

美国通胀分析框架及其对资产含义

——海外宏观研究框架之一

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文构建美国消费者物价指数(CPI)跟踪分析框架。通过商品、住房、就业三大市场缺口捕捉美国CPI动态，并分析其对于市场交易逻辑影响。

摘要：

美国通胀数据是重要经济指标和美联储政策核心影响因素之一，我们研究美国CPI分析框架，构建领先拟合指标，并探讨通胀数据预期对大类资产价格波动的影响。

商品、就业及住房市场供需缺口解释约七成美国通胀，剩余三成由能源、食品主导。本文创新之处在于，与传统通过各类分项价格来预测美国CPI不同，我们选用15个宏观/中观指标跟踪三大缺口动向，精选4个强指示意义的前瞻性美国宏观动态指标构建美国CPI拟合指标。结果显示，截至2024年四季度，美国经济基本面呈现转强迹象，供需缺口边际走阔，今年一季度美国通胀或具备下方支撑，CPI同比预计在2.9%附近，核心CPI同比预计在3.1%附近。分别来看，由消费景气转暖引发的消费景气-新订单-产能利用率-运输链条呈现走强迹象，带动商品市场缺口转阔，推升核心商品通胀。美国地产新屋完工走高，周期末在建住宅增速下降，供应偏松带动住所项目价格降温。资本开支及企业盈利预期健康或支撑劳动力需求，延长劳动力市场景气时间，支撑除住所项目核心服务价格。

当美国CPI读数超预期走强时，市场通常反应为股、债、商走弱，风险偏好下降。参考Boehm and Kroner (2023)的方法，我们分别对权益、债券、大宗商品的资产价格影响因素进行要素分析。经济增长预期、风险溢价与无风险利率三大要素构成股票与大宗商品价格，期限溢价与无风险利率构成债券收益率。经验来看，在经济扩张预期走弱背景下，美国CPI数据超预期走高，通常带来风险、期限溢价与无风险利率上升，市场货币政策预期收紧，对于风险资产补偿要求上升，进而驱动股票、商品走弱，债券收益率走高，市场风险偏好恶化。

特朗普对全球再施关税压力，尽管节奏上充满变数，但趋势上对于通胀上行的预期将对风险偏好形成压制。目前美国通胀下方存在支撑，加之美国对中国加征10%关税已于2月4日生效，对加拿大、墨西哥征收25%关税延后至3月4日，对欧洲的关税计划也在路上，叠加中国在内的国家已经启动反制加税措施，在拖累经济扩张预期的同时，也将增加通胀超预期上行风险。

我们预计今年上半年全球资产或处于高波动状态，建议增持海外避险资产如黄金与全球风险资产波动率多头，保持国内红利资产配置，择机参与股票结构性成长机会与商品低估值机会。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

宏观研究组

研究员：

姜婧

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315



风险因素：美联储超预期收紧、地缘风险、国内经济修复不及预期



目录

摘要:	1
一、通胀是美国宏观总供需缺口的映射	5
(一) 商品、就业及住房市场供需缺口解释七成美国通胀	5
(二) 三大缺口分化发展, 宏观供需缺口边际走阔	6
1) 商品市场需求起, 缺口阔, 核心商品通胀有望升温	8
2) 住房市场缺口缩, 未来一季度房价增速或回调	9
3) 就业市场缺口半年内或筑底企稳, 核心服务价格下方或形成支撑	10
二、美国 CPI 影响资产价格路径多元	15
三、贸易保护主义回潮, 警惕未来一个季度内通胀压力上行驱动风险偏好恶化	17
免责声明	21



图表目录

图表 1: CPI、核心 CPI 同比及构成	6
图表 2: CPI 构成及各项目具体占比	6
图表 3: 海外宏观数据定位美国通胀	7
图表 4: 美国 CPI 环比及同比细分	7
图表 5: 美国商品个人消费支出与耐用品购买景气	8
图表 6: ISM 制造业新订单 PMI 与工业产能利用率	8
图表 7: 美国货车利用率及平板、干式货车运费	9
图表 8: 批发商-零售商库存及干式货车运费	9
图表 9: 美国核心商品通胀与相关指标	9
图表 10: 美国新屋市场四大环节	10
图表 11: 周期末在建住宅增速领先房价	10
图表 12: 业主等价租金同比与新屋销售、平板货车运费与周期末在建住宅增速	10
图表 13: 薪资增长与教育与医疗、休闲酒店业呈现显著正相关	11
图表 14: 辞职/裁员 (3MMA) 比与劳动力供需缺口	11
图表 15: 辞职/裁员 (3MMA) 比值与 ECI	11
图表 16: 教育通讯行业辞职/裁员比与行业 CPI	12
图表 17: 休闲住宿辞职/裁员比值与行业 CPI	12
图表 18: S&P500EPS	12
图表 19: 中小企业乐观指数增加就业、资本开支计划	12
图表 20: Sentix 投资信心指数	13
图表 21: CEO 经济展望资本开支指数	13
图表 22: 除住所核心服务 CPI 与就业缺口指标	13
图表 23: 三大缺口拟合美国 CPI 指标与 CPI 增速	14
图表 24: 截至 2 月 5 日, 市场预期 1 月 CPI 同比位于 2.8%-3.1% 区间, 核心 CPI 同比位于 3%-3.1% 区间	14
图表 25: 股价、债券收益率基本面要素	15
图表 26: 各要素对于股债变动总结	16
图表 27: 各国股市在美国不同经济数据正向超预期下的反应: 新屋销售、非农就业人数超预期驱动股价上行, CPI 超预期上行股价下行	17
图表 28: 权益、期限溢价 (30DMA) 与 Inflation Swap 9M-3M	18
图表 29: VIX 指数在高通胀时期数次冲高	18
图表 30: Inflation Swap 9M-3M 与 CPI 预期差	18
图表 31: 工业原料商品价格与美股趋于同步	18
图表 32: 经济意外指数与 2y-3m (美联储政策预期)	18
图表 33: 社会转移支付占比 GDP 上升幅度不及关税占比 GDP 下行幅度	19
图表 34: 中美贸易关税保持 2018 年以来高位	20
图表 35: 期限溢价高位、权益溢价磨底	20
图表 36: Inflation Swap 9M-3M 与经济意外指数	20



一、通胀是美国宏观总供需缺口的映射

由美国劳工统计局（BLS）编制的 CPI 是衡量居民消费品和服务价格变动的重要经济指标，主要用于反映当前美国经济通货膨胀或紧缩程度，是美国的“Headline”（头条）经济数据。美联储常用的个人消费支出（PCE）价格指数同样反应美国通胀水平，与 CPI 在统计口径、计算、范围等维度存在差异。不过，由于月度 CPI 公布时间早于 PCE 价格指数，且二者走势长期趋同，市场率先对于 CPI 公布值做出反应。本文将围绕 CPI 及 CPI 对于大类资产引申含义做出讨论。

（一）商品、就业及住房市场供需缺口解释七成美国通胀

CPI 的计算基于一揽子典型商品和服务项目加权平均，各类商品和服务细分项目权重说明消费者主要物品与服务项目上的支出比例。2024 年数据来看，消费者最大支出项目为住房（占比约 45%），其中包括住所费用、公共服务支出、家具和维修等相关支出。交通（占比约 16%）支出次之，其中包括汽车、汽油等相关支出。食品与饮料（占比约 15%）再次。除此之外，医疗服务支出占比 8%，教育支出占比 6%，休闲娱乐占比 5%。

