



周浩

+852 2509 7582

[hao.zhou@qtias.com.hk](mailto:hao.zhou@qtias.com.hk)

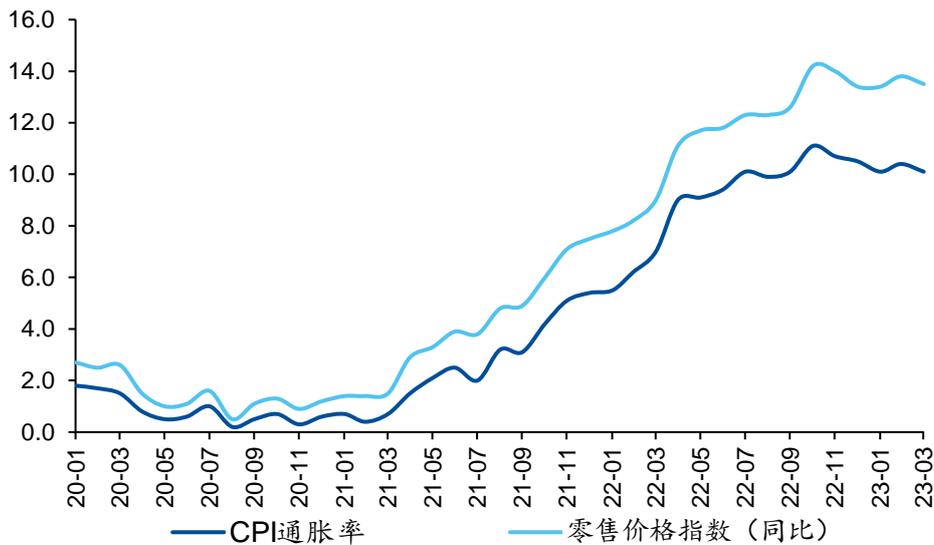
孙英超

+852 2509 2603

[billy.sun@qtias.com.hk](mailto:billy.sun@qtias.com.hk)

## 欧美：发酵的“类滞胀”

### 英国同比通胀率稳守两位数



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

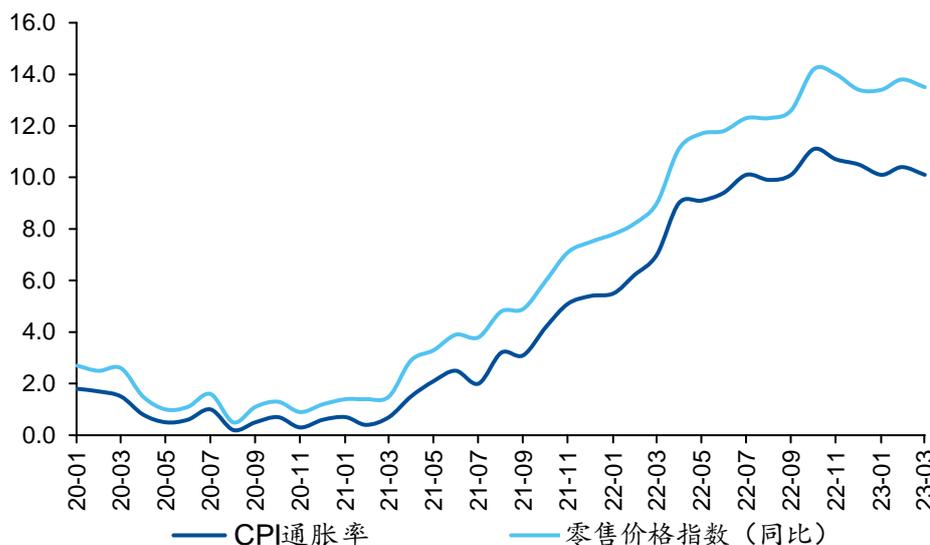
- 在一片看似平静祥和中，英国3月通胀数据突然爆表——这打破了市场脆弱的平衡。市场开始纷纷调升对于未来英国央行加息的路径和频率。
- 英国通胀数据显示，3月通胀环比上升0.8%，超出市场预期的0.5%；与此同时，零售价格指数环比上升0.7%，PPI价格指数环比上升0.1%，均高于市场预期约0.2个百分点。英国的同比通胀率继续保持两位数，这让加息到5%（目前为4.25%）也看似不遥远。
- 有意思的是，美元开始突然走强，这背后是美国加息预期的抬升，更可能是因为降息预期开始明显降温。
- 市场的无数疑问在这一瞬间开始迸发，而情绪其实已经酝酿许久。股票市场没有因为欧美银行业危机而出现调整，甚至不断攀升，让市场担心未来的货币政策持续紧缩而非宽松的可能性。
- 近期美国经济和财报数据频频好于预期，这也让市场担忧第一季度美国GDP会好于预期。而密歇根大学通胀预期超预期上行、圣路易斯联储主席“鹰王”布拉德不断给出令人烦扰的言论，已经让很多不安开始酝酿。
- 衰退预期不断增强的背景下，欧美经济数据似乎并没有完全指向衰退，却更像是一种“高通胀，低增长”的态势。换言之，市场希望的一次性出清似乎仍然难以出现，这种状况有些“类滞胀”，但从资本市场的表现来看，市场却似乎越来越适应这样的“类滞胀”。

