

沃什预期差①：人家眼中的低通胀

发布日期：2026 年 04 月 26 日 分析师：钱伟

SAC 编号：S1440521110002

核心观点：

沃什对通胀乐观，四大逻辑：

- ① 截尾均值 PCE，较 PCE 和核心 PCE 更低，若其更能代表潜在通胀趋势，则降息空间更大。争议在于，涨幅较大分项比跌幅较大分项，被剔除比例更高，一旦整体涨跌分布向上偏移，会低估涨价动能，2021 年就曾失效。但当前核心服务稳定，核心商品乏力，与 2021 不同。
- ② AI 提升供给抑制需求，创造通缩。目前美国就业弱，AI 裁员多，通胀传导不利。
- ③ 缩表压通胀。有学术研究显示，QE 比降息，通胀推升更大。但非共识，且缩表短期存疑。
- ④ 关税影响下降。

政策和市场含义：沃什倾向低通胀，降息可更多期待，是下半年重要预期差；但其逻辑不包括美伊冲突，且未完全脱离数据导向，若油价失控、截尾均值 PCE 面临类似 2021 年失效风险，亦不会强推；降息交易下，美债、黄金相对更获益，美股风格也继续偏向科技。

事件：

美东时间 4 月 21 日周二，美国参议院银行委员会举行有关美联储主席提名的听证会。凯文·沃什进一步阐述其对通胀走势看法，提出诸多低通胀的逻辑。

简评：

沃什对通胀整体乐观，集中体现在 4 个逻辑上：第一，强调通胀内在中枢，看重截尾均值的结果（trimmed mean PCE），而不是常规总体通胀（Headline PCE）；第二，AI 创造通缩；第三，QE 提高通胀，缩表降低通胀；第四，关税的影响不大。

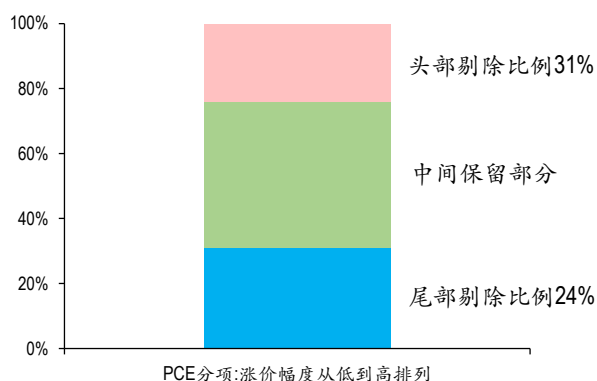
我们对此进行分析，并判断其对降息路径的影响：

（1）截尾均值的通胀，是否指向未来的通胀压力更低？

联储对通胀中枢的重视，早已有之，并非沃什首创。有多项证据：第一，联储更看重核心通胀（剔除波动较大的能源、食品，），甚至鲍威尔还提出超级核心通胀（进一步剔除二手车、住房服务等）；第二，联储看重近几个月的通胀环比的年化趋势，以及未来通胀预期；第三，类似的指标很多，包括中值 CPI、内生趋势计算等。因此，联储一直关注潜在的通胀中枢，不在意短期波动，只是每个人对如何衡量通胀中枢、剔除那些扰动，存在主观看法。

截尾均值 PCE，同时剔除涨幅和跌幅过大的分项，保留中间部分；历史经验看，能够很好代表整体通胀的长期走势。这一指标目前由达拉斯联储计算，将 PCE 全部分项中，涨跌幅的下尾部 24%和上尾部 31%的部分剔除，计算中间部分的均值，由此产生的通胀指标被证明优于更传统的“排除食品和能源”的核心通胀指标。其逻辑和体操比赛打分类似，即去掉一些最高分，再去掉一些最低分，计算剩余均分，排除异常值干扰。