核心价格指数类别中，核心商品价格指数（占整体 CPI 比例 18%）专注于不包括能源类和食品类商品的商品价格变动，涵盖了消费品类中的大部分商品（如耐用品、衣物、家电等），反映商品市场中的通胀情况，与经济周期密切相关；除租金服务价格指数（占整体 CPI 比例 28.5%）在核心服务物价指数基础上再剔除住房相关指数，主要用于捕捉劳动力市场所造成的通胀（Hajdini, 2024）¹。住房类价格指数中，主导项目为业主等价租金（OER）（占整体 CPI 比例 27%），其衡量业主如果将自己的住房出租，预期可以收取的租金水平，通常表征当前美国消费者住房成本。核心商品价格指数、除租金服务价格指数与业主等价租金三者合计占整体 CPI 比例约 73%，剩余 27%由能源、食品与其他商品与服务价格解释。能源与食品价格对美国 CPI 同样有显著影响，但一方面由于能源与食品价格与宏观经济动态存在内生性，另一方面两者价格形成源于自身独特供需体系，本文将聚焦于商品、就业以及美国住房市场供需缺口（需求-供给）所解释的通胀部分，以形成宏观至资产自上而下的体系。

¹ Ina Hajdini, “Wage Growth, Labor Market Tightness, and Inflation: A Service Sector Analysis,” Economic Commentary (Federal Reserve Bank of Cleveland), no. 2024–15 (August 26, 2024), <https://doi.org/10.26509/frbc-ec-202415>.

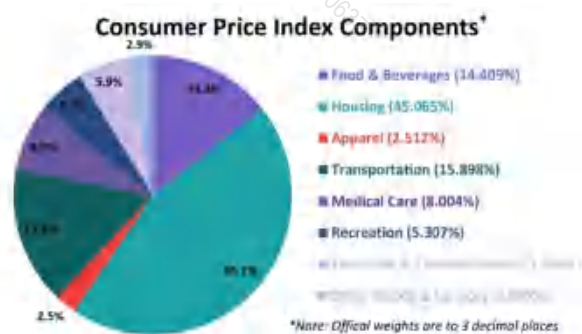


图表1：CPI、核心CPI 同比及构成



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：CPI 构成及各项目具体占比



资料来源：BLS 中信期货研究所

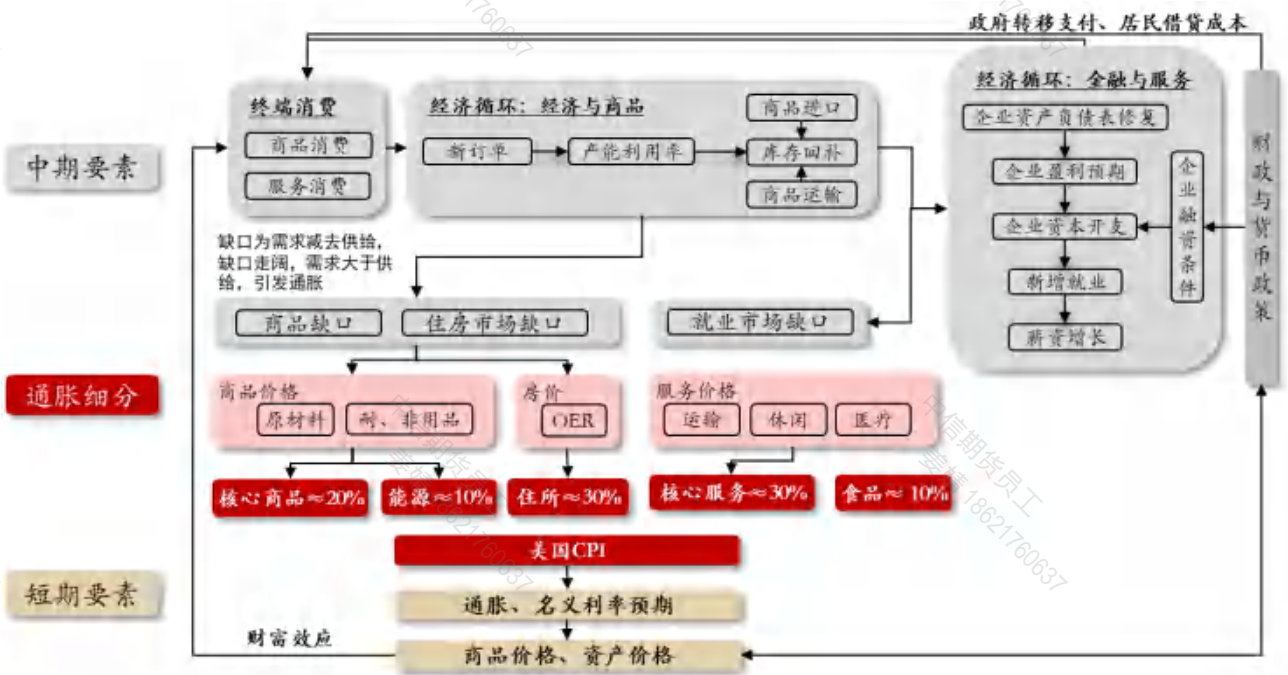
(二) 三大缺口分化发展，宏观供需缺口边际走阔

美国通胀与资产价格体系中分为中期经济要素、通胀细分、以及短期要素。总的来看，通胀及通胀细分体现中期经济要素运行结果，市场观测通胀形成对于未来预期与资产价格波动。

体系中，中期经济要素表现为宏观经济循环，我们定义美国“总需求-总供给”宏观经济循环由消费景气作为起点。在扩张周期启动时，终端商品消费需求带动制造业新订单扩张，产能利用率上升，供需缺口刺激企业进口、库存回补，形成经济与商品周期。生产活动扩张改善企业现金流与资产负债表，驱动企业资本开支，推动就业扩张与薪资增长，形成金融与服务周期。而薪资增长又将反哺终端消费景气，从而形成闭环。举例来看，2020 年疫情复苏期间，政府转移支付、税收减免及低借贷成本促成美国消费者商品、新屋消费增量需求，带动新订单快速扩张，由于疫情管制制造各类壁垒，运输、劳动力供给阻塞，战争扰动能源供给，商品市场、住房市场、就业市场缺口快速扩张，美国通胀再触 40 年新高。

在中期经济要素循环中，美国终端消费在商品市场、房屋市场需求扩张驱动供需差异形成商品缺口、住房市场缺口，对应核心商品价格增速与业主等价租金增速；就业扩张带动的劳动力市场供需差形成就业缺口，对应服务价格增速。

图表3：海外宏观数据定位美国通胀



资料来源：中信期货研究所整理

具体而言，我们使用 15 个指标定位三大缺口，其中，7 个指标定位商品缺口：消费者耐用品购买景气、现有卡车利用率、制造业新订单 PMI、工业产能利用率、进口金额同比、批发商-零售商库存同比差、干式货车运费；3 个指标定位住房市场缺口：周期末在建住宅增速、新屋销售、平板货车运费；5 个指标定位就业市场缺口：辞职/裁员比值、ISM 非制造业新订单 PMI、S&P500EPS、Sentix 投资指数、就业成本指数（ECI）。接下来，我们从体系起点终端消费开始对于三大缺口进行分析：

图表4：美国 CPI 环比及同比细分

缺口类型	跟踪指标	走势
商品缺口	咨商会消费者耐用品购买景气	
	现有卡车利用率	
	ISM制造业新订单PMI	
	工业产能利用率	
	进口金额同比	
	批发商-零售商库存同比	
	干式货车每英里费率：除燃油费	
住房市场缺口	周期末在建住宅（新屋开工-新屋完工）同比	
	新屋销售	
	平板式货车每英里费率：除燃油费	
就业市场缺口	辞职/裁员	
	ISM非制造业新订单PMI	
	S&P500EPS(企业盈利预期)	
	Sentix投资信心指数(企业资本开支预期)	
	ECI同比	

