

美国通胀回落：从供给改善到需求走弱

——美国再通胀研究

专题内容摘要

美联储何时降息很大程度取决于美国通胀的走势。本轮美国通胀周期的一个主要驱动因素是供应链等供给因素的冲击。目前供给改善对于通胀回落的大部分贡献可能已经显现，未来需求因素或是美国通胀能否持续回落的关键。我们的分析显示美国的货币政策或已具有限制性，劳动力市场的紧张程度也在趋势性缓解，中期而言美国经济大概率逐步放缓并有望带动通胀下行。当然，短期数据反复的风险客观存在。

► 通胀的影响因素：供给、需求和通胀预期

关于通货膨胀形成的原因，在西方经济学中有多个流派，货币主义者认为通货膨胀的本质是货币超发，凯恩斯主义者认为可能存在“流动性陷阱”，货币数量增加不会导致价格上涨，而结构性通胀理论认为，经济结构方面的因素的变动也能引起通货膨胀。我们认为对分析和预测美国一两年以内的通胀而言，需求、供给和通胀预期是影响通胀的主要因素。

► 供给因素改善是当前美国通胀下行的重要原因

本轮美国通胀周期在相当程度受到供给因素的驱动。旧金山联储的研究表明供应链的供给冲击可能解释了2021年以来通胀上行的60%。而供应链问题的缓解也对近两年来美国通胀回落有重要贡献。此外，移民人数增加等正供给冲击也有利于美国经济在2023年增速偏高的情况下实现通胀回落。然而，供应链缓解等供给因素对美国通胀回落的主要贡献已经有所体现。

► 需求走弱或有助于通胀回落

在供给相对稳定的情况下，需求可能是当下美国通胀能否回落的决定性因素。我们的历史比较分析显示美国的货币政策已经有限制性，美国就业市场的紧张程度已经趋势性缓解，但居民负债端的固定利率或使得货币紧缩效应的传导有更长时间的滞后，使得总需求在加息后很长一段时间仍偏强。但中期而言，美国经济回落带动通胀温和下行可能仍是大概率事件。

► 通胀预期稳定或有利于通胀回落

稳定的通胀预期有利于避免工资、物价的螺旋式上行，也降低了中央银行控制通胀的难度。与上世纪70年代不同，本轮美国虽然经历了较高的通胀，但是多个方面的指标显示，美国的通胀预期仍然比较稳定。我们认为稳定的通胀预期整体而言有利于美国通胀逐步回归正常水平。

► 住房通胀的下行或能继续带动整体通胀下行

从通胀走势自身的动能看，观察通胀主要分项，通胀回落最主要的带动项可能还是来自住宅通胀。对住宅通胀有领先指标意义的房价和房租数据都指向住宅通胀或将继续回落。Zillow观察租金指数5月已经回落到3.4%。**风险提示：**美联储过早降息的风险，金融系统非线性反应的风险。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《新周期的量与价：——2024年下半年宏观经济展望》2024.06.21
- 2、《近期黄金上涨之“谜”：——宏观深度报告》2024.04.26

正文目录

1. 通胀的理论流派和模型框架.....	5
1.1 通胀分析的三个流派.....	5
1.2 总需求和总供给的模型.....	6
2. 通胀的供给和需求观察.....	7
2.1 供给冲击是本轮通胀波动的最主要原因.....	8
2.2 美联储货币政策或具有限制性.....	16
2.3 政府部门高支出或能延续.....	29
2.4 需求温和回落或有助于通胀下降.....	31
2.5 稳定的预期或有利于通胀回落.....	43
3. 通胀结构：住宅通胀还是通胀的主要问题之一.....	45
3.1 CPI 通胀偏高主要是因为住宅通胀.....	45
3.2 住房通胀或能继续带动整体通胀下行.....	49
4. 风险提示.....	54

图表目录

图表 1： 三种总供给-总需求模型.....	6
图表 2： 供给冲击.....	7
图表 3： 需求冲击.....	7
图表 4： 全球供应链压力和美国通胀(%).....	8
图表 5： 历史通胀分解(%).....	9
图表 6： 核心商品和服务 CPI 通胀.....	10
图表 7： 1997-2024 通胀和供应链压力的相关性.....	10
图表 8： 2020-2024 年 4 月通胀和供应链压力的相关性.....	10
图表 9： 通胀(%)和原油价格同比(%).....	11
图表 10： CPI 和核心 CPI 的差距(%).....	12
图表 11： CPI 的高点(%).....	12
图表 12： 美国进口和出口石油占世界的比例(%).....	12
图表 13： CPI 主要分项和原油的相关性.....	13
图表 14： 美国劳动力(亿人).....	14
图表 15： 美国劳动参与率(%).....	14
图表 16： 16-19 岁人群劳动参与率(%).....	15
图表 17： 20-24 岁人群的劳动参与率(%).....	15
图表 18： 25-54 岁人群劳动参与率(%).....	15
图表 19： 55 岁以上人群的劳动参与率(%).....	15
图表 20： 就业人数(2019 年 12 月=100).....	16
图表 21： 疫情以来就业变化(万人).....	16
图表 22： 70 年代和当下 CPI 和政策利率对比(%).....	17
图表 23： 70 年代的当下实际利率的比较(%).....	17
图表 24： 实际利率和自然利率(%).....	18
图表 25： 利率的传导.....	19
图表 26： M2(万亿美元)和核心 CPI 通胀.....	20
图表 27： M2 和核心通胀同比(%).....	20
图表 28： 70 年代 M2(万亿美元)和核心 CPI 通胀.....	21
图表 29： 美国新房销售(万套).....	22
图表 30： 新房销售跌幅分解(%).....	22
图表 31： 房贷利率(%).....	22

图表 32:	美国成屋销售(万套)	23
图表 33:	早年浮动利率(ARM)的比例(%)	24
图表 34:	2019 年房贷固定利率比例(%)	24
图表 35:	低利率房贷(亿美元)	24
图表 36:	居民存量负债(万亿美元)	24
图表 37:	2020 年后低利率房贷(亿美元)	25
图表 38:	炒房需求的季度数(季度)	25
图表 39:	不同信用分数新发房贷金额(十亿美元)	25
图表 40:	美国不同信用分数的新发车贷(十亿美元)	26
图表 41:	企业部门负债(万亿美元)	26
图表 42:	企业部门负债同比(%)	26
图表 43:	货币基金和银行存款(万亿美元)	27
图表 44:	货币基金和银行存款(万亿美元)	27
图表 45:	美国短期利率(%)	28
图表 46:	所有商业银行存款(万亿美元)	28
图表 47:	美国银行储蓄账户的利率(%)	28
图表 48:	居民部门偿债率和政策利率(%)	29
图表 49:	企业部门偿债率和政策利率(%)	29
图表 50:	居民+企业部门偿债率和政策利率(%)	29
图表 51:	美国财政赤字(%)	30
图表 52:	美国财政赤字(亿美元)	30
图表 53:	美国财政收入和支出(亿美元)	31
图表 54:	美国产出缺口和 CPI 通胀(%)	32
图表 55:	CBO 潜在 GDP(万亿美元)	33
图表 56:	CBO 潜在 GDP 增速(%)	33
图表 57:	OECD 估计的美国产出缺口	33
图表 58:	亚特兰大联储 GDPnowcast(%)	34
图表 59:	纽约联储 GDPnowcast(%)	34
图表 60:	商业银行信贷增长(%)	35
图表 61:	银行信贷年均增量(万亿美元)	35
图表 62:	银行信贷总增量(万亿美元)	35
图表 63:	美国杠杆率周期(%)	36
图表 64:	日本杠杆率周期(%)	36
图表 65:	美国家庭负债同比增速(%)	36
图表 66:	美国家庭负债(万亿美元)	36
图表 67:	美国家庭偿债支出占可支配个人收入的百分比	37
图表 68:	2018 以来失业率和核心 PCE(%)	38
图表 69:	2022 年 3 月以来失业率和核心 PCE(%)	38
图表 70:	到 2024 年 3 月(%)	39
图表 71:	到 2024 年 4 月(%)	39
图表 72:	6 月 FOMC 经济预期概要(SEP)中位数	39
图表 73:	职位空缺数(万人)	40
图表 74:	职位空缺率(%)	40
图表 75:	空缺失业比	40
图表 76:	空缺失业比和时薪同比(%)、核心 CPI 同比(%)	41
图表 77:	近 3 年美国失业率(%)	41
图表 78:	美国历史失业率(%)	41
图表 79:	劳动力供给和劳动力需求(百万人)	42
图表 80:	美元指数和政策利率(%)	42
图表 81:	美国贸易逆差(亿美元)和通胀(%)	43
图表 82:	美国的同比通胀率(%)	44
图表 83:	通胀预期(%)	44
图表 84:	核心 PCE 预期(%)	45
图表 85:	PCE 预期(%)	45

图表 86:	美国 PCE 通胀(%)	46
图表 87:	美联储 6 月会议总结	46
图表 88:	美国 CPI 通胀的 8 个主要分项	47
图表 89:	2024 年 5 月 CPI 通胀分项	48
图表 90:	美国 2022 年 CPI 的 8 大分项权重	48
图表 91:	住宅和分项 CPI 同比(%)	49
图表 92:	居所及其主要分项 CPI 同比(%)	49
图表 93:	居所通胀(%)和住房市场需求(新房千套, 二手房万套)	50
图表 94:	CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比(%)	51
图表 95:	CPI 租金的滞后分解(月)	52
图表 96:	2017-2020 同比平均值(%)	52
图表 97:	租客搬家	53
图表 98:	房东涨价	53
图表 99:	美国 CPI 居所通胀同比(%)	54

1. 通胀的理论流派和模型框架

关于通货膨胀形成的原因，在西方经济学中有多个流派，宽松的货币、正的需求冲击和负的供给冲击可能是通胀上升的重要原因。通胀的预期也很重要。

1.1 通胀分析的三个流派

关于通货膨胀形成的原因，在西方经济学中有多个流派，货币主义者认为通货膨胀的本质是货币超发，凯恩斯主义者认为可能存在“流动性陷阱”，货币数量增加不会导致价格上涨，而结构性通胀理论认为，经济结构方面的因素的变动也能引起通货膨胀。

1.1.1 货币主义

货币主义学派认为通货膨胀本质是货币现象，当市场上货币发行量超过流通中所需要的货币量，就会出现货币贬值、物价上涨、购买力下降。米尔顿·弗里德曼是该理论的主要倡导者，他强调长期来看，通货膨胀率与货币增长率之间存在稳定的关系。

1.1.2 凯恩斯主义

凯恩斯主义学派认为，货币数量增加并不一定造成通胀，当有效需求不足存在失业时，可能存在“流动性陷阱”，货币数量增加不会导致价格上涨，只有达到充分就业后，增加货币供给才会影响工资和价格。

1.1.3 结构性通胀理论

结构性通货膨胀论是西方的一种通货膨胀理论。其代表人物有托宾和杜森贝利。他们认为即使在总供给等于总需求的情况下，经济结构方面的因素的变动也能引起

通货膨胀。经济结构可能存在刚性，即生产要素（如劳动力和资本）难以从低效部门转移到高效部门。在这样的环境中，即便总需求并未过度，特定部门的需求增加或生产成本上升也会引发通胀。

1.2 总需求和总供给的模型

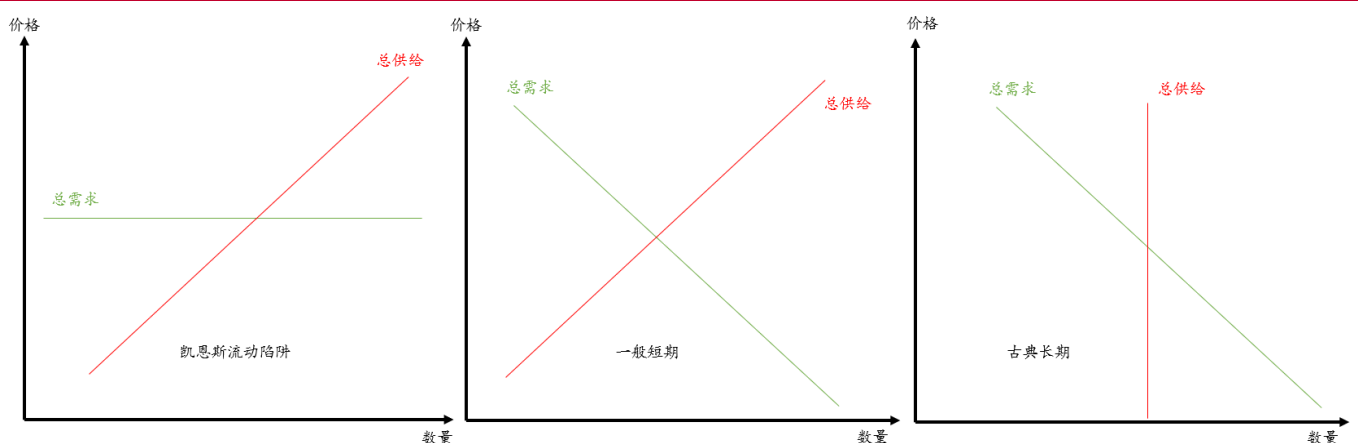
在总供给总需求模型(AS-AD模型)的框架下，一般的情形下，负的供给冲击会造成产出的下降同时价格上升；而负的需求冲击会造成产出的下降同时价格也下降。

1.2.1 总需求-总供给模型

在总供给总需求模型(AS-AD模型)的框架下，产出和价格的决定可能存在3种不同的情形：

1. 凯恩斯流动陷阱的情况下，均衡产出完全由总需求决定；
2. 一般短期情况，总需求和总供给共同决定均衡产出和价格，如果有正的需求冲击，那么产出增加价格也增加，如果有负的供给冲击，产出减少但价格增加；
3. 古典长期情况，总供给完全刚性，正的需求冲击只会造成价格的上升。

图表1：三种总供给-总需求模型

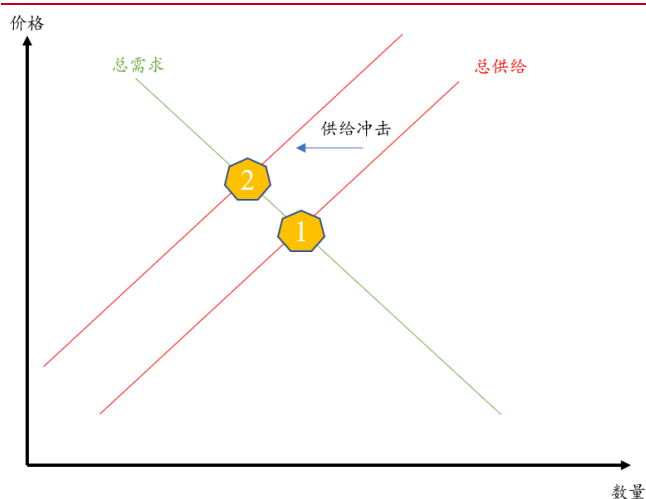


资料来源：国联证券研究所整理

1.2.2 供给冲击和需求冲击

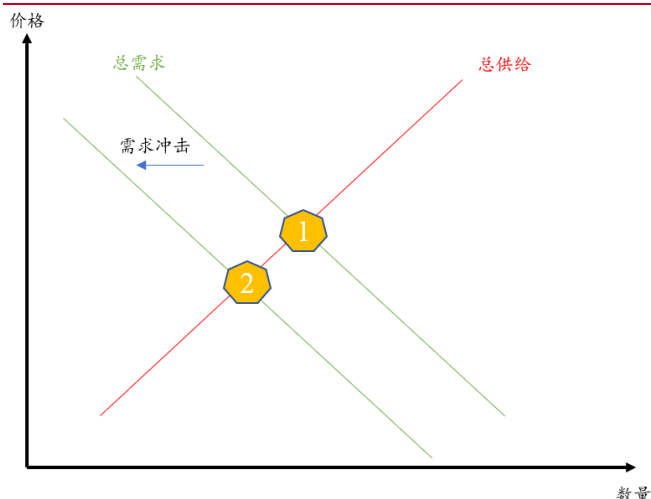
在总供给总需求模型(AS-AD 模型)的框架下,一般的情形下,负的供给冲击会造成产出的下降同时价格上升;而负的需求冲击会造成产出的下降同时价格也下降。

图表2: 供给冲击



资料来源: 国联证券研究所

图表3: 需求冲击



资料来源: 国联证券研究所

2. 通胀的供给和需求观察

本轮周期影响美联储何时降息的最关键因素可能就是美国的通胀走势。我们从供给和需求两方面对美国通胀的关键因素进行了一些讨论:

- 负的供给冲击是疫情后通胀上升的最重要原因,而供给冲击的回落也是最近一年多以来通胀回落的主要原因;
- 从和上一次降通胀的历史对比后,我们发现从 2023 年的 2 季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率,货币政策或是有限制性的,紧缩的货币政策或有助于通胀回落;
- 需求的回落和通胀预期的稳定也对通胀回落有所贡献。有一些迹象显示需求或在温和下降,如信贷和劳动力市场的走弱,可能有利于通胀的回落并有望进一步带动通胀下行。

展望未来，供应链已经基本恢复正常，对通胀回落的贡献可能有限，需求回落可能是通胀能继续回落的最关键因素。当然，经济整体仍较有韧性，衰退似乎仍远，通胀的回落可能仍缓慢。2024 年通胀可能仍无法回到美联储 2%左右的通胀目标。

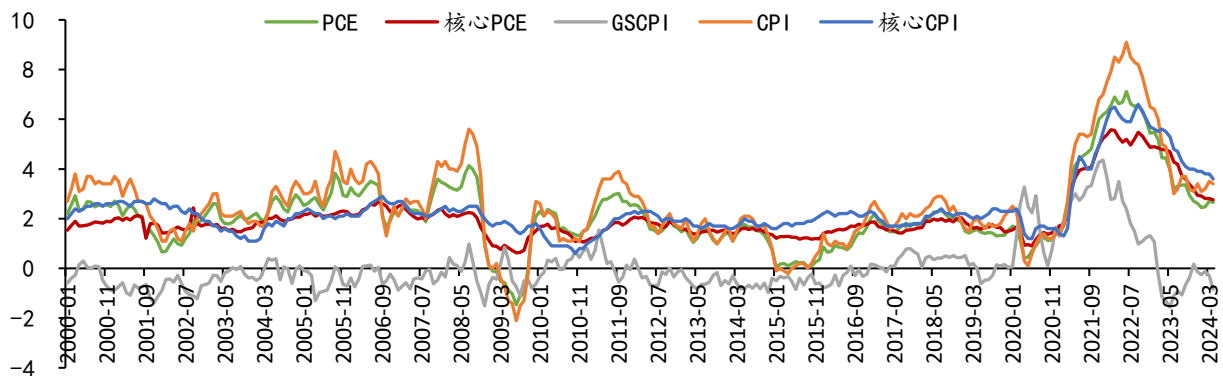
2.1 供给冲击是本轮通胀波动的最主要原因

负的供给冲击是疫情后通胀上升的最重要原因，而供给冲击的回落也是通胀回落的主要原因。根据旧金山联储的一份研究，供应链的供给冲击可能解释了 2021 年以来通胀上行的 60%。供应链已经基本恢复正常，对通胀下行的贡献或已经充分体现。

2.1.1 供应链冲击

疫情导致的全球供应链问题是通胀上行的重要原因之一，供应链的恢复也推动了美国通胀的下行。目前全球供应链的压力水平已经回落到了正常水平。未来，供应链冲击的因素或不会拖累通胀的回落，但可能供应链恢复正常导致通胀回落的正面效应可能也已经充分反映。

图表4：全球供应链压力和美国通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

全球供应链压力指数（GSCPI）可以通过三个渠道提升通胀：

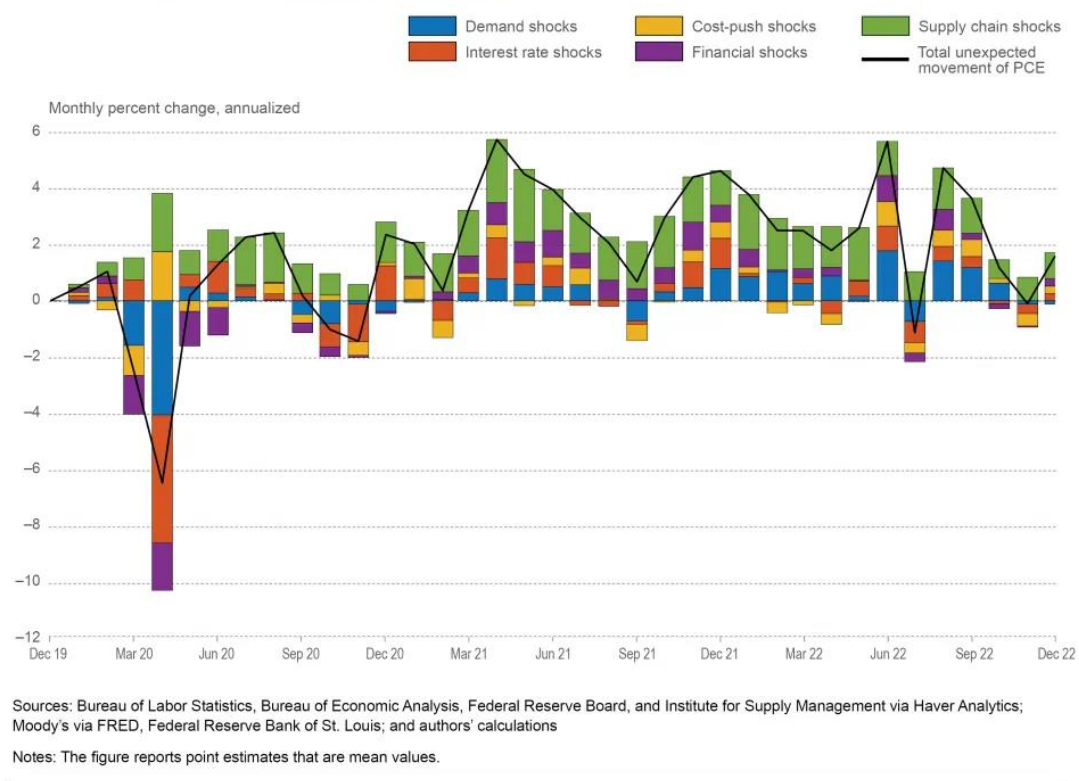
1. 第一个渠道是通过通胀预期。全球供应链的中断通常与大宗商品价格的急剧上涨相关联。

