

海外宏观周报

理性看待当前美国通胀形势

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

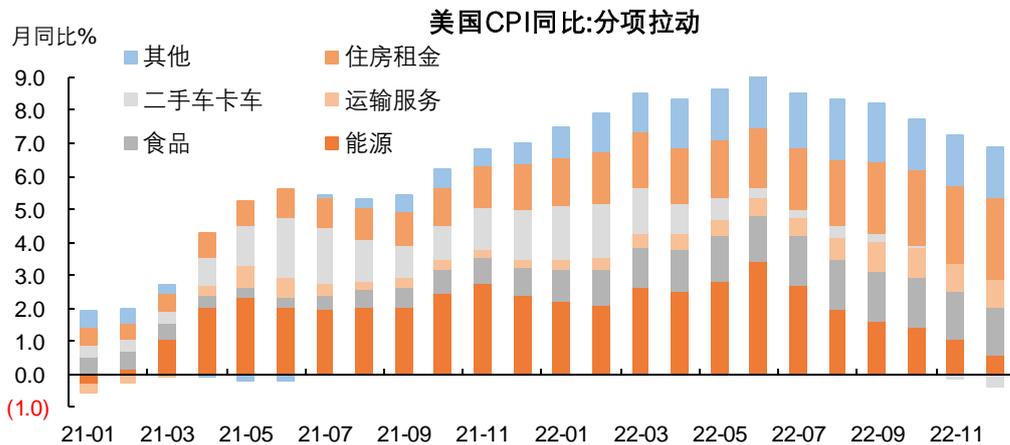
- **本周焦点简评：如何看待美国通胀降温？** 2022年12月美国CPI如预期回落，当月CPI同比增长6.5%，为2021年10月以来的最小同比涨幅；环比下降0.1%，是自2020年5月以来首次转负。从结构上来看，2022年12月美国CPI数据具有以下特点：1）能源及二手车价格的回落是驱动CPI下行的主要因素。2）住房租金分项仍高增。3）核心服务价格仍具粘性。2022年12月美国CPI数据强化了市场对于美国经济“软着陆”的预期，市场反应也较为乐观：数据公布当日美元指数、美债收益率回落，美股上行，市场对于加息放缓的预期升温。尽管当前美国通胀数据释放出积极信号，但其背后的潜在风险同样不可忽视：一是，中国经济复苏、国际物流运输修复等因素支撑下，能源价格或难持续下行。二是，就业市场仍然强劲，需求驱动型通胀的改善前景不明。三是，金融市场的过快放松，可能减缓通胀回落的斜率，并不符合美联储的预期。我们认为下次议息会议上，美联储仍有较大概率加息25BP，但除此之外可能并不会透露过多的“鸽派”信号。尤其是，美联储可能将延用通胀风险仍高、就业市场过热、加息尚未结束、年内不会降息等表述，并对市场情绪造成一定影响。
- **海外经济跟踪：** 1）美国1月密歇根大学消费者信心指数超预期回暖，1年通胀预期初值为4%，明显低于预期的4.3%及前值4.4%。2）美国最新初请失业金人数意外下降，就业市场仍显紧俏。3）欧元区失业率保持低位，但年轻人失业率小幅反弹。4）欧元区工业生产小幅回暖。5）欧元区进口增速明显回落，贸易逆差收窄。
- **全球资产表现：** 1）全球股市：全球股市多数收涨，美欧股市继续反弹。美股三大股指延续了2023年首周的上涨趋势，尽管本周部分上市公司财报释放出了对美国宏观经济前景悲观的信号，但是美国通胀的持续降温带来的年内降息预期，以及消费者信心指数的超预期回暖，对市场情绪形成了更强的支撑。随着国内经济复苏预期的升温，本周A股及港股继续回暖。2）全球债市：中长端美债收益率继续回落，日债市场波澜再起。本周10年期美债收益率下降6BP至3.49%，降幅小于前一周的28BP。日本10年期国债收益率本周五一度升至0.57%，为2015年7月以来最高水平。随后，日本央行宣布稳定日本国债抛售的无限制固定利率债券购买操作，部分期限日债收益率小幅回落。3）大宗商品：除小麦价格走平外，其余大宗商品价格全面反弹。能源方面，布伦特和WTI油价整周分别涨8.5%和8.3%，需求前景的改善、美元的走弱共同推动油价回升。4）外汇市场：美元指数整周跌1.7%，除港币外，主要货币兑美元汇率均有所上升。本周日本媒体报道称，日本央行将在下周的政策会议上审查其货币宽松政策的副作用，导致日元本周明显走强，美元兑日元汇率创下2022年6月以来新高。同时，本周人民币汇率同样表现强势。

