



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

了解美国通胀结构有助于判断美国利率走向

农银国际研究部主管陈宋恩

2023年7月13日



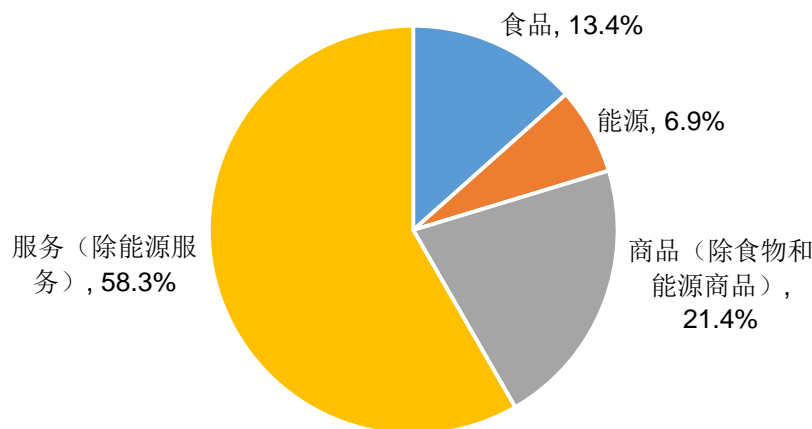
了解美国通胀结构有助于判断美国利率走向

影响美联储货币政策主导因素。 通货膨胀率和失业率影响美联储的货币政策决策，进而影响全球金融市场和资本市场。自 2022 年 3 月至 2023 年 6 月，美联储已将联邦基金利率上调 500bp，但失业率仍稳定在 3.4-3.7% 的窄幅区间，低于美联储预期今年第四季度 4.1% 的失业率或也低于长期目标 4.0% 的失业率。从美国最新失业率趋势和美联储对失业率容忍度来看，失业率不是美联储货币政策首要应付款项，通胀率应是影响美联储今年下半年货币政策的主导因素。有多种金融工具，例如国债通胀保护证券（TIPS），可以跟踪市场中长期预期通胀率。然而，TIPS 市场并没有告诉市场参与者为什么会有这种通胀预期以及预期是否可靠。

为了更好地判断美联储的货币政策，市场参与者必须更好地了解美国通胀结构和趋势。为了说明起见，我们选择高频通胀率统计数据——CPI 作为参考。我们理解一些投资者也将 PCE（个人消费支出价格指数）物价指数作为参考通胀率。每月月度 CPI 通胀率比 PCE 通胀率早两周发布。因此，CPI 公布后，全球金融和资本市场将立即做出反应。此外，从统计上看，中长期的 CPI 和 PCE 高度相关。所以，CPI 也是追踪 PCE 的一个很好的参数。

CPI 通常由多种消费品和服务项目组成。 从投资者的角度来看，更重要的是要了解哪些主导项目的价格变化会对 CPI 通胀率产生显著影响。

图 1：美国 CPI 结构权重



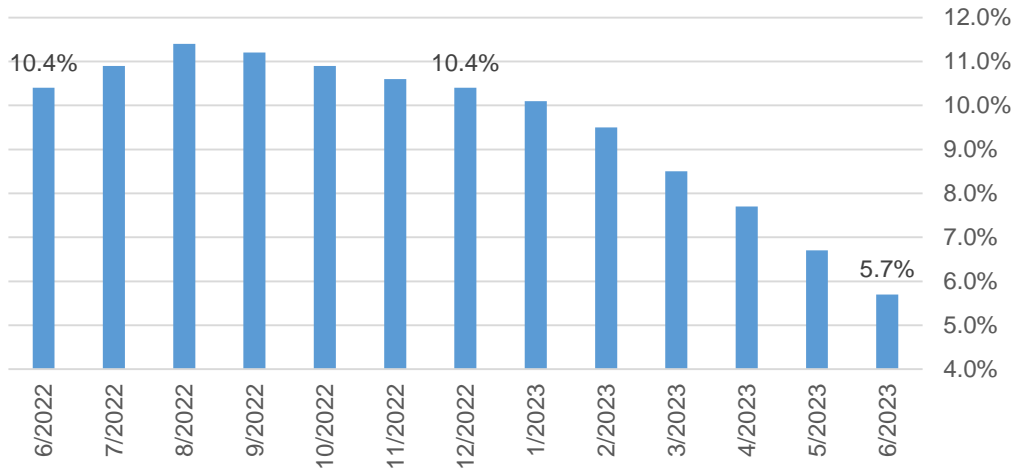
来源：美国劳工部、农银国际证券

主导美国 CPI 结构特点

一、食品在美国 CPI 中的权重约为 13.4%。在中国，食品烟酒占 CPI 的权重约为 28%。食品在美国 CPI 中的比重约为中国 CPI 的一半。因此，与中国相