- 第二个渠道是通过进口价格。供应链约束的收紧会提高进口商品的价格，这些价格随后会传递到消费者价格上。
- 第三个渠道是通过中间投入成本。为了应对供应链中断，企业会将中间投入成本的增加转嫁给消费者价格。

根据旧金山联储的一份研究，供应链的供给冲击可能解释了 2021 年以来通胀上行的 60%¹。如果根据这个比例估算的话，供应链的冲击因素完全消除可以让 PCE 通胀回落到 2.85%，而 2024 年 4 月的 PCE 通胀为 2.65%。克利夫兰联储的研究也显示 2020 年 1 月至 2022 年 12 月期间，供应链中断是这一时期通胀的最重要驱动因素²。他们估计了需求、利率、金融、成本推动和供应链冲击对通胀的贡献，虽然需求、利率和成本推动等其他冲击也对通胀的变化有所贡献，但供应链冲击的贡献通常比任何其他单一冲击都更大。

图表5：历史通胀分解(%)

Figure 5: Historical Decomposition of Unexpected Inflation from January 2020 to December 2022 Including Supply Chain Shocks



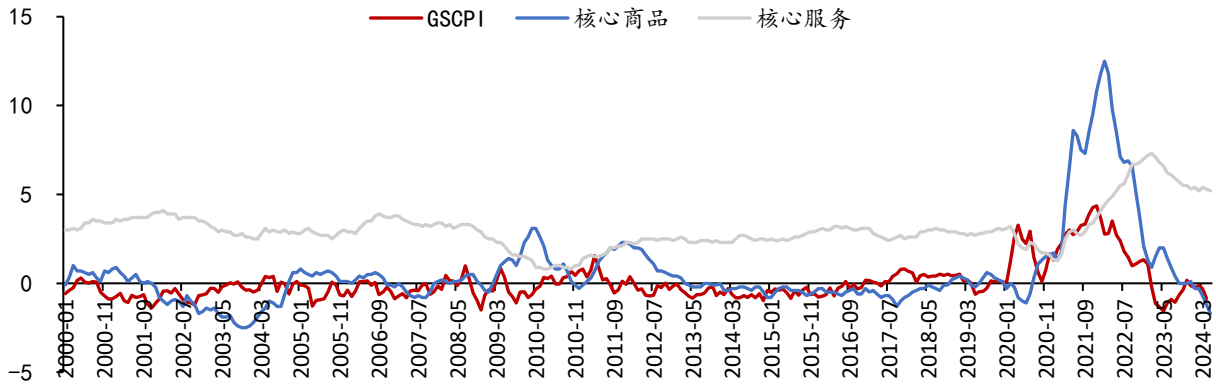
资料来源：美联储，国联证券研究所

¹ <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2023/06/global-supply-chain-pressures-and-us-inflation/>

² Gordon, Matthew V., and Todd E. Clark. 2023. "The Impacts of Supply Chain Disruptions on Inflation." Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary 2023-08. <https://doi.org/10.26509/frbc-ec-202308>

从通胀的结构上看，商品通胀的波动和供应链冲击的同步性更高。核心商品的通胀已经随着供应链压力的缓解显著下行，商品价格事实上已经进入负增长。

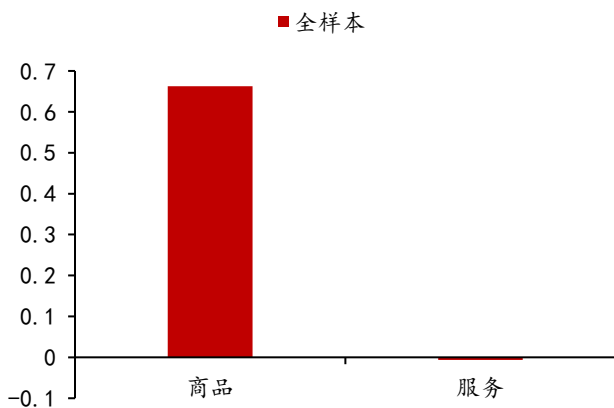
图表6：核心商品和服务 CPI 通胀



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

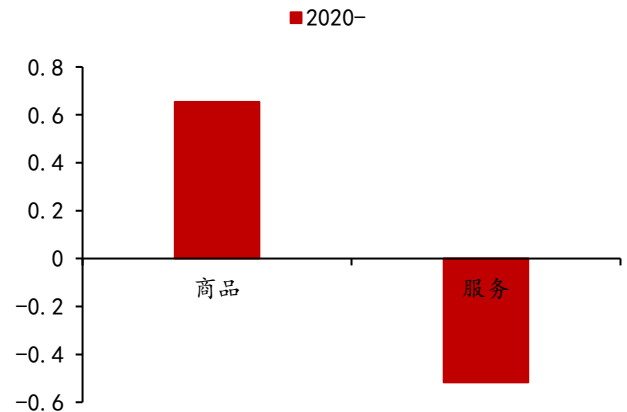
从相关性来看，供应链压力指数和商品通胀的相关性接近7成，而和服务通胀的相关性几乎为0，在疫情之后的样本中甚至为负。

图表7：1997-2024 通胀和供应链压力的相关性



资料来源：Wind，美联储，国联证券研究所

图表8：2020-2024 年4月通胀和供应链压力的相关性

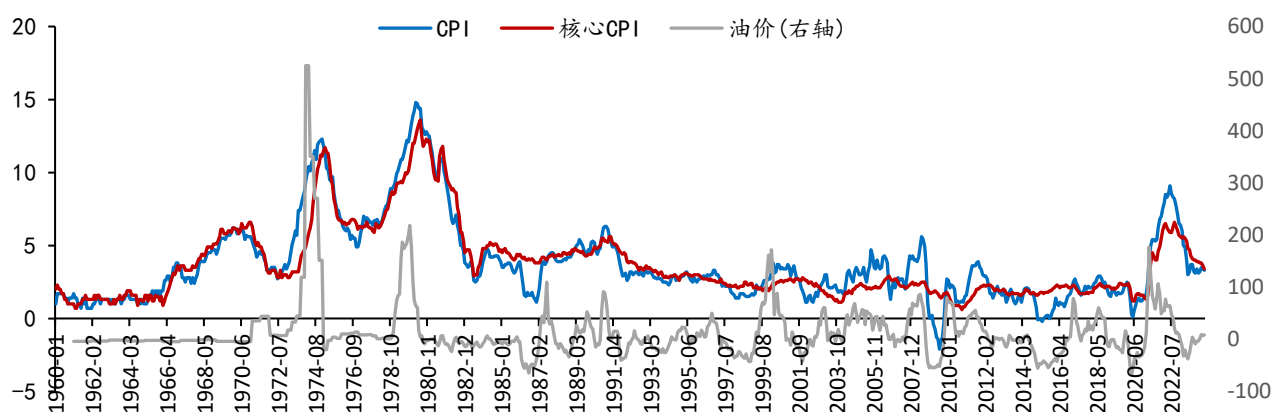


资料来源：Wind，美联储，国联证券研究所

2.1.2 石油冲击

70年代的2次石油危机造成的输入型通胀是历史上最典型的供给冲击。2020年疫情后由于供应链的影响，俄乌冲突的影响，油价也出现了比较明显的上涨。虽然油价一度超过了120美元每桶，绝对价格远高于70年代，但是按照同比增长来算则远低于70年代的涨幅。目前原油的价格已经较峰值回落，未来或基本维持在当前水平并略微下行。美国能源信息署（Energy Information Administration——EIA）在2024年5月的报告中预计OPEC+自愿减产和持续的地缘政治风险将使布伦特原油现货价格在2024年剩余时间内保持在每桶90美元左右，然后在2025年随着全球石油生产增长而回落至平均每桶85美元³。

图表9：通胀(%)和原油价格同比(%)

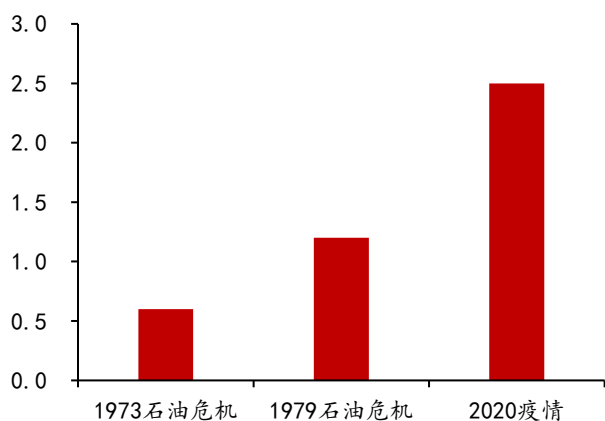


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2020年疫情通胀变化的另一个特点是CPI通胀的上涨比核心CPI的上涨高出更多，这或说明一方面能源价格变化对核心CPI的拉动变弱了，另一方面可能存在其他的供给冲击。

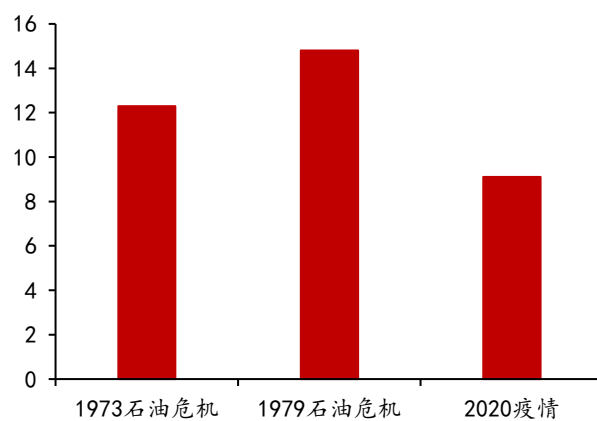
³ <https://www.eia.gov/outlooks/steo/>

图表10: CPI 和核心 CPI 的差距(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

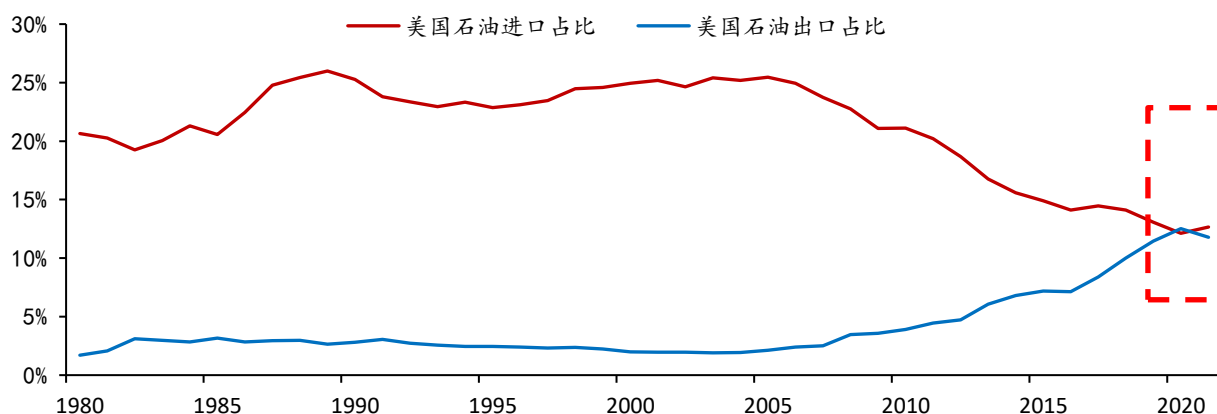
图表11: CPI 的高点(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

油价对核心通胀的拉动效应下降可能和石油在美国经济中的地位变化有关。美国在很长一段时间内是全球最重要的石油进口国，最高的时候美国一个国家的进口额就占到全球石油贸易的超过四分之一。但是这个状况随着美国页岩气革命的发生逐渐发生了变化，美国逐渐从一个石油的进口国变成了石油的出口国，整个变化是从2005年左右就开始的，但是直到2020年量变积累到了质变，美国的石油出口占比首次超过了进口占比。

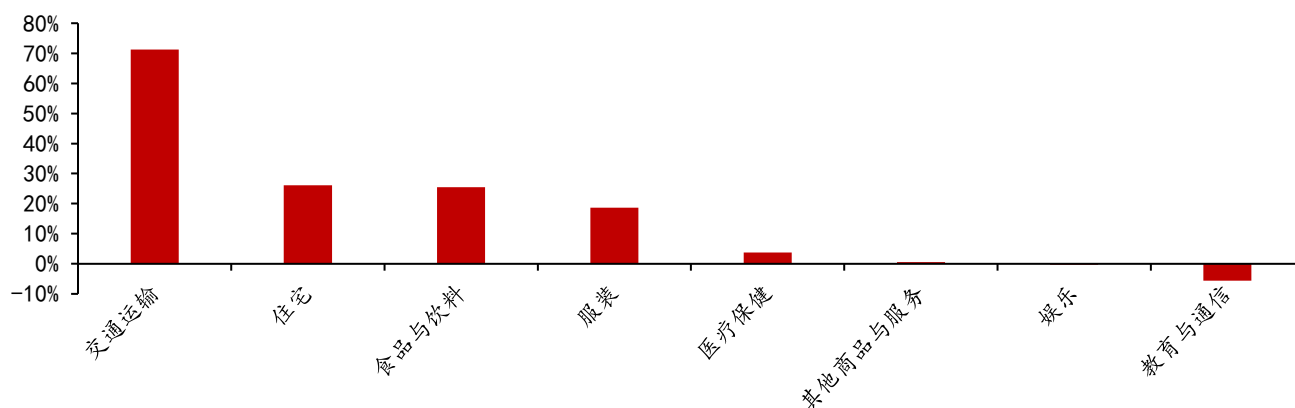
图表12: 美国进口和出口石油占世界的比例(%)



资料来源: (BP) statistical review of World Energy 2022, 国联证券研究所整理

从CPI的主要分项上来看，和原油价格变化相关性最高的是交通运输，而住宅、食品与饮料、服装的相关性都低于0.3。

图表13: CPI 主要分项和原油的相关性



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.1.3 移民和劳动力

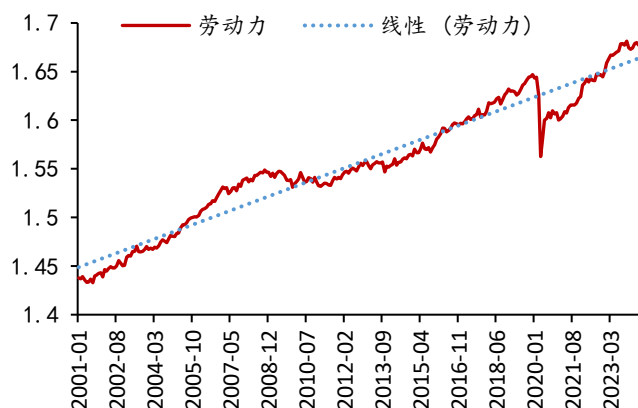
我们注意到移民的增加,包括非法移民,可能成为一个正的供给冲击,有利于美国通胀回落。美国国会预算办公室(CBO)估计 2023 年净移民数量达到 330 万人,远高于 2010 年至 2019 年的年均 90 万人,考虑了有和没有事先入境许可的人员⁴。根据美国国土安全部的估计,联邦当局 2023 年在美墨边境就遇到了超过 250 万移民。堪萨斯联储的研究表明,移民数量大增可能是 2023 年美国保持经济较快增长的同时又不造成通胀的上行、劳动力市场紧张程度能够缓解的重要解释⁵。

不能排除这一因素在 2024 年以及以后继续对缓解美国劳动力市场紧张和通胀的回落有所贡献。

⁴ <https://www.cnn.com/2024/03/20/economy/economy-immigration-surge/index.html>

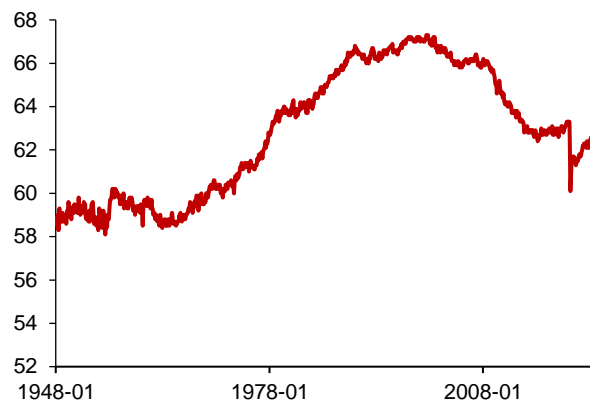
⁵ [Rising Immigration Has Helped Cool an Overheated Labor Market - Federal Reserve Bank of Kansas City \(kansascityfed.org\)](https://www.kansascityfed.org/press-releases/rising-immigration-has-helped-cool-an-overheated-labor-market)

图表14：美国劳动力(亿人)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

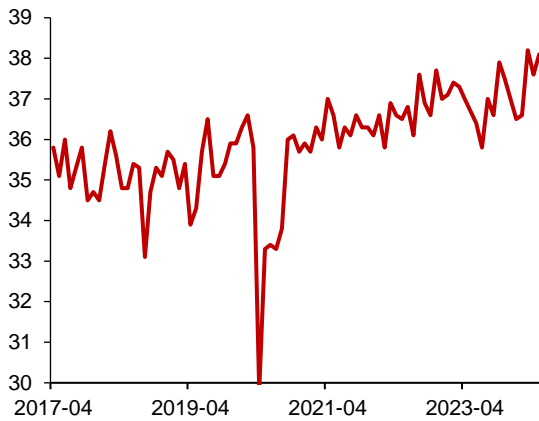
此外，疫情中劳动参与率一度显著下降，但是疫情之后，劳动参与率大幅回升，也形成了劳动力市场的正向供给冲击，有利于通胀回落。2024年5月劳动参与率为62.5%，较上月下降；距离疫情前的高点63.3%，还有0.8pct的差距。我们认为劳动参与率进一步回升的空间有限，这也意味着劳动参与率对未来美国通胀的回落贡献可能有限。

从劳动参与率年龄结构的分解来看，5月份2个年龄组的劳动参与率较上月上升，2个年龄组的劳动参与率较上月下降。16-19岁人群的劳动参与率上升0.5pct，25-54岁人群的劳动参与率上升0.1pct；20-24岁人群的劳动参与率下降1.6pct，55岁以上人群劳动参与率下降0.2pct。

从绝对水平上看，劳动参与率低于疫情前高点的有20-24岁人群和55岁以上人群。

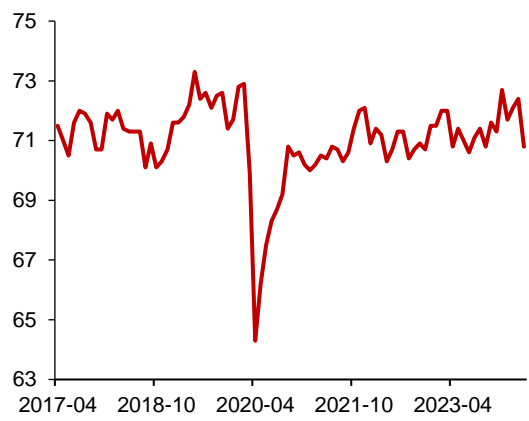
20-24岁人群的劳动参与率较疫情前最高点还低2.5pct，可能还有一些上行的空间。而55岁以上人群，较疫情前高点有2.3pct的差距，但是从2021年以来几乎没有太明显的回升，未来也很可能继续保持偏低的水平——疫情可能永久性增加了这些人的退休意愿。

图表16: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



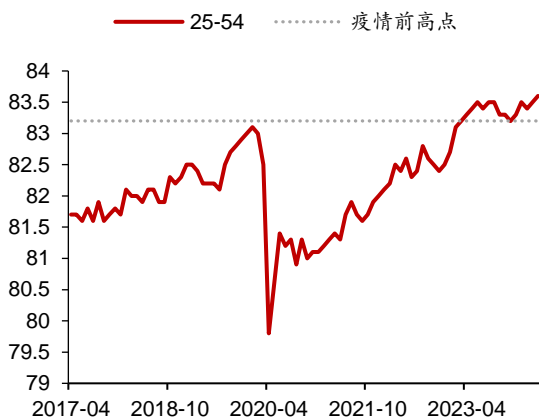
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)



