



## 宏观研究报告

2023年9月15日

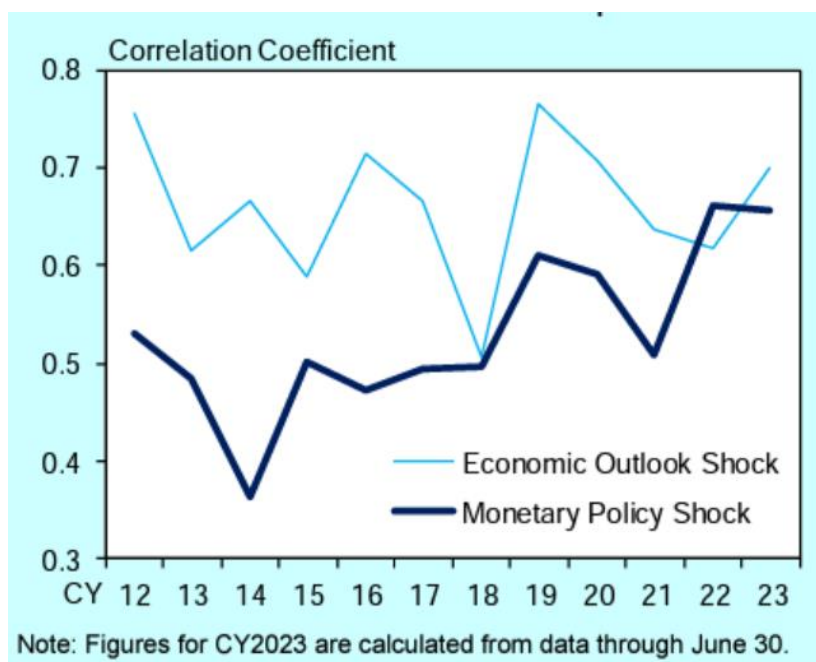
周浩

+852 2509 7582

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

## 欧央行按下“加息”休止符，美联储会跟么？

对货币政策的看法会在美欧之间传播



数据来源：日本央行，国泰君安国际

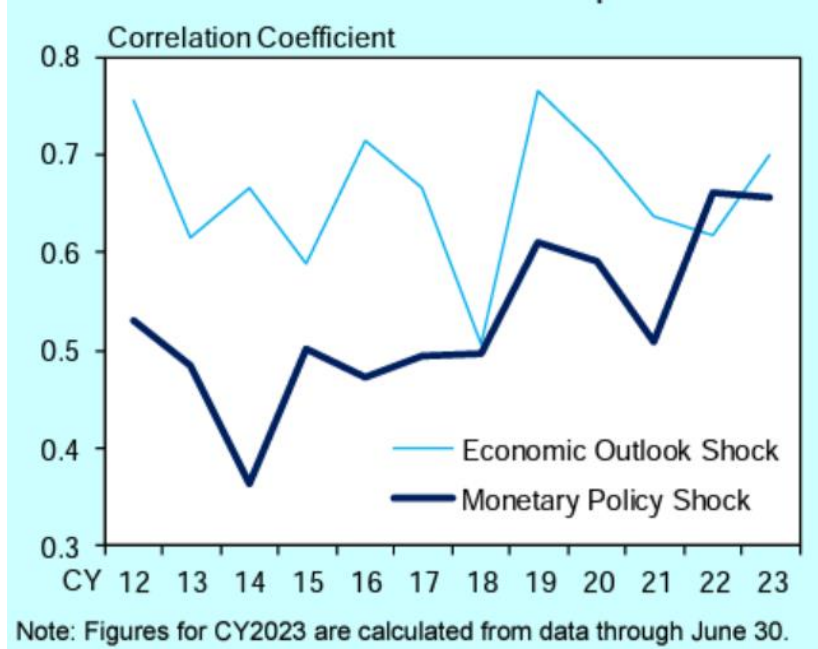
- 欧洲央行超预期加息 25 个基点，但会后声明却显示，欧洲央行很可能已经完成了加息进程。欧洲央行表示：“根据目前的评估，欧洲央行执行委员会认为，目前的政策利率已经达到了可以让通胀回归目标的水平。”
- 欧洲央行的“鸽派加息”是否会影响到美联储在下周议息会议的决定，将成为市场的下一个焦点。我们倾向于认为，美联储仍然会独立决策，但从近期的市场表现来看，美欧两地的金融市场的相关性正在逐步上升。
- 伴随着欧洲央行的“变调”，市场会越来越倾向于认为美联储的政策紧缩周期已经进入尾声。短期而言，美国的通胀仍然会是市场关注的焦点，目前影响通胀的主导因素是以下几个：一是油价反弹；二是罢工影响下二手车价格短期回暖；三是后续医疗通胀底部回升。
- 在这种情形下，美国年内的通胀下行速率仍将较为缓慢。我们认为年内核心通胀跌破 4% 的概率并不高，但相对而言，核心通胀超预期上行的概率更小，基于此，美联储货币政策大幅加码的概率也同样不高。我们认为更大的可能性是在更长时间内保持较高利率。
- 在这种情形下，在可预见的时间内，边际上市场反而需要关注可能让货币政策偏鸽的信号。考虑到长端利率受到各种不确定性因素的影响更多，短端利率下行的概率会更大。对于人民币汇率而言，美欧货币政策紧缩周期进入尾声，也意味着外部环境变得相对友好。

欧洲央行超预期加息 25 个基点，但会后声明却显示，欧洲央行很可能已经完成了加息进程。欧洲央行表示：“根据目前的评估，欧洲央行执行委员会认为，目前的政策利率已经达到了可以让通胀回归目标的水平。”  
(Based on its current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target)

这样的一份声明点燃了市场对于欧洲央行已经结束加息的预期。与此同时，由于近期欧洲经济数据表现不佳，欧洲央行也顺势下调了经济增速预测，并略微调高了近端的通胀预测。

欧洲央行的“鸽派加息”是否会影响到美联储在下周议息会议的决定，将成为市场的下一个焦点。我们倾向于认为，美联储仍然会独立决策，但从近期的市场表现来看，美欧两地的金融市场的相关性正在逐步上升。日本央行最新的工作论文显示，去年以来通胀成为市场主题，在经济和物价指标尤其是 CPI 公布时，利率和股价波动幅度有所扩大。此外，近期美国公布的 CPI 在一定程度上也对欧洲市场产生了影响，这表明市场参与者对货币政策的观点变化很容易在美国和欧洲之间传播。(BOJ Review: Recent Characteristics of Long-Term Interest Rates and Stock Prices in the United States and Europe: with a Focus on the Effects of Increased Attention to Inflation Indicators, September 2023)

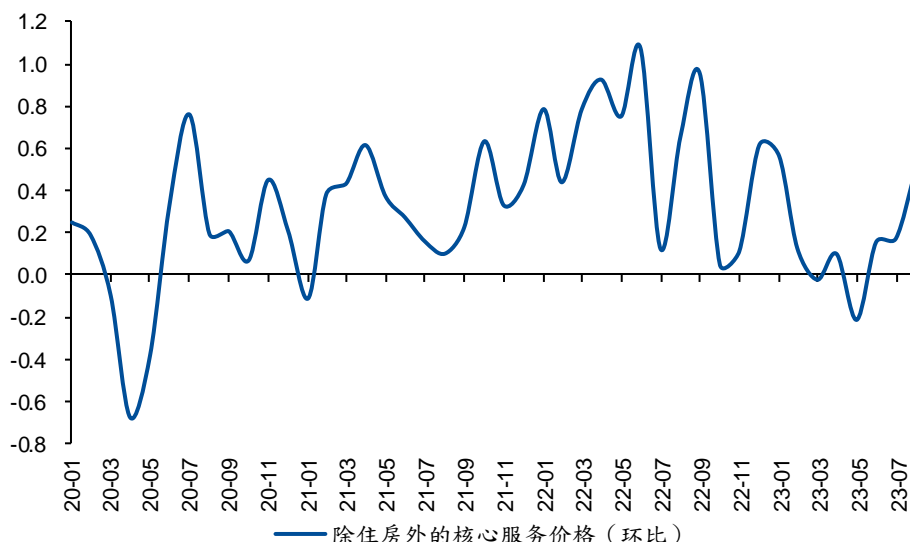
图 1: 投资者对于货币政策的看法会在美欧之间传播



数据来源: 日本央行, 国泰君安国际

从这个角度而言，我们有理由相信，伴随着欧洲央行的“变调”，市场会越来越倾向于认为美联储的政策紧缩周期已经进入尾声。短期而言，美国的通胀仍然是市场关注的焦点，目前影响通胀的主导因素是以下几个：一是油价反弹；二是罢工影响下二手车价格短期回暖；三是后续医疗通胀底部回升。(详细分析请见附录)