## 英国通胀爆表

一边是高高的通胀，一边是高高的股市。股市可能不会传导通胀，但股市却让市场很难形成降息预期。英国通胀再度爆表，成为了引发市场担忧的又一个导火索。

本周英国通胀数据显示，3月通胀环比上升0.8%，超出市场预期的0.5%；与此同时，零售价格指数环比上升0.7%，PPI价格指数环比上升0.1%，均高于市场预期约0.2个百分点。

图 1：英国通胀爆表



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

英国通胀的再度超预期上行，似乎让市场发现一个问题，即本来市场认为英国加息已经行将结束，但通胀的再度高企似乎意味着加息仍然是一个未完成时。在3月通胀数据公布前，市场预期英国央行即将完成加息，5月是否加息仍然存在疑问，而通胀数据公布后，市场立刻调整了预期。此前认为不会加息的，改为倾向于加息25个基点，而此前认为会加息25个基点的，则上调幅度或者频率。换言之，市场本来觉得很笃定的事情，一下变得确定性降低了。

## 加息预期再度上行

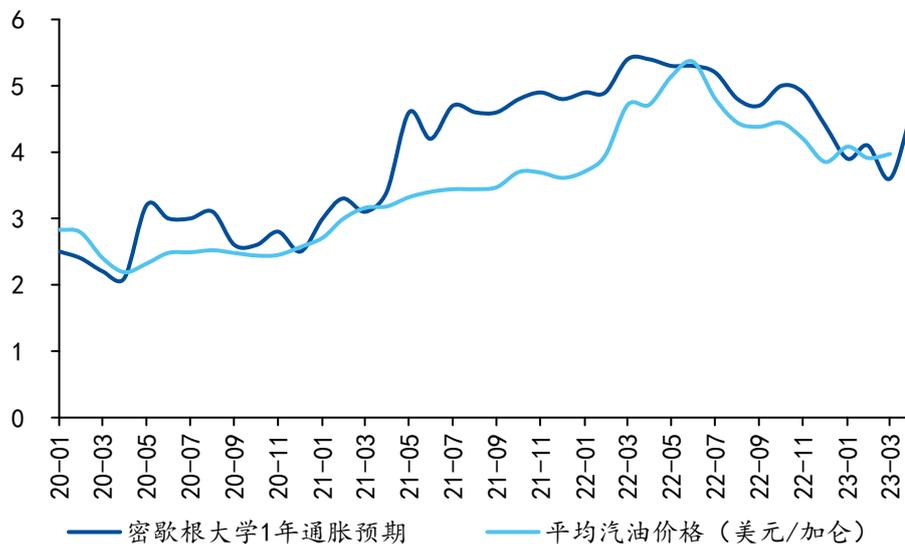
如果说英国通胀数据引爆了一个新的火药桶，事实上，市场累积的关于利率上行的火药，在过去一两周已经在不断加码。

首先，硅谷银行和瑞士信贷事件后，欧美股市很快恢复了上行的动力，这让很多人觉得费解。但至少有一点是确定的，如果通胀上行，金融条件仍然宽松（因为股市在上涨），那么降息的可能性就变得越来越低。与此同时，加息预期再度抬头，似乎还没看到终点。

市场的预期本身就在不断调整，但往往导致天平变动的只是一个极致的超预期，英国CPI就是如此。就像一场NBA比赛，在比赛的最后一刻被“打四分”拖进加时。

但在英国通胀超预期之外，美国此前公布的密歇根大学通胀预期再度上行，以及圣路易斯联储主席、号称“鹰王”的布拉德频发鹰派言论，都成为了让市场预期转向的砝码。

图 2：美国通胀预期再度抬头

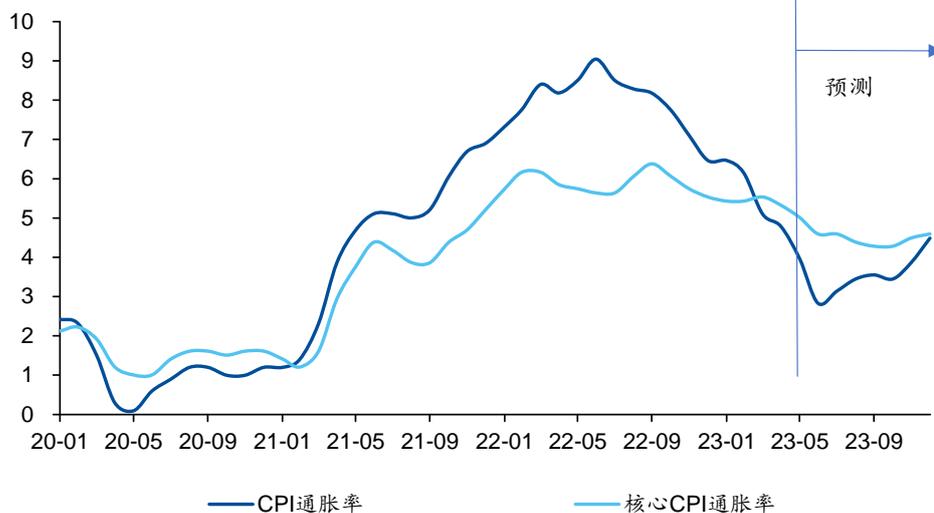


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

### 欧美陷入“类滞胀”

到了这个时点，市场会难以确定美联储下一步的动作，市场似乎已经看到了胜利的曙光，但英国的通胀超预期，让市场担心以下几个问题：首先，美国的通胀会不会再度上行。答案是美国通胀大概率会趋势下行，但核心通胀很难快速下行，在英国通胀爆表前，市场看到的是前者，但在英国通胀数据公布后，市场开始担心后者。