资料来源：Wind Bloomberg Datastream 中信期货研究所

*注：黄色填充为被用于拟合指标，走势图中灰色标注为负值，红色为区间（2023 年 1 月

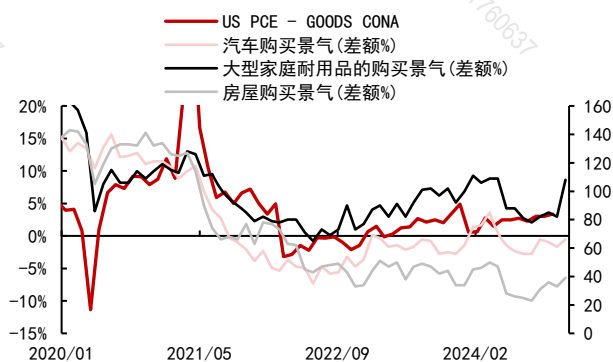


-2024 年 10 月) 高点, 绿色为低点

1) 商品市场需求起, 缺口阔, 核心商品通胀有望升温

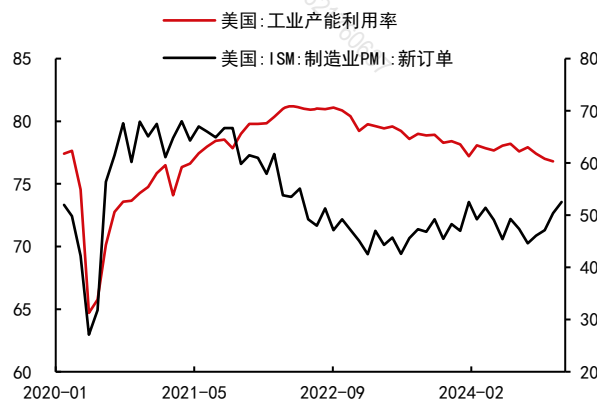
消费者信心改善显示终端商品消费景气回暖。消费者购买景气为美国谘商会消费者信心指标中关于消费者购买计划的细分, 综合耐用品购买景气中分为汽车、大型家庭耐用品、房屋三大商品。指标计算方法为, 对于不同商品, “认为当前是良好购买时机”与“当前非购买好时机”的回访人数占比差额。截至 2024 年 12 月, 美国消费者对于大型家庭耐用品购买景气改善亮眼, 汽车及房屋购买景气不同程度修复, 提供美国商品消费需求上行信号。消费需求回暖带动 12 月 ISM 制造业新订单 PMI 进一步扩张, 暗示工业产能利用率下行放缓。

图表5: 美国商品个人消费支出与耐用品购买景气



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表6: ISM 制造业新订单 PMI 与工业产能利用率



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

此外, 终端需求增长将带动下游库存去化, 拉动批发商向零售商传导库存, 这一过程又将带动美国运输需求增长, 而目前美国运输供需格局转紧, 下游销售环节库存补库在即:

1) 货车运费触底回升, 暗示运输环节供需格局转暖。美国干式、平板货车用于运输商品, 其中, 干式货车是一种完全封闭半挂车, 用于运输托盘、盒装或散装货物; 平板卡车是一种具有刚性设计的卡车, 其具备扁平、敞开的后体以便于运输重型、超大与宽大物体。通常而言干式货车与美国零售需求相关, 尽管平板货车与建筑业需求相关, 但也囊括商品市场需求。因此, 运输前置环节改善带动货运需求上升, 拉动现有卡车使用量上行, 干式货车运费走强: 截至 2024 年 12 月, 美国现有卡车使用量由 88%上行至 92%, 干式货车运费由每英里盈利 1.4 美元上行至 1.8 美元。

2) 下游库存相对上游去化终止, 零售商库存回补在即:美国三大销售环节中批发商属于中游, 零售商属于下游。当零售商库存增速相对批发商去化时, 暗示批发商需向零售商传导库存, 批发商库存同比-零售商库存走阔, 干式货车运费走升。截至 2024 年 10 月, 批发-零售库存增速差磨底横盘近一年, 显示零售商库存相对上游批发商去化或已终止。



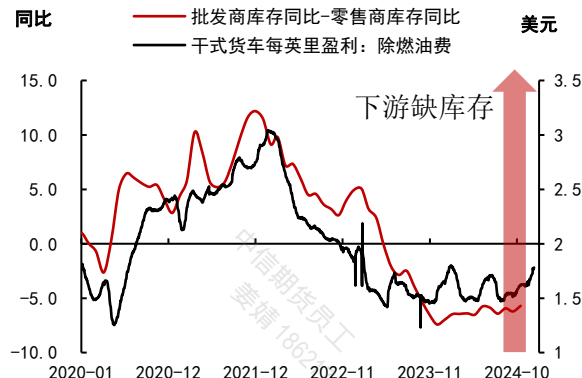
综合来看，由消费景气转暖引发的消费景气-新订单-产能利用率-运输链条已呈现走强迹象，当前零售下游库存去化或已终止，美国有望进入主动补库阶段，带动商品市场缺口转阔，推升核心商品通胀。

图表7：美国货车利用率及平板、干式货车运费



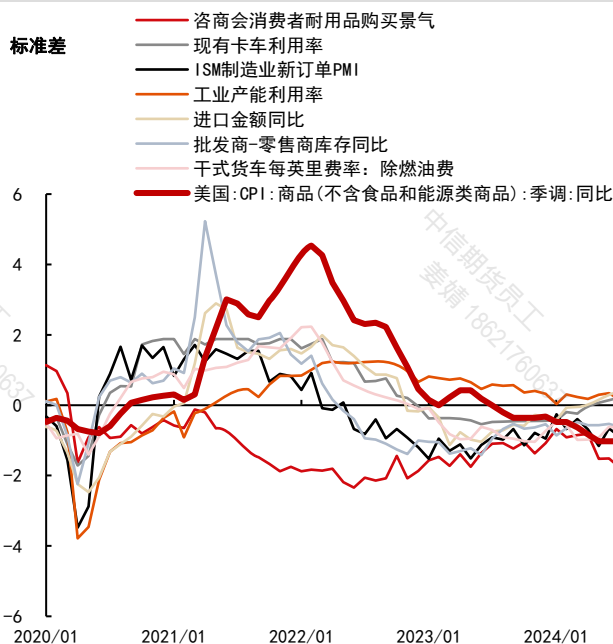
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表8：批发商-零售商库存及干式货车运费



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表9：美国核心商品通胀与相关指标



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

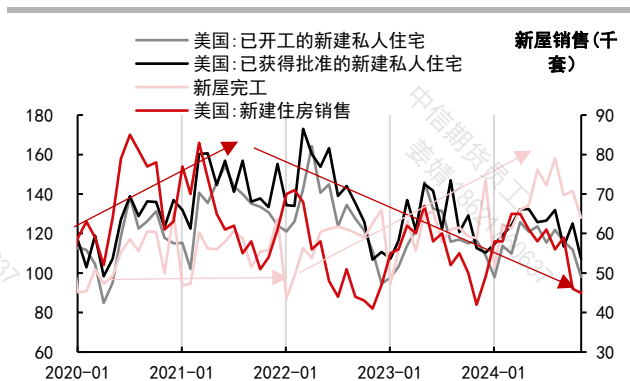
2) 住房市场缺口缩，未来一季度房价增速或回调

新屋市场分为新屋销售-营建许可-新屋开工-新屋完工四大环节，新屋销售领先并主导新屋市场整体走向，新屋销售与新屋完工数量相对变动决定美国新屋市场供需格局。2020年新屋销售激增，而疫情管制造成的原材料、运输、施工等一系列阻碍使新屋完工持续横盘，新屋销售与完工劈叉造成新屋市场供需格局急剧加紧，而2022年美联储开启加息周期后，新屋市场供需走势颠倒，期间美国房价增速冲高回落。



