日本财政部和央行的“纵容”，也有汇率市场上套息交易的盛行。结合其他货币相对美元的稳定，以及全球制造业复苏的叙事，美元在实质上应该已经走上了“转弱”的叙事，美元指数的转向应该只是时间问题，**而这也是商品，以及以港股为代表的新兴市场股市近期表现相对较好的重要原因**——从历史上看这两类资产最受益于美元走弱。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露，美联储超预期降息。

图1: 美国一季度 GDP 情况一览

美国GDP		2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03
实际GDP环比折年率 (%)		1.60	3.40	4.90	2.10	2.20	2.60	2.70	-0.60	-2.00
各分项拉动 (%)	个人消费支出	1.68	2.20	2.11	0.55	2.54	0.79	1.05	1.32	-0.03
	商品消费	-0.09	0.67	1.09	0.11	1.14	-0.01	-0.18	-0.09	-0.30
	耐用品	-0.09	0.25	0.53	-0.03	1.07	-0.08	0.08	-0.08	0.12
	非耐用品	0.00	0.41	0.56	0.14	0.07	0.07	-0.26	-0.01	-0.42
	服务消费	1.78	1.54	1.02	0.44	1.40	0.80	1.23	1.41	0.27
	私人投资	0.56	0.15	1.74	0.90	-1.69	0.62	-1.45	-2.10	1.16
	固定资产投资	0.91	0.61	0.46	0.90	0.53	-0.99	-0.79	-0.05	1.23
	非住宅	0.39	0.50	0.21	0.98	0.76	0.24	0.62	0.68	1.32
	住宅	0.52	0.11	0.26	-0.09	-0.22	-1.23	-1.41	-0.73	-0.09
	存货变动	-0.35	-0.47	1.27	0.00	-2.22	1.61	-0.66	-2.05	-0.07
	净出口	-0.86	0.25	0.03	0.04	0.58	0.26	2.58	0.56	-2.59
	出口	0.10	0.55	0.59	-1.09	0.76	-0.41	1.80	1.19	-0.50
	进口	-0.96	-0.30	-0.56	1.13	-0.18	0.66	0.77	-0.63	-2.08
	政府部门消费与投资	0.21	0.79	0.99	0.57	0.82	0.90	0.49	-0.34	-0.52
联邦政府	-0.01	0.15	0.45	0.07	0.33	0.59	0.07	-0.26	-0.47	
州和地方政府	0.22	0.64	0.53	0.50	0.49	0.31	0.41	-0.08	-0.04	

数据来源: BLS, BEA, 东吴证券研究所

图2: 住宅投资增速大幅上涨



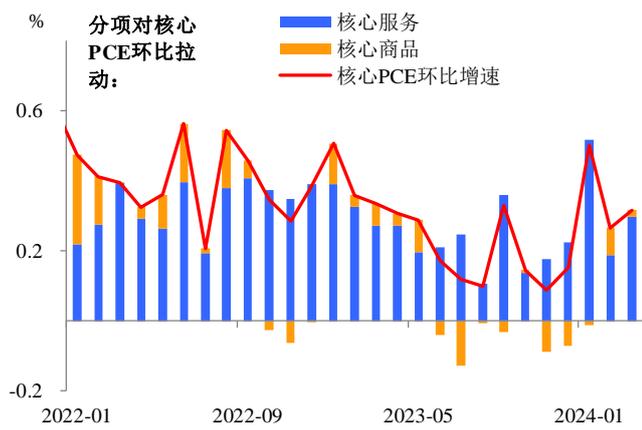
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图3: 2024年3月PCE分项变化