一、每周焦点简评：理性看待美国通胀形势

2022年12月美国CPI如期回落。美国劳工统计局1月12日发布的数据显示，美国2022年12月CPI同比增长6.5%，符合市场预期，前值为7.1%，为2021年10月以来的最小同比涨幅。同时，这也是美国CPI同比涨幅自2022年6月创出40年来峰值9.1%后连续6个月下降。12月核心CPI同比增长5.7%，同样符合市场预期，前值为6%。从环比看，美国2022年12月CPI下降0.1%，这也是自2020年5月以来首次转负。

从结构上来看，2022年12月美国CPI数据具有以下特点：**1) 能源及二手车价格的回落是驱动CPI下行的主要因素。**2022年12月美国CPI能源、二手车及卡车分项对美国CPI同比的拉动分别为0.60、0.40个百分点，较11月分别下降了0.48、0.27个百分点，背后反映出的是近期能源供给紧缺的改善，以及供应链的修复。**2) 住房租金分项仍高增。**2022年12月美国CPI住房租金分项同比为7.6%，对CPI同比的拉动提升了0.16个百分点至2.5%。**3) 核心服务价格仍具粘性。**例如，2022年12月美国CPI运输服务分项同比上涨14.6%，增速较上月提升0.2个百分点，这也与12月就业市场的紧俏表现相符。

图表1 能源及二手车价格回落是2022年12月美国CPI同比回落的主要驱动因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022年12月美国CPI数据强化了市场对于美国经济“软着陆”的预期：一方面，供给因素导致的通胀明显改善；另一方面，需求端并没有过快降温。数据公布当日，市场反应也较为乐观：2023年1月12日当日，美元指数下跌0.96%，美股三大指数均收涨，10年期美债收益率下跌9BP至3.43%，创下近一个多月以来低点。而CME Fedwatch Tool数据显示，1月13日市场预计美联储下次议息会议上，有94.2%的概率加息25BP，而非50BP。尽管当前美国通胀数据释放出积极信号，但其背后的潜在风险同样不可忽视：

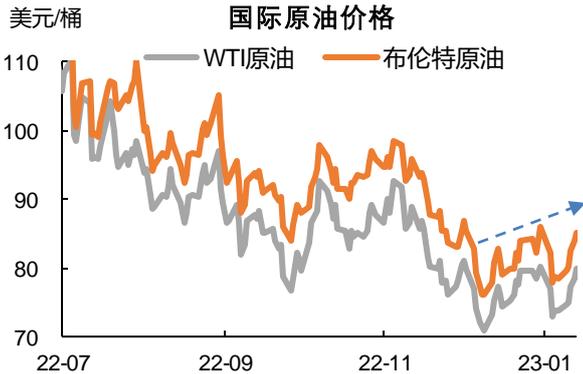
一是，能源价格或难持续下行。近两个月国际油价的回落是推动美国通胀下行的主要因素：2022年11月初至12月初，WTI、布伦特原油价格最大跌幅一度超过20%。不过这一趋势难以持续：一方面，受OPEC+减产以及地缘政治的影响，原油供应仍然偏紧，尤其是当前OPEC+实际减产力度可能不及预期，未来供给仍有进一步缩减空间。实际上近一个月以来，原油价格已有所反弹。另一方面，2023年上半年中国经济复苏、国际物流运输修复等因素，可能对国际能源形成支撑。在12月的议息会议后鲍威尔曾表示，中国在全球经济中至关重要，但很难评估中国经济重启对美国的影响。

二是，就业市场仍然强劲，需求驱动型通胀的改善前景不明。2022年12月美国新增非农就业22.3万人，尽管是2021年1月以来新低，但仍强于预期，且除政府外的私人部门就业人数走强，说明当前美国就业市场或仍处于“紧平衡”当中，这意

意味着雇员拥有相对更高的议价权。而截至 2022 年 11 月，美国居民总收入中来自“雇员报酬”的比重已升至 62.4%，创 2010 年以来最高水平，目前劳动报酬已成为居民收入的重要来源，短时间内居民需求仍有一定支撑。