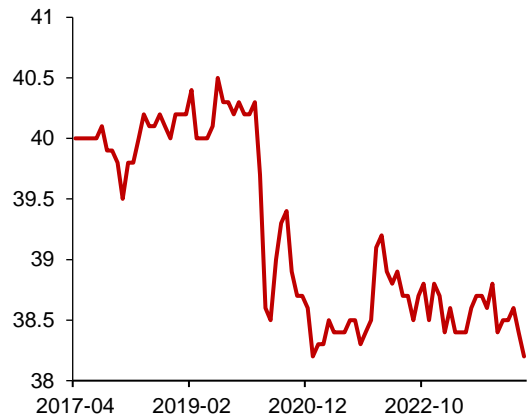
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

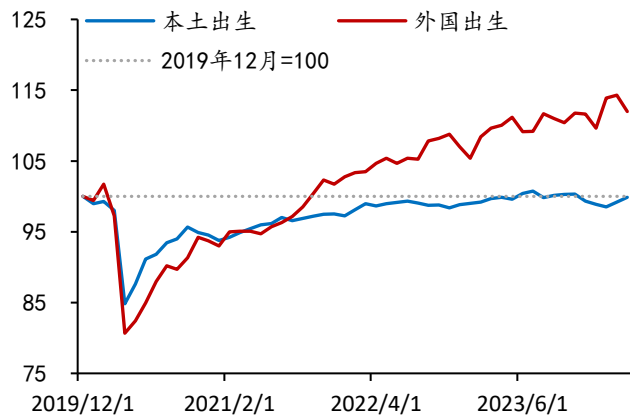
图表19: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

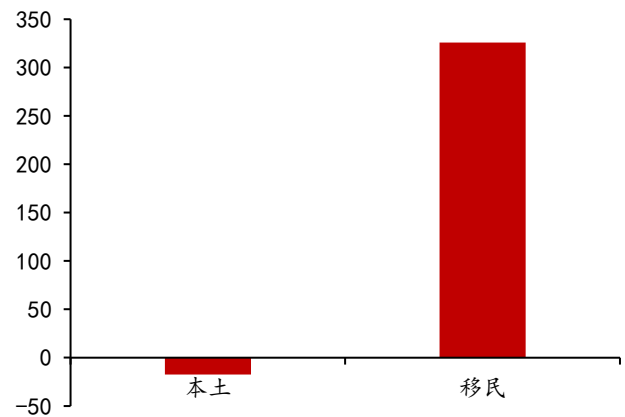
就业市场的红火可能很多来自于非法移民的贡献。从疫情以来,就业的增长主要来自于外国出生的劳动力。从就业人数来看,本土出生的就业和2019年底基本持平,而外国出生的就业增长了12%。从绝对数量来看,外国出生的就业增长了超过300万人。

图表20: 就业人数(2019年12月=100)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 疫情以来就业变化(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 美联储货币政策或具有限制性

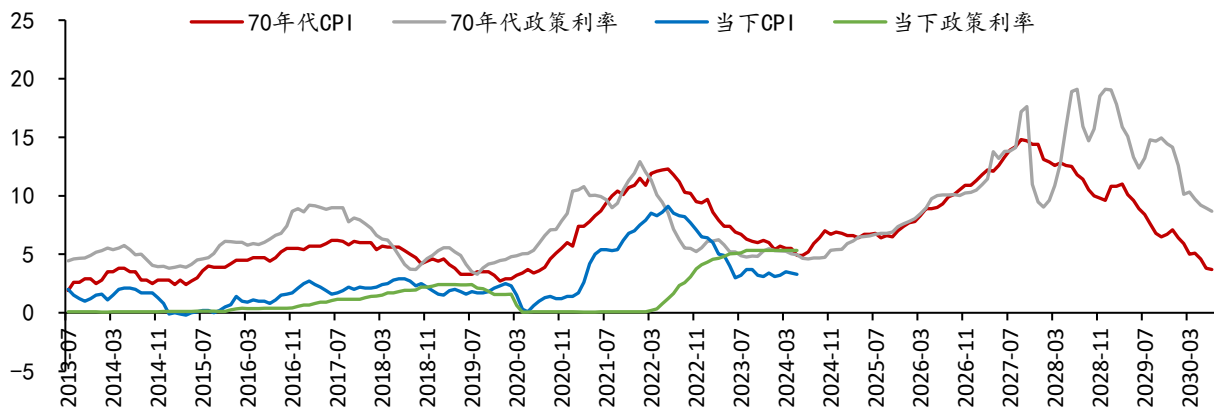
美国通胀是否会继续回落, 最重要的一个判断可能取决于美联储政策是否具有限制性。当考虑到劳动力市场、通胀、经济增长等所有的因素影响之后, 这个问题至少在理论是可以转换为当下利率水平是否高于中性的自然利率。从和上一次降通胀的历史对比后, 我们发现从 2023 年的 2 季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率, 货币政策或是有限制性的, 通胀未来有望继续回落。

2.2.1 必要条件: 实际利率为正

如果根据约翰泰勒的建议, 他认为控制通胀的实际利率应该是通胀的 1.5 倍, 换句话说要控制住通胀, 实际利率肯定要为正, 这隐含了政策利率要高于通胀。用这个标准去观察上一个通胀高企的年代, 我们发现 70 年代在 CPI 第一次触顶之后又出现了第二次反弹, 70 年代的政策利率在 CPI 第一次触顶之前就显著下行了, 这其实是酝酿了 CPI 通胀再次上行的最关键性因素。

我们可以进一步将当下的政策利率和 CPI 走势和 70 年代做一个对比。如果我们把 70 年代 CPI 同比的最高点和本轮周期 CPI 高点对齐, 我们可以发现当下通胀变化和 70 年代有显著不同。70 年代的时候 CPI 在 1974 年 12 月见顶, CPI 同比触及 12.3%; 对应当下周期 2022 年 6 月, CPI 达到 9.1%。

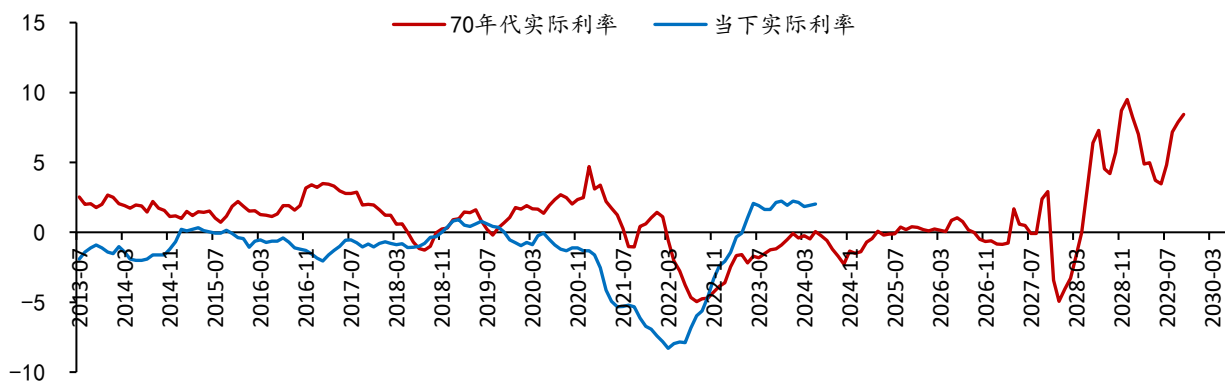
图表22：70年代和当下CPI和政策利率对比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从实际利率的角度看,70年代在保罗沃克上台之前实际利率(政策利率减去CPI)都太低,在CPI通胀第一次触顶之后一直为负,其实助长了通胀的再次回归。从当下的周期来看,实际利率从2023年5月由负转正,到现在正好是12个月的时间。美联储的政策利率如果能够保持实际利率基本稳定,那么是有可能控制住通胀的。但是如果美联储因为政治压力或者误判过早降息,那么再次通胀的风险是存在的。

图表23：70年代的当下实际利率的比较(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

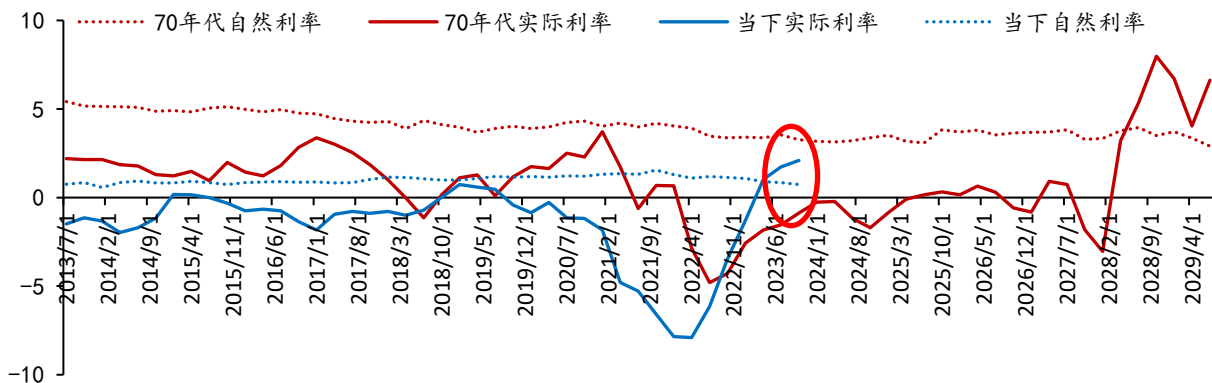
2.2.2 充分条件：实际利率>自然利率

进一步，实际利率为正是一个必要条件，实际利率还需要大于所谓的自然利率，才是货币政策产生紧缩效果驱动通胀下行的充分条件。

如果采用纽约联储 Holston-Laubach-Williams (2017)模型估计的自然利率作为一个比较的基础。从实际利率和自然利率对比的角度看，实际利率大于自然利率，货币政策是紧缩的，通胀将回落。从70年代的数据上看，通过对比实际利率和自然利率可以解释当时的通胀走势。在第一次CPI通胀下行的时候，货币政策几乎没有达到限制性，实际利率仅在1973年4季度提高到接近自然利率后就下行了。结果导致CPI通胀在随后再次上升，并在1980年左右最高超过14%。实际利率直到保罗沃克上台以后，到1981年1季度才开始显著高于自然利率。

对比当下，从2023年的2季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率，按照上述的分析，货币政策或是有限制性的，通胀未来或能继续回落。

图表24：实际利率和自然利率(%)



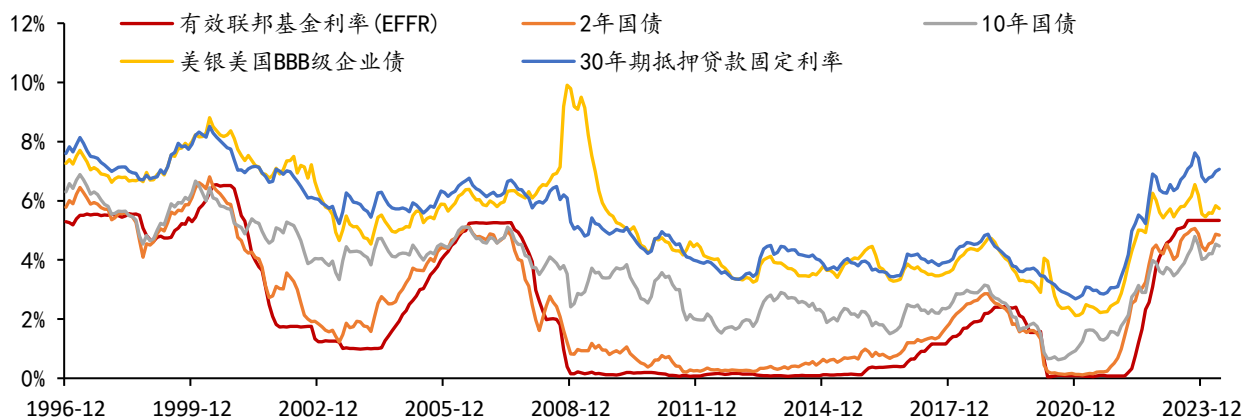
资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.3 货币政策已使利率大幅上行

从美联储2022年3月加息以来，货币政策的目标利率已经显著上升，进而也带动市场利率显著上行。目前无论是长期国债、企业债还是抵押贷款的利率都位于高位。虽然由于我们在《联储加息的刺激效应与美国经济的韧性——美国经济韧性和再通

胀研究（一）》中讨论的因素，紧缩货币政策的效果似乎有更长时间的滞后，但是它正在逐渐到来。

图表25：利率的传导

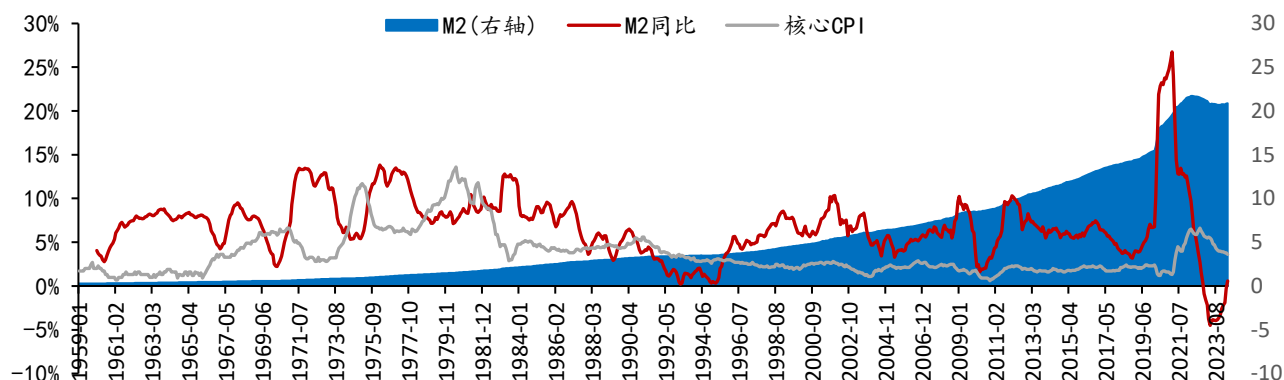


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.4 货币供应增速显著回落

弗里德曼说“通货膨胀无处不在。并且总是一种货币现象。”通货膨胀往往伴随着货币供应的增加，尤其是货币供应大幅增加的时候，通胀可能是不可避免的。疫情之后的货币政策宽松下，M2的增速一度接近27%。美联储转向货币紧缩后，M2的增速从2022年底进入负增长，到2024年4月刚结束负增长转正，但还低于1%，也远低于全部样本的均值6.9%。

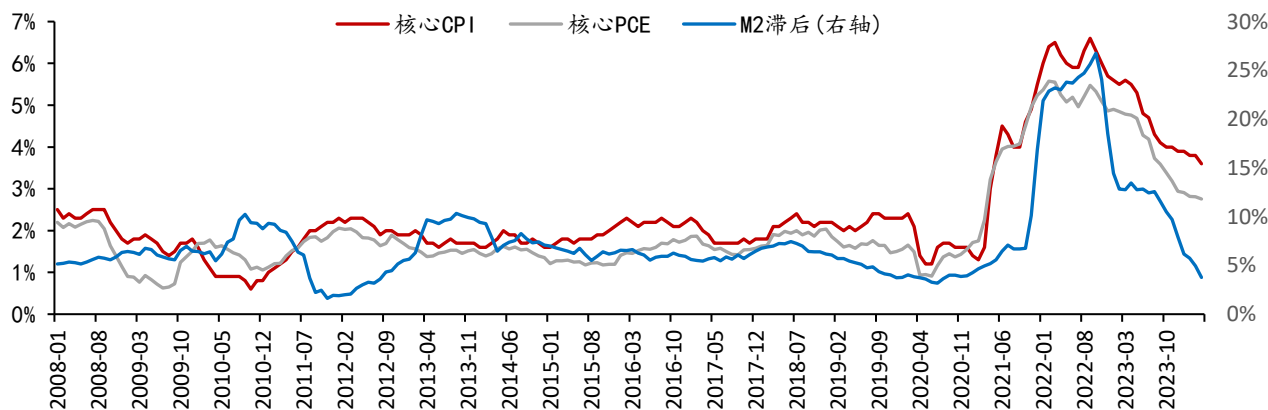
图表26: M2(万亿美元)和核心 CPI 通胀



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

如果观察 2008 年之后的核心通胀数据和广义货币 M2, 两者的相关性最高可以达到 0.75。疫情之后货币的高增速和通胀的上行相关性较高。目前, M2 已经大幅回落, 可能有利于通胀的回落。

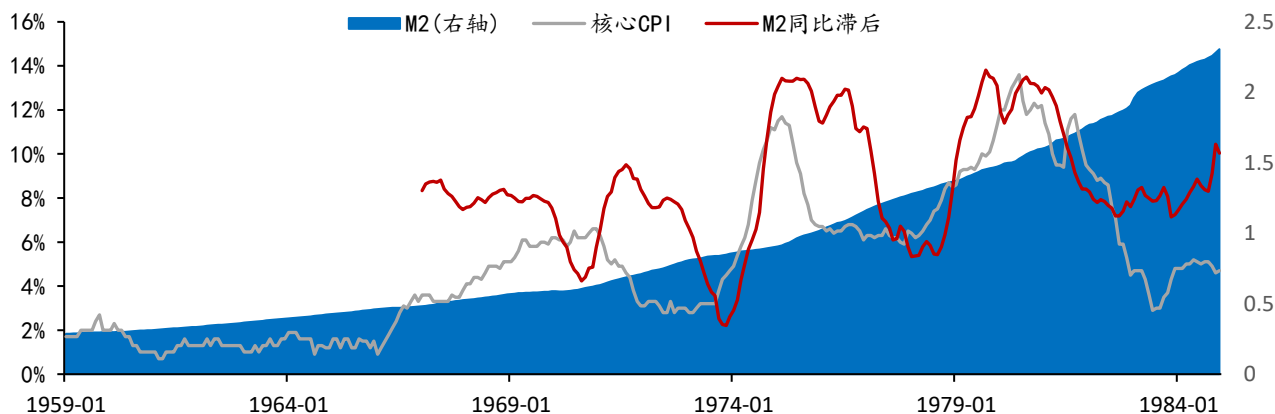
图表27: M2 和核心通胀同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

70 年代的时候 M2 的增速和核心 CPI 的相关性较高, 通胀的 2 次明显上行都对应了之前 M2 的高增速。

图表28：70年代 M2(万亿美元)和核心 CPI 通胀



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.5 但本轮周期紧缩向私人部门的传导可能偏慢

虽然根据我们的分析美联储货币政策从 2023 年的 2 季度可能已经开始具有限制性，但是本轮周期中，紧缩向私人部门的传导可能偏慢。我们认为美国经济增长动能和通胀压力偏强的一个重要原因在于，美国居民部门由于存在资产负债的期限错配，在短期内加息反而可能起到了刺激需求的作用。这使得美联储加息对总需求的抑制作用在早期阶段低于预期。

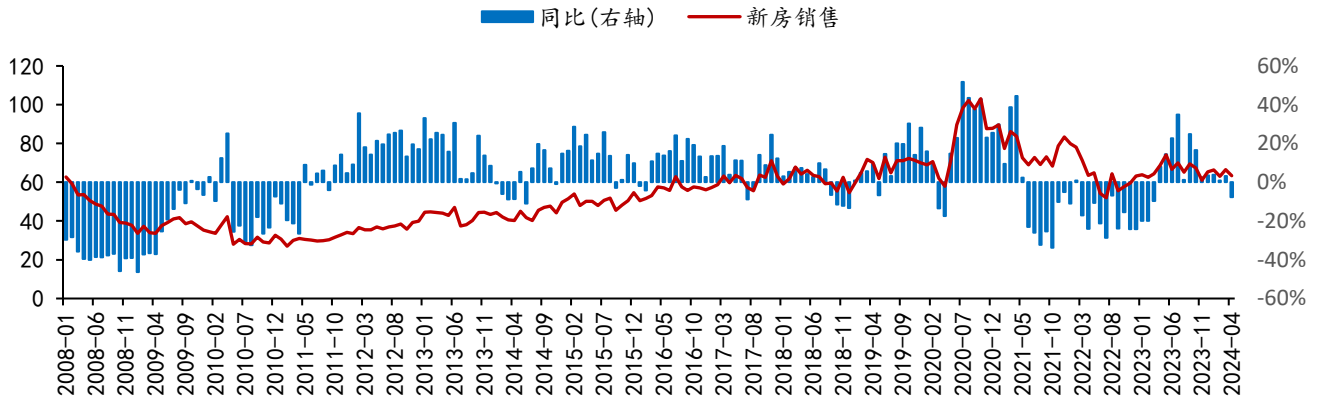
2008 年金融危机之后美国经济经历了长时间的低利率时代，而且在很长一段时间内市场都预期低利率将持续，到 2022 年 3 月美联储加息为止，美国低利率的时代持续了十多年，这使得经济体中负债端的平均利率下降了很多，而且很多负债端锁定了较长时间的低利率。

所以在美联储结束宽松货币政策开始紧缩的时候，在一个短暂的时间窗口内加息甚至或许是刺激性的，至少会让紧缩的效果较迟到来。基本的逻辑如下，负债端的支出由于是固定利率并没有发生变化，在再融资发生前，负债端的支出是不变的，但是随着加息的发生，资产端却已经开始获得额外的利息收入，而这部分多出来的收入则可以用于消费。主流的货币市场基金的利率约 5%，货币基金总共有接近 6 万亿美元，因此每个月可以产生 244 亿美元的利息，平均每个美国人是每个月 73 美金，大约是美国居民月均消费支出的 1.5%。居民在低利率时大量增持房产，锁定了较长时间低利率，同时在资产端获得加息的收益。企业在低利率时代也增加了负债。由于资产和负债端对利率反应的时间差异，使得私人部门或短期受益于加息。

