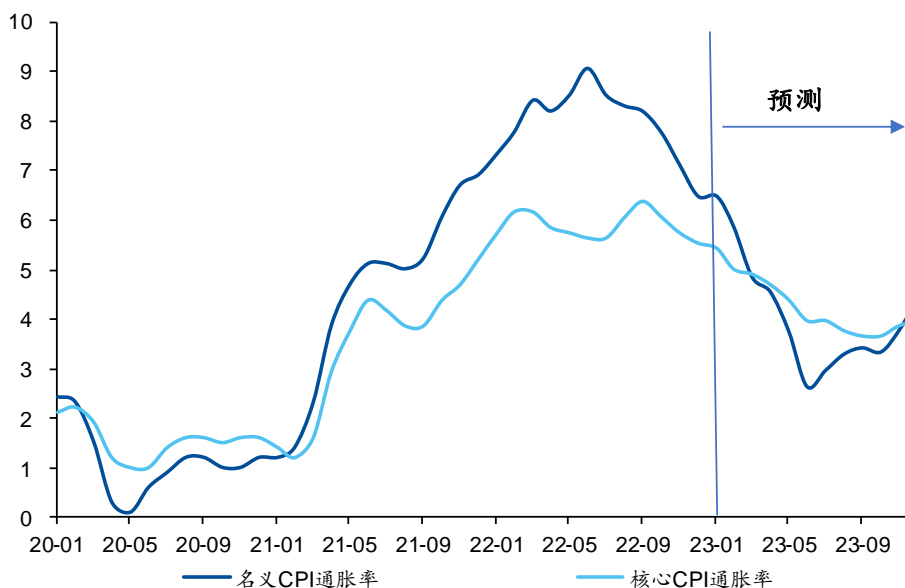




美国通胀失控了么？

美国 CPI 以及核心 CPI 预测



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 鲍威尔在国会的听证，再度引发了市场对于美联储加码紧缩的担忧，市场也因此在调高对于终点利率的预测。与 3 个月前相比，终点利率开始越来越接近 6%，这与去年底相比大约提升了 70-80 个基点。尽管加息的节奏仍然难以确定，但年内降息几乎成为泡影。
- 美国通胀仍然处于高位，并且显得粘性较高，已经成为了一个较为明确的中期现象。从这个角度而言，美联储希望核心 PCE 通胀率能够回到 2% 附近，越来越成为一个“遥远”的梦想。但与此同时，市场可能忽视的一个问题是：美国通胀会失控么？
- 在考察了实际通胀走势、通胀预期、供应链压力以及宏观波动率后，我们认为美国的通胀处于“受控”的状态，与此同时，市场情绪也并未出现慌乱。
- 因此，尽管鲍威尔给出了相对鹰派的表述，同时美国整体通胀出现了结构性抬升，但美联储并没有输掉与通胀的这场长期斗争。相反，市场给出的通胀预期仍然处于稳定，这对于美联储完成其货币政策目标而言十分重要。
- 所以，美国的整体通胀率和利率的抬升将逐步被市场适应并消化，整体海外宏观环境并未出现恶化的迹象，因此对于资产价格不会产生长期的负面冲击。

鲍威尔再放鹰

鲍威尔在国会的听证，再度引发了市场对于美联储加码紧缩的担忧，市场也因此调高对于终点利率的预测。与3个月前相比，终点利率开始越来越接近6%，这与去年底相比大约提升了70-80个基点。