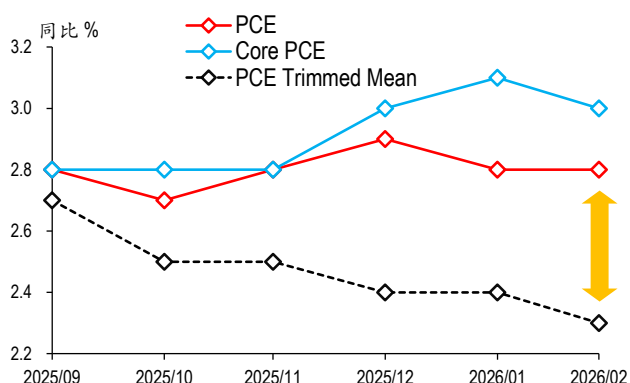
图 1：达拉斯联储计算 PCE 截尾均值时，采用非对称的剔除规则，主因下跌的总体比例高于上涨



资料来源：美联储，中信建投

近半年，截尾均值 PCE 走势，较 PCE 和核心 PCE 均显著更弱，若其能更好的代表潜在通胀趋势，则降息空间更大。2 月份最新数据为例，截尾均值 PCE 增速仅为 2.3%，且处于持续回落态势，而 PCE 则达到 2.8%，核心 PCE 为 3%。

图 2：截尾均值 PCE，目前显著低于 PCE 和核心 PCE（%）

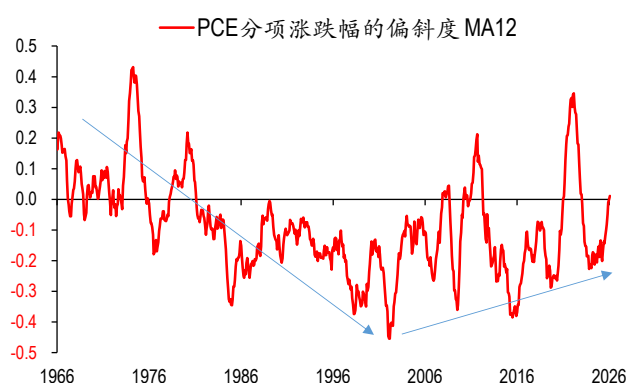


资料来源：美联储，中信建投

但是，由于参数选取的问题，可能造成当前截尾均值 PCE 低估通胀走势的风险。上述定义可以看到，PCE 的去尾过程中，关键是头尾比例的选取，由于历史上更多分项的物价倾向于下跌，因此尾部剔除比例 24% 要明显低于头部剔除比例 31%。近年来，物价涨跌幅的总体分布，则开始向上偏移，继续保留原有的剔除比例（剔除更多涨价多的），可能低估涨价动能。

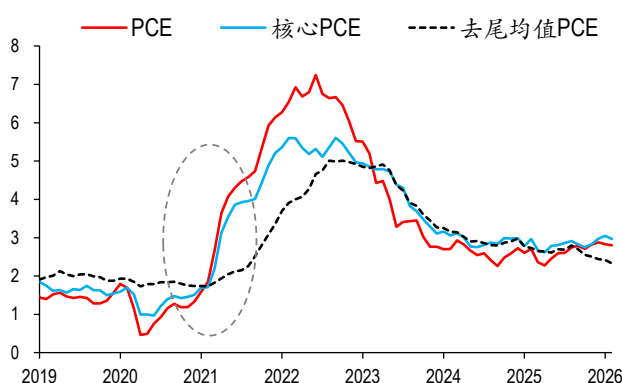
典型例子如 2021 年，PCE 和核心 PCE 大幅上行，但截尾均值 PCE 维持平稳，事后来看，显然通胀早已失控，后者低估了风险。