	环比, 季调 (%)				同比, 季调 (%)			
	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12
PCE	0.3	0.3	0.4	0.1	2.7	2.5	2.5	2.6
食品和能源	0.4	0.9	-0.2	-0.1	1.9	0.1	-0.8	0.3
食品和饮料	0.0	0.1	0.5	0.0	1.5	1.3	1.4	1.4
能源商品和能源服务	1.2	2.3	-1.4	-0.3	2.6	-2.3	-4.9	-1.7
核心PCE	0.3	0.3	0.5	0.2	2.8	2.8	2.9	2.9
商品, 去除食品和能源	0.1	0.3	-0.1	-0.3	-0.6	-0.4	-0.6	-0.1
机动车辆及零部件	-0.6	0.1	-0.9	0.1	0.1	0.6	-0.4	0.1
新汽车	-0.3	-0.3	0.2	-0.1	-1.0	-0.2	0.2	0.3
二手汽车	-1.1	0.4	-3.4	0.7	0.9	1.3	-2.0	-0.7
家具和耐用家用设备	0.2	-0.3	0.5	-0.2	-3.4	-3.7	-3.3	-3.1
家具及装饰	0.3	-0.3	0.9	-0.6	-2.4	-2.4	-2.2	-2.0
家用电器	0.3	-1.2	1.1	0.5	-6.7	-7.0	-6.6	-8.9
休闲用品和休闲车辆	0.4	1.2	1.6	-1.8	-2.7	-3.4	-4.2	-5.1
服装及鞋类	0.6	1.0	-0.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	1.6
服装	0.6	0.8	-0.7	0.0	0.2	0.1	-0.1	1.5
服务, 去除能源	0.4	0.3	0.7	0.3	4.0	4.0	4.2	4.0
住房和公用设施	0.5	0.5	0.6	0.4	5.5	5.2	5.2	5.4
住房	0.4	0.4	0.5	0.4	5.8	5.8	6.1	6.3
医疗服务	0.1	0.2	0.6	0.2	2.9	3.1	3.1	2.5
交通服务	1.6	0.2	0.0	-0.3	3.1	2.1	2.6	3.6
娱乐服务	-0.1	0.5	0.4	0.9	4.1	4.2	4.6	4.9
餐饮住宿	0.2	0.0	0.7	0.3	3.1	3.7	4.4	4.5
金融保险	0.5	0.4	1.7	0.8	5.0	4.2	4.1	3.1

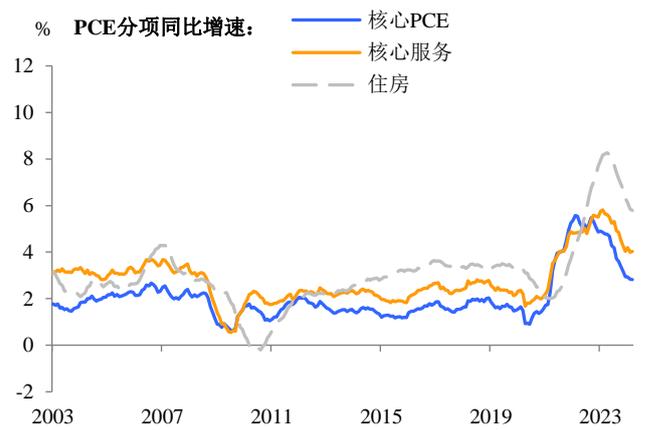
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图4: 3月核心服务通胀对核心PCE环比的拉动上升



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图5: 核心通胀下, 住房通胀韧性不减



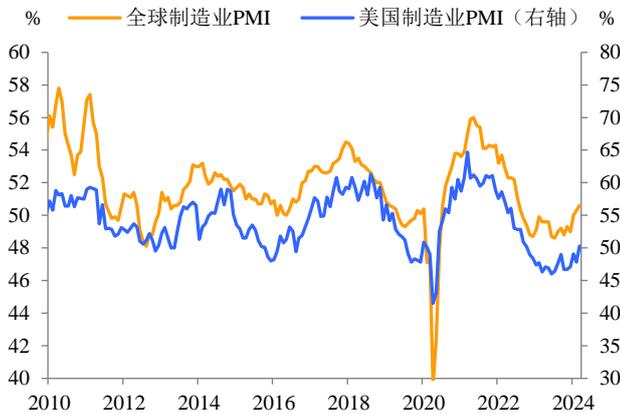
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图6: 历史上滞胀阶段以及对应的主要资产价格涨跌幅