比，美国 CPI 对食品价格变化的敏感度较低。美国食品 CPI 已从 2022 年 9 月的 11.2% 下降至 2022 年 12 月的 10.4%、2023 年 3 月的 8.5% 和 2023 年 6 月的 5.7%。食品通胀压力呈下降趋势。由于食品通胀压力有所缓解且权重不高，食品价格不会成为影响下半年通胀的主导因素。

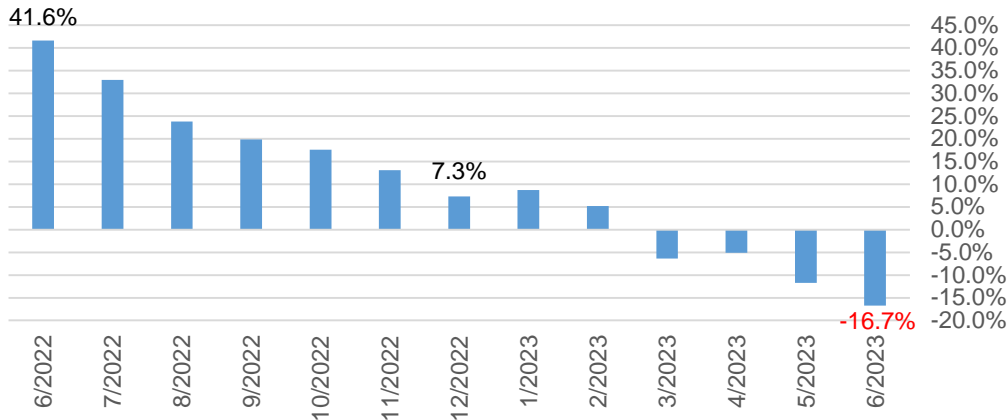
图 2：食品 CPI 同比变化



来源：美国劳工部、农银国际证券

二、**汽车燃料、电力、燃气等能源价格占美国 CPI 权重约 7%**。与食品权重相比，由于能源价格权重较低，美国 CPI 对能源价格变化的敏感度应该较低。然而，2022 年和 2023 年上半年能源价格的大幅波动让市场产生了能源价格是通胀主要原因的印象。2022 年 2 月俄罗斯与乌克兰冲突爆发，推高了去年第二季度和第三季度的原油价格。原油价格在去年 6 月至 7 月达到顶峰，此后开始下降。因此，由于去年同期的高基数效应，今年二、三季度原油价格将出现同比大幅下滑。今年 6 月末，美国 WTI 原油价较去年 6 月高点低近 42%。能源 CPI 从去年的通胀周期转向今年的通缩周期。2022 年 6 月能源 CPI 为 41.6%，2022 年 9 月为 19.8%，2022 年 12 月为 7.3%，2023 年 3 月转向为 -6.4%，2023 年 6 月为 -16.7%。能源价格 CPI 通缩有助于拖低二季度总体 CPI，但由于其 CPI 权重不高，且高基数效应也在减弱，因此三季度能源价格 CPI 通缩的边际效应将会减弱。

图 3：能源 CPI 同比变化

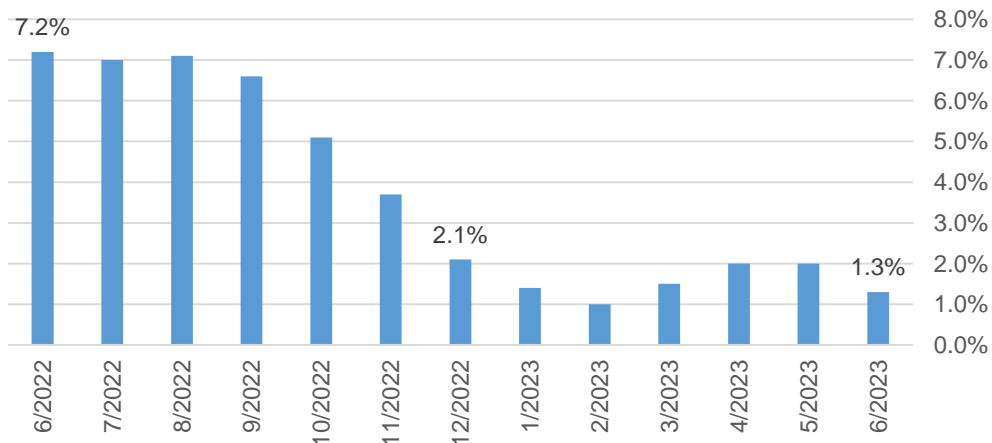


来源：美国劳工部、农银国际证券

三、**食品和能源合计，这两类价格约占美国 CPI 总权重 20%左右。**CPI 不仅反映了通货膨胀压力，而且 CPI 项目的权重也反映了当地消费者支出的比例。在美国，大多数消费者将 20%的支出花在食品和能源上；换句话说，他们 80%的支出花在其他项目上。因为，消费者能够在非食品和非能源商品和服务上花费更多。非食品、非能源消费对总体通胀压力的影响更为重要。