货币政策紧缩对居民需求的影响体现为利率上升，居民借贷的需求就会下降。居

民负债中最重要的就是房贷，占比约 7 成，其次是车贷和学生贷款，占比都是 9% 左右。从边际变化看，高利率已经显著抑制了新的房贷需求，新房销售从 2020 年低利率高峰期的每个月季调折年超过 100 万套回落到每个月 60 万套附近波动。

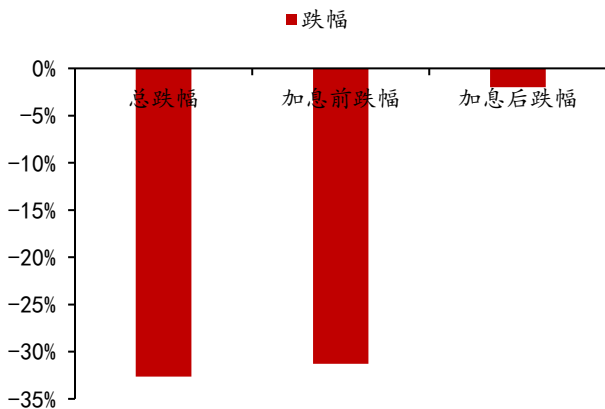
图表29：美国新房销售(万套)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

如果仔细观察新房销售的下落并不是主要发生在美联储 2022 年 3 月加息之后，2024 年 4 月新房销售为 63.4 万，相对于 2020 年 10 月的峰值下降了 39%。但是这 39% 的跌幅中，2022 年 3 月美联储加息开始的时候相对于峰值就已经跌了 31%，而相对于 2022 年 3 月又跌了 11%。

图表30：新房销售跌幅分解(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

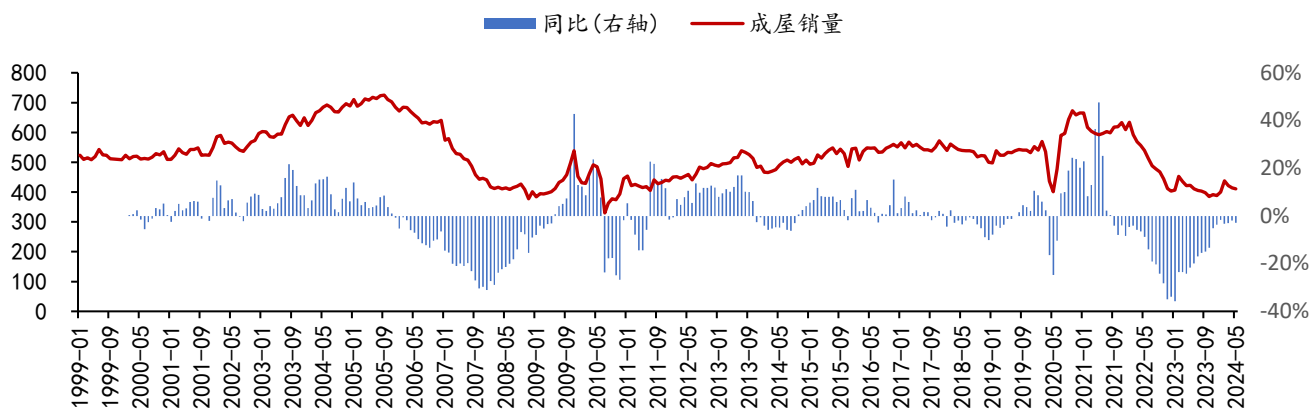
图表31：房贷利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

成屋的销售也明显回落，2024 年以来每个月季调折年在 400 万套左右，是 2019 年的约 7 成，是 2020 疫情高峰期的约 6 成。

图表32：美国成屋销售(万套)



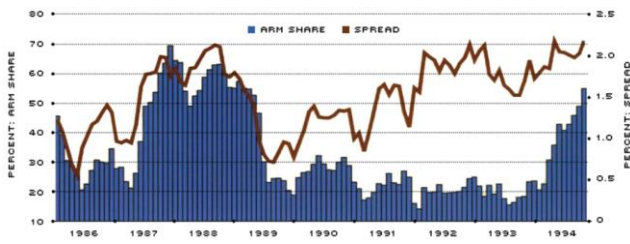
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

虽然利率上行对总需求有抑制作用，但是其传导速度可能慢于一般的估计。这是因为，联储的 0 利率政策提前释放了大量的房贷需求，而美国目前绝大多数的房贷是固定利率的⁶，这部分提前释放的需求并不会因为加息而受到影响。根据 2019 年消费者金融调查 (2019 Survey of Consumer Finances) 的数据，大约 40% 的美国家庭有房贷，其中 92% 是固定利率房贷，其余 8% 是可调利率房贷。

由于 2020 年疫情之后宽松的货币政策，房贷利率显著下行，最低的时候 30 年抵押贷款利率仅为 2.8%。2020 年疫情后到 2022 年加息前的低利率时代发放的房贷累计超过 9 万亿美元，其中如果把超过 2019 年之前 3 年的平均水平的房贷发放认为是提前释放的炒房需求，那么炒房需求的房贷接近 5 万亿美元。如果从 2008 年货币政策宽松之后开始计算，累计发放的低于 4% 利率的房贷约有 17.6 万亿美元。

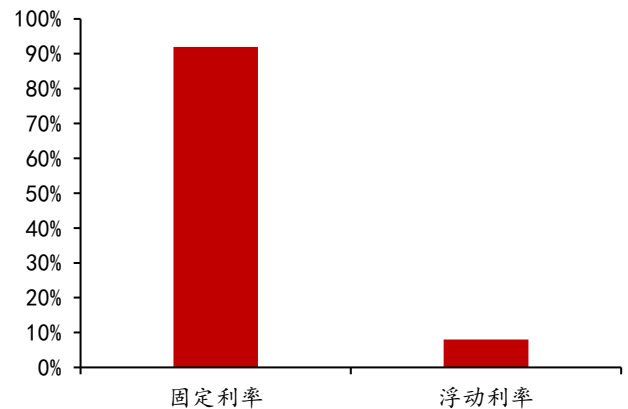
⁶ <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2024/feb/which-households-prefer-arms-fixed-rate-mortgages#:~:text=About%2040%25%20of%20U.S.%20households,remaining%208%25%20have%20adjustable%20rates.>

图表33: 早年浮动利率(ARM)的比例(%)



资料来源: 美联储, 国联证券研究所

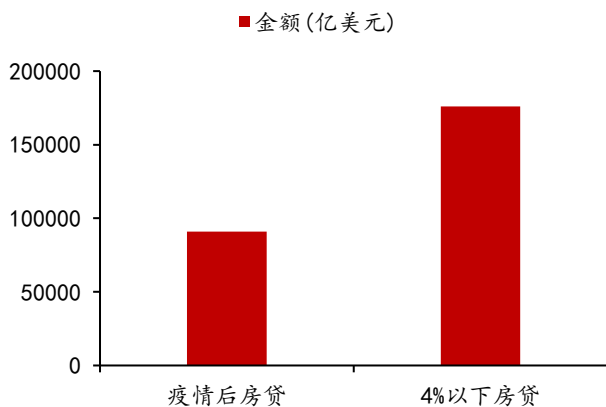
图表34: 2019年房贷固定利率比例(%)



资料来源: SCF, 国联证券研究所

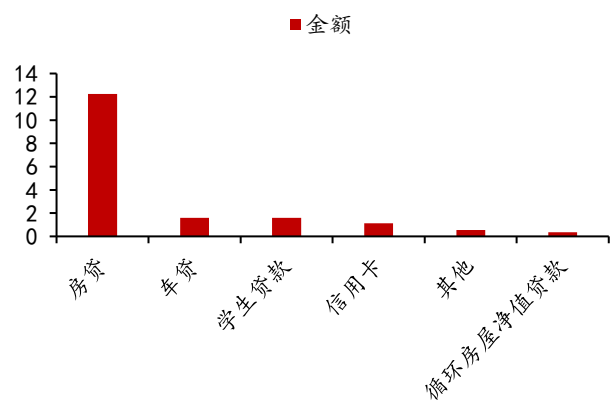
房贷是居民负债的主要部分, 由于锁定了较低的利息, 这一部分负债的支出并不会迅速地随着利率的上行而上涨, 这使得加息对于居民部门的紧缩效果或大打折扣。

图表35: 低利率房贷(亿美元)



资料来源: 美联储, 国联证券研究所

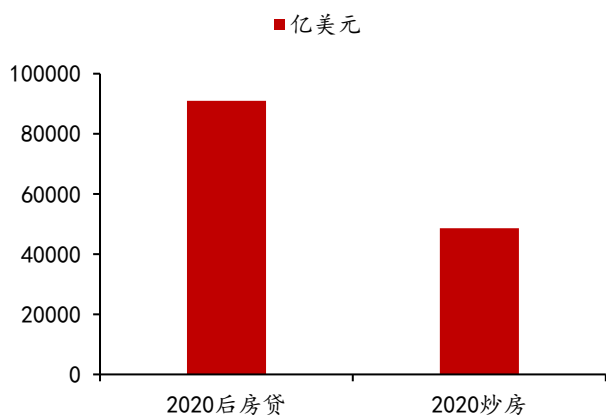
图表36: 居民存量负债(万亿美元)



资料来源: 美联储, 国联证券研究所

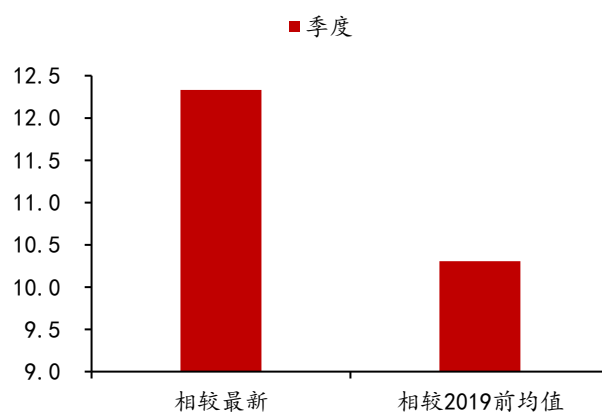
如果以 2023 年 4 季度最新的新发房贷金额作为衡量标准, 那么 2020 年疫情后低利率释放的需求相当于 12 个季度的 2023 年 4 季度最新的新发房贷金额; 如果以 2019 年之前 3 年的均值作为标准, 则相当于 10 个季度的新发房贷。低利率时期锁定利率的房贷规模也因此特别大。如果从 2023 年 2 季度货币政策利率开始具有限制性计算, 那么提前释放的需求可能覆盖到 2025 年底到 2026 年初。

图表37：2020年后低利率房贷(亿美元)



资料来源：美联储，国联证券研究所

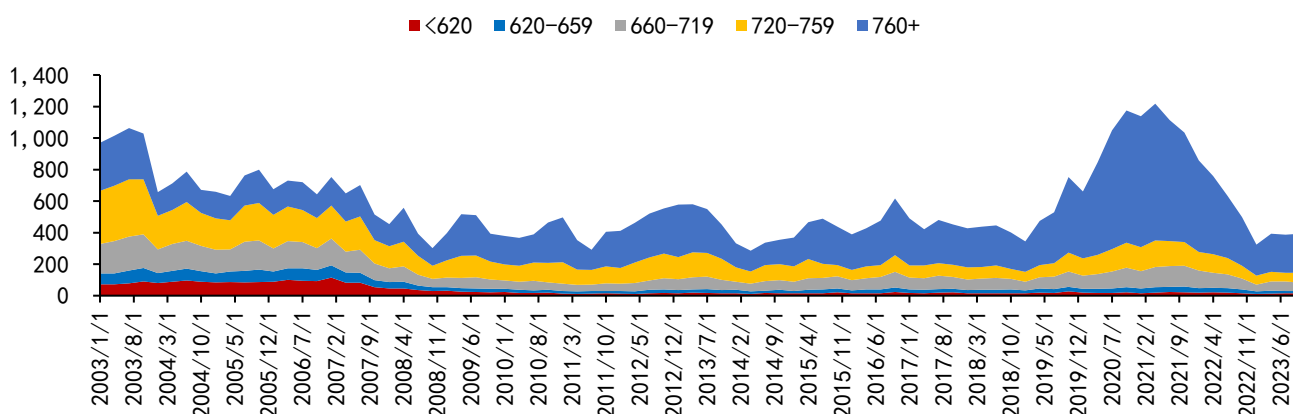
图表38：炒房需求的季度数(季度)



资料来源：美联储，国联证券研究所

另外一个 2021 年新发房贷增长和 2008 年金融危机之前的显著不同在于 2021 年新增房贷主要来自于高信用(信用分高于 760)的群体。而在 2008 年金融危机之前，一大部分新增房贷来源于低信用群体，而低信用群体的违约潮最终导致了次贷危机。目前新增房贷中次贷的比例非常小。这也意味着即使利率上行影响到一些贷款人，对金融稳定的冲击比较小，不容易导致经济的下滑。

图表39：不同信用分数新发房贷金额(十亿美元)

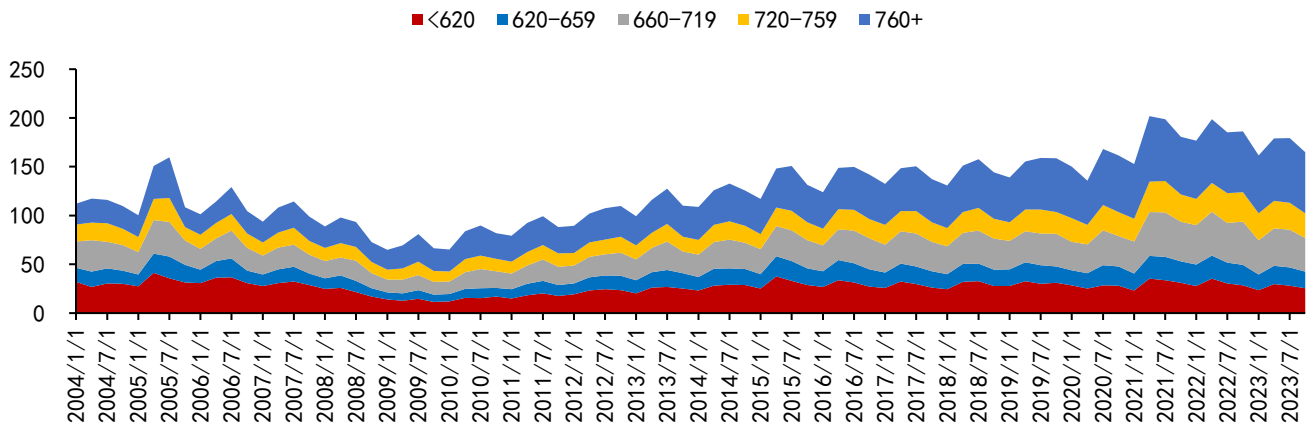


资料来源：美联储，国联证券研究所整理

车贷是美国居民负债中第二大项，占比略高于 9%。疫情后的低利率时代车贷虽然也略有增长，但是相比于房贷来说，车贷的增长较小⁷。

⁷ 学生贷款是居民部门排名第 3 的贷款，但是由于它并不完全受市场因素驱动，所以在此不做讨论

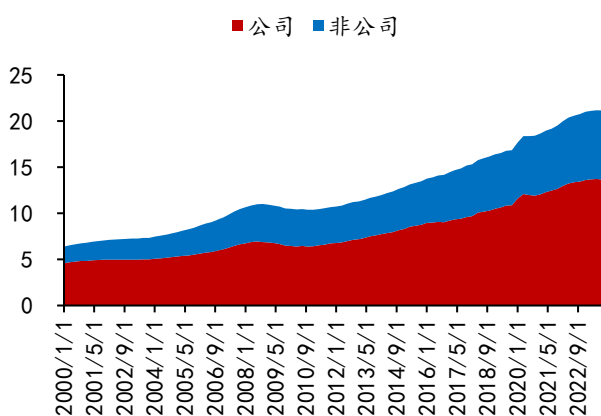
图表40：美国不同信用分数的新发车贷(十亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

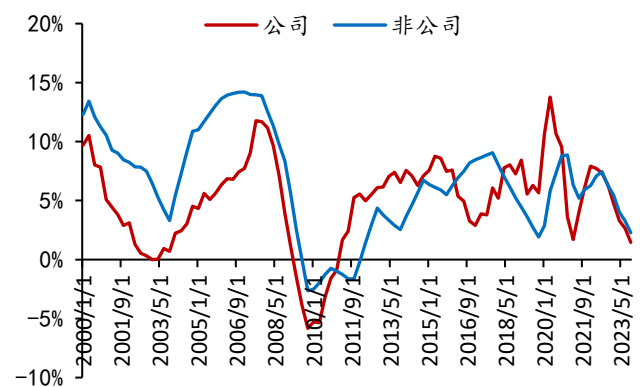
企业部门的负债在疫情后的低利率环境也曾出现较快增长，虽然幅度略小于房贷的增长。

图表41：企业部门负债(万亿美元)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表42：企业部门负债同比(%)



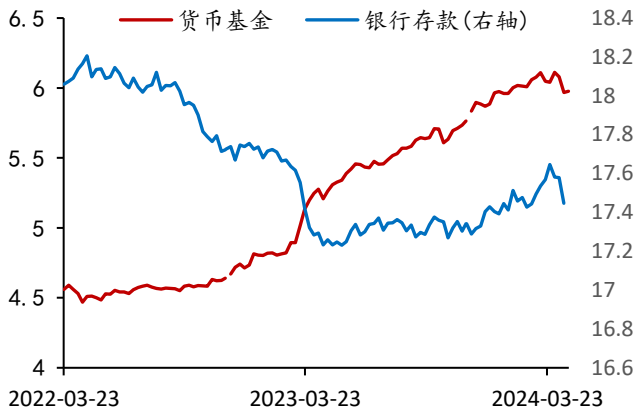
资料来源：FRED，国联证券研究所

从2022年美联储加息开始，在资产侧发生的一个明显的变化是银行存款在减少，而货币基金在增加。美联储加息直接提高了联邦基金利率，然后直接提升了货币市场的利率，因而货币基金就能提供更高的收益，但是高利率并不会那么快以及不会完全

论。

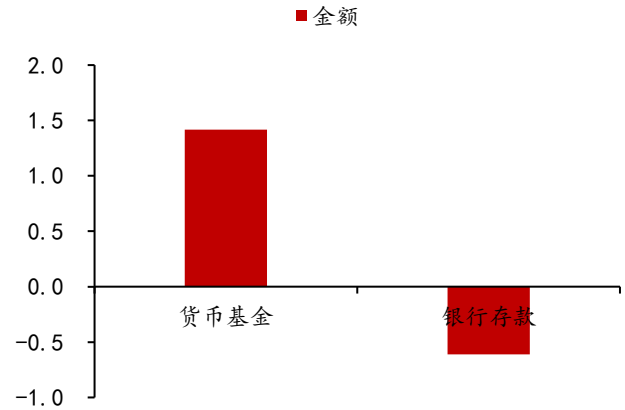
传导到银行存款的利率。从 2022 年 3 月到 2024 年 4 月，累计货币基金增加了 1.4 万亿，而银行存款减少了 6000 亿。

图表43：货币基金和银行存款(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表44：货币基金和银行存款(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

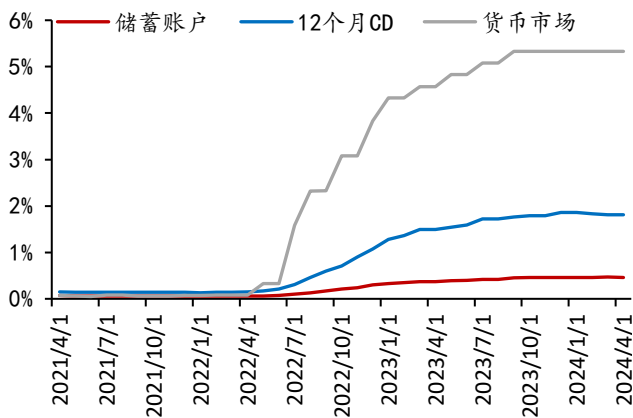
以当下主流的货币市场基金的利率来计算，一般 0 门槛的货币基金可以提供约 5% 的利率，货币基金总共有接近 6 万亿美元，因此每个月可以产生 244 亿美元的利息，平均每个美国人是每个月 73 美金，大约是美国居民月均消费支出的 1.5%。

在加息背景下，由于一些居民锁定了负债的利率而受益于资产收益率的上升，似乎银行作为对手方有很大损失。然而，我们的分析表明银行的实际损失是有限的。

一方面，在新的充裕准备金货币政策操作框架下，美联储让利率抬升的手段是通过提高准备金利率，在充裕准备金环境下，实际上支付准备金利息的是美联储而不是银行。我们在深度报告《美国小银行的大风险》中详细地介绍了量化宽松之后美国货币政策框架的变化。从资产端来看，银行持有的长期国债等资产被支付高利息的准备金资产所替代，实际上改善了银行的盈利。即使贷款方面利率被锁定银行吃了一些亏，损失被准备金的高收益弥补了。