周末在建住宅暗示未来一季度 OER 增速仍有下行空间。周末在建住宅计算当下美国新屋销售与新屋完工之间差距，其同比增速领先 Case-Shiller (CS) 20 大中城市、Zillow 房价指数一个季度。2024 年美国新屋完工增长持续超出新屋销售，周末在建住宅增速保持弱势，供需格局较宽暗示 CS 房价数据仍有下行空间。由于 OER 与 CS 房价、Zillow 房价领先滞后关系 (CEA 2024², Conner et al. 2024³)，新屋市场宽松料将对 OER 施加下行压力。

图表10：美国新屋市场四大环节



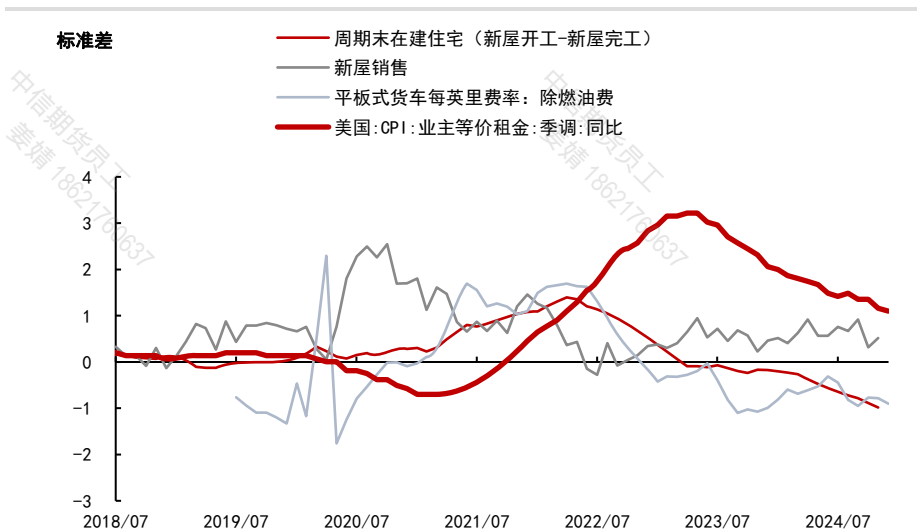
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表11：周末在建住宅增速领先房价



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表12：业主等价租金同比与新屋销售、平板货车运费与周末在建住宅增速



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

3) 就业市场缺口半年内或筑底企稳，核心服务价格下方或形成支撑

疫情后，劳动力市场紧俏程度与工资增长出现更强正相关关系，各行业间通胀对于薪资增长不同程度正相关：对于在教育和医疗服务行业，较高的工资增长与大约一年后的较高通胀相关；而在休闲和酒店服务行业，薪资增长直接

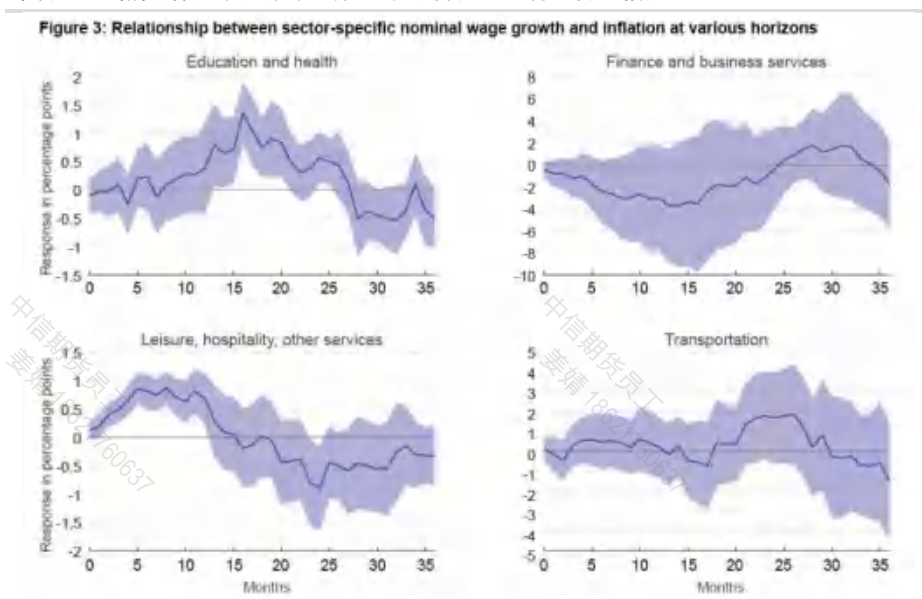
² <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2024/12/11/december-cpi-blog-updating-our-housing-model/>

³ “How Does the Consumer Price Index Account for the Cost of Housing?,” Brookings, accessed January 9, 2025, <https://www.brookings.edu/articles/how-does-the-consumer-price-index-account-for-the-cost-of-housing/>.



造成即期通胀，专业商业及金融业通胀对于行业薪资增长敏感度较低（Hajdini，2024）⁴。

图表13：薪资增长与教育与医疗、休闲酒店业呈现显著正相关

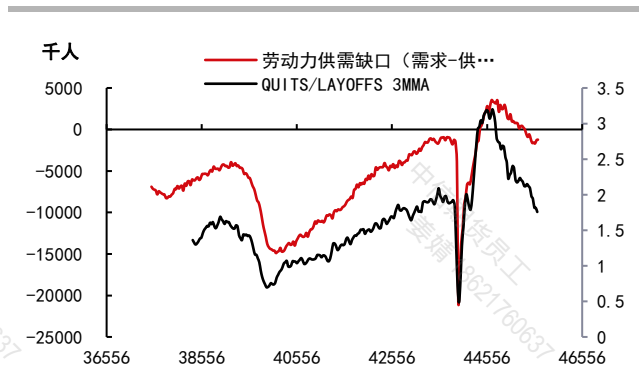


资料来源：Hajdini，2024 中信期货研究所

辞职/裁员比领先劳动力市场紧俏程度与薪资增速，薪资增长具备下行空间。我们通过 JOLTS 数据构建辞职/解雇裁员比以描绘当前就业市场招聘压力。主动辞职变化方向与裁员解雇方向相反，经济扩张期劳动力需求扩张，劳动力跳槽寻求更高薪资，辞职数上行，裁员数下降，比值上升，薪资增长加速。辞职/裁员比反应商业周期趋势转折点与劳动力市场招聘压力，比值领先薪资增长约一个季度（BLS 2018⁵）。

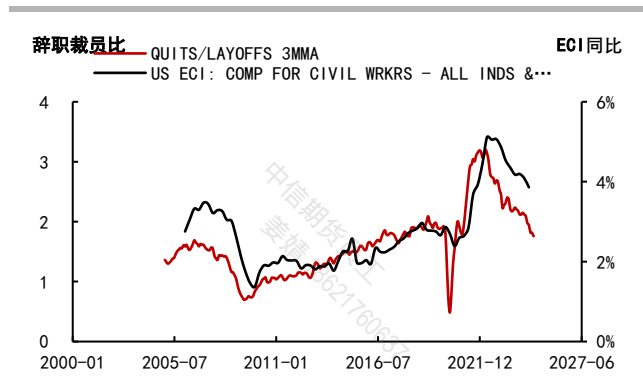
截至 2024 年三季度，辞职/裁员比持续下行，显示在供需格局宽松背景下招聘压力不断缓解，带动就业成本指数（ECI）下行，暗示短期内薪资增长对于除住所核心通胀支撑有限。