四、**剔除食品和能源的消费商品价格占美国 CPI 总权重约 21%，上半年该类通胀压力已大幅减轻。**非食品和能源的消费商品 CPI 已从 2022 年 6 月的 7.2% 降至 2022 年 9 月的 6.6%、2022 年 12 月的 2.1%、2023 年 3 月的 1.5%和 2023 年 6 月的 1.3%。今年第二季度该类别的通胀率稳定在 2%左右。如果非食品和能源的消费商品通胀率在第三季度或下半年持续 2%左右下去，这一类别商品将导致 CPI 上涨约 0.4 个百分点。简单来说，该类别不会是下半年推升通胀或拖累通胀率的主要原因。

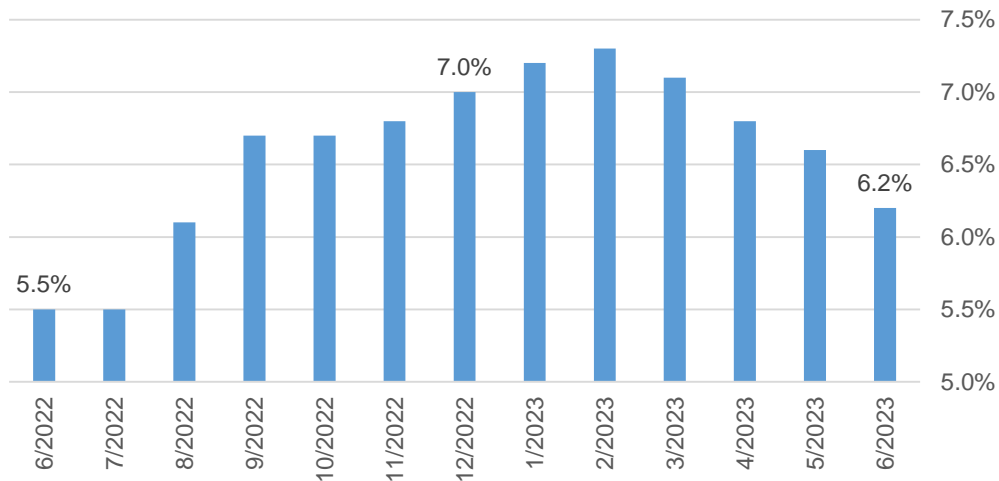
图 4：商品（除食物和能源商品）CPI 同比变化



来源：美国劳工部、农银国际证券

五、不包括食品和能源的服务价格约占美国 **CPI** 权重约 **58%**。鉴于该类别在 **CPI** 中的权重较大，服务价格始终是通胀压力的主要原因。由于租金通胀压力较大，今年第二季度服务业 **CPI** 略有回落，但仍处于高位。服务业 **CPI** 从 2022 年 9 月的 6.7% 升至 2022 年 12 月的 7.0%、2023 年 3 月的 7.1% 和 2023 年 6 月的 6.2%。