图 3：近年来 PCE 分项的涨价分布往正向偏离，使得当初编制指数使用的剔除比例（头部剔除更多）未必能很好反映当前的真实通胀中枢走势



资料来源：美联储，中信建投

图 4：2021 年，PCE 和核心 PCE 更准确的代表了通胀走势，而截尾均值 PCE 前期持续低位，后期才上涨，明显失效（%）



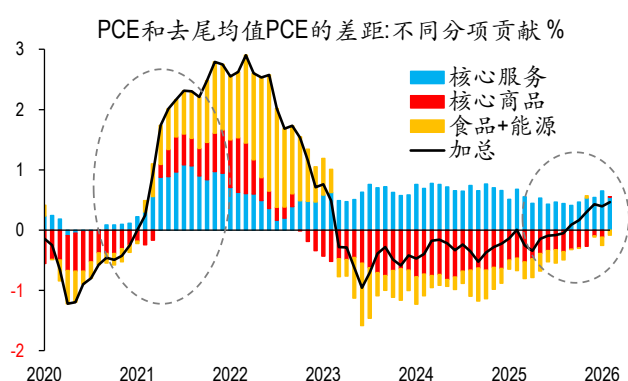
资料来源：Wind，中信建投

因此，后续关键，需要观察造成截尾均值 PCE 更低的分项是否存在持续涨价能力。拆分 2021 年造成 PCE 和截尾均值 PCE 差距的原因，可以看到：当时不仅食品、能源这类波动大

的分项被截尾均值剔除，大量核心商品和核心服务的分项，也被剔除，这些涨价粘性较强，可能是截尾均值失效的主要原因。

当前情况可以适度乐观，主因核心服务平稳，关税影响消除。与 2021 年失败的案例相比，沃什有更多证据，显示其对当前截尾均值 PCE 的信心。可以看到，2025 年以来，PCE 与截尾均值 PCE 差距再度走阔，主要推动来自核心商品和能源食品，前者主因关税，后续影响减弱，后者是常见扰动，而粘性最强的核心服务保持平稳。这一结构与 2021 年还是有较大区别。若不出现重大冲击，低通胀概率确实较大。

图 5：2021 年，截尾均值 PCE 失效原因，或是核心服务涨价被低估，但当前核心服务保持平稳



资料来源：美联储，中信建投

（2）AI 的发展，能够带来通缩

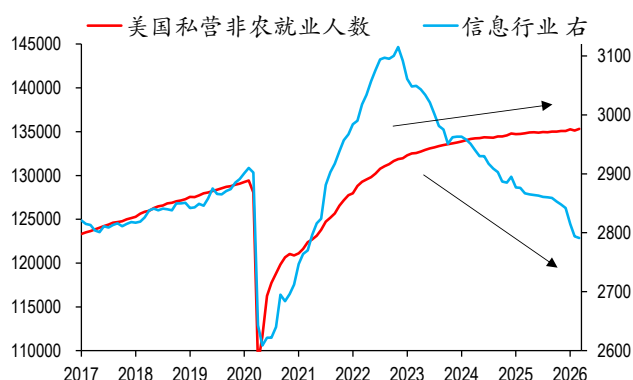
沃什的观点，代表目前市场的部分认知，即 AI 从供给和需求两端，可能对通胀带来抑制效果。

供给提效：生产效率的提升，能增加扩大产出；

需求压制：但短期来看，AI 对劳动力有一定替代，就业需求走弱，居民收入和消费下降。

这一逻辑最终是否兑现，还需要观察，但目前美国就业市场偏弱，仍是客观现实。其中，相关裁员上，AI 相关行业确实贡献较多。从就业向通胀传导看，通胀内生动能确实不足。

图 6：AI 发展对美国相关就业产生负面影响（千人）



资料来源：Wind，中信建投

（3）缩表帮助压通胀

缩表作为沃什的核心政策主张，同样与通胀相关联。其认为资产负债表的扩张，是造成通胀的推手之一，如果进行缩表，可以帮助实现通胀的稳定。

这一逻辑缺乏共识，例如美国经济在 2008 年金融危机后，虽然进行了大规模 QE，但通胀难以回到 2% 目标水平。

但是，学术研究角度看，存在一些证据，指向 **QE 相较传统降息，带来的通胀影响更大**。例如，CEPR 总结多项研究结果发现，降息 100bp 对美国通胀的最大影响仅为 0.7% 左右，而相同刺激的 QE 带来的推升幅度接近 1.8%。