图表14：辞职/裁员（3MMA）比与劳动力供需缺口



资料来源：Datastream Wind 中信期货研究所

图表15：辞职/裁员（3MMA）比值与 ECI



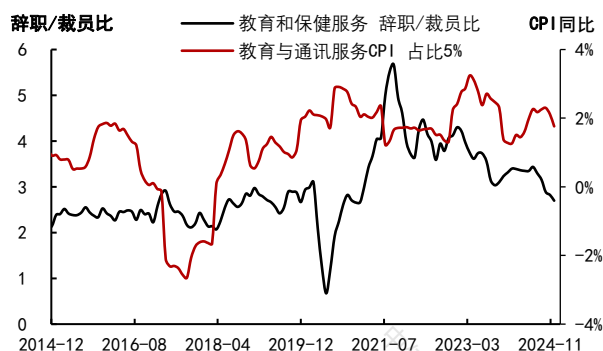
资料来源：Datastream Wind 中信期货研究所

⁴ Ina Hajdini, "Wage Growth, Labor Market Tightness, and Inflation: A Service Sector Analysis," Economic Commentary (Federal Reserve Bank of Cleveland), no. 2024-15 (August 26, 2024), <https://doi.org/10.26509/frbc-ec-202415>.

⁵ <https://www.bls.gov/opub/btn/volume-7/measuring-employer-and-employee-confidence-in-the-economy.htm>

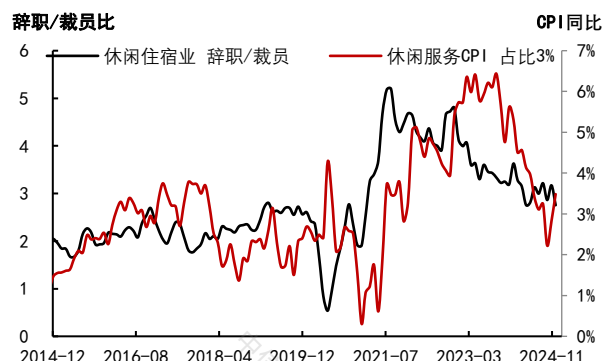


图表16：教育通讯行业辞职/裁员比与行业 CPI



资料来源：Datastream Wind 中信期货研究所

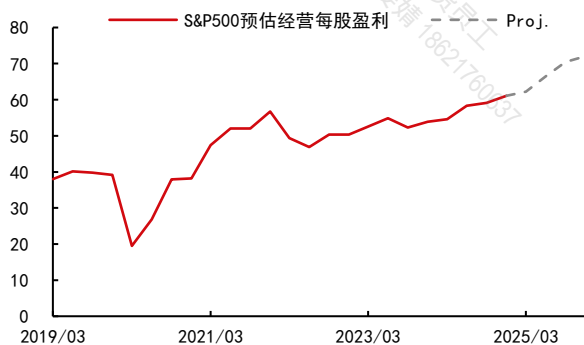
图表17：休闲住宿辞职/裁员比值与行业 CPI



资料来源：Datastream Wind 中信期货研究所

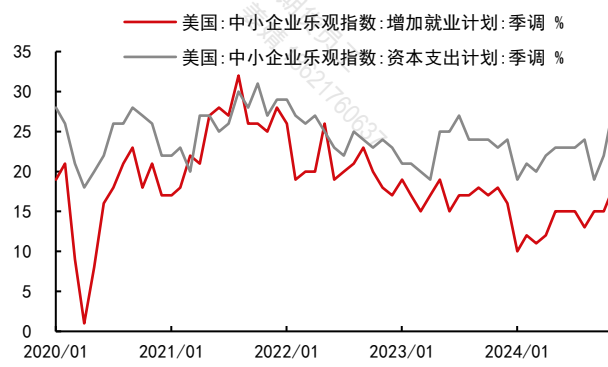
企业资本开支情绪稳健，有望在助力就业市场缺口边际转阔，提供薪资增长与除住所核心服务通胀下方支撑。我们通过非农就业人数+职位空缺定位劳动力市场需求，劳动力人数定位劳动力供给，劳工统计局公布数据显示，劳动力市场缺口（需求-供给）11 月走阔，劳动力市场出现转紧迹象。往后看，S&P500 每股经营盈利预测显示当前企业盈利预期前强势，Sentix 投资信心、CEO 资本开支经济展望稳健回升，中小企业资本开支以及就业计划跳涨。因此，尽管当前美国劳动力市场供需矛盾逐渐缓解，企业当前信心状况或收缩未来劳动力需求放缓空间，提供薪资增长向上空间。

