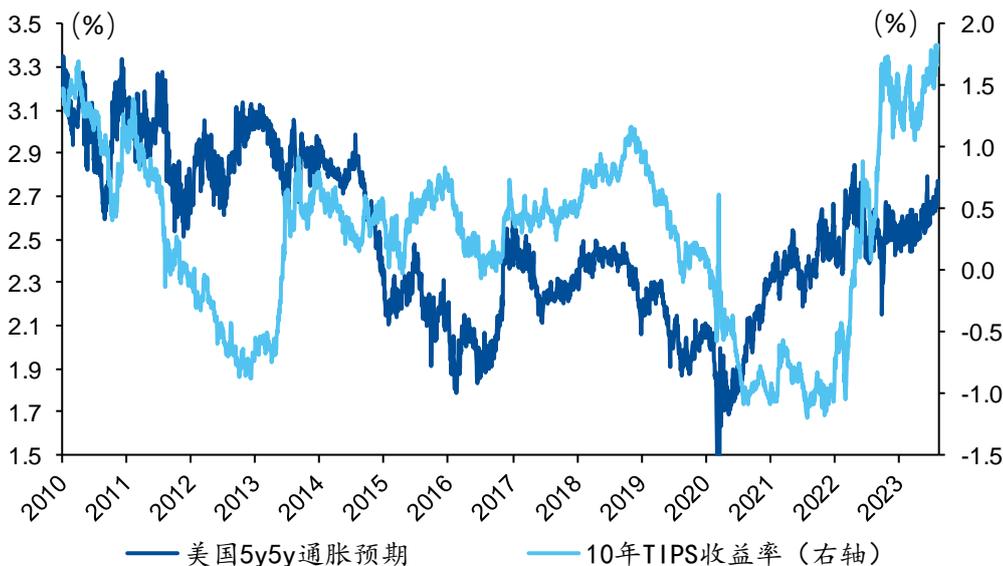




美国：通胀预期为何出现“背离”？

金融市场在重新定价美国长期通胀



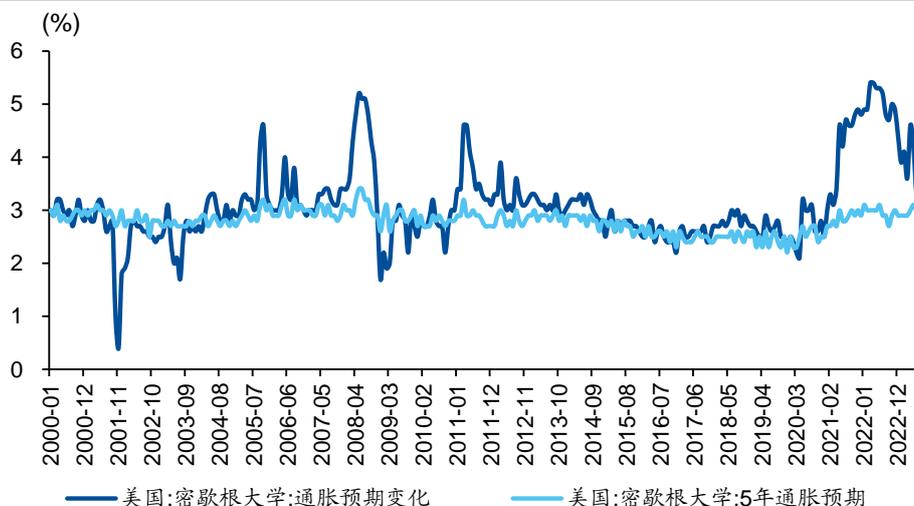
数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