考虑到缩表的推进需要时间，这一点暂时不能成为其政策主张的核心部分。

图 7：QE 带来的通胀提升，可能大于降息

Figure 1 Mean Inflation impact of QE and rate cuts across 82 studies, assuming total pre-pandemic QE=2% rate cut

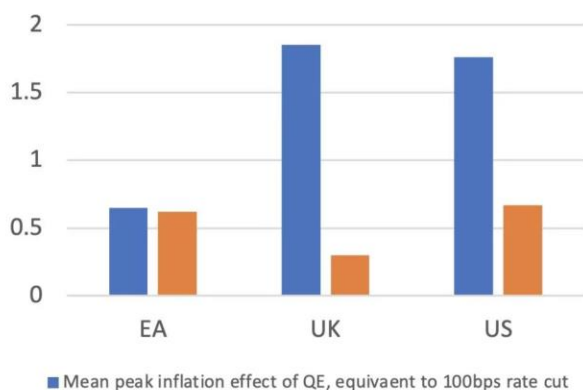
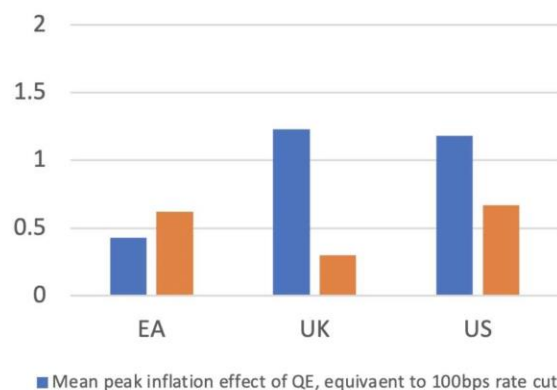


Figure 2 Mean Inflation impact of QE and rate cuts across 82 studies, assuming total pre-pandemic QE=3% rate cut



资料来源：CEPR，中信建投

（4）关税的影响逐步下降

这一点目前市场有一定共识：一方面，环比涨价的高峰逐渐过去，另一方面，今年关税税率边际下降。

政策含义：沃什对控通胀仍有信心，但也没有完全脱离数据，下半年若油价趋势回落，降息可以有更多期待，降息交易仍是下半年核心预期差之一。

第一，沃什对通胀走低大趋势较为认可，无论是短期的中枢，还是长期的逻辑，目前均有一定支撑，降息倾向明显。

第二，但其核心逻辑，不包括美伊冲突，且最关键的截尾均值 PCE，也是数据导向，下半年油价和 PCE 实际走势，仍是关键。

第三，极端情形下，一旦油价失控，截尾均值 PCE 再度失效（类似 2021 年），沃什也较难强硬推进降息。

第四，市场方面，降息交易下，美债、黄金相对更获益，美股风格也继续偏向科技。

风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济增长超预期，导致美联储货币政策继续收紧，美元大幅升值，美债利率上行，美股继续下跌，商业银行破产危机，以及新兴市场出现货币和债务危机。美国经济衰

退超预期，导致金融市场出现流动性危机，联储被迫转向宽松。欧洲能源危机超预期，欧元区经济陷入深度衰退，全球市场陷入动荡，外需萎缩，政策面临两难。全球地缘风险加剧，中美关系恶化超预期，大宗商品、运输出现不可控因素，逆全球化程度进一步加深，供应链持续被破坏，相关资源争夺恶化。

分析师介绍

钱伟：中信建投证券海外经济与大类资产首席分析师，复旦大学经济学博士，2020 年加入中信建投研究所，覆盖海外宏观、大类资产、出口、汇率、资金流动等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅 -10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610)56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621)6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755)8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852)3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk