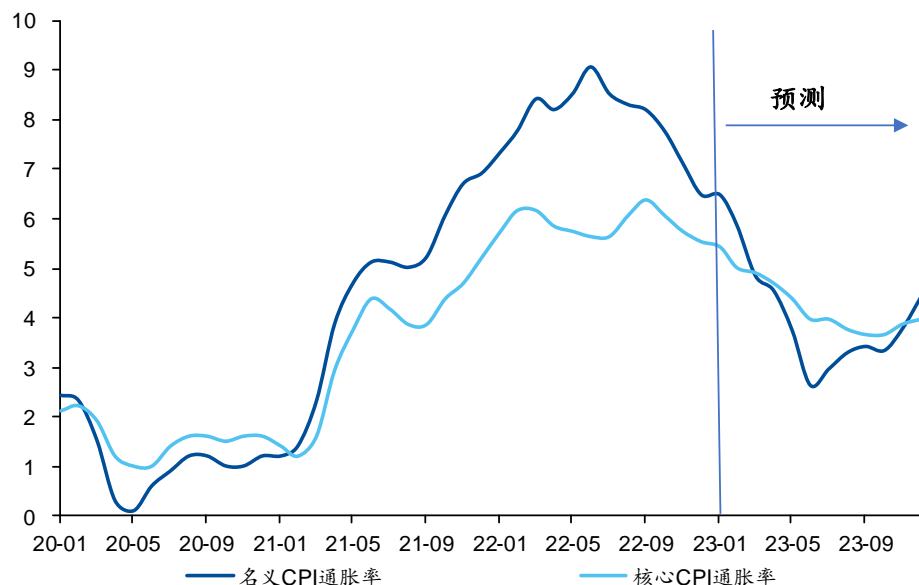
美国通胀仍然处于高位，并且显得粘性较高，已经成为了一个较为明确的中期现象。尤其在进入2023年后，美国的核心通胀率的下行幅度明显慢于预期，这也让市场开始进一步押注美联储未来的加息步伐。尽管短期之内给出明确的加息节奏以及终点利率仍然显得有些困难，但对于市场而言，最大的预期变化是“降息”。由于普遍预期美国经济将在今年的某个时点陷入衰退，因此市场此前一直有美联储会在年内降息的预期。但在较为亮眼的美国就业数据公布后、加上此后公布的美国通胀数据高于预期，市场逐步打消了年内降息的预期，转而倾向于认为Higher for Longer。

从这个角度而言，美联储希望核心PCE通胀率能够回到2%附近，越来越成为一个“遥远”的梦想。这也引发了市场关于美联储是否需要放弃2%的PCE核心通胀率通胀目标的讨论。从某种程度而言，这样的讨论与多年前是否要调低这一目标，并没有本质的区别。即使美联储需要调整这一目标，也要考虑多方面的因素，同时也要考虑“新目标”的可接受度和可信度——这些都意味着美联储很难在与市场充分沟通之前，给出一个可以被广为接受的新目标。但在各种讨论甚嚣尘上的同时，市场可能忽视的一个问题是：美国通胀会失控么？

通胀预测均值抬升，但仍可控

尽管如此，困扰市场的一个主要担忧仍然是美国的通胀走势。首先，我们可以对通胀本身来进行预测。从经验主义的角度来看，由于通胀显得粘性较高，美国的中期通胀中枢大约已经提升至3-4%左右的水平，这显著高于过去30年大约2%左右的水平。

图1：美国通胀预测



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

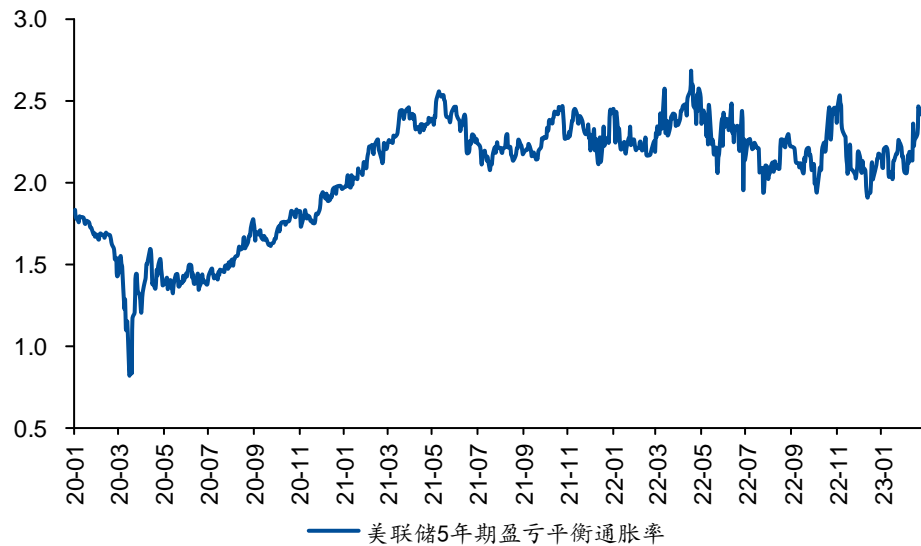
按照这样的假设去推测，美国今年的通胀仍然会处于下行区间中，但下行的速率会较慢。在调高通胀中枢后，美国的名义 CPI 通胀率从年中开始会再度走高，而核心 CPI 通胀率的下行斜率会较为平滑。到 2023 年底，名义 CPI 通胀率和核心 CPI 通胀率都大约会落在 4% 左右的区间，这会显著高于此前 2.5% 左右的预测范围。尽管如此，美国的实际利率也会伴随着逐步加息而转正，从而达到美联储希望看到的“限制性利率”，达到抑制通胀的效果。