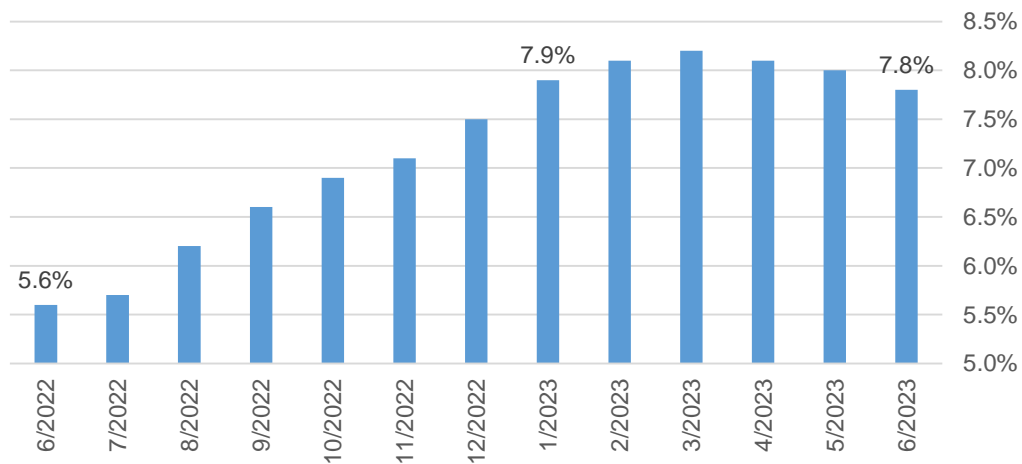
图 5：服务（除能源服务）CPI 同比变化



来源：美国劳工部、农银国际证券

六、租金价格的 **CPI** 权重超过了食品、能源和商品的权重。在服务价格类别中，大约 60% 权重是住房价格，即租金价格。因此，租金价格约占 **CPI** 总权重的 35%。住房 **CPI** 从 2022 年 6 月的 5.6% 上升至 2022 年 9 月的 6.6%、2022 年 12 月的 7.0%、2023 年 3 月的 8.2% 和 2023 年 6 月的 7.8%。即使下半年住房 **CPI** 稳定在 8% 左右，考虑到其在 **CPI** 中的权重为 35%，它将使 **CPI** 通胀率上升 2.8 个百分点。

图 6：住房租金 CPI 同比变化



来源：美国劳工部、农银国际证券

七、**就业市场状况影响租金通胀**。相对较低的失业率导致在职人员对租赁市场的良好需求。此外，2022 年的高通胀周期导致房子业主要求高租金以补偿生活成本的增加。这些因素导致租金通胀居高不下。

统计数据可以说明美国的就业市场情况

- 6 月失业率 3.6%。自 2022 年 3 月以来至 2023 年 6 月，美联储已将联邦基金利率上调 500bp，美国失业率在 3.5-3.7% 窄幅范围内波动。
- 6 月劳动参与率为 62.6%。2018-19 年平均参与率为 63%，2020-22 年平均参与率为 61.9%。较低的劳动参与率将导致劳动力市场紧张、失业率较低和工资涨幅较高。
- 6 月份平均失业持续时间为 8.7 周，求职者大约需要两个月的时间才能找到新工作。2018-19 年的平均失业持续时间为 9.3 周。2020-22 年的平均失业持续时间为 12.4 周。与过去五年相比，今年求职者需要更短的时间找到新工作。就业前景乐观支撑消费情绪。
- 今年 3 月和 6 月的平均小时工资分别同比增长 4.3%。尽管实际工资因通货膨胀率大幅下降，但名义工资上涨让工人有能力支付上涨的租金。

我们的判断

一、**影响下半年通胀主导因素由食品能源价格转为服务价格**。今年上半年美国 CPI 快速下降，是由于食品价格通胀压力缓解和能源价格通缩周期导致的。下半年，决定通胀走势的主导因素是服务业，尤其是租金，而服务业通胀又对就业市场敏感。容易找到新工作、名义工资增加、食品和能源通胀下降以及消费品通胀压力较低，使得消费者可以在服务上花费更多。这一现象也从美国 PMI 数据中得到体现。自 2022 年 11 月以来，美国 ISM 制造业 PMI 一直低于 50%。6 月份为 46.0%，第二季度平均为 46.7%。美国 ISM 服务业 PMI 自 2023 年 1 月以来一直维持在 50% 以上，6 月份为 53.9%，第二季度平均为 52.0%。在服务业不大幅降温的情况下，下半年通胀率很难大幅快速下降。

二、**美央行将面临应对通胀最困难的部分—核心通胀**。第二季度主要经济体核心通胀率高于总体通胀率。受第二季度能源 CPI 通缩的影响，美国第二季度核心 CPI（即扣除食品和能源项目的通胀）高于总 CPI。这种现象也发生在中国和欧元区。中国通胀和核心通胀率均较低，对抗核心通胀不会是央行的首要任务。如果欧美央行仍将抗击通胀作为下半年的首要任务，那么央行将面临抗击通胀最困难的部分，即压制核心通胀。抑制核心通胀将付出非常高的经济代价和政治代价，因为这涉及到经济的主要部分。风险在于，过于激进的货币措施虽然能够迅速抑制核心通胀，但却会导致经济走上不可逆转的衰退之路。为规避衰退风险，下半年欧美央行或将加大容忍度，让核心通胀用更多时间缓慢下降，以平滑经济波动。