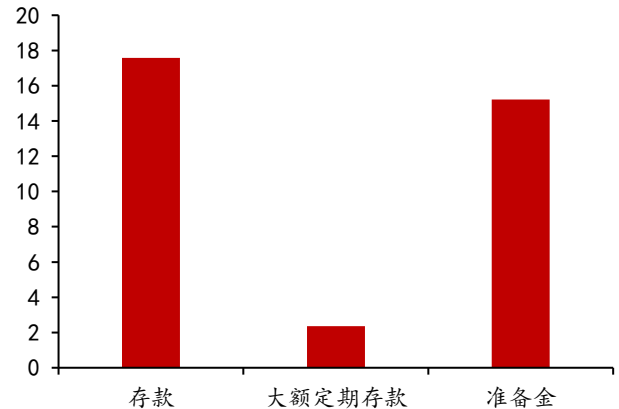
另一方面，银行存款是银行的负债，但是银行存款账户的利率上升得并不多，在准备金和存款总量接近的情况下，准备金的利息事实上还能给银行体系产生可观的收入。以美国银行为例，大银行的储蓄账户利率并没有随着美联储政策利率的上升而上升。这也限制了银行负债端的损失。小银行会比大银行给出更具吸引力的存款利率，因此小银行可能受损会更显著一些。

图表45：美国短期利率(%)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表46：所有商业银行存款(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

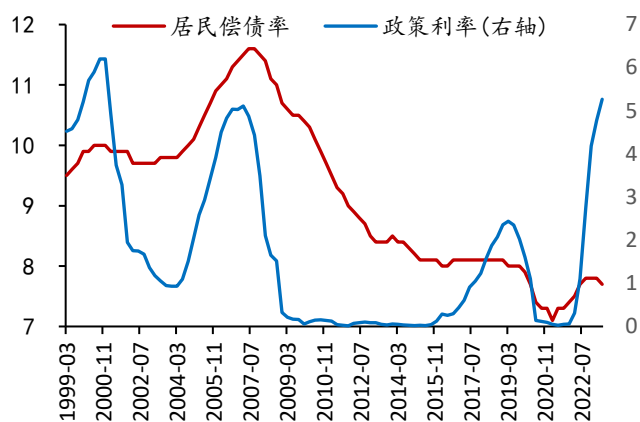
图表47：美国银行储蓄账户的利率(%)

储蓄账户类型	利率	年化利率	最低存款金额(美元)
Advantage Savings	0.01%	0.01%	100
Advantage Savings, Gold	0.02%	0.02%	100
Advantage Savings, Platinum	0.03%	0.03%	100
Advantage Savings, Platinum Honors	0.04%	0.04%	100
Advantage Savings, Diamond	0.04%	0.04%	100
Advantage Savings, Diamond Honors	0.04%	0.04%	100

资料来源：Bankrate，国联证券研究所整理

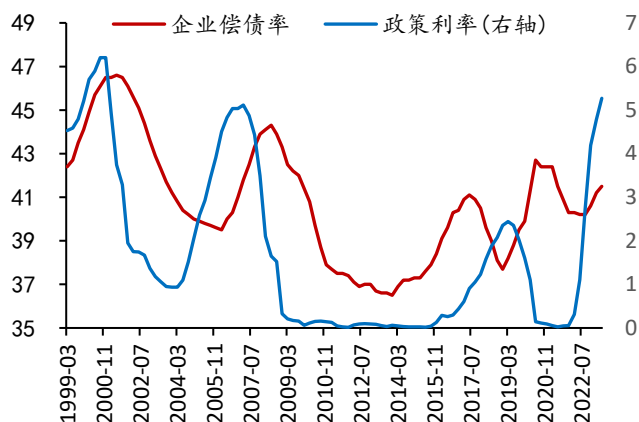
不过加息的限制性最终还是到来，负债的缓慢调整，和资产端更迅速的反应，这个资产负债表结构导致的短期加息刺激效应并不会持续太久。政策利率的峰值大概领先企业偿债率的峰值约6个季度，2004年和2015年开始的加息周期都是如此；政策利率的峰值和居民偿债率峰值几乎同步，2004年开始的加息周期居民偿债率领先1个季度，2015年开始的加息周期政策利率领先1个季度。当下周期偿债率的上升可能比以往慢一些，但终究会上涨，目前政策利率达到峰值刚过2个季度，企业偿债率开始出现连续3个季度的上涨，而居民偿债率2023年2季度开始回落。居民偿债率没有显著上升的原因可能在于我们上文分析到的，居民的购房需求可能在低利率时代提前释放了。

图表48：居民部门偿债率和政策利率(%)



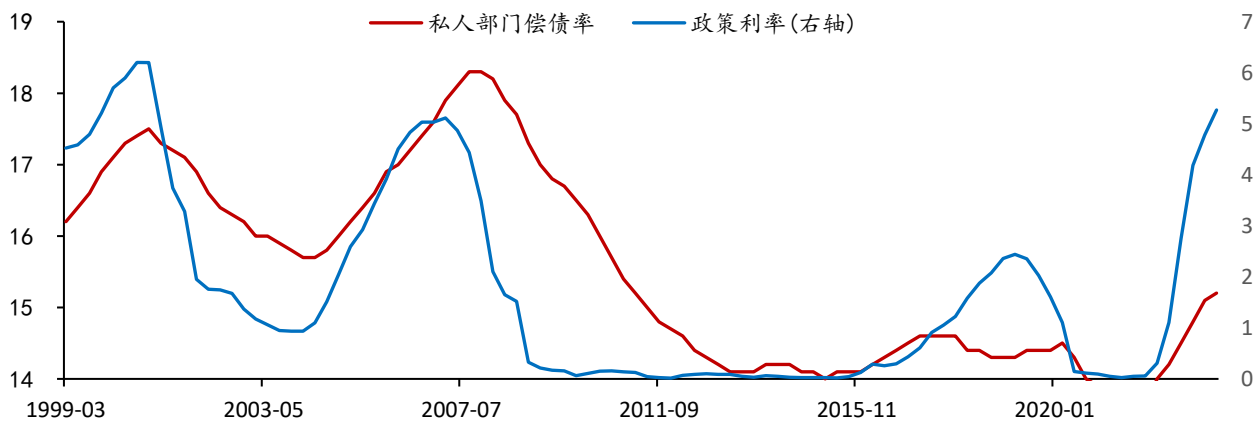
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表49：企业部门偿债率和政策利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表50：居民+企业部门偿债率和政策利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3 政府部门高支出或能延续

政府部门的支出逻辑和居民部门是不同的，政府部门并不存在加息会造成刺激效应的逻辑。政府的财政支出和收入主要取决于财政政策的取向。当然，美国的财政赤字目前仍然维持在较高水平，2024年3月的财政赤字仍然有5.86%。而且在可预见的未来，美国财政赤字并不会大幅下降，财政支出仍然将维持较高的水平——这也

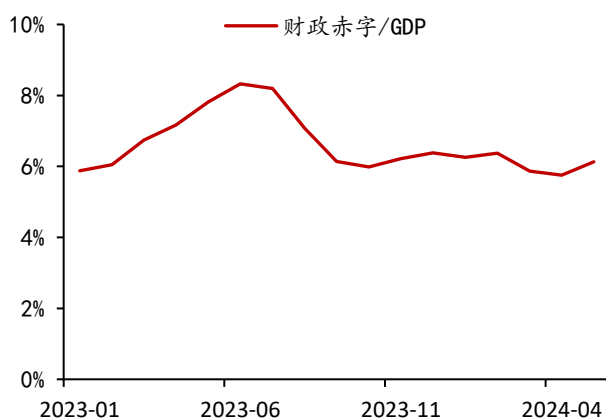
是美国经济韧性乃至通胀韧性的来源之一。

2.3.1 政府支出仍高

美国的财政赤字目前仍然维持在较高水平,2024年5月的财政赤字仍然有6.1%。而且在可预见的未来,美国财政赤字并不会大幅下降,财政支出仍然将维持较高的水平。美国国会预算办公室2024年6月将2024年的赤字预测上调到1.9万亿美元,赤字率为6.7%⁸。

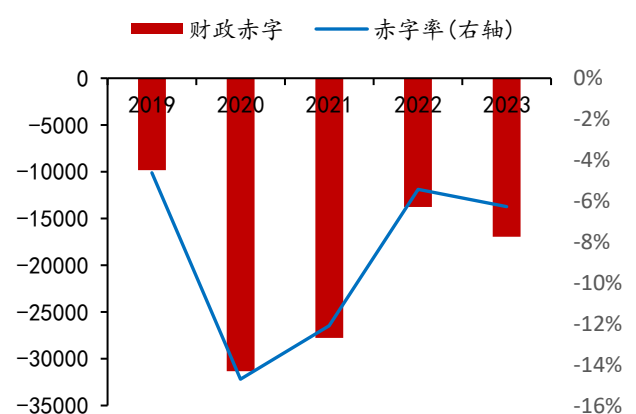
为了应对疫情的冲击,美国进行了强力的财政刺激。美国的财政支出在疫情后明显超出了疫情前的趋势水平。2020年为了应对疫情冲击,美国财政政策的支出力度非常大,共推出五轮财政刺激法案,总金额达3.8万亿美元,其中接近3成直接针对居民部门,即超过1万亿美元。财政支出规模一个季度中一度达到了接近GDP的14%。财政赤字在2020年高达3.1万亿美元,较2019年增长超过2倍。随着疫情影响的减弱,财政赤字在2021和2022年明显回落,但是2022年的财政赤字也仍然达到了1.4万亿美元,相对于2019年的水平增长了接近40%。2023年财政赤字又再次增长,达到1.7万亿美元。

图表51: 美国财政赤字(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表52: 美国财政赤字(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

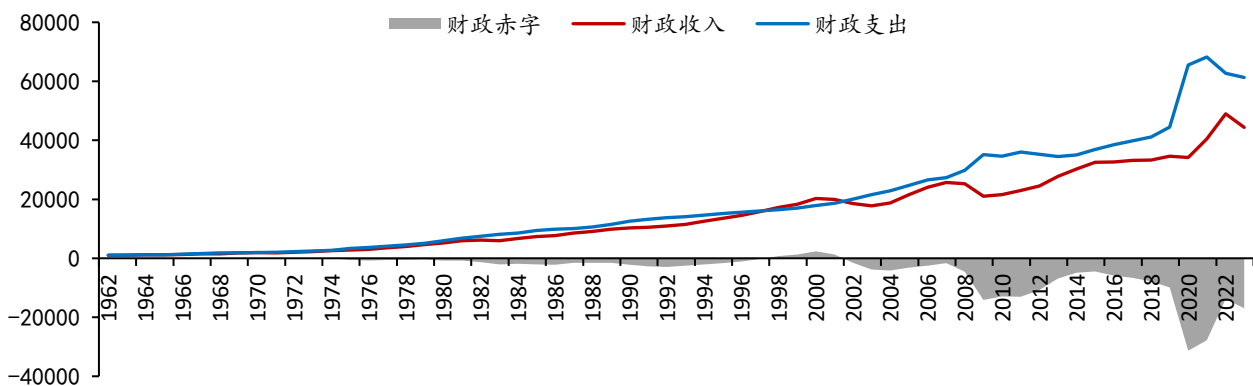
⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1802256856595035251&wfr=spider&for=pc>

2.3.2 财政紧缩可能性不高

惠誉在 2023 年 8 月下调了美国的主权评级，认为美国的财政支出未来仍将维持较高。惠誉预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。更大的赤字将由 2024 年 GDP 增长疲软、更高的利息负担以及 2024-2025 年 1.2% 的州和地方政府赤字（与近 20 年历史平均水平一致）推动。预计到 2025 年，因为与疫情前相比，债务水平更高，利率持续更高，利息收入比将达到 10%（相比之下，惠誉评级“AA”的中位数为 2.8%，“AAA”中位数为 1%）⁹。

惠誉认为，在过去 20 年中，美国包括财政和债务问题在内的治理标准一直在稳步恶化。一再出现的债务上限政治僵局和最后一刻的决议削弱了人们对财政管理的信心。此外，与大多数同样评级的其他国家不同，美国政府缺乏中期财政框架，预算编制过程复杂。这些因素，加上几次经济冲击、减税和新的支出举措，导致了过去十年中债务的连续增加。

图表 53：美国财政收入和支出(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4 需求温和回落或有助于通胀下降

需求的温和下降可能也将有利于通胀的继续回落，但由于经济本身韧性较强，通胀的回落或不会特别快，短期内也还不能完全排除有反复的风险。

⁹ <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

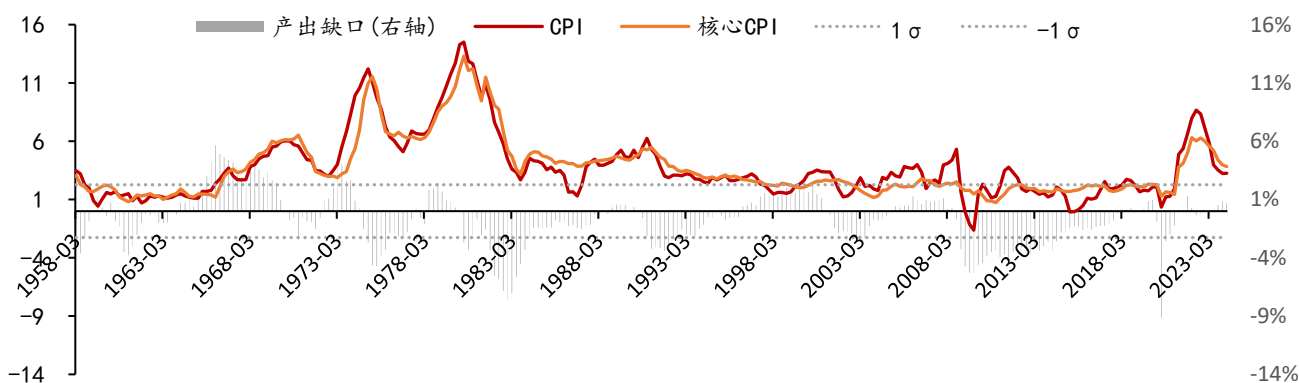
一方面，货币供应的增速回落，银行信贷增速维持低位，国债、企业债和房贷等利率显著上行，都有助于总需求的回落。劳动力市场的指标也显示边际走弱的大趋势，职位空缺失业比仍在回落。另一方面，货币政策虽然可能具有限制性，但由于居民负债较低且锁定了部分低利率房贷等因素，紧缩的传导滞后较长等多方面原因，短期经济可能仍有反复。

2.4.1 产出缺口略微为正

产出缺口为正的时候，经济有通胀向上的压力；产出缺口为负的时候，经济有通胀下行的压力。但是产出缺口和通胀的关系可能不是线性的：产出缺口较大时，对通胀和通缩的影响会更加明显。目前短期经济可能有反复，这也意味着短期通胀反复的风险客观存在；然而从中期来看，经济回落仍是大概率事件，有利于产出缺口回落，并带动通胀下行。

产出缺口等于实际 GDP 和潜在 GDP 的差距，而潜在 GDP 的估算来自美国国会预算办公室 (CBO)。从历史数据上看，70 年代两次通胀的高峰前，产出缺口也出现了峰值，产出缺口的高点都超过了 1 倍标准差。本轮通胀上行中，产出缺口离 1 倍标准差较远，和 70 年代颇为不同。以这个标准看，目前虽然产出缺口略微为正，但是并不高。

图表54：美国产出缺口和CPI通胀(%)

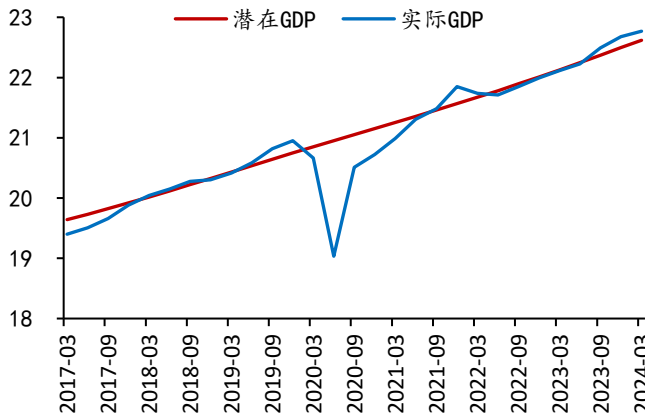


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

美国国会预算办公室 (CBO) 对美国潜在 GDP 的估计显示目前的实际 GDP 事实上略高于潜在 GDP。疫情的冲击虽然造成了 GDP 的显著损失，但是随后很快实际 GDP 就回

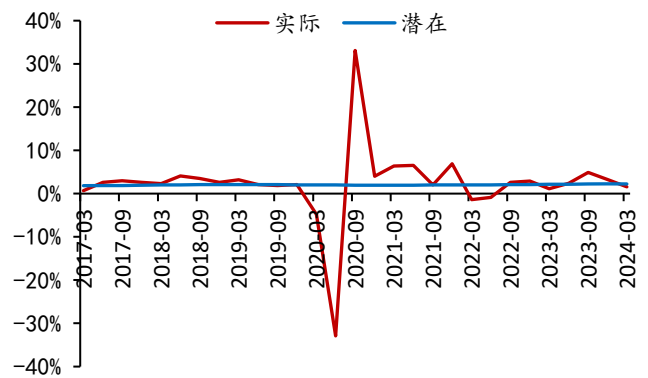
到了潜在 GDP 的水平。2024 年 1 季度的数据显示实际 GDP 的绝对水平比潜在 GDP 高了约 0.6%。当实际 GDP 高于潜在 GDP 的时候，由于需求拉动、产能限制、投入成本等因素，通胀通常会有上行的压力。但是由于产出缺口本身估计的误差，只有当产出缺口较大时才具有更明显的参考价值。

图表55: CBO 潜在 GDP(万亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

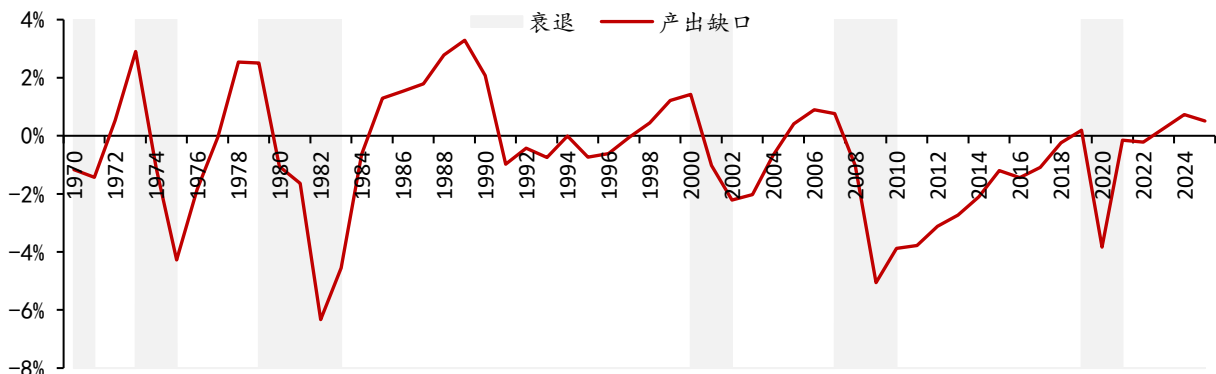
图表56: CBO 潜在 GDP 增速(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

根据 OECD 估计的美国产出缺口，在 2024 年为 0.73%，2025 年为 0.51%。

图表57: OECD 估计的美国产出缺口



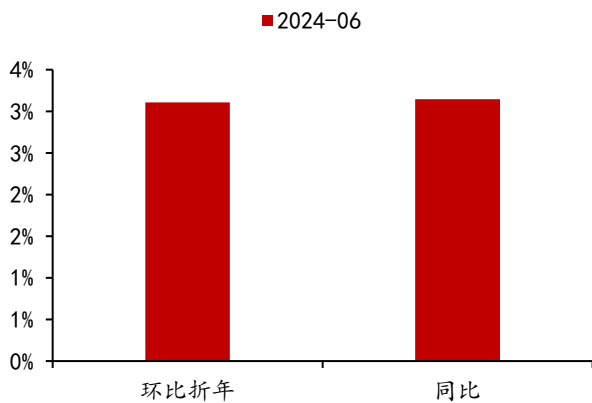
资料来源: Wind, OECD, 国联证券研究所整理

短期经济或仍有波动，例如 GDP nowcast 的预测仍然存在分歧，纽约联储 6 月 7

日的 2 季度环比折年预测为 1.9%，上个预测是 1.76%；而亚特兰大 6 月 7 日的 2 季度环比折年预测为 3.1%，上个预测是 2.6%。这意味着短期美国经济偏强并带动通胀上行的风险不能完全排除。但是从中期来看，美国经济增长大概率逐步放缓。

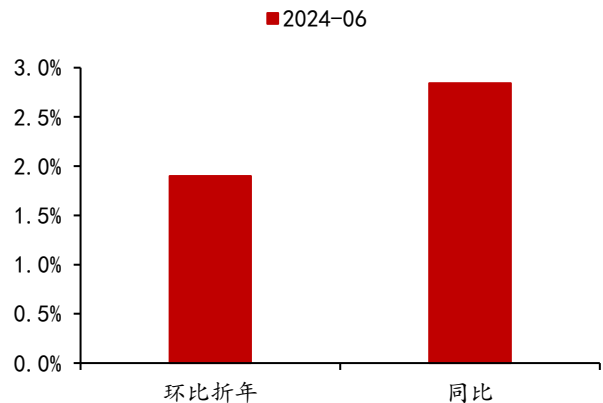
当然，经济的一些指标偏弱，而另一些指标又不弱。美国经济离衰退仍较远，产出缺口大幅转负的可能性也不大，因而或也难产生使得通胀大幅快速下行的压力。

