

美国通胀：一个良性的回落拐点

报告要点：

- 去年8月份之后，美国CPI出现了第一次增速上的收敛，这意味着美国通胀放缓的逻辑开始被事实所验证。
- 究其原因的话，美国这一轮通胀的首要推手是供应，次要推手是需求，而这两个因素都在朝通胀回落的方向演进。

● 美国的供应在不断纾解高企的产出缺口：

1) 能源价格的放缓是这一次美国CPI回落的重要推手之一，能源项季调同比下调2个百分点，环比大幅收敛10.3个百分点，俄乌局势的供应冲击对通胀的影响正在过去，油价边际加速的力量也已开始消退。

2) 同时，基于美国国内供应链梗阻的边际改善以及港口货物积压问题的解决，可以看到二手车、服饰等耐用消费品价格同比都在回落。

3) 当然，仍显紧张的就业市场和恢复缓慢的劳动力市场参与率，在短时间依旧掣肘供应修复的效率，但常态化转好的趋势料不会发生根本逆转。

● 此外，美国旺盛的需求在边际上也难寻继续加快的空间：

1) 美国的货币政策在逐步扭转“消费-通胀-工资”这个循环，看上去，美国加息这一次对预期的冷却作用非常立竿见影，这应该和美国这次极为鹰派的预期引导有关；

2) 因此，当前跟消费相关的软指标及硬指标，全都出现了或多或少的回调，除了消费增长表现之外，密歇根大学消费预期和Sentix投资信心指数也出现了明显的下降。

● 当然，也许这不意味着美国将很快进入通缩，供应的缓解对通胀是消磨，但对增长是提振：

1) 当前核心CPI依旧坚挺。美国的耐用消费品存在一些需求韧性，服务消费也在明显复苏；

2) 从细项看，美国机票和酒店价格涨幅显著，新车价格也出现一定程度的走强，防疫放开之后的出行需求依然在复苏的状态中，这会导致需求也许不会出现太过凌厉的下降；

3) 供应上，若劳动力市场供需缺口收敛，则美国进口的放缓将成为一个另类但肉眼可见的增长红利；

4) 这导致未来通胀的下行应该是一波三折的，毕竟美国正在从商品通胀转向服务通胀，但通胀回落的趋势应该已被坐实。

● 这不太会影响美联储的收紧节奏，最多美联储可能后面会调节一下收紧的斜率：

1) 当前美国的短端政策利率相对通胀的位置来说过低，这意味着货币政策后面一定存在着补偿性收紧的空间；

2) 这种通胀的回落是良性的，美国当前发生的更显著的变化是供应的加快，而非需求的回落。

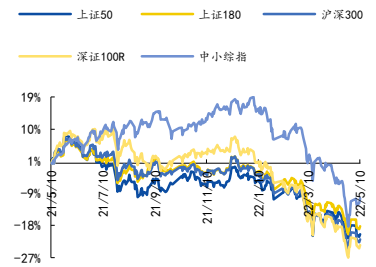
● 尽管众所周知的是：长端美债收益率已经透支了不少未来美国的收紧空间，但美债应还在熊市的序列之中，美元指数的上行也应还未终止。

风险提示： 货币政策超预期，经济基本面超预期

主要数据：

上证综指：	3054.99
深圳成指：	11094.87
沪深300：	3958.74
中小综指：	11196.46
创业板指：	2351.27

主要市场走势图



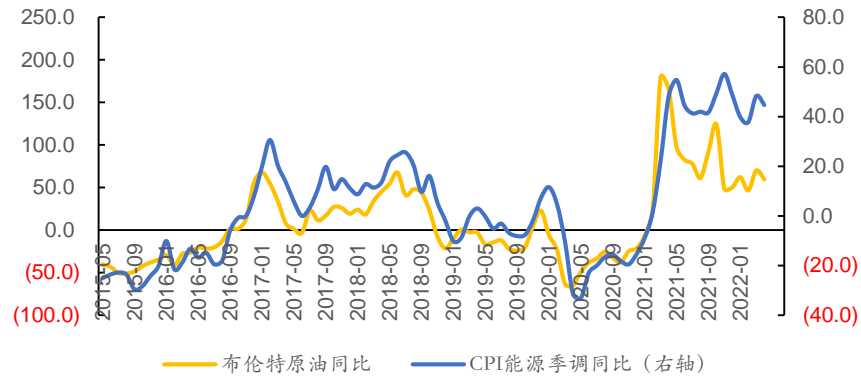
资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敬
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