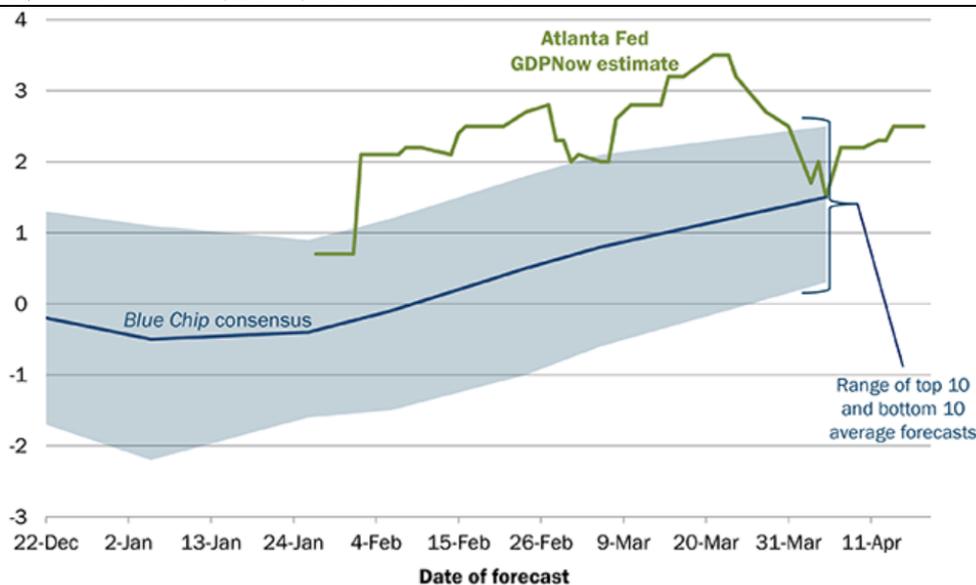
图 3：美国CPI预测



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

第二，美国第一季度 GDP 会不会超预期，答案是有可能。在众多美国银行公布了超预期的财报后，市场必须要考虑美国第一季度 GDP 超出 2% 的可能性。加上近期公布的一系列美国数据好于预期，市场不得不担心美联储再度抛出一些“偏鹰”言论。

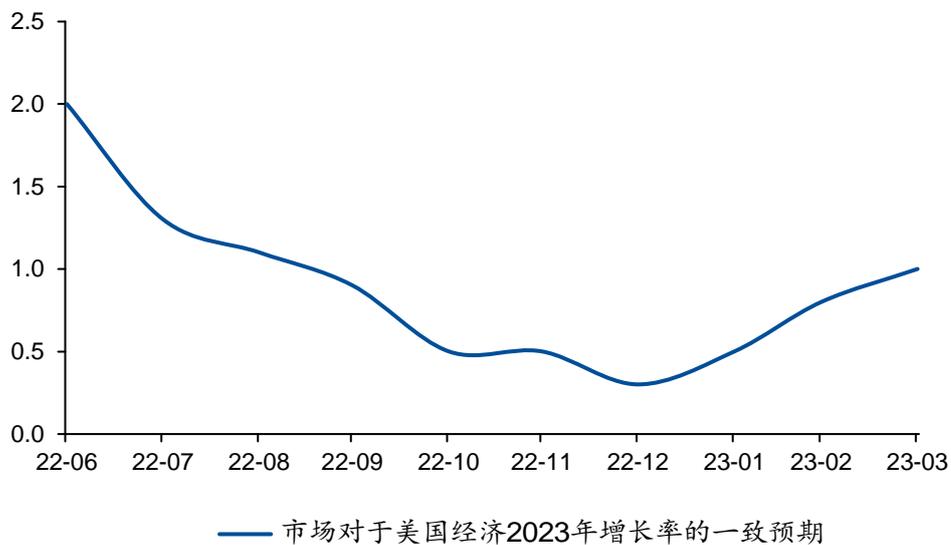
图 4: GDPNow再度上修美国GDP预测值



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

第三，市场期待的“完美风暴”何时到来？衰退预期不断增强的背景下，经济数据似乎并没有完全指向衰退，却更像是一种“高通胀，低增长”的态势。与去年底相比，市场对于美国经济增速的预期出现了大约 0.5 个基点的抬升。这似乎也印证着美国经济是否会陷入衰退，在一定程度上仍然是一个难以确认时点和幅度的风险事件。

图 5: 市场对于美国经济的预期有所抬升



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

总而言之，市场希望的一次性出清似乎仍然难以出现，这种状况有些“类滞胀”，但从资本市场的表现来看，市场却似乎越来越习惯于这样的“类滞胀”。结果，政策无法完全搞定通胀，经济也难以快速滑落，不断累积的金融风险也暂未指向全面危机。各种因素纠缠在一起，是一种“得过且过”，也是一种“各自安好”。

### 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	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

### 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	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

### 利益披露事项

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 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的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

### 免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 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