图表 58：亚特兰大联储 GDPnowcast (%)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表 59：纽约联储 GDPnowcast (%)



资料来源：美联储，国联证券研究所

2.4.2 银行信贷增速维持低水平

从货币主义的角度理解，当央行增加了货币后，通胀的压力就会上升，但这里存在一个重要的中间环节，即银行的信贷。中央银行增加的货币供应需要通过银行系统进入实体经济。从银行信贷传导的渠道看，2008 年之后的货币宽松没有带来明显的通胀效应，对应较低的银行信贷增速，而 2020 年之后的货币宽松带来了明显的通胀对应了较高的银行信贷增速。而随着美联储紧缩周期的开始，银行信贷增速一度转负，目前也维持在较低水平——整体有利于经济增速逐步回落。

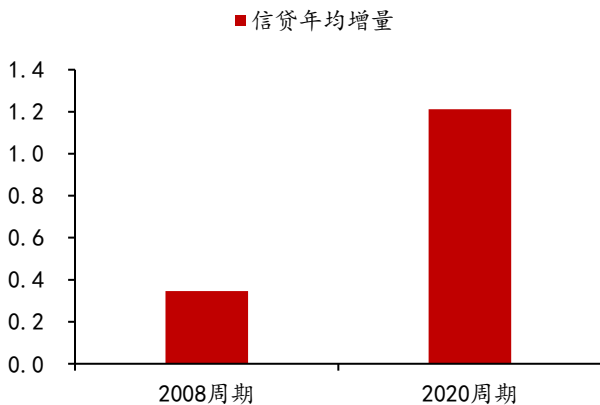
图表60：商业银行信贷增长(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

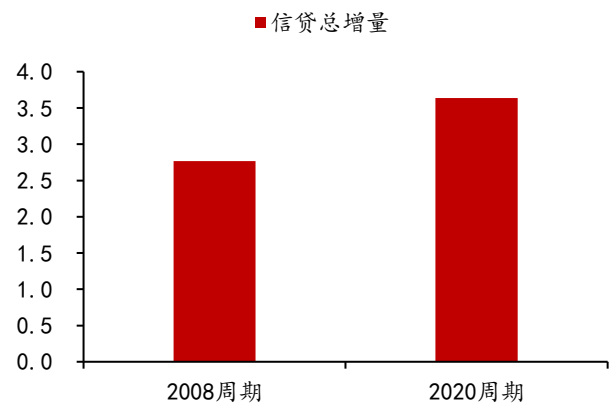
从总的银行信贷增量来看，2008年开始的宽松周期到2015年美联储开始加息为止，总共的银行信贷增量是2.77万亿美元，2020年开始的宽松周期到2022年美联储开始加息为止，总共的银行信贷增量是3.64万亿美元。但是由于两个周期跨越的时间长度不同，2020年周期的年均银行信贷增量达到了1.21万亿美元，是2008年周期0.35万亿美元的3.5倍。

图表61：银行信贷年均增量(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表62：银行信贷总增量(万亿美元)

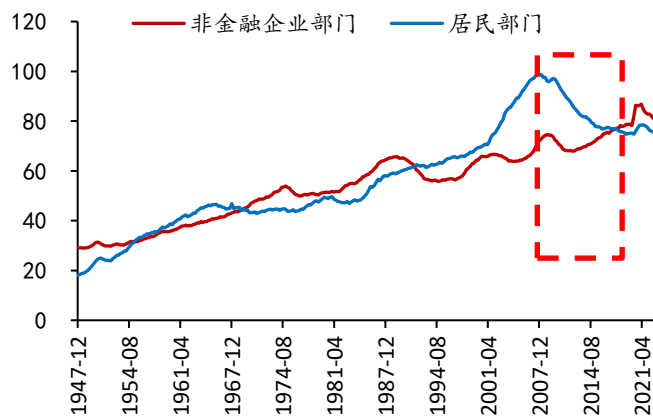


资料来源：Wind，国联证券研究所

银行信贷表现的差异背后一个很重要的影响因素可能是私人部门资产负债表的变化。我们在专题报告《美国或可以软着陆的一个理由——资产负债表和债务周期视角的解释》中有对美国和日本的资产负债表周期更详尽的讨论。简言之，美国主要是居民部门经历了漫长的去杠杆周期；而日本主要是企业部门经历了漫长的去杠杆周

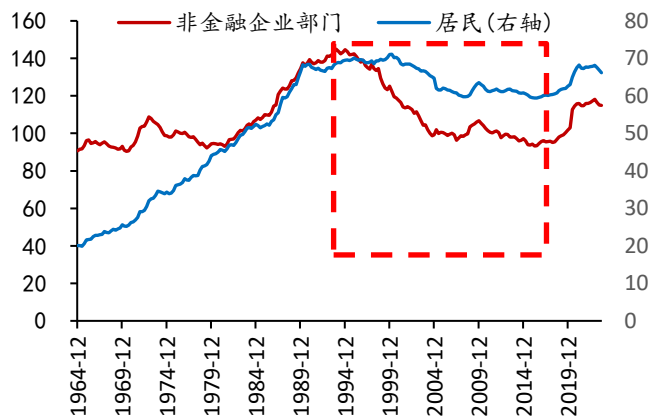
期。

图表63：美国杠杆率周期(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

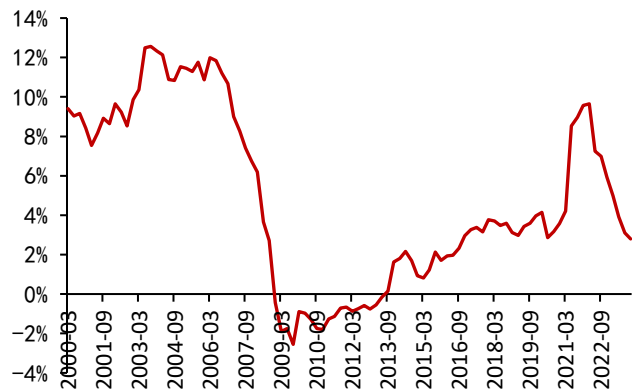
图表64：日本杠杆率周期(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

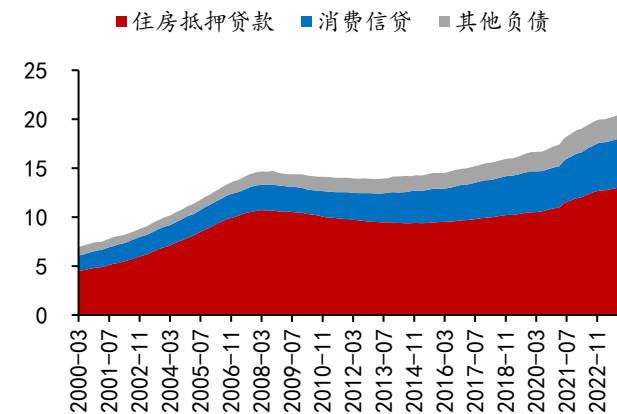
从美国家庭部门的负债来看，可以看到在2008年金融危机之后，家庭部门经历了一个比较漫长的资产负债表修复的过程。美国家庭部门负债的负增长从2008年开始，直到2013年才结束。

图表65：美国家庭负债同比增速(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

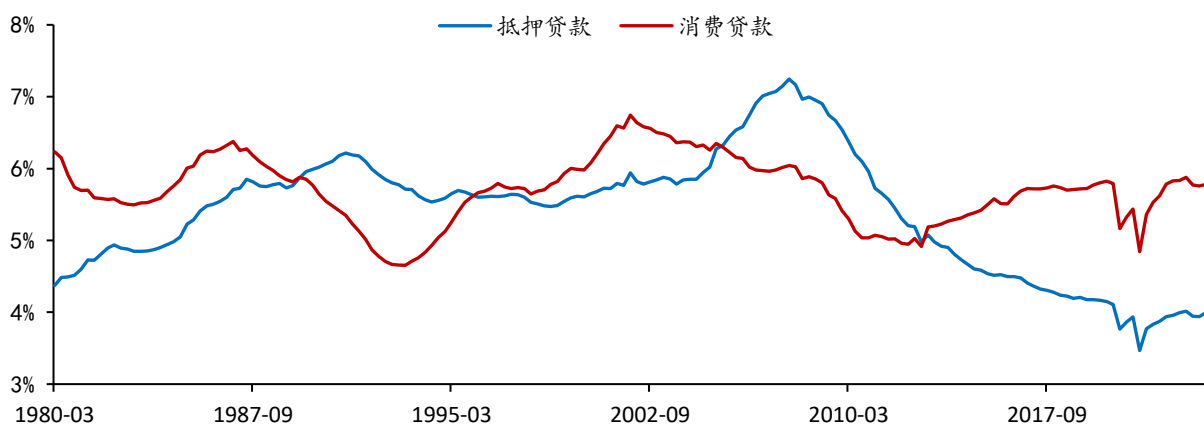
图表66：美国家庭负债(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

家庭部门还债的过程伴随着家庭债务支出的下降，其中主要的下降来自于抵押贷款支出的下降。

图表67：美国家庭偿债支出占可支配收入的百分比



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4.3 劳动力市场边际走弱

强劲的劳动力市场可以通过提高工资和增加需求来推动通胀，但实际的动态还受其他多种因素的影响，包括生产率、全球经济状况和货币政策。从整体趋势上看，美国劳动力市场紧张程度逐步下行，有利于美国通胀在中期回落。

关于劳动力市场和通胀的讨论往往是围绕所谓菲利普斯曲线来展开的。菲利普斯曲线以经济学家 A. W. 菲利普斯的名字命名，他研究了 1861-1957 年英国的失业率和工资。菲利普斯发现失业水平与工资变化率（即工资通胀）之间存在反比关系。自 1958 年发表著名论文以来，这种关系更进一步扩展到价格通胀。

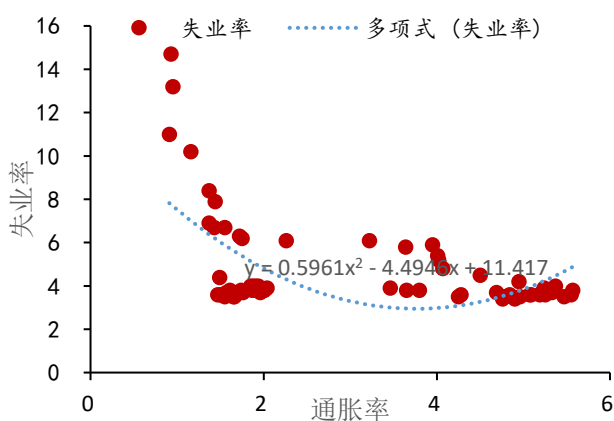
菲利普斯曲线背后的想法看起来很直观，失业率的下降标志着劳动力需求的增加，这给工资带来了上涨的压力。利润最大化的公司会提高产品价格，以应对劳动力成本的上升。所以，菲利普斯曲线预测了下面的两种关系：

- 较低的失业率与较高的通货膨胀率有关
- 较高的失业率与较低的通货膨胀率有关

如果我们观察自 2018 年以来的失业率和核心 PCE 通胀数据，我们可以看到在较高失业率时，通货膨胀率较低这一部分的故事仍然是成立的，在疫情期间失业率上升到超过 14%，而通胀下跌到了不到 1%。

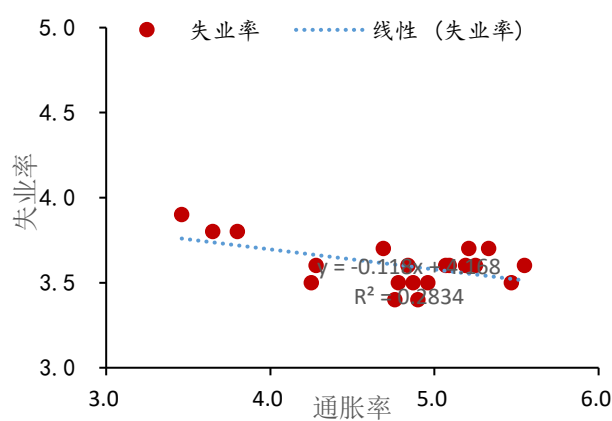
然而，当我们观察自 2022 年 3 月美联储开始加息之后的这一部分失业率和核心 PCE 通胀数据时，我们发现在通胀下降了很多后，失业率并没有明显地上行，换句话说菲利普斯曲线变得非常扁平，经济在控制住通胀的同时没有付出失业率显著上升的代价。

图表68：2018 以来失业率和核心 PCE (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

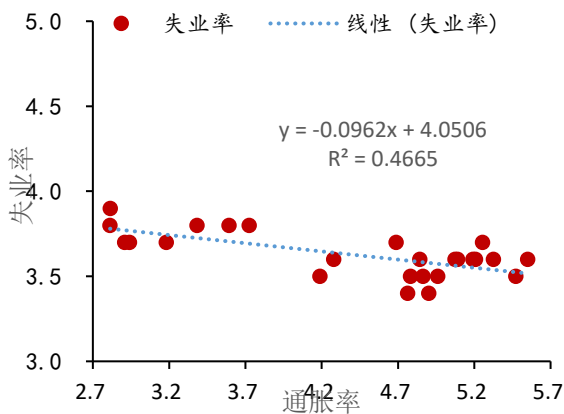
图表69：2022 年 3 月以来失业率和核心 PCE (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

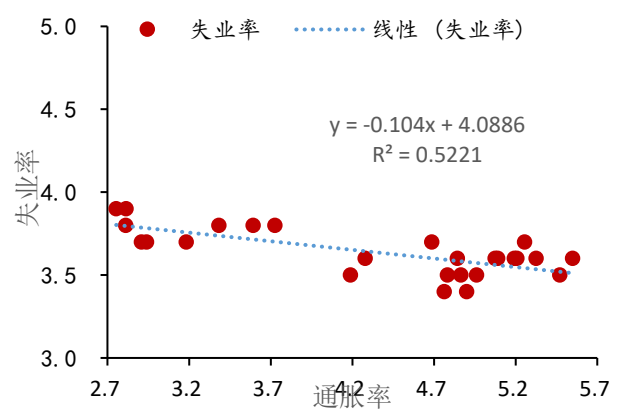
失业率相比于最低点上升了 0.5%，但是通胀率相比最高点下降了 2.8%。失业率在 5 月上升到了 4%，但也不足以说明扁平的菲利普斯曲线不成立了。从我们上文中关于供给侧的讨论看，一个可能的解释是到目前为止的通胀回落中，有很大程度上来自于供给侧因素的缓解。需求的下降对通胀回落的贡献还较低，所以暂时我们还没有看到失业率的大幅上升。

图表70：到 2024 年 3 月 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表71：到 2024 年 4 月 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

美联储 6 月公布的经济预期概要里预期 2024 年底失业率为 4%。2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。核心 PCE 通胀 2024 年要回落到 2.8%，如果按照目前菲利普斯曲线的斜率来计算的话，2.8%核心 PCE 通胀对应的失业率仅为 3.8%。4%的失业率或能提供通胀回落的动力。

图表72：6 月 FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数

变量	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
3月会议	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
失业率	4.0%	4.2%	4.1%	4.2%
3月会议	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
PCE通胀	2.6%	2.3%	2.0%	2.0%
3月会议	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	2.8%	2.3%	2.0%	
3月会议	2.6%	2.2%	2.0%	
政策利率	5.1%	4.1%	3.1%	2.8%
3月会议	4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
注：数字颜色含义		变差	变好	不变

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

从劳动力市场的边际变化看，结合失业率以外的指标，还是能观察到一些走弱的迹象。JOLTS 报告显示劳动力市场大趋势继续走弱。职位空缺数 4 月较 3 月继续回落，仅有 806 万。

图表73：职位空缺数（万人）

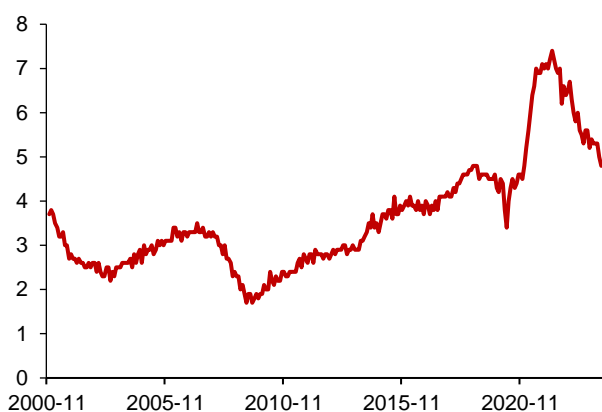


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 4 月延续回落，每一个失业的人平均面对 1.24 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。目前已经非常接近疫情前的水平，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

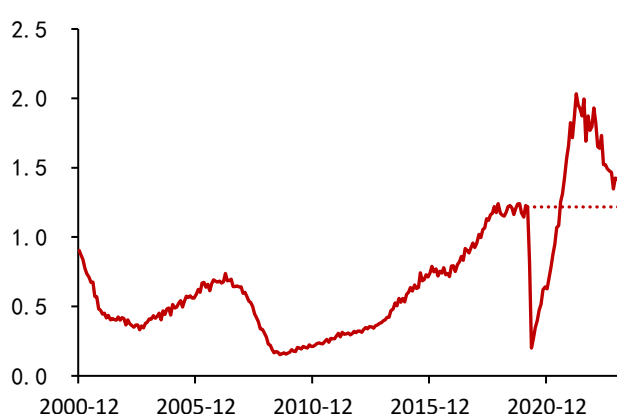
职位空缺率的数据也显示就业市场边际在走弱，4 月的职位空缺率为 4.8%，低于上月 5%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.6pct。

图表74：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表75：空缺失业比

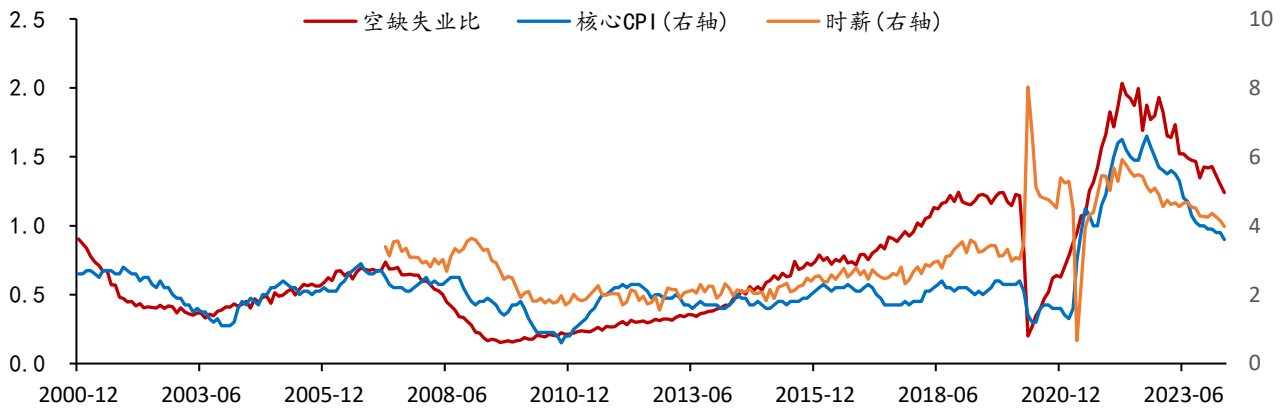


资料来源：Wind，国联证券研究所

Ball, Leigh, Mishra (2022) 用职位空缺 (V) 与失业 (U) 的比率来衡量劳动力市场的紧张程度。他们发现，2021-2022 年期间 V/U 的非常高水平可以解释大部分月

度核心通胀的上升，尤其是在 2022 年期间。空缺失业比的最高点在 2022 年 3 月，也正是在这个时候美联储开始加息，随着美联储的快速加息，空缺失业比反映的劳动力市场热度总体走弱。

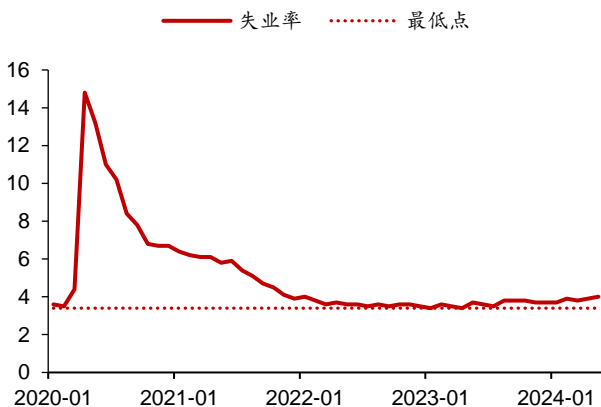
图表76：空缺失业比和时薪同比(%)、核心CPI同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

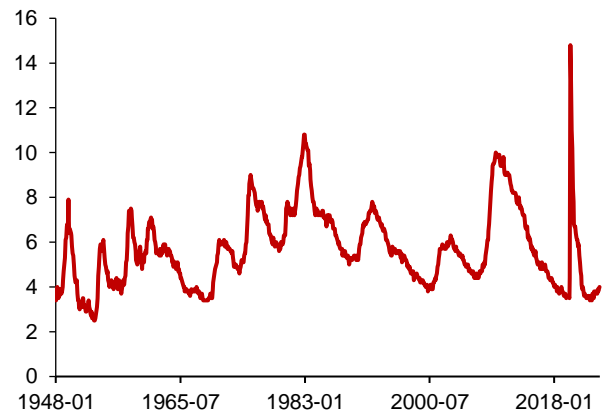
美国 5 月失业率升破 4%，高于预期，较上月上升 0.1pct。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.8% 的最高点，然后一路回落，最低点为 3.4%。