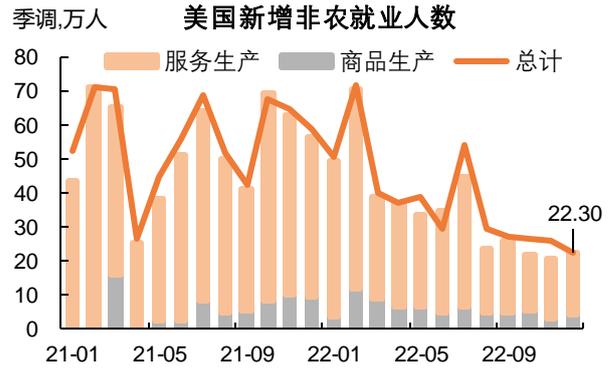
三是，金融市场的过快放松，可能减缓通胀回落的斜率，并不符合美联储的预期。一方面，金融条件的过快放松意味着风险资产价格的回暖，并通过财富效应渠道影响通胀；另一方面，金融市场环境的改善对于原油等大宗商品价格同样形成支撑，并带来能源通胀上升的风险。美联储主席鲍威尔在 12 月议息会议后曾表示，金融状况并不是特别紧张，也是美联储在 SEP 中上调终点利率的原因之一。

图表2 近一个月以来原油价格有所反弹



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 美国新增非农就业人数下滑但仍超预期



资料来源：Wind, 平安证券研究所

总的来看，我们认为下次议息会议上，美联储仍有较大概率加息 25BP，但除此之外可能并不会透露过多的“鸽派”信号。尤其是，当前市场对于美联储的紧缩力度可能存在低估，后续美联储可能将沿用通胀风险仍高、就业市场过热、加息尚未结束、年内不会降息等“鹰派”表述，并对市场情绪造成一定影响。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：消费者信心超预期回暖，短期通胀预期继续回落

本周多位美联储官员表态，支持下次会议加息 25BP。亚特兰大联储总裁博斯蒂克表示，将在即将举行的美联储会议上“更认真地考虑”将联邦基金利率目标区间仅提高 25 个基点的想法。里奇蒙联储银行总裁巴尔金表示，根据目前通胀的表现，他支持一条步伐更慢、但更长、且终端利率可能更高的路径；费城联储银行总裁哈克表示“未来加息 25 个基点将是合适的。”波士顿联储银行总裁柯林斯表示，她倾向于在即将举行的政策会议上将利率提高 25 个基点。不过，也有部分官员持有不一样的看法：旧金山联储总裁戴利表示，美联储在 1 月 31 日-2 月 1 日的会议上加息 50 个基点，或加息 25 个基点都有可能，同时她认为现在处于 4.25%-4.50% 的政策利率目标区间最终将需要升至 5.00%-5.25%，并保持在这一区间，以使通胀率回落到美联储 2% 的目标，但具体需要升到什么程度将取决于数据。而美联储主席鲍威尔称，美联储保留在其认为合适的时候进行管理的能力，是至关重要的，包括提高利率以控制通胀，即使这意味着增长放缓和失业率攀升。美联储理事鲍曼表示，美联储将不得不进一步提高利率以打击高通胀，这将可能导致就业市场状况的疲软。

美国消费者信心超预期回暖，短期通胀预期继续回落。2023 年 1 月，美国密歇根大学消费者信心指数初值 64.6，预期 60.5，12 月前值 59.7。分项指数方面，现况指数初值 68.6，创九个月新高，预期 60，12 月前值 59.4；预期指数初值 62，也创九个月新高，预期 59，前值 59.9。市场备受关注的通胀预期方面，1 年通胀预期初值 4%，预期 4.3%，12 月前值 4.4%；5-10 年的通胀预期初值 3%，预期 2.9%，较 12 月前值的 2.9% 小幅攀升。不过需要指出的是，消费者们承认，对于通胀预测的不确定性非常高，另外有三分之二的消费者预计未来一年经济将出现下滑。

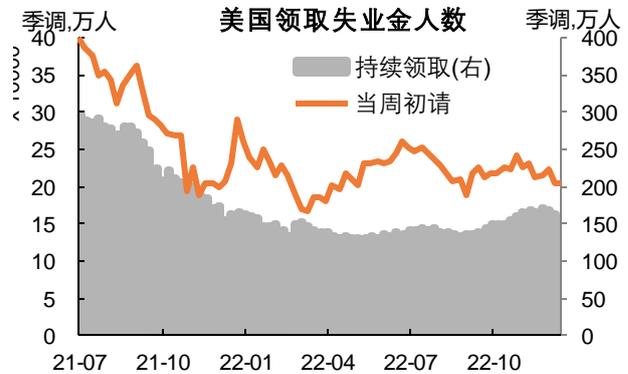
美国最新初请失业金人数意外下降，就业市场仍显紧俏。美国劳工部发布的初步数据显示，截至1月7日当周，美国初请失业金人数20.5万人，较前一周修订值减少1000人，创下了2022年10月以来的最低纪录。截至12月31日当周，美国续请失业金人数为163.4万人，为近六周以来的最低值。