图表18：S&P500EPS



资料来源：S&P Global 中信期货研究所

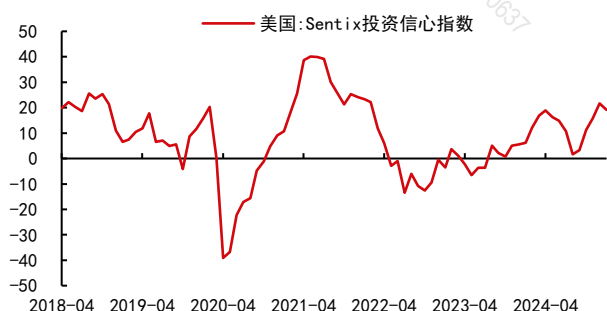
图表19：中小企业乐观指数增加就业、资本开支计划



资料来源：Wind 中信期货研究所



图表20: Sentix 投资信心指数



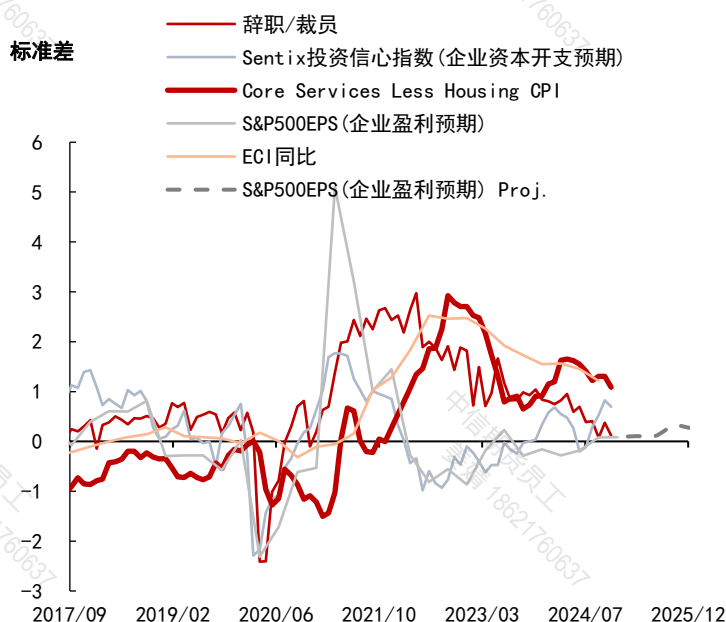
资料来源: Datastream Wind 中信期货研究所

图表21: CEO 经济展望资本开支指数



资料来源: Datastream Wind 中信期货研究所

图表22: 除住所核心服务 CPI 与就业缺口指标



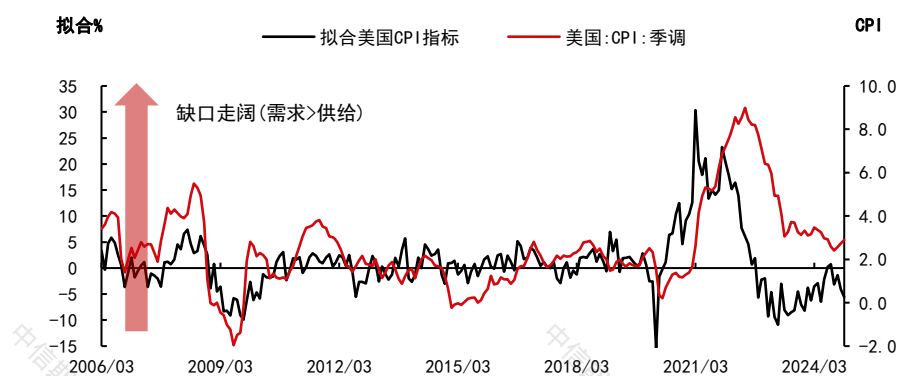
资料来源: Wind 中信期货研究所

综合来看,截至 2024 年四季度,美国商品市场呈转暖迹象,住房市场供需矛盾有限,就业市场稳健,美国经济循环边际走强,暗示美国通胀下行力度减弱。

我们选取谘商会消费者购买景气、现有卡车使用量、周期末在建住宅、辞职/裁员比值这四个具备领先性的指标捕捉商品、住房、就业市场缺口以拟合美国 CPI。拟合结果显示当前三大缺口持续边际走阔,美国通胀下方支撑加强。

截至 2 月 5 日,市场预期(包括克利夫兰联储、彭博经济预测、Inflation Swap 市场、市场预期中值)1 月 CPI 同比位于 2.8%-3.1%区间,核心 CPI 同比位于 3%-3.1%区间,CPI 同比呈回升趋势,核心 CPI 同比震荡。预计美国三大市场缺口边际走阔在今年一季度形成通胀下方支撑。

图表23：三大缺口拟合美国 CPI 指标与 CPI 增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：截至 2 月 5 日，市场预期 1 月 CPI 同比位于 2.8%-3.1%区间，核心 CPI 同比位于 3%-3.1%区间



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所



二、美国 CPI 影响资产价格路径多元

参考路径 Boehm and Kroner (2023)⁶的方法，我们分别对权益、债券、大宗商品的资产价格影响因素进行要素分析：

1、股价与债券收益率：股价构成可以拆分为增长预期、权益（风险）溢价、无风险利率三大要素，债券收益率由无风险利率与期限溢价构成，其中权益（风险）溢价通过股价波动率、VIX、BAA-AAA 企业利差等指标代理（Martin 2017⁷, Boyd et al. 2001⁸）。各大要素变动驱动股、债、商变动，形成宏观“叙事”。此外，各大要素往往共同作用股债变动。其变动组合可归纳为增长预期、货币政策、共同溢价、对冲溢价四大路径：

①增长预期路径（①）：经济扩张，提振市场对于未来企业现金流增长，利多股价。

②货币政策路径（②）：无风险利率下降驱动股价上行，驱动收益率下降。

③共同溢价路径（③）：权益溢价与期限溢价同向运动。权益市场溢价下降与期限溢价下降驱动股债（收益率）负向运动，股债（价格）齐涨。

④对冲溢价路径（④）：权益溢价与期限溢价负向运动。权益市场溢价下行，期限溢价上行，市场对于权益资产要求的风险补偿下降，而债券市场风险补偿上升，驱动股价上涨、债券收益率下跌，市场 risk-on，反之市场 risk-off、“flight-to-safety”。

换言之，我们可以通过市场对于经济扩张预期，美联储货币政策预期，与对于投资该资产的风险补偿来解构市场逻辑。

图表25：股价、债券收益率基本面要素

$$\Delta q_{i,t} \approx c_i \left(\underbrace{\Delta g_{i,t}}_{\text{growth expectations}} - \underbrace{\Delta ep_{i,t}}_{\text{equity premium}} - \underbrace{\Delta r_{i,t}^f}_{\text{risk-free rate}} \right)$$

$$\Delta r_{i,t} = \underbrace{\Delta r_{i,t}^f}_{\text{risk-free rate}} + \underbrace{\Delta tp_{i,t}}_{\text{term premium}}$$

资料来源：Boehm and Kroner(2023) 中信期货研究所

⁶ Christoph E. Boehm and T. Niklas Kroner, “The US, Economic News, and the Global Financial Cycle,” Working Paper, Working Paper Series (National Bureau of Economic Research, March 2023), <https://doi.org/10.3386/w30994>.

⁷ Ian Martin, “What Is the Expected Return on the Market?*,” The Quarterly Journal of Economics 132, no. 1 (February 1, 2017): 367–433, <https://doi.org/10.1093/qje/qjw034>.

⁸ John H. Boyd, Ravi Jagannathan, and Jian Hu, “The Stock Market’s Reaction to Unemployment News: Why Bad News Is Usually Good for Stocks,” Working Paper, Working Paper Series (National Bureau of Economic Research, January 2001), <https://doi.org/10.3386/w8092>.



图表26：各要素对于股债变动总结

Channel	Stock Return	Yield Change	Stock-Yield Co-movement
Growth Expectations	+ (Growth Exp. ↑)	+ (Risk-free Rate ↑)	+
Monetary Policy	+ (Risk-free Rate ↓)	- (Risk-free Rate ↓)	-
Common Premium	+ (Equity Premium ↓)	- (Term Premium ↓)	-
Hedging Premium	+ (Equity Premium ↓)	+ (Term Premium ↑)	+

资料来源：Boehm and Kroner(2023) 中信期货研究所

2、大宗商品：大宗商品价格（工业金属、能源、农产品）类同股价，与宏观经济、金融周期、风险偏好正相关，不同商品间存在显著共同运动现象，经济活动要素解释商品间共振，金融周期为商品价格“加速器”（谭小芬等 2021⁹，Alquist et al 2014¹⁰）。