图 7: CPI 和核心 CPI: 核心 CPI 下降速度慢于 CPI

	12/2022	3/2023	4/2023	5/2023	6/2023
美国 CPI	6.5%	5.0%	4.9%	4.0%	3.0%
美国 核心 CPI	5.7%	5.6%	5.5%	5.3%	4.8%
美国 CPI 减核心 CPI	0.8ppt	-0.6ppt	-0.6ppt	-1.3ppt	-1.8ppt
欧元区 CPI	9.2%	6.9%	7.0%	6.1%	5.5%#
欧元区 核心 CPI	5.2%	5.7%	5.6%	5.3%	5.4%#
欧元区 CPI 减核心 CPI	4.0%	1.2ppt	1.4ppt	0.8ppt	0.1ppt
经合组织七国集团 G7 CPI	6.8%	5.4%	5.4%	4.6%	
G7 核心 CPI	5.1%	5.1%	5.2%	5.0%	
G7 CPI 减核心 CPI	1.7ppt	0.3ppt	0.2ppt	-0.4ppt	
中国 CPI	1.8%	0.7%	0.1%	0.2%	0.0%
中国 核心 CPI	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%
中国 CPI 减核心 CPI	1.1ppt	0.0ppt	-0.6ppt	-0.4ppt	-0.4ppt

#: 初步数字

来源: 股价统计局, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, 彭博、农银国际证券

三. 牛熊角力斗争。鉴于今年以来制造业活动疲软, 服务业已成为美国经济的主要推动者, 美联储下半年可能不会采取过于激进的举措来迅速冷却服务业。然而, 这种情况可能不是美国债券持有者最希望的结果, 因为通胀压力的缓慢缓解意味着高利率环境持续, 这对债券价格是一个负面因素。另一方面, 服务业的持续繁荣对股市投资者来说是积极因素。不同的利益相关方可能会公开发声, 向美联储施加压力, 希望其做出有利于其投资立场的决定。

当前市场主要观点

1. “大幅加息后, 美国经济仍具韧性, 仍有加息空间”: 利好股市, 但利空债市。
2. “美国经济衰退风险大幅上升, 利率周期应快见顶或逆转”: 利好债市, 但利空股市。

我们认为, 这两个市场观点并不相互排斥。前一个观点描述的是现状。后一个观点提出了即将到来的期望。因为第一种情况的投资或资产配置策略与第二种情况相反, 风险在于第二种情况可能会晚于预期出现, 债券持有人将承担较高的机会成本。



图 8：美国 CPI 项目（同比变化）

下半年住房租金通胀取代食品和能源成为高通胀的主要原因

	权重	6/2023	5/2023	4/20223	3/2023	12/2022	9/2022	6/2022
食物和能源	20.3%	-1.9%	0.4%	3.4%	3.4%	9.3%	14.4%	22.6%
食品	13.4%	5.7%	6.7%	7.7%	8.5%	10.4%	11.2%	10.4%
能源	6.9%	-16.7%	-11.7%	-5.1%	-6.4%	7.3%	19.8%	41.6%
车用燃料	3.5%	-26.7%	-20.0%	-12.4%	-17.3%	-0.9%	18.8%	60.2%
电	2.5%	5.4%	5.9%	8.4%	10.2%	14.3%	15.5%	13.7%
燃气	0.7%	-18.6%	-11.0%	-2.1%	5.5%	19.3%	33.1%	38.4%
商品（除食物和能源商品）	21.4%	1.3%	2.0%	2.0%	1.5%	2.1%	6.6%	7.2%
新车	4.3%	4.1%	4.7%	5.4%	6.1%	5.9%	9.4%	11.4%
二手车	2.8%	-5.2%	-4.2%	-6.6%	-11.2%	-8.8%	7.2%	7.1%
其它	14.3%	1.7%	2.3%	2.5%	2.4%	3.9%	5.6%	6.0%
服务（除能源服务）	58.3%	6.2%	6.6%	6.8%	7.1%	7.0%	6.7%	5.5%
住房租金	34.7%	7.8%	8.0%	8.1%	8.2%	7.5%	6.6%	5.6%
主要住宅租金	7.6%	8.3%	8.7%	8.8%	8.8%	8.3%	7.2%	5.8%
业主等值租金	25.5%	7.8%	8.0%	8.1%	8.0%	7.5%	6.7%	5.5%
离家住租金等	1.6%	5.5%	4.7%	4.8%	8.6%	2.7%	1.5%	6.3%
其它	23.6%	3.9%	4.6%	4.9%	5.5%	6.3%	6.8%	5.4%
机票	0.6%	-18.9%	-13.4%	-0.9%	17.7%	28.5%	42.9%	34.1%
所有项目 CPI	100.0%	3.0%	4.0%	4.9%	5.0%	6.5%	8.2%	9.1%

来源：美国劳工部、农银国际证券

权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司
 电话：(852)21478863