图表77：近3年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表78：美国历史失业率(%)

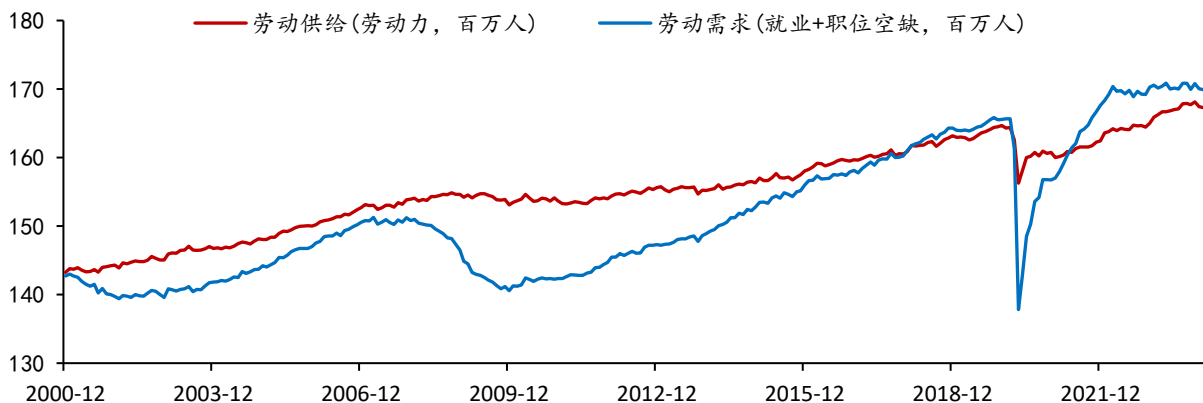


资料来源：Wind，国联证券研究所

劳动力市场的总体供给和需求状况还呈现需求略大于供给，尽管需求仍有走弱

的趋势。

图表79: 劳动力供给和劳动力需求 (百万人)

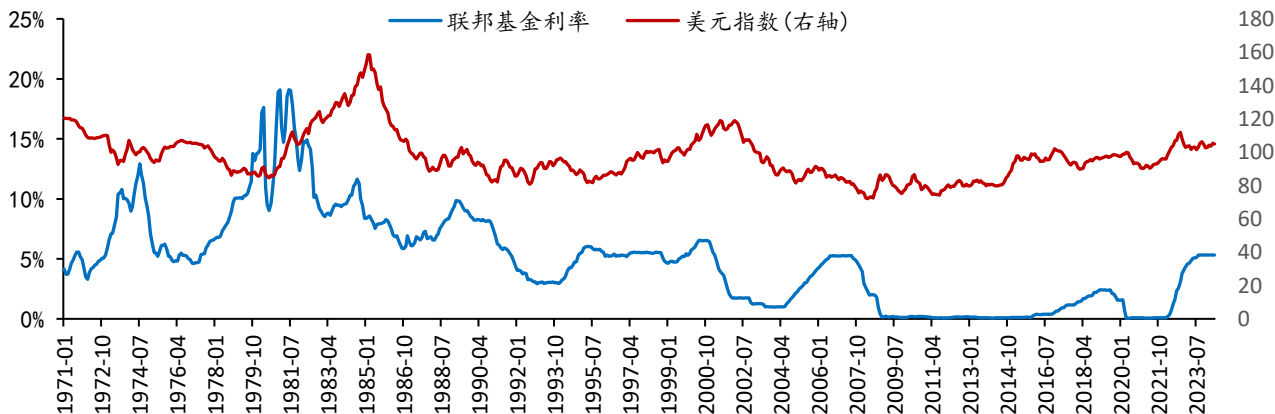


资料来源: Fred, 国联证券研究所整理

2.4.4 强美元或也有助于通胀回落

美元汇率贬值的时候, 出口的价格会下降, 而进口的价格会上升, 进而有通胀上行的压力; 相反, 美元汇率升值的时候, 出口的价格会上升, 而进口的价格会下降, 进而有通胀下行的压力。这意味着通胀和进口之间存在负相关, 和出口之间存在正相关。从美联储 2022 年 3 月加息以来美元指数上涨了约 6.6%, 和疫情后的最低点相比美元指数则上涨了 16.2%。汇率的升值总体来说, 应该是有利于通胀的回落。

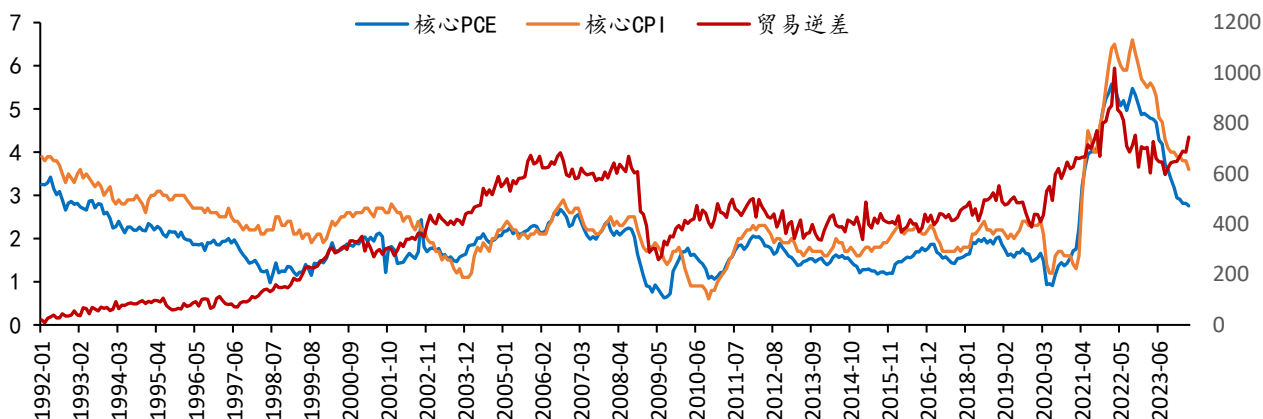
图表80: 美元指数和政策利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

美国常年存在贸易逆差，贸易逆差的大小和通胀之间的关系在 2000 年左右似乎发生了变化。贸易逆差在 2000 年之后与通胀有比较强的正相关，而在 2000 年之前则为负相关。

图表81：美国贸易逆差(亿美元)和通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.5 稳定的预期或有利于通胀回落

稳定的通胀预期也有利于通胀回落。

2.5.1 预期和通胀

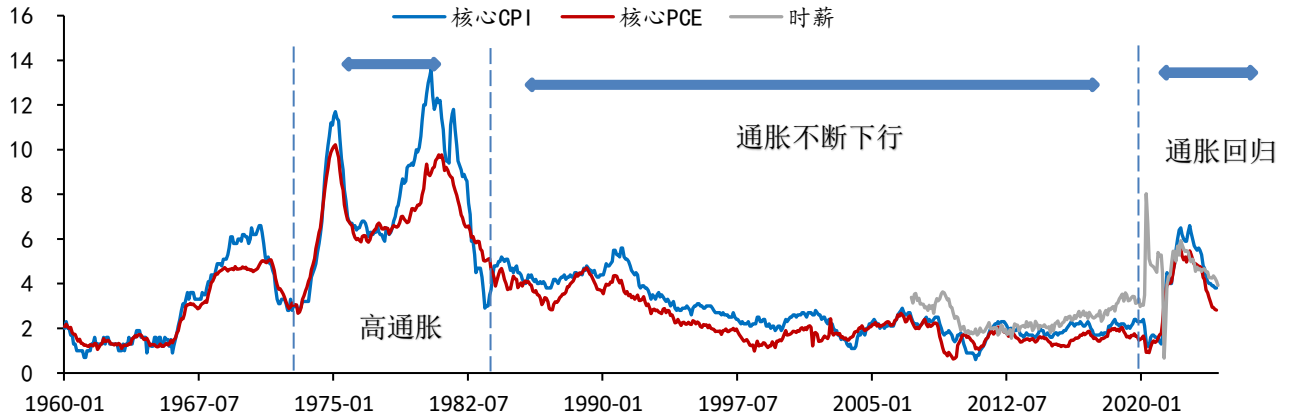
主流宏观经济学普遍认为通胀率在很大程度上取决于预期通胀。通胀预期的波动也是 70 年代大通胀出现的一个重要因素。

美国 70 年代曾经经历通胀高企，然后经历了一个漫长的通胀下行的时间。在通胀目标的框架下，菲利普斯曲线会变得扁平，美联储主席的解释是因为通胀预期变得稳定了。美联储主席 Jerome Powell 在 2019 年 7 月国会作证时指出¹⁰，菲利普斯曲线变得扁平“一个原因是通胀预期如此稳定”。伯南克也曾在 2007 年的演讲中提到，

¹⁰ <https://www.c-span.org/video/?462331-1/federal-reserve-chair-jerome-powell-testifies-state-economy&start=7535>

更稳固的通胀预期本身即是货币政策使通胀下降并保持相对稳定的结果，也有助于通胀保持稳定¹¹。

图表82：美国的同比通胀率(%)

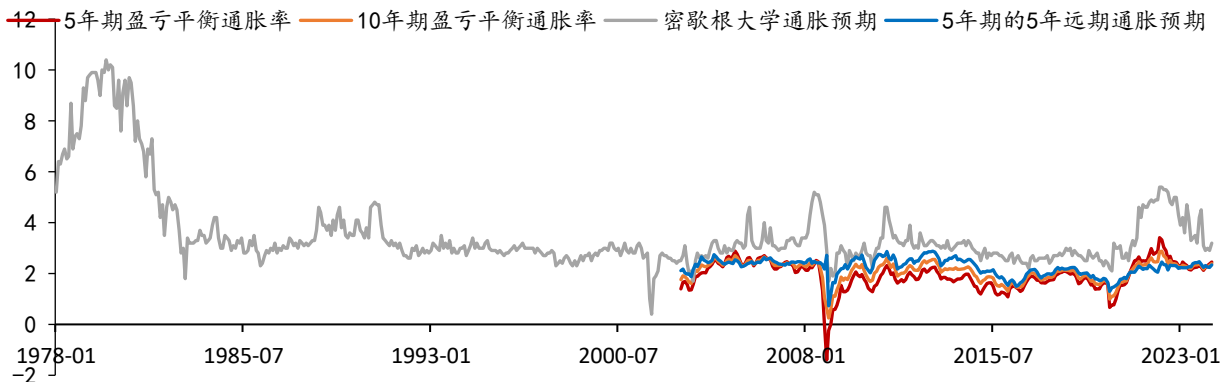


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.5.2 通胀预期仍较稳定

目前通胀预期整体仍然稳定，短期通胀预期虽有波动但是也呈现总体回落的大趋势，而相对较长时期的通胀预期仍较为稳定，并未出现大的波动。

图表83：通胀预期(%)



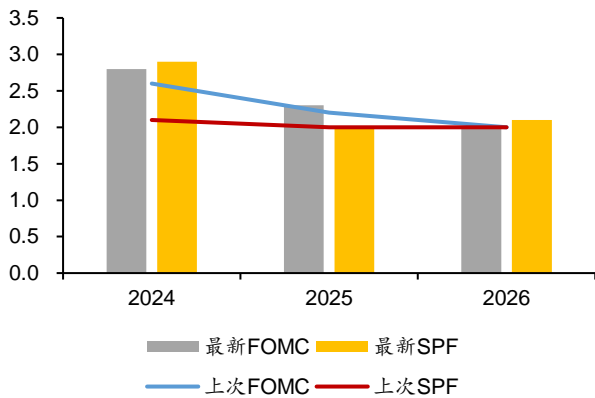
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

¹¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070710a.htm>

2.5.3 市场预期

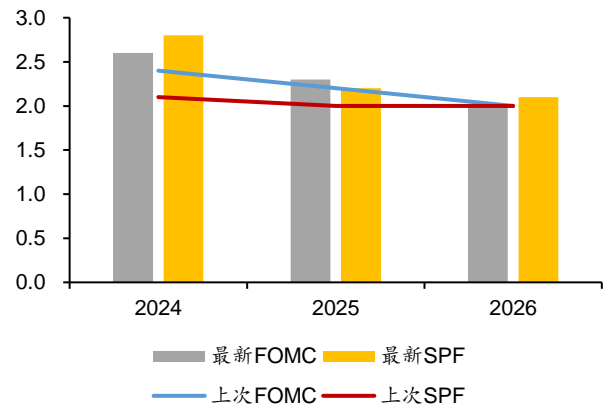
职业预测师调查的通胀预期 2024 年 2 季度较 1 季度有比较明显的上调。2 季度职业预测师调查 2024 年的 PCE 通胀中位数预期为 2.8%，1 季度为 2.1%；核心 PCE 通胀为 2.9%，1 季度为 2.1%。FOMC 的 6 月经济预期概要 (SEP) 也上调了通胀的预期。

图表84：核心 PCE 预期 (%)



资料来源：SPF，美联储，国联证券研究所

图表85：PCE 预期 (%)



资料来源：SPF，美联储，国联证券研究所

3. 通胀结构：住宅通胀还是通胀的主要问题之一

观察通胀主要分项，影响美国核心 CPI 最主要的关键分项可能还是住宅通胀，而对住宅通胀有领先指标意义的房价和房租数据都指向住宅通胀或将继续回落。

3.1 CPI 通胀偏高主要是因为住宅通胀

从 CPI 通胀的主要分项看，CPI 通胀偏高的主要直接原因就是住宅通胀仍然较高。

3.1.1 通胀压力有所反弹

通胀的压力仍不小。美联储更加关心的 PCE 通胀在 5 月份的表现虽略好于预期，但离 2% 仍有距离。PCE 通胀回到 2.6%，核心 PCE 通胀也回落到 2.6%。

图表86：美国 PCE 通胀(%)

	同比	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12
核心PCE(预期2.6)		2.57%	2.78%	2.83%	2.83%	2.94%	2.94%
PCE(预期2.6)		2.56%	2.68%	2.72%	2.50%	2.48%	2.62%
商品		-0.14%	0.10%	0.15%	-0.23%	-0.54%	0.16%
耐用商品		-3.20%	-2.20%	-1.87%	-2.03%	-2.37%	-2.33%
非耐用商品		1.57%	1.37%	1.27%	0.78%	0.48%	1.56%
服务		3.92%	3.98%	4.01%	3.88%	4.02%	3.87%
	环比	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12
核心PCE(预期0.1)		0.08%	0.26%	0.33%	0.26%	0.51%	0.15%
PCE(预期0)		-0.01%	0.26%	0.34%	0.33%	0.43%	0.13%
商品		-0.37%	0.22%	0.14%	0.49%	-0.17%	-0.23%
耐用商品		-0.46%	0.20%	0.18%	0.06%	-0.23%	-0.79%
非耐用商品		-0.11%	-0.37%	0.66%	0.19%	0.46%	-0.15%
服务		0.30%	0.71%	0.25%	0.43%	0.29%	0.17%

资料来源：FRED，国联证券研究所整理

美联储 6 月会议的声明中“最近几个月，委员会在实现 2% 通胀目标方面略有进展”。另一个变化是删掉了上次会议关于缩表降速的说明。

图表87：美联储 6 月会议总结

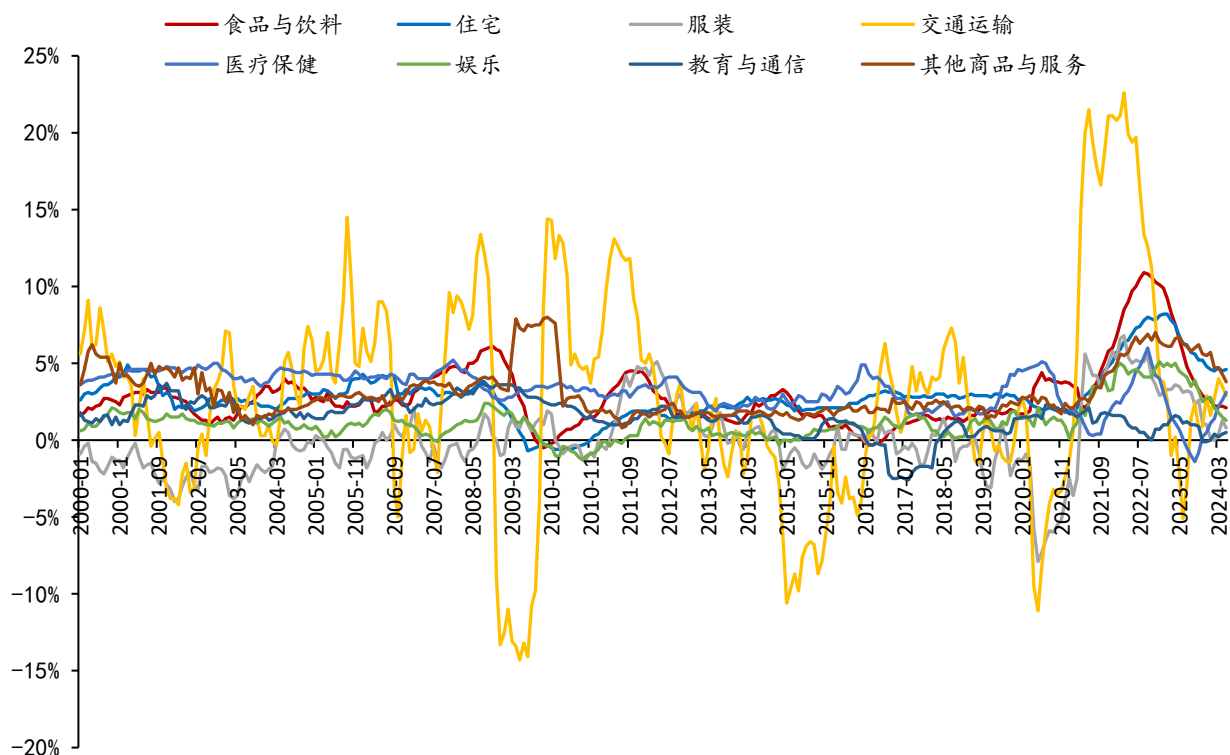
	2024年6月会议	2024年5月会议
政策利率	5.25-5.5%	5.25-5.5%
投票情况	全票通过	全票通过
就业表述	较上次未变化	就业增长仍然强劲，失业率仍然很低
通胀表述	最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面略有进展。	最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面进展不足。
美联储立场	较上次未变化	委员会预计，在对通胀持续向2%迈进有更大信心之前，降低目标区间是不合适的。
缩表速度	250亿美元国债，350亿美元MBS	600亿美元国债，350亿美元MBS

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

3.1.2 通胀的主要分项

从 CPI 通胀的主要 8 个分项看，目前还离 2% 比较远的主要是 4 个分项，分别是住宅、其他商品与服务、医疗保健和交通运输。

图表 88：美国 CPI 通胀的 8 个主要分项

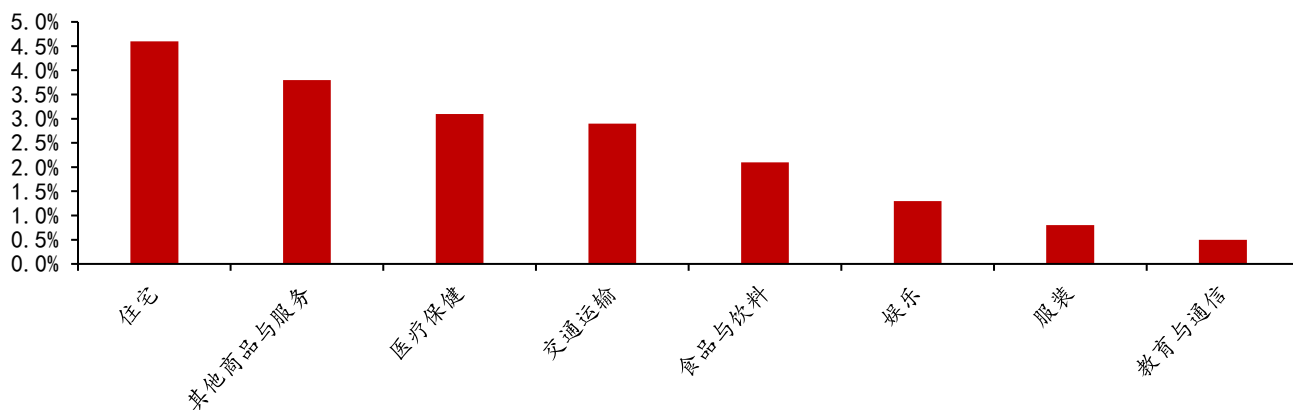


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.1.3 住宅通胀是主要的韧性所在

2024 年 5 月住宅通胀还有 4.6%，其他商品和服务 3.8%，而医疗保健 3.1%，交通运输 2.9%。这四个分项可以说是目前通胀的主要问题所在。

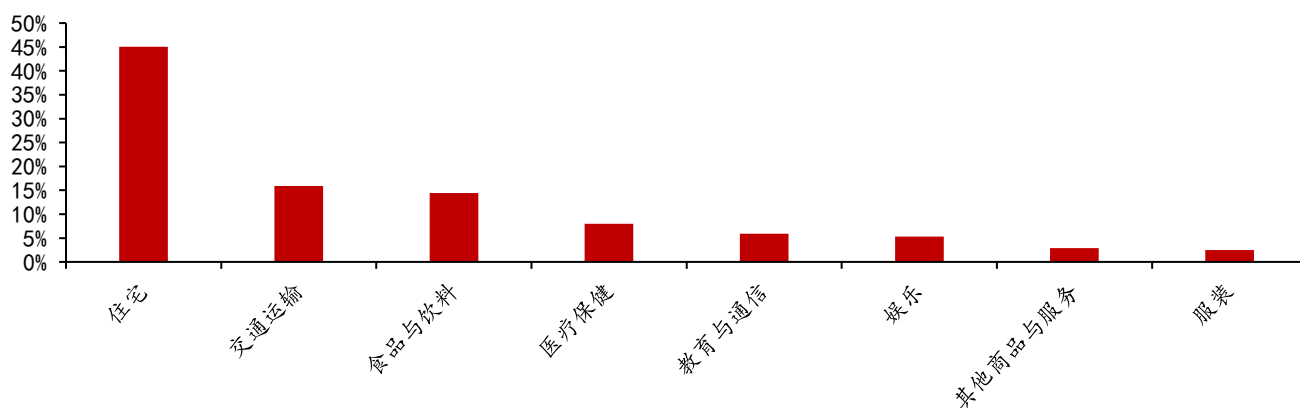
图表89：2024年5月CPI通胀分项



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

如果再考虑到这4个分项的权重，最主要的通胀韧性还是来自于住宅分项。其他商品和服务¹²的占比较低，只有不到3%。交通运输虽然权重有16%，但是波动非常大，不宜将短期的波动视为较长期中枢的偏离，当下的水平离它波动的高点事实上已经低了很多。医疗保健的权重也只有8%。