通胀预期保持稳定

由于通胀中枢出现抬升，对于通胀预期的考察就显得十分关键，因为其不仅反映出市场对于未来通胀走势的判断和定价，也将在很大程度上表明市场是否认可未来一段时间的美联储的行动。

通胀预期的判断一般有两类主要指标，一类是由债券市场交易得出的对于未来通胀的定价。从市场较为青睐的通胀挂钩债券（TIPS）的定价可以看出，从去年年中以来，市场对于中长期的美国通胀预期一直保持得较为稳定——这样的稳定也意味着美联储的货币政策紧缩在很大程度上被认可。虽然市场时不时会表现出对于加息的“犹豫”甚至“不耐烦”，但中期通胀预期保持稳定，对于美联储来说十分关键，因为这将关乎其核心的政策目标之一。

图 2：市场对中长期美国通胀预期保持稳定

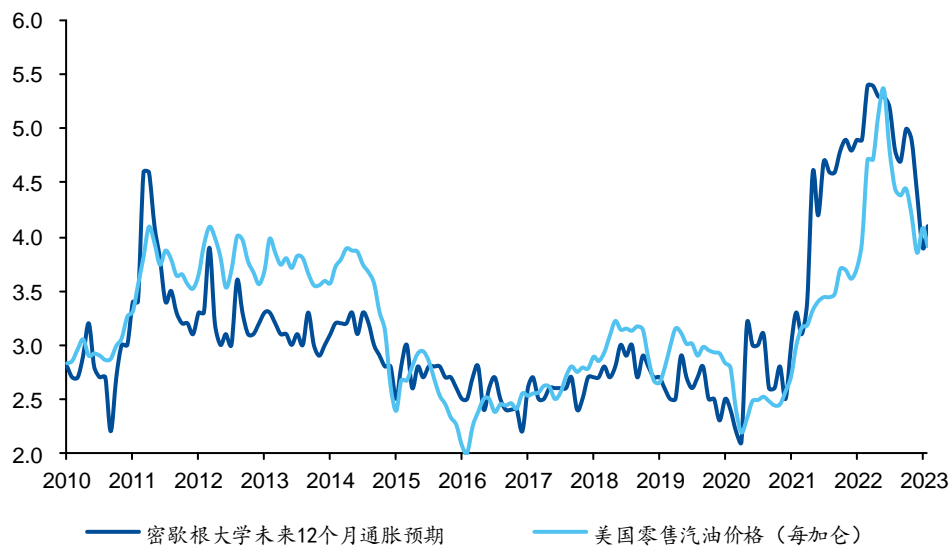


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

与此同时，另一个反应相对短期的、同时也是基于实际调查得出的密歇根大学通胀预期指标显示，受访的美国居民对于未来一年的通胀预期在近期出现了较为明显的下行。换言之，尽管美国整体通胀下行的速率慢于预期，但其见顶回落的态势仍然显示出普通居民对于未来的通胀走势并未表现出过度担忧。有意思的是，美国居民的短期通胀预期与汽油的平均售价有较高的相关性。换言之，普通人的通胀感受与实际生活开支的感受更加密切，而原油价格的下跌在很大程度上让居民体验到了更加温和的通胀体感。

对于货币政策的制定者而言，其一方面需要关心的是金融市场对于未来通胀的定价，因为这关乎金融市场的稳定；另一方面则需要关心大众对于日常生活的感受，因为这关乎货币政策的传导效果。两者叠加，我们可以看到美联储持续加息以来，通胀预期的变化相对正面，这也意味着总体而言，美联储到目前为止与市场的沟通是较为充分且有效的。