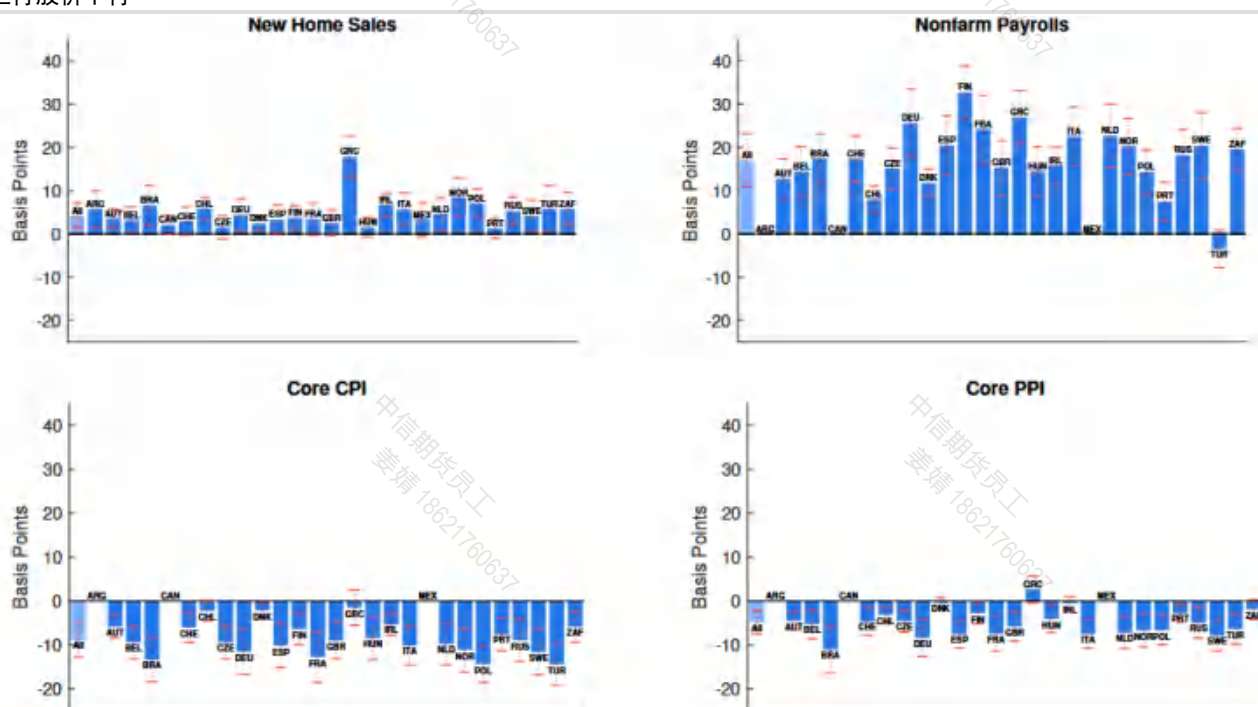
CPI 对于风险资产的影响主要通过货币政策路径与共同溢价路径，换言之，CPI 数据通过影响市场美联储货币政策预期与资产风险补偿而影响资产价格。当通胀超预期相对经济活动超预期，更趋于收紧风险偏好。历史结果来看，CPI 数据超预期，美国及国际股价、商品价格趋于下跌、远端债券收益率显著上行、VIX 指数趋于上行。新屋销售、非农等经济活动数据超预期，美国、国际股价、商品价格显著上涨、债券收益率显著上行、VIX 指数显著下降。溢价方面，CPI 新闻趋于降低权益溢价（降幅不及经济活动数据），抬升无风险利率与期限溢价（抬升幅度不及实际经济活动数据），Boehm and Kroner（2023）认为价格新闻主要通过②货币政策、③共同溢价路径影响美国与国际资产价格。换言之，因为通胀超预期对于股价、债券风险补偿变动力度不及实际经济活动数据，通胀超预期带来的市场的 risk-on 不及实际经济活动超预期。加之 CPI 数据趋于抬升 VIX 指数，通胀超预期相对经济活动超预期趋于收紧风险偏好。

⁹ 谭小芬;王欣康;张碧琼.全球大宗商品价格周期的驱动因素:基于 2000-2021 年月度数据的实证分析[J].国际贸易问题

¹⁰ Ron Alquist, Saroj Bhattarai, and Olivier Coibion, "Commodity-Price Comovement and Global Economic Activity," Journal of Monetary Economics 112 (June 1, 2020): 41–56, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.02.004>.



图表27：各国股市在美国不同经济数据正向超预期下的反应：新屋销售、非农就业人数超预期驱动股价上行，CPI 超预期上行股价下行



资料来源：Boehm and Kroner(2023) 中信期货研究所

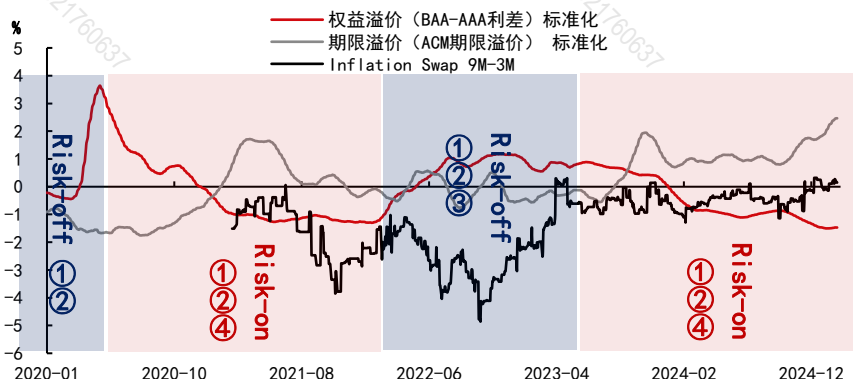
三、贸易保护主义回潮，警惕未来一个季度内通胀压力上行驱动风险偏好恶化

疫情高通胀时期复盘来看，美国通胀压力驱动风险偏好恶化：

2021 年初至 2022 年三季度，花旗经济意外指数下行，增长预期快速恶化（①）。CPI 读数超出市场预期 0.1-0.8 个百分点，Inflation Swap 9M-3M 下挫至 4%，显示短端通胀压力高企，驱动美联储逐步释放加息信号，推升无风险利率（②）。期间，风险溢价触底反弹约 27bp，期限溢价加速上升约 17bp，市场对于股、债、商风险补偿要求同步升温，共同溢价路径（③）驱动股债商走熊，VIX 高位显示市场风险偏好恶化。

2022 年四季度，花旗经济意外指数触底反弹，美国 CPI 读数与市场预期趋于一致，Inflation Swap 9M-3M 结构拐点出现，短端压力缓解，美联储开启降息周期，经济数据企稳回升。在增长预期（①）、货币政策（②）、对冲溢价路径（④）作用下，市场逐步重启 risk-on。

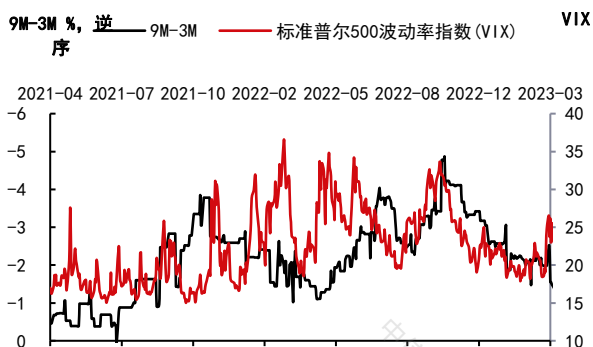
图表28: 权益、期限溢价(30DMA) 与 Inflation Swap 9M-3M



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

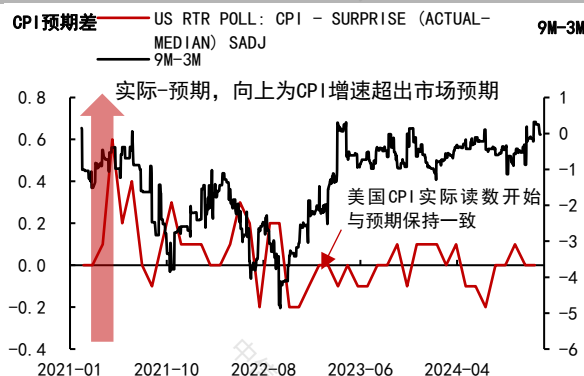
① 增长预期路径; ② 货币政策路径; ③ 共同溢价路径; ④ 对冲溢价路径

图表29: VIX 指数在高通胀时期数次冲高



资料来源: Datastream Wind 中信期货研究所

图表30: Inflation Swap 9M-3M 与 CPI 预期差



资料来源: Datastream Wind 中信期货研究所

图表31: 工业原料商品价格与美股趋于同步



资料来源: Datastream Wind 中信期货研究所

图表32: 经济意外指数与 2y-3m (美联储政策预期)