图表4 美国消费者信心指数反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国初请失业金人数下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

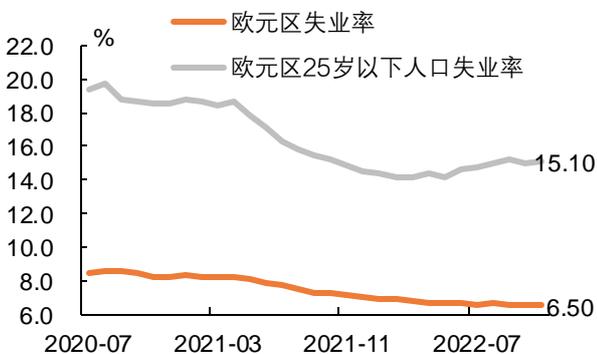
2.2 欧洲经济：失业率保持低位，工业生产小幅回暖

欧元区失业率保持低位。欧盟统计局1月9日公布的数据显示，2022年11月，经季节性调整后欧元区失业率为6.5%，与2022年10月持平，较2021年11月的7.1%有所下降。2022年11月欧元区失业人数为1085万人，较2022年10月分别减少2000人。其中，欧元区失业年轻人（25岁以下）为235万，青年失业率均为15.1%，较上月的15%有所上升。分性别看，2022年11月欧元区的女性失业率为7%，男性失业率为6.1%；数据均与上月持平。

欧元区工业生产小幅回暖。根据欧盟统计局发布的数据，2022年11月经季节调整后的欧元区工业生产指数同比增长2.0%，而环比增速为1.0%，较上月的-1.9%明显改善。主要经济体中，法国的工业生产环比增长2.1%，德国增长0.6%。爱尔兰的产出增长了6.4%，是所有欧元区国家中月度增幅最高的。

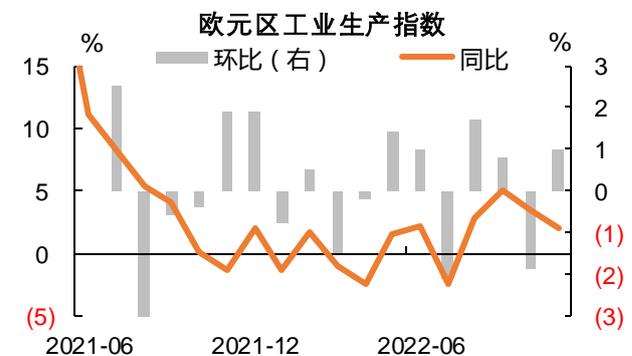
欧元区进口增速明显回落，贸易逆差收窄。2022年11月，欧元区商品进口金额同比增长20.3%，较前值的30.7%大幅回落；而出口保持韧性，11月出口金额同比增长17.2%，与前值的17.9%接近。贸易差额方面，欧元区11月末季调贸易逆差为117亿欧元，远低于预期的211亿欧元及前值265亿欧元。

图表6 2022年11月欧元区失业率保持低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2022年11月欧元区工业生产小幅回暖



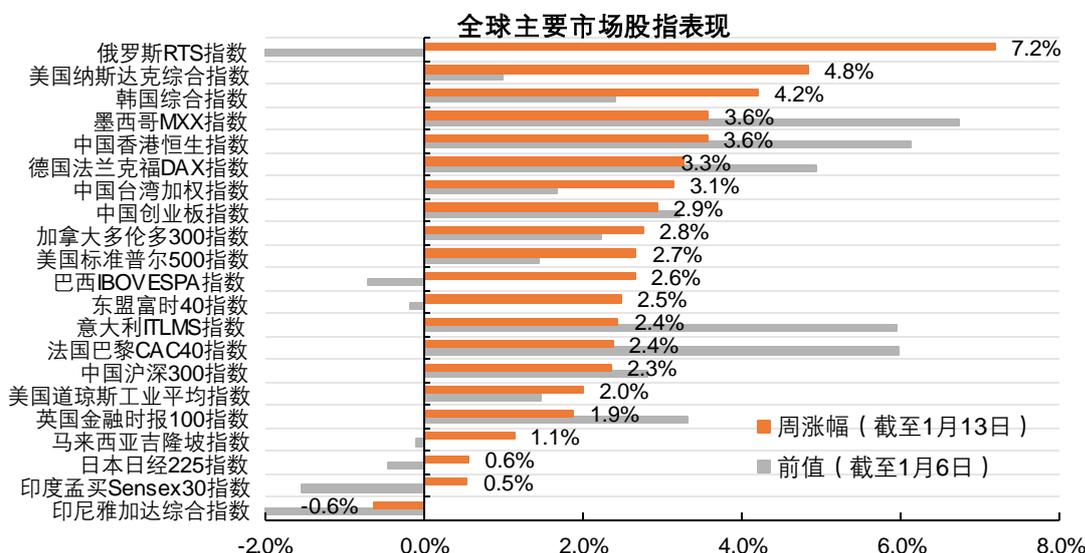
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：全球股市多数收涨，美欧股市继续反弹