图 3：美国居民的通胀预期开始下降

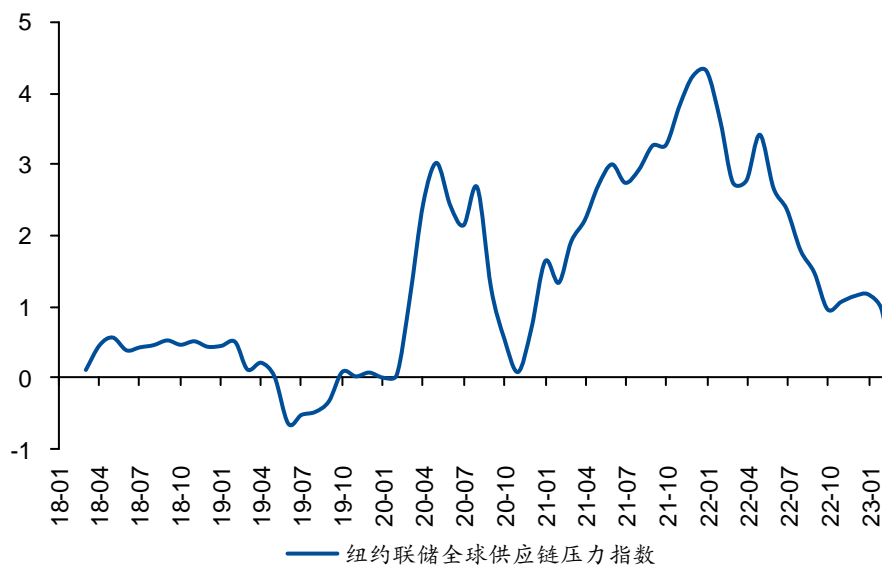


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

供应链压力缓解

另一个关于通胀的好消息，则是来自于供应链的通胀压力出现了显著的下落。由纽约联储发布的全球供应链压力指数在近期跌入了“负数”区间，这在很大程度上表现出美联储的通胀治理工作从“双拳难敌四手”转为了“定向爆破”。

图 4：来自供给侧的通胀压力大幅缓解



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

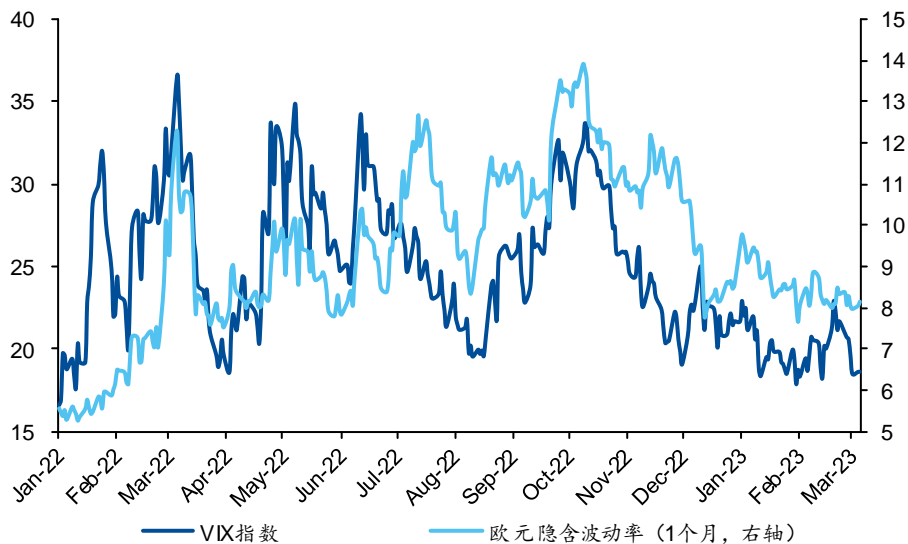
这一指数由纽约联储利用各国制造业采购经理人指数（PMI）中的供应商交付时间、未完成订单、购买库存等细项，搭配航运、空运价格等，衡量全球供应链的供给面状况。由于此前全球供应链持续紧张、加上地缘政治冲突不断，来自供给侧的通胀压力、加上劳动力市场火爆带来的需求压力，让美联储有点喘不过气来。但随着全球供应链压力的缓解，美联储的核心工作将转为“需求侧”，即耐心等待劳动力市场的紧张局面出现一定程度的缓和。