资料来源: Datastream Wind 中信期货研究所

贸易保护主义回潮，警惕未来一季度内通胀超预期上行驱动风险偏好恶化。

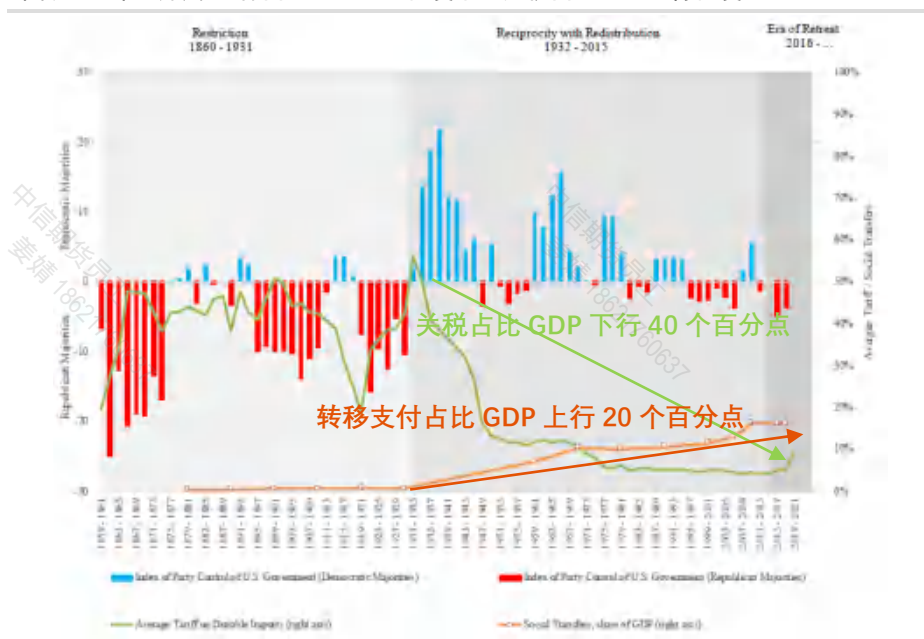
特朗普就职总统当天发布“优先事项”，并签署 46 项“总统行动”，强调修正贸易不公与保护国家安全。2 月 1 日，特朗普宣布对加拿大、墨西哥加征 25%关税，对中国加征额外 10%关税。



往后看，美国“内忧外患”，特朗普贸易保护主义回潮：外部环境来看，今年 2 月中国与欧洲分别公布 Deepseek 新开源模型、包括人工智能领域投资在内的《竞争指南计划》，此前特朗普曾公布 AI 基础设施投资计划，中、美、欧齐聚人工智能领域竞争。人工领域进展有望提振全要素生产力相对优势（Acemoglu, 2024¹¹），推动出口市场参与产品竞争力（Aw et al., 2011¹²），形成资本积累，全球资本存量竞争加剧，特朗普扭转美国贸易赤字愈发面临挑战。

对内来看，三要素共振支撑特朗普贸易保护主义推行：罗斯福新政后，美国政府构成向全球化贸易支持者倾斜，全球进入全球化贸易进程。截至 2021 年，美国关税占比 GDP 下行 40 个百分点，而社会转移支付占比 GDP 仅上行 20 个百分点，意味着全球化支持者给予贸易保护主义者的补偿不及关税下降幅度（Bowen et al. 2021¹³），长期以来美国政府机构向共和党倾斜即是这一点的体现。目前，美国整体关税占比 GDP 位于历史低位，2024 年 12 月美国贸易逆差创历史新高，共和党掌控一宫两院，高逆差、低关税、多数席位三要素共振料支撑特朗普关税威胁延续。

图表33：社会转移支付占比 GDP 上升幅度不及关税占比 GDP 下行幅度



资料来源：Bowen et al.2021 中信期货研究所

美国对中国加征 10%关税已于 2 月 4 日生效，对加拿大、墨西哥征收 25%关税延后至 3 月 4 日，对欧洲的关税计划也在路上，叠加中国在内的国家已经启动反制加税措施，中美贸易摩擦大概率延续升级态势，施压贸易量与经济增长。在拖累经济扩张预期的同时，也将增加通胀超预期上行风险，警惕未来美国通

¹¹ Acemoglu, Daron. "The Simple Macroeconomics of AI." Working Paper. Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, May 2024. <https://doi.org/10.3386/w32487>.

¹² Aw, Bee Yan, Mark J. Roberts, and Daniel Yi Xu. "R&D Investment, Exporting, and Productivity Dynamics." Working Paper. Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, January 2009. <https://doi.org/10.3386/w14670>.

¹³ Renee Bowen, J. Lawrence Broz, and B. Peter Rosendorff, "A Theory of Trade Policy Transitions," Working Paper, Working Paper Series (National Bureau of Economic Research, September 2023), <https://doi.org/10.3386/w31662>.



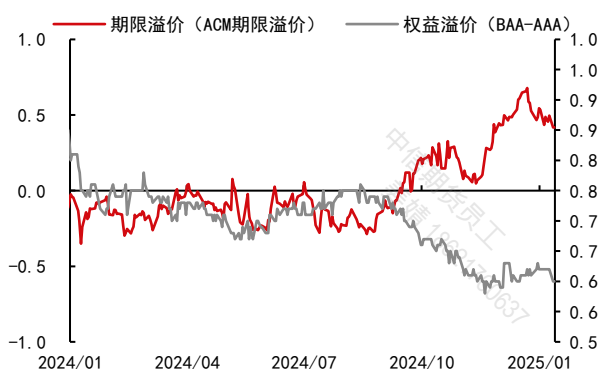
胀数据超预期造成市场风险偏好恶化。截至撰稿，花旗经济意外指数、Inflation Swap 9M-3M 震荡，2y-3m 横盘，显示美国经济扩张与美联储货币政策预期持平，短端通胀压力有限。在关税威胁下，市场风险溢价酝酿回升，期限溢价冲高回落，VIX 指数中枢小幅上移，市场风险偏好已出现松动。

图表34：中美贸易关税保持 2018 年以来高位



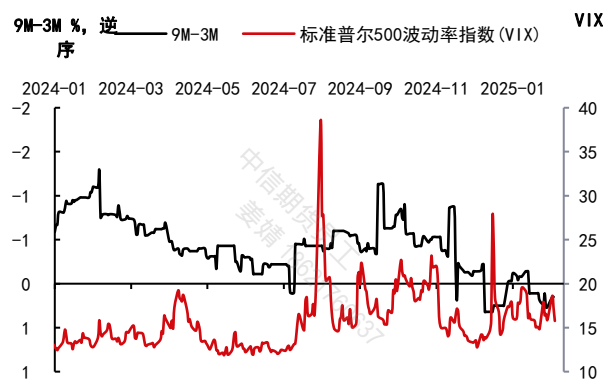
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表35：期限溢价高位、权益溢价磨底



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表36：Inflation Swap 9M-3M 与经济意外指数



资料来源：Datastream Wind 中信期货研究所

综上，在美国通胀的商品、住房以及就业市场缺口分析框架下，我们发现，截至 2024 年四季度，美国商品市场呈现转暖迹象，住房市场供需矛盾有限，就业市场稳健，美国经济基本面有望在今年一季度边际转暖，通胀下方支撑加强。然而，特朗普上任为后续经济前景增添变数，贸易保护主义回潮背景下，我们认为经济增长预期或受到威胁，叠加关税加大通胀超预期概率，市场风险偏好或恶化，使风险资产承压。

我们预计今年上半年全球资产或处于高波动状态，建议增持海外避险资产如黄金与全球风险资产波动率多头，保持国内红利资产配置，择机参与股票结构性成长机会与商品低估值机会。



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的路径获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>