近一周（截至1月13日），全球股市多数收涨，美欧股市继续反弹。美股方面，三大股指延续了2023年首周的上涨趋势，纳指、道指和标普500整周分别上涨4.8%、2.0%和2.7%。尽管本周摩根大通、美国银行、富国银行在内的多家银行公布了2022年第四季度财报，并不约而同地释放出了对美国宏观经济前景悲观的信号，但是美国通胀的持续降温带来的年内降息预期，以及消费者信心指数的超预期回暖，对市场情绪形成了更强的支撑。欧股方面，本周同样表现不俗：意大利ITLMS指数整周涨2.4%，法国CAC40指数整周涨2.4%，德国DAX指数整周涨3.3%，英国FT100指数整周涨1.9%。亚洲及新兴股市方面，本周亚洲及新兴股市分化明显。随着国内经济复苏预期的升温，本周A股及港股继续回暖，创业板指数、沪深300指数本周分别上涨2.9%、2.3%，恒生指数本周涨幅达到3.6%。日韩股市同样收涨，俄罗斯RTS指数在上周的明显调整后，本周涨幅达7.2%，领跑全球股市。其他新兴市场方面，印度孟买Sensex指数整周涨0.5%，东盟富时指数整周涨2.5%，仅印尼雅加达综合指数整周跌0.6%。

图表8 近一周全球股市多数收涨

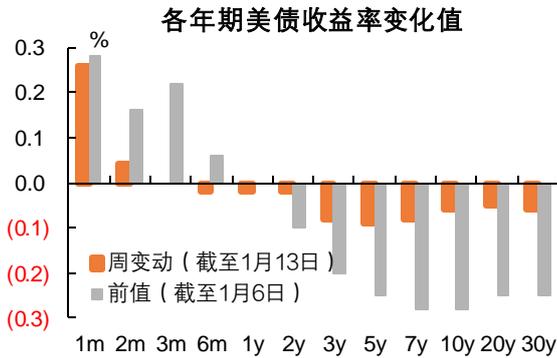


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：中长端美债收益率继续回落，日债市场波澜再起

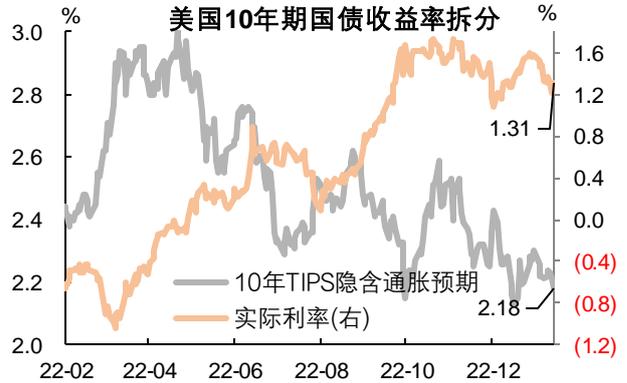
近一周（截至1月13日），短端美债收益率继续上行，而中长端美债收益率继续回落。但整体来看，本周美债收益率波动幅度低于前一周。其中，10年期美债收益率下降6BP至3.49%，降幅小于前一周的28BP。将10年期美债收益率拆分来看，实际利率与隐含通胀预期分别下降3BP。本周美债收益率倒挂程度继续加深，10年与2年期美债收益率倒挂程度达到73BP，与3个月美债收益率倒挂程度更是达到118BP。值得一提的是，本周日债市场再度波动：1月13日早间开盘后不久，日本10年期国债收益率一度升至0.57%，为2015年7月以来最高水平。随后，日本央行宣布稳定日本国债抛售的无限制固定利率债券购买操作，部分期限日债收益率小幅回落。