滞胀阶段		发生衰退的时间区间		滞胀阶段主要资产涨跌幅 (%)					
开始	结束	开始	结束	美股	美债	美元	黄金	铜	原油
1969/12	1970/11	1970/1	1970/11	-5.3		-1.0	6.6	-36.1	-4.7
1974/8	1975/2	1974/8	1975/2	13.1	9.6	-9.9	16.5	-29.8	4.2
1979/7	1980/6	1980/2	1980/6	10.0	7.9	-2.4	120.4	10.6	8.6
1989/5	1991/1	1990/8	1991/1	7.3	18.7	-20.3	1.2	-10.6	28.9
2000/7	2001/10	2001/4	2001/10	-25.9	17.9	4.8	0.7	-23.5	-28.2

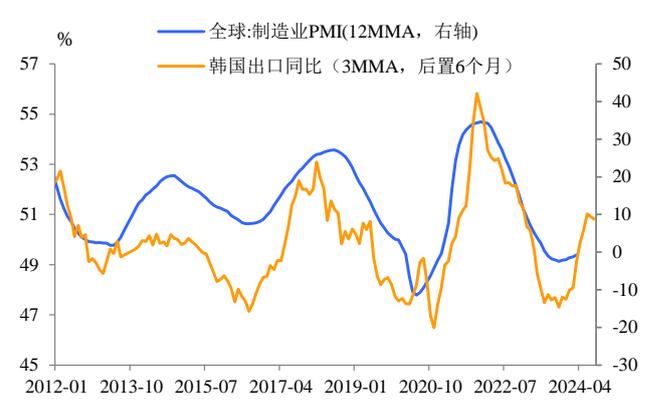
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 全球制造业比美国更快复苏



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图8: 全球制造业的“金丝雀”至少还活着



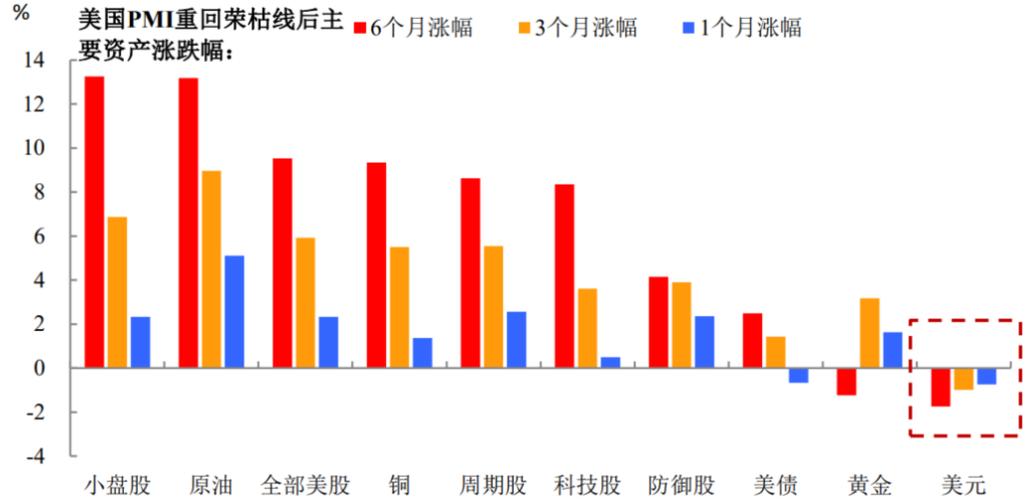
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9: 历史上美国制造业重回 50 上方后的通胀及利率表现