- 近期美国的消费者调查类通胀预期出现了显著的下行趋势，这也被市场认为是美国经济可能实现“软着陆”的一个标志。
- 以市场最为关注的密歇根大学通胀预期指标为例，最新数据显示，美国8月份消费者1年期通胀率预期重返3.3%，较7月的3.4%下降了0.1个百分点，为2021年4月以来的最低读数。
- 但与此同时，金融市场定价的消费者通胀预期却开始出现抬升的迹象。具体而言，隔夜美国10年期通胀保值债券（TIPS）收益率升至1.827%，创2009年以来新高。金融市场另一个关注的5y5y通胀预期指标也在近期一路上行，并接近2015年以来的最高点。
- 金融市场通胀预期上行的最重要原因，是近期长端美债收益率的显著上行。推动金融市场通胀预期上行的因素，导火索是惠誉下调美国主权评级的同时，债券供给压力开始短期抬升，但更加关键的因素是，市场开始重新定价美国长期的通胀走势。
- 市场的通胀预期上行，但消费者的预期下行，似乎给美联储的货币政策带来了新的麻烦。但事实上，美联储一直给出的信号是通胀将长期处于高位，治理通胀也将需要很长的时间。
- 总体而言，金融市场在过去一段时间内对美国的通胀走势估计出现了偏差，但金融市场的强大调节能力也是其效率的一部分。预期管理仍然将是美联储的重要工作，无论是消费者的预期还是金融市场的预期。

消费者通胀预期开始降温

近期美国的消费者调查类通胀预期出现了显著的下行趋势，这也被市场认为是美国经济可能实现“软着陆”的一个标志。以市场最为关注的密歇根大学通胀预期指标为例，最新数据显示，美国8月份消费者1年期通胀率预期重返3.3%，较7月的3.4%下降了0.1个百分点，为2021年4月以来的最低读数，也低于市场预期的3.5%。消费者5至10年期的长期通胀率预期录得2.9%，也较前一个月下降了0.1个百分点，市场原先预期认为会维持在3%。

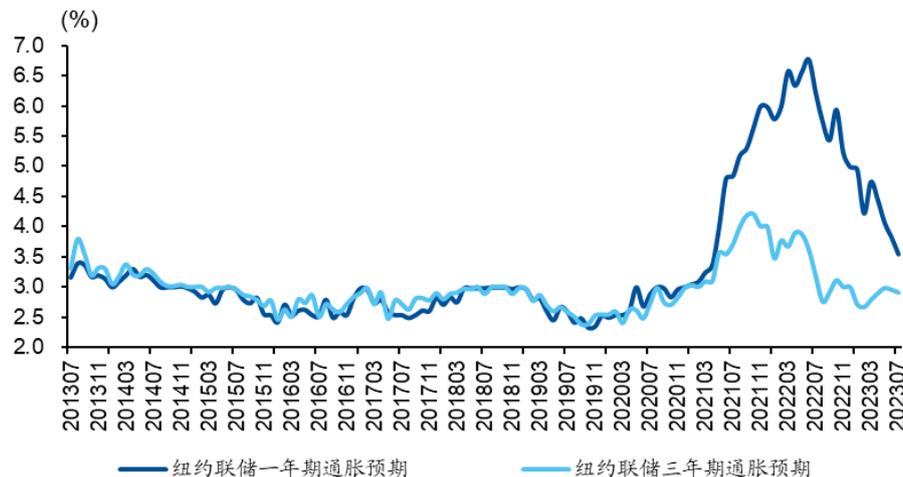
图 1：密歇根大学通胀预期明显回落



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

另一个受到关注的纽约联储的消费者预期月度调查显示，美国消费者一年期通胀预期从6月份的3.8%降至7月份的3.5%，为2021年4月以来的最低水平。具体来看，7月份三年期通胀预期为3%，6月份为2.9%；7月份五年期通胀预期为3%，6月份为2.9%；7月份房价预期涨幅从6月份的2.9%降至2.8%；7月租金价格预期涨幅为2021年1月以来最低。