图表9 近一周中长期美债收益率继续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美债实际利率、隐含通胀预期均下降

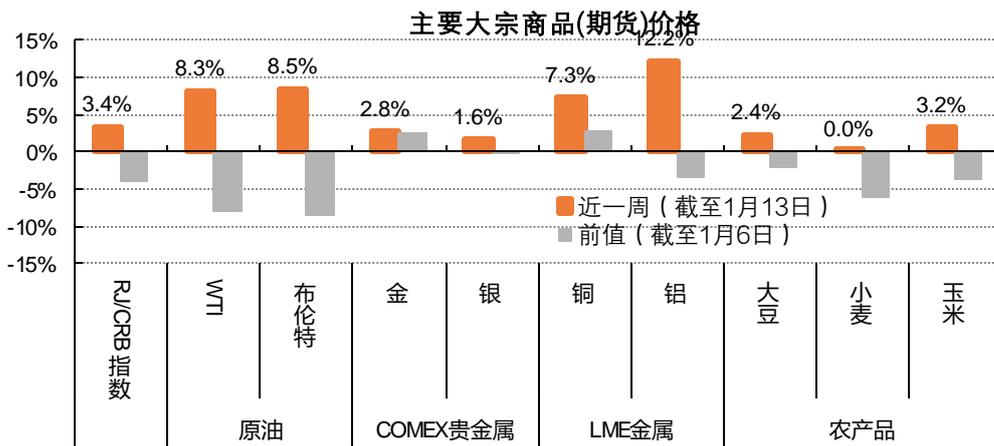


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 大宗商品: 主要品种价格全面反弹

近一周 (截至 1 月 13 日), RJ/CRB 商品指数整周涨 3.4%, 除小麦价格走平外, 其余大宗商品价格全面反弹。能源方面, 布伦特和WTI 油价整周分别涨 8.5%和 8.3%, 分别收于 85.3 和 79.9 美元/桶。本周原油价格的反弹, 一方面源于需求前景的改善, 包括中国经济的重启, 以及对美国经济“软着陆”预期的升温。另一方面, 美元的走弱也是推动油价回升的重要因素。贵金属方面, 美元回落为贵金属价格提供支撑, COMEX 黄金、白银现货价本周分别涨 2.8%、1.6%, 其中黄金价格再度突破 1900 美元/盎司, 创下了 2022 年 4 月末以来新高。金属方面, 同样受到需求回暖预期的影响, LME 铜和铝价整周分别大涨 7.3%、12.2%, 二者均创下了近半年来新高。农产品方面, CBOT 大豆、玉米整周分别涨 2.4%、3.2%, 而小麦价格走平。

图表11 近一周大宗商品价格全面反弹



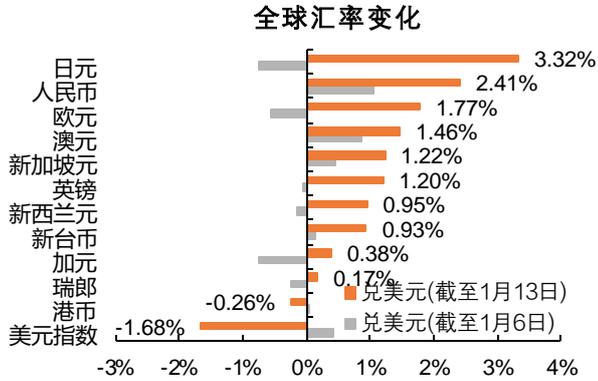
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇市场: 除港币外, 主要货币兑美元汇率均有所上升

近一周 (截至 1 月 13 日), 美元指数整周跌 1.7%, 收于 102.17。美元指数的回落, 主要受到美国通胀继续降温的影响, 本周美元指数曾一度触及 102 的整数关口。日元本周明显走强, 整周升值 3.32%, 美元兑日元汇率升至 127.85, 创下 2022

年6月以来新高。本周日本《读卖新闻》报道称，日本央行将在下周的政策会议上审查其货币宽松政策的副作用，并可能采取额外措施纠正收益率曲线的扭曲，导致市场对日本央行调整国债收益率曲线控制政策的预期再度升温，并推升日元汇率。同时，人民币汇率在经济复苏预期的引导下继续升值，本周美元兑人民币中间价收于6.7292，创下近半年来新高。

图表12 除港币外，主要货币兑美元汇率均有所升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美元指数继续下跌至102.17



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033