ISM制造业PMI								通胀 (%)			有效联邦基金利率 (%)		
ISM制造业PMI底部日期	ISM制造业PMI首次突破50日期	ISM制造业PMI持续时长(月)	底部-首次突破50持续时长(月)	底部-顶部持续时长(月)	ISM制造业PMI底部	ISM制造业PMI首次突破50	ISM制造业PMI顶部	ISM制造业PMI首次突破50时候的CPI	ISM制造业PMI首次突破50后6个月的CPI	未来6个月的变化	ISM制造业PMI首次突破50时候的利率	ISM制造业PMI首次突破50后6个月的变化	未来6个月的变化
1980/05	1980/09	1980/11	3	5	29.4	50.1	58.2	12.6	10.5	-2.1	10.9	14.7	3.8
1982/05	1983/02	1983/12	8	19	35.5	54.4	69.9	3.5	10.8	7.3	8.5	17.8	9.3
1985/05	1985/10	1987/12	5	31	47.1	50.9	61.0	3.2	1.6	-1.6	8.0	7.0	-1.0
1991/01	1991/06	1994/10	4	45	39.2	50.3	59.4	4.7	3.1	-1.6	5.9	4.4	-1.5
1996/01	1996/06	1997/07	4	18	45.5	53.6	57.7	2.8	3.3	0.5	5.3	5.3	0.0
1998/12	1999/01	1999/11	1	10	46.8	50.6	58.1	1.7	2.1	0.4	4.6	5.0	0.4
2001/10	2002/02	2002/06	3	7	40.8	50.7	53.6	1.1	1.8	0.7	1.7	1.7	0.0
2003/04	2003/07	2004/05	3	13	46.1	51.0	61.4	2.1	1.9	-0.2	1.0	1.0	0.0
2008/12	2009/08	2011/02	8	25	33.1	53.5	59.3	-1.5	2.1	3.6	0.2	0.1	0.0
2012/11	2012/12	2014/08	1	21	49.5	50.4	59.0	1.7	1.8	0.1	0.2	0.1	-0.1
2015/12	2016/03	2018/08	3	32	48.0	51.8	61.3	0.9	1.5	0.6	0.4	0.4	0.0
2020/04	2020/06	2021/03	2	11	41.5	52.6	64.7	0.6	1.4	0.8	0.1	0.1	0.0
平均			3.8	19.8	41.9	51.7	60.3	2.8	3.5	0.7	3.89	4.81	0.92
平均 (底部小于均值)			4.7	18.7	36.6	51.9	60.9	3.5	5.0	1.5	3.89	5.56	1.66
平均 (底部大于均值)			2.8	20.8	47.2	51.4	59.8	2.1	2.0	0.0	3.24	3.13	-0.11

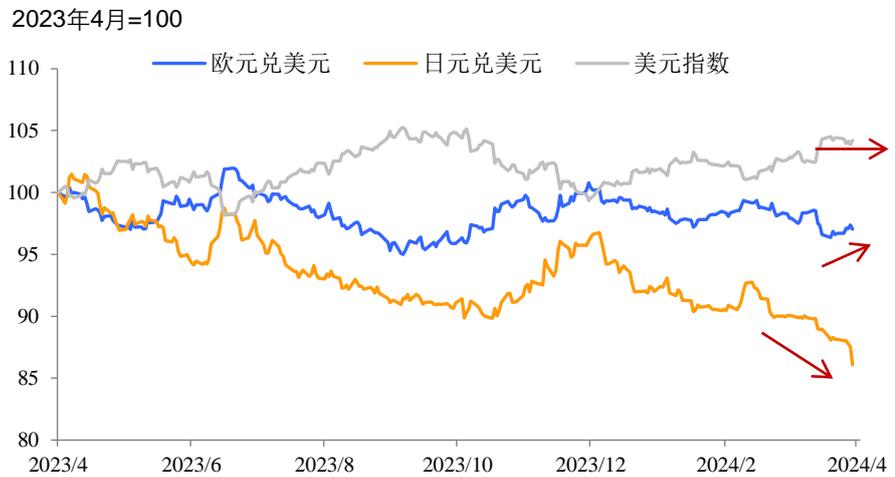
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: PMI 重回 50 上方后的资产表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 美元指数最近的韧性主要来自于日元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>