图表90：美国2022年CPI的8大分项权重



资料来源：BLS，国联证券研究所整理

¹² 包括烟草和吸烟产品、理发和其他个人服务、丧葬费用等。

3.2 住房通胀或能继续带动整体通胀下行

从通胀的主要分项上来看，通胀回落最主要的带动项可能还是要来自住宅通胀，而对住宅通胀有领先指标意义的房价和房租数据都指向住宅通胀或将继续回落。

3.2.1 住房相关通胀分项

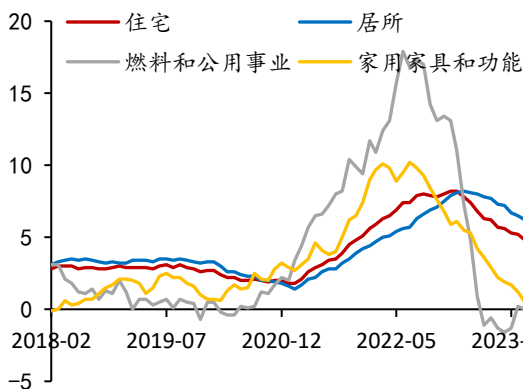
住宅通胀里面，主要包括三个分项，分别是居所、燃料和公用事业、家用家具和功能，其中居所的权重最高。

住宅通胀仍高的问题基本上就是居所通胀仍高的问题。从整体的变动趋势看，燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从2022年年中的高点明显回落；虽然燃料和公用事业同比增长近期略有回升，但它本身波动就较大。家用家具和功能同比增长仍然维持低位。

居所分项还位于高位，5月环比增长0.4%，持平上月，但因为基数原因同比延续下行趋势，5月同比增长5.4%，较4月回落了0.1pct，而居所包含的几个主要部分主要住所租金、自有房等价租金同比也继续回落。

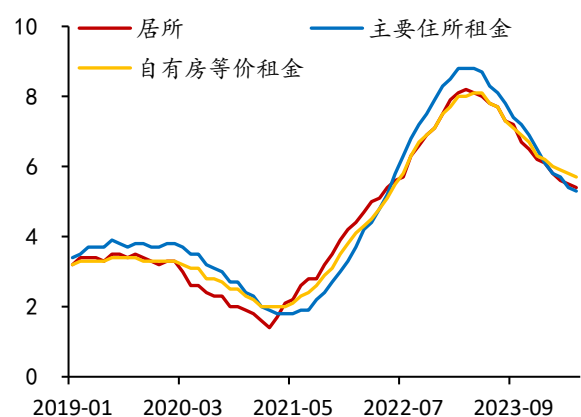
具体而言，主要住所租金同比5月增长5.3%，上月为5.4%，自有房等价租金5月同比增长5.7%，较上月下降0.1pct。

图表91：住宅和分项CPI同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表92：居所及其主要分项CPI同比(%)

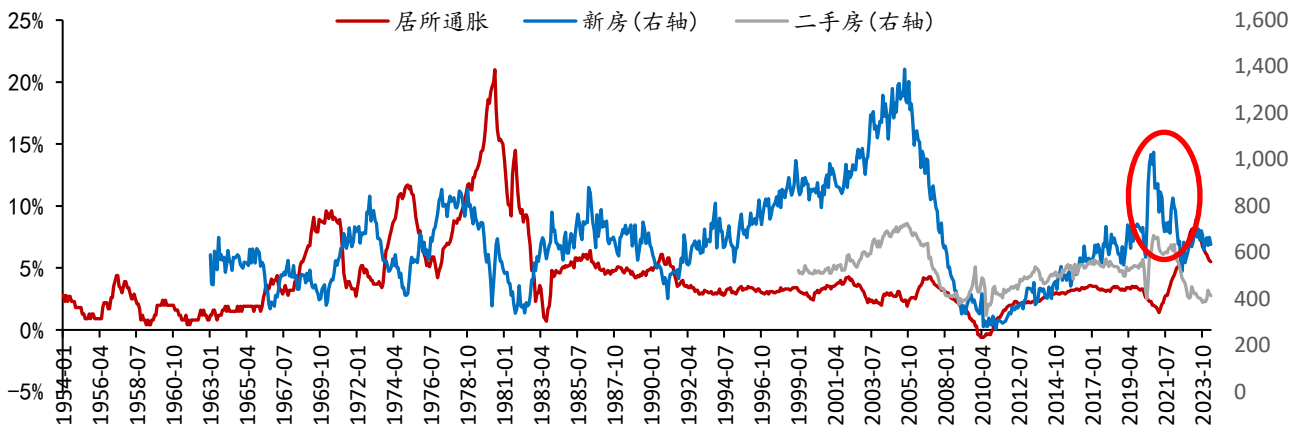


资料来源：Wind，国联证券研究所

居所通胀可能受多种因素影响。比如，历史数据显示新房和二手房销售数据领先

居所通胀（主要由租金决定）。这背后的因果关系尚需进一步探讨。一个可能的解释是总需求走强之际，居民收入回升，对于住房的需求上升，房屋租金价格也上涨。租金通胀的缓慢调整部分反映了由于长期租赁合同导致的名义租金粘性。

图表93：居所通胀(%)和住房市场需求(新房千套，二手房万套)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

实际上，研究表明货币政策确实对居所通胀有重要影响。根据旧金山联储的研究显示，货币政策紧缩对租金通胀具有显著且渐进的影响¹³。一个百分点的联邦基金利率上调会使租金通胀在冲击初期相对于其冲击前水平下降约 0.6 个百分点。随着时间推移，租金通胀逐渐下降，在冲击后的 10 个季度内下降约 3.2 个百分点。由于住房支出约占总 PCE 的 15%，在 2 年半的时间里，由于租金通胀的下降，总 PCE 通胀将减少约 0.5 个百分点。

3.2.2 前瞻指标

展望未来，我们认为住宅的通胀或继续回落，主要证据在于住宅（租金）通胀的领先指标都在下行。这些领先指标包括 Zillow 租金数据和房价。

早在 2022 年 2 月，旧金山联储的研究人员就发现了美国最大的房地产在线信息平台 Zillow 观测租金指数（ZORI）和 Zillow 房价指数（ZHVI）的变动可以预测 CPI 和 PCE 的租金通胀部分¹⁴。事实上也比较成功地预测了 CPI 租金通胀的上涨。

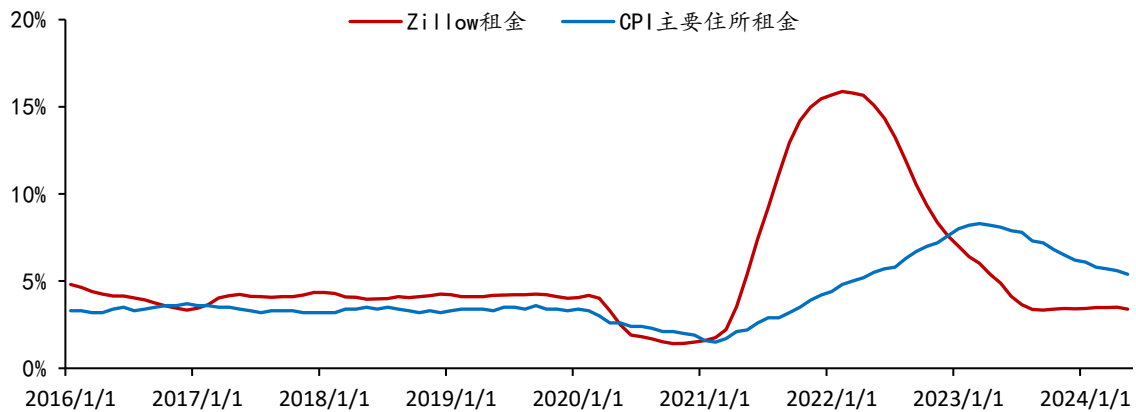
Zillow 观察租金指数通常领先消费者价格指数（CPI）的租金成分 6-12 个月。

¹³ <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2023/02/can-monetary-policy-tame-rent-inflation/>

¹⁴ <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2022/02/will-rising-rents-push-up-future-inflation/>

由于租金价格在 CPI 和 PCE 中所占比例最大，Zillow 租金指数还可以被视为更广谱的这两个通胀指标的领先指标。

图表94：CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比(%)



资料来源：Wind, Zillow, 国联证券研究所整理

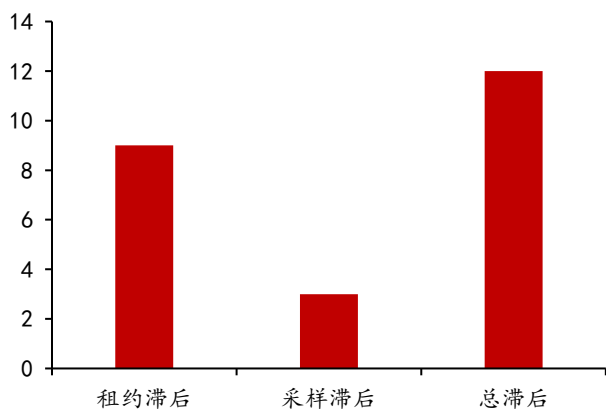
具体来说，官方指数（如 CPI 的租金组成部分）总是滞后于实时租金指数（如 Zillow 观察租金指数）的主要原因有两个：

1. 新租约 vs. 所有租约：根据设计，通胀衡量指标旨在跟踪所有租户的平均支出，而不仅仅是那些在公开市场上新租房子的租户。
2. 采样延迟：美国劳工统计局调查的租户每 6 个月才被问一次租金情况，以避免月度调查负担，因为租金变动通常并不频繁。

美国劳工统计局和克利夫兰联储的工作论文 Brian et al (2023)，详细解析了 CPI 和私人部门租金指标（如 ZORI）在租金通胀的时间差异原因。他们使用了用于创建 CPI 的相同租金调查微观数据，构建了一个新租户重复租金指数 (NTRR) 和一个所有租户重复租金指数 (ATTR)。通过使用相同的数据和重复租金方法，这两个指标显示，采样延迟导致了大约 3 个月的滞后。3 个月的差异是 BLS 数据收集与实际租金变动之间的平均时间差。

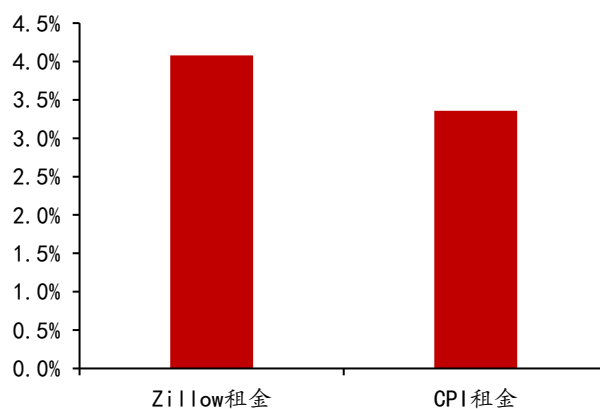
NTRR 指数使用新签租约，类似于 ZORI，因此与 ZORI 高度相关，证明新租户与所有租户的区分是 ZORI 和官方租金通胀衡量指标之间差异的主要驱动因素。作者发现，“NTRR 领先 ATTR 大约三个季度，而领先 CPI 租金大约四个季度，”这增加了从 ZORI 的高峰到年度 CPI 租金增长转折点之间有 12 个月滞后的证据。根据 2022 年 11 月做的预测，CPI 租金或在 2023 年 2 月左右触顶，而实际的 CPI 租金通胀在 2023 年 3 月达到同比最高点 8.3%。

图表95: CPI 租金的滞后分解(月)



资料来源: Brian et al (2023), 国联证券研究所

图表96: 2017-2020 同比平均值(%)



资料来源: Zillow, Wind, 国联证券研究所

此外,在幅度上,CPI租金也比Zillow租金通胀波动要小。Zillow的一个研究有助于帮助我们理解为什么Zillow观察租金指数已经明显变动之后租金CPI变动仍然非常缓慢¹⁵。答案是CPI的住房部分实际上反映了新租户和现有租户两个市场综合的价格变动,但是Zillow只反映了新租户这个更敏感的市场。

住房CPI是租金成本的度量,但租金(平均)成本可以通过两种方式增加。

1. 房东会提高现有租户的租金;
2. 市场上寻求新租约的租户将搬到更昂贵的房子。

理解租金CPI如何变化需要考虑有多少租户在搬迁以及市场租金相较于现有租户普遍实际支付的租金高出多少。一旦我们理解这些因素如何共同作用,即使在市场指标如Zillow观察租金指数恢复正常后,租金CPI的持续高增长率也就更容易理解了。

如果假设出现了一个20%的市场租金上涨,在租客搬家和房东涨价两种方式下,租金CPI的变化如图所示。如果每年有20%左右的租客搬家¹⁶,那么租金CPI年化月增长率在最开始将超过4%,然后逐渐回落。

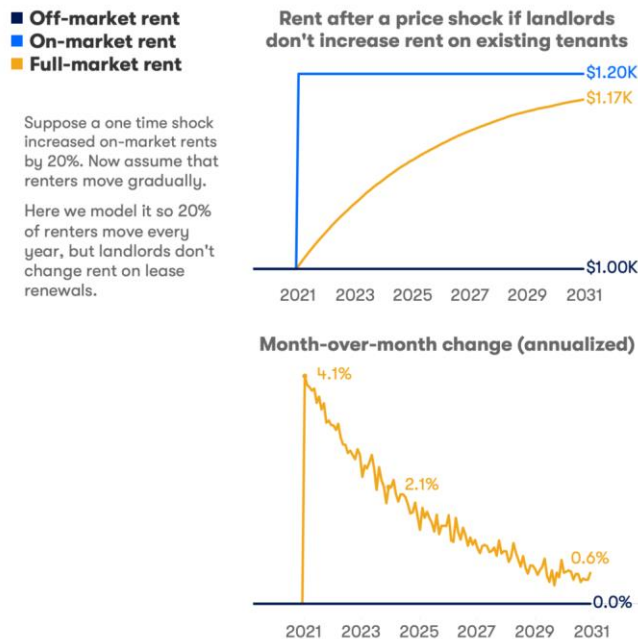
另外一个租金上涨的方法是,房东通常会提高现有租户的租金。房东通常不愿通过一次性大幅提高租金而冒失去好租户的风险,并且不太可能将租金提高到超过市场租金的水平。我们假设房东会在一年内提高当前租金和市场租金差额的五分之一。

¹⁵ <https://www.zillow.com/research/rent-zori-cpi-33861/>

¹⁶ 根据2021年人口普查调查,大约20%的租户在过去一年中搬迁(美国社区调查:22%,当前人口调查年度社会和经济补充:17%)。近年来,这一流动率一直在下降。

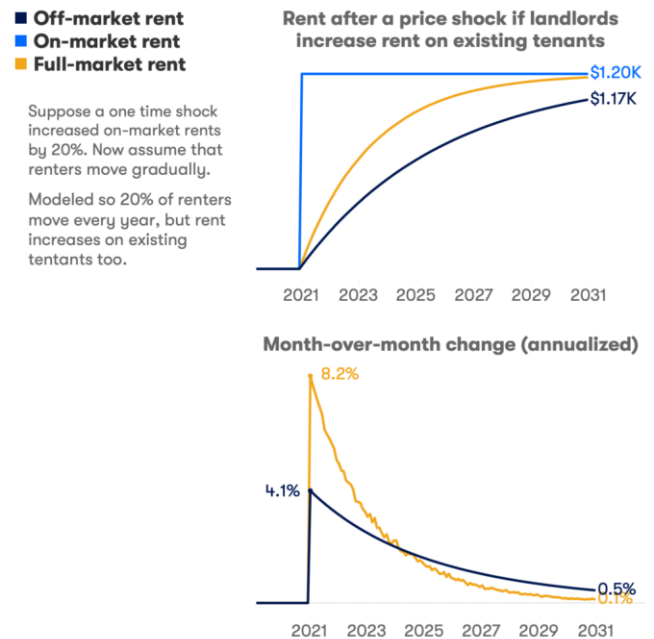
现有房东提高租金的情况下，年化月增长率一度超过 8%。然而，整个市场虽然一开始更快地吸收了租金的增加，但仍然需要将近十年时间，才能使市场租金一次性 20% 的冲击完全反映在平均租金中。

图表97：租客搬家



资料来源：Zillow，国联证券研究所

图表98：房东涨价



资料来源：Zillow，国联证券研究所

从 Zillow 租金的情况进行推断，一方面 CPI 租金通胀大概率将继续回落，另一方面 CPI 租金通胀的回落可能较为缓慢。

数据表明 Zillow 的租金同比数据从高点已然显著下行（图表 94），当前，5 月为 3.4%，低于 4 月。按照 2017-2020 的均值，Zillow 的租金同比较 CPI 主要住所租金高 0.7%，这样估算的话，CPI 主要住所租金未来中期而言或可以回落到 2.8% 附近。

从房租另一个领先指标房价的角度看，房租或也大概率下行。

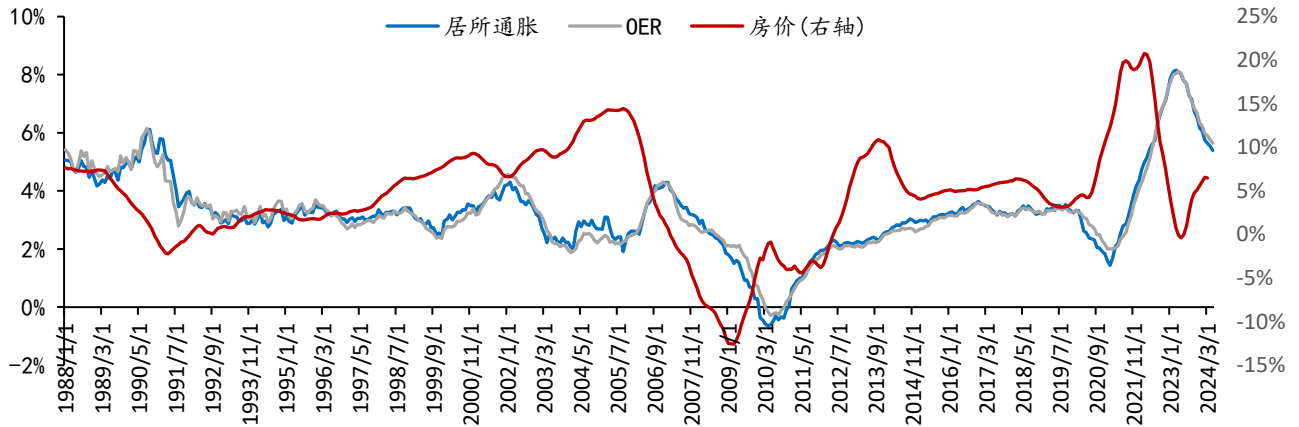
历史数据显示，房价的变化确实可以预测租金通胀的变化——尽管这种关系远非 1:1，而且存在很长的滞后性。达拉斯联储的 Xiaoqing Zhou 和 Jim Dolmas 发现¹⁷，房价增长与自有房等价租金 (OER) 通胀的相关性在 16 个月后达到 0.75 左右的峰值；与租金通胀的相关性在 18 个月后达到峰值。

从最近的数据上看，房价同比增速的顶点领先了 OER 的顶点 14 个月，房价增长与自有房等价租金 (OER) 通胀的领先时间或在 14-16 个月左右。

¹⁷ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0824>

房价同比增速的触底在 2023 年 5 月，那么 2024 年 6 月到 2024 年底左右 OER 可能也会触底。

图表99：美国 CPI 居所通胀同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 风险提示

美联储过早降息的风险，如果美联储让利率维持高位更长的时间，对于银行业将产生更大的压力，或者缩表减速开始太晚可能让流动性问题更早出现，小银行引发的金融危机可能迫使美联储过早降息。

金融系统非线性反应的风险，金融系统流动性从充裕到紧张的变化可能不是线性波动，可能因为某些意料之外突发的的事件直接引发市场的动荡和流动性突然收紧。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