图 1：能源价格的放缓是这一次美国 CPI 回落的重要推手之一



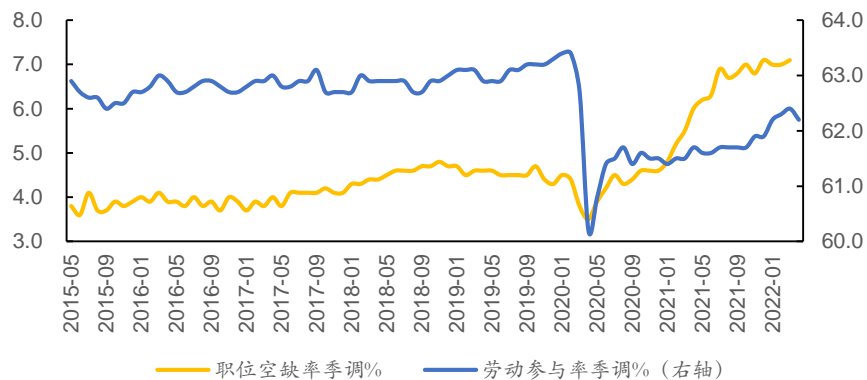
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：供应链梗阻的边际改善，港口货物积压问题得到解决



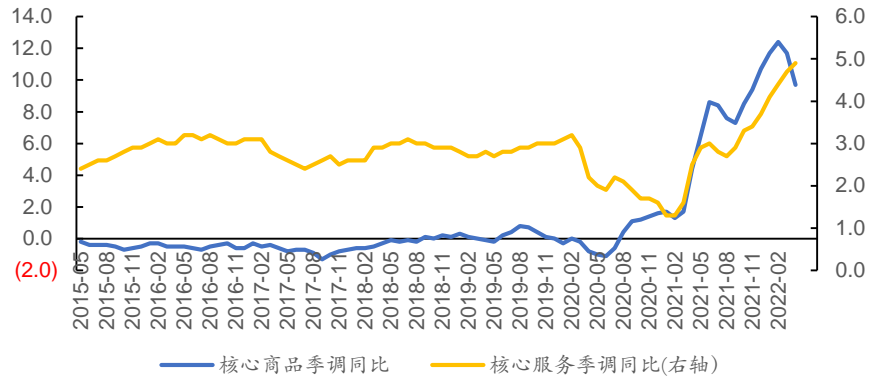
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 1：仍显紧张的就业市场和恢复缓慢的劳动力市场参与率



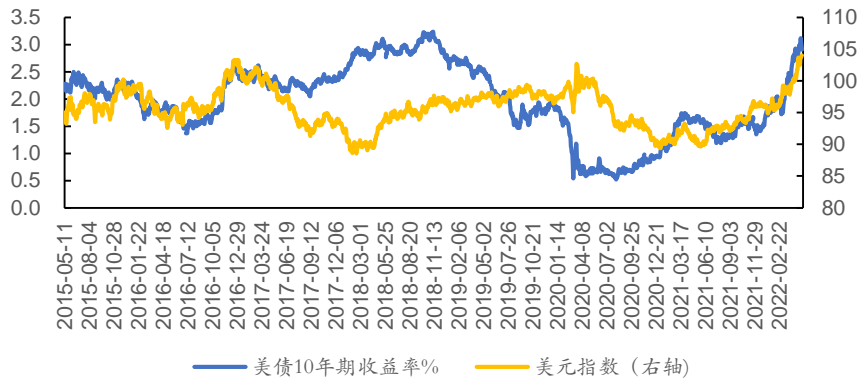
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：美国正在从商品通胀转向服务通胀



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：美债应还在熊市的序列之中，美元指数的上行也应还未终止



资料来源：Wind, 国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188