宏观波动率下降

伴随着加息的持续加码，美国经济是否会如预期陷入“衰退”，市场仍然没有令人信服的结论。但从一些市场和预期指标来看，海外市场的宏观波动率在近期出现了进一步的企稳下降。这也意味着海外投资者在一定程度上搁置了对于“衰退”的争议，也开始逐步适应新的通胀和利率环境。

市场观测全球宏观波动率的主要指标之一是 VIX 指数，从这一指数的实际走势来看，从去年 11 月开始，其整体走势就呈现出明显的下行趋势。与此同时，反映汇率波动率的主要指标之一——欧元兑美元的隐含波动率也开始呈现出同步下行。从这两个反映金融市场的主要波动率指标来看，市场的风险偏好从去年第四季度起就开始改善。这与新兴市场的主要股指的走势也大体一致。

图 5：海外宏观波动率持续下降



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

整体而言，来自于海外市场的宏观冲击开始出现趋缓的迹象，这表明市场已经逐步适应新的通胀和利率环境。因此，尽管鲍威尔给出了相对鹰派的表述，同时美国整体通胀出现了结构性抬升，但美国的通胀并未出现失控的迹象。相反，市场给出的通胀预期仍然处于稳定，这对于美联储完成其货币政策目标而言十分重要。与此同时，海外市场的整体宏观波动率也稳中有降。所以，美国的整体通胀率和利率的抬升将逐步被市场适应并消化，整体海外宏观环境并未出现恶化的迹象，因此对于资产价格不会产生长期的负面冲击。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、顺丰房托(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)、东莞农商银行(09889.HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的阜博集团 (03738 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、360数科-S (03660 HK)、中国外运-H 股 (00598 HK)、交通银行-H 股 (03328 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、金山软件 (03888 HK)、新创建集团 (00659 HK)、商汤-W (00020 HK)、中国有色矿业 (01258 HK)、乐享互动 (06988 HK)、广汽集团-H 股 (02238 HK)、中国联通 (02128 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、正荣地产 (06158 HK)、哔哩哔哩-W (09626 HK)、碧桂园 (02007 HK)、雅居乐集团 (03383 HK)、中国奥园 (03883 HK)、龙光集团 (03380 HK)、融创中国 (01918 HK)、新世界发展 (00017 HK)、新天绿色能源 (00956 HK)、建设银行-H 股 (00939 HK)、复星国际 (00656 HK)、中国中免 (01880 HK)、洪九果品 (06689 HK)、科济药业-B (02171 HK)、民生银行-H 股 (01988 HK)、协鑫新能源 (00451 HK)、周大福 (01929 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、金融街物业 (01502 HK)、国美零售 (00493 HK)、中海物业 (02669 HK)、奥园健康 (03662 HK)、金科服务 (09666 HK)、雅生活服务 (03319 HK)、甘肃银行 (02139 HK)、兖矿能源 (01171 HK)、滨海投资 (02886 HK)、华南城 (01668 HK)、中国旭阳集团 (01907 HK)、移卡 (09923 HK)、威高股份 (01066 HK)、中梁控股 (02772 HK)、四环医药 (00460 HK)、东方证券-H 股 (03958 HK)、中广核电力-H 股 (01816 HK)、中广核新能源 (01811 HK)、中广核矿业 (01164 HK)、江苏宁沪高速公路 (00177 HK)、药明康德 (02359 HK)、泉峰控股 (02285 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、奈雪的茶 (02150 HK)、小米集团-W (01810 HK)、旭辉永升服务 (01995 HK)、中石化冠德 (00934 HK)、中石化炼化工程-H 股 (02386 HK)、上海石油化工股份 (00338 HK)、中国石油化工股份-H 股 (00386 HK)、泡泡玛特 (09992 HK)、晨鸣纸业 (01812 HK)、理文造纸 (02314 HK)、思摩尔国际 (06969 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团 (00992 HK)、中国移动-H 股 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、长城汽车-H 股 (02333 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、快手-W (01024 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、中信証券-H 股 (06030 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、比亚迪股份-H 股 (01211 HK)、建设银行-H 股 (00939 HK)、工商银行-H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行-H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安-H 股 (02318 HK)、中国人寿-H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、国药控股-H 股 (01099 HK)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团-W (03690 HK)、中国铁塔-H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、龙光集团 (03380 HK)、中国奥园 (03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com