图 2：租金稳定也开始引导通胀预期回落

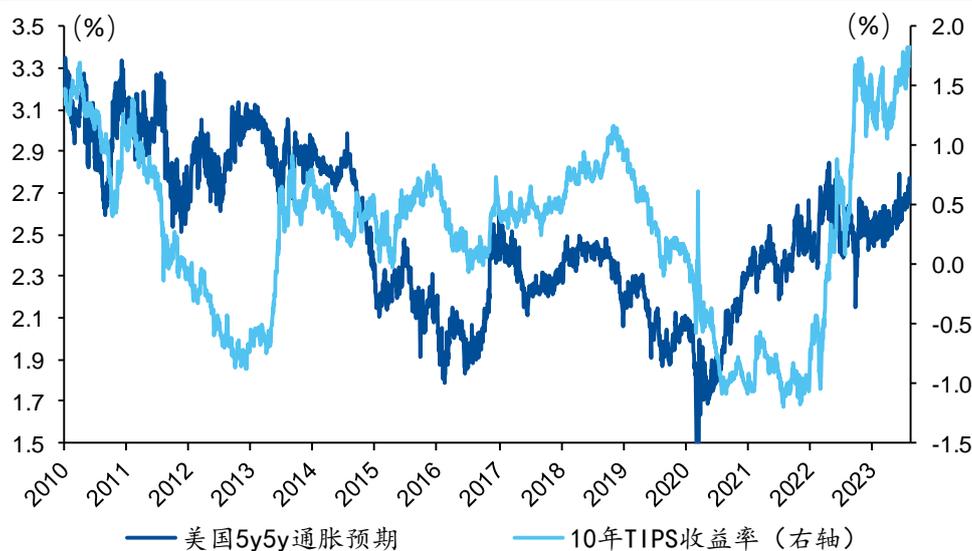


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

金融市场通胀预期却开始升温

但与此同时，金融市场定价的消费者通胀预期却开始出现抬升的迹象。具体而言，隔夜美国 10 年期通胀保值债券（TIPS）收益率升至 1.827%，创 2009 年以来新高。金融市场另一个关注的 5y5y 通胀预期指标也在近期一路上行，并接近 2015 年以来的最高点。

图 3：金融市场的通胀预期却开始上行



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

金融市场通胀预期上行的最重要原因，是近期长端美债收益率的显著上行，以美国 10 年国债收益率为例，隔夜 10 年美债收益率盘中突破 4.2% 的心理关口。从硅谷银行爆雷以来，美国 10 年国债收益率上行了大约 80 个基点，趋势上来看，已经基本站稳了 4% 的关口。

推动金融市场通胀预期上行的因素，导火索是惠誉下调美国主权评级的同时，债券供给压力开始短期抬升，但更加关键的因素是，市场开始重新定价美国长期的通胀走势。在近期的很多市场评论中，我们也看到有更多分析认为降息可能带来通胀的再度上行——换言之，投资者心中的一直较为稳固的通胀预期开始出现松动。

美联储仍将重视预期管理

市场的通胀预期上行，但消费者的预期下行，似乎给美联储的货币政策带来了新的麻烦。但事实上，美联储一直给出的信号是通胀将长期处于高位，治理通胀也将需要很长的时间。即使近期的很多数据都开始指向“软着陆”的可能，但美联储仍然坚持认为仍需要在较长时间内关注通胀问题。相信今年的 Jackson Hole 会议上，鲍威尔仍将就这一议题进行阐述，以稳定市场对于长期货币政策和通胀的预期。

对于债券市场而言，近期的利率上行更像是一个“补课”，快速的 catch up 在短期可能带来心理层面的冲击，但利率曲线的正常化以及对于中长期通胀展望形成一个共识，并与消费者通胀预期保持大致的平衡，并不

是一件坏事。总体而言，金融市场在过去一段时间内对美国的通胀走势估计出现了偏差，但金融市场的强大调节能力也是其效率的一部分。预期管理仍然将是美联储的重要工作，无论是消费者的预期还是金融市场的预期。

2023年8月15日

宏观研究报告

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