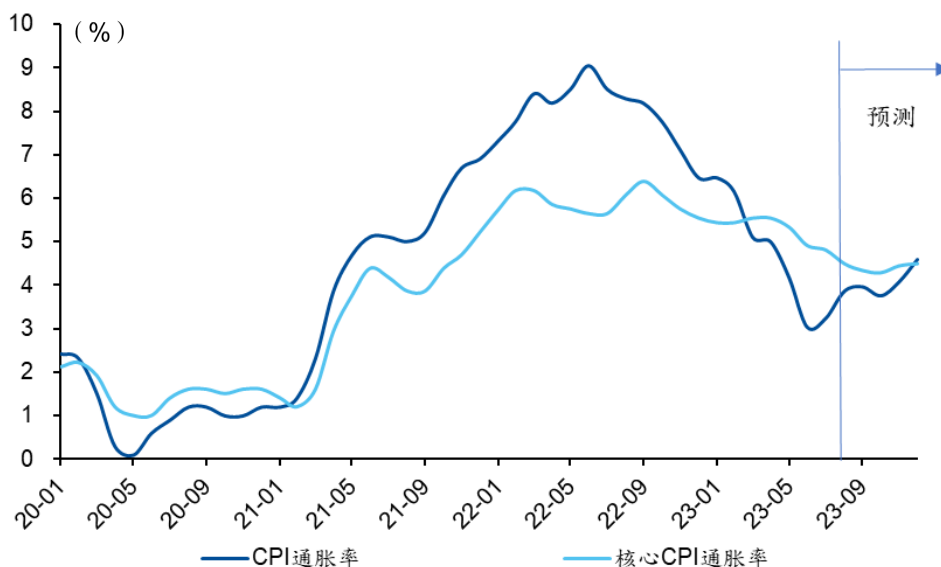
图 2: 美国核心通胀再度升温



数据来源: Wind, 国泰君安国际

在这种情形下，美国年内的通胀下行速率仍将较为缓慢，我们认为年内核心通胀跌破4%的概率并不高，但相对而言，核心通胀超预期上行的概率更小，基于此，美联储货币政策大幅加码的概率也同样不高。我们认为更大的可能性是在更长时间内保持较高利率。在这种情形下，在可预见的时间内，边际上市场反而需要关注可能让货币政策偏鸽的信号。考虑到长端利率受到各种不确定性因素的影响更多，短端利率下行的概率会更大。对于人民币汇率而言，美欧货币政策紧缩周期进入尾声，也意味着外部环境变得相对友好。

图 3: 美国核心通胀年内仍将保持在4%左右



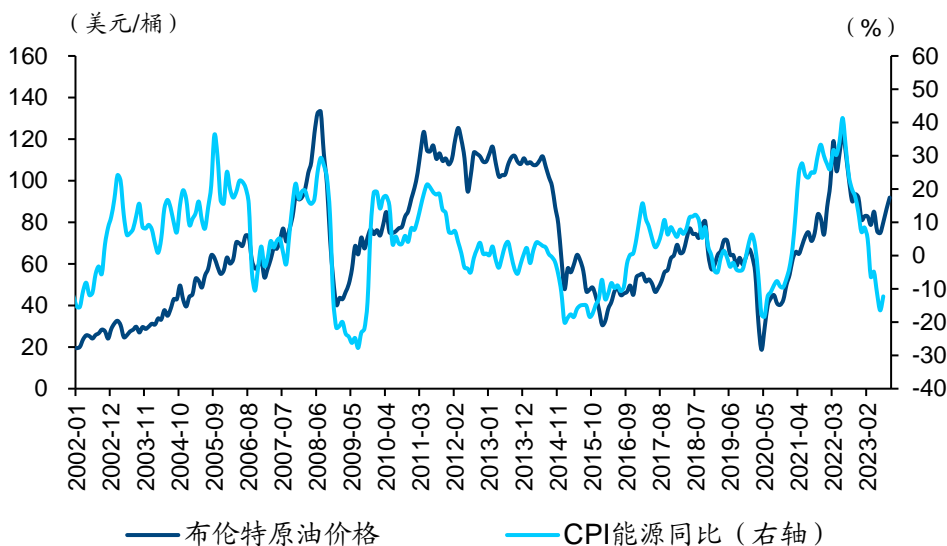
数据来源: Wind, 国泰君安国际

## 附录：短期影响美国通胀的几点因素

### 因素一：油价反弹将带来通胀上行压力

全球油价大幅回升，驱动能源通胀，并向其他通胀分项“渗透”。7月以来原油价格步入上行区间，引致汽油以及燃油价格上涨。8月汽油价格环比增加10.6%，对美国整体CPI增速的贡献将近50%。从原油需求端看，IEA预测今年的原油需求保持温和增长；但原油供给端，OPEC+既定减产策略叠加沙特、俄罗斯减产计划延期至2023年12月底，全球原油供给趋于紧张。由此，供需失衡下原油价格的攀升叠加低基数效应，能源通胀将得到支撑。与此同时，原油在生产、运输中不可或缺，油价上行阶段通常还会推动其他分项上涨，能源通胀将向其他通胀分项“渗透”，如非耐商品以及核心服务中交运分项等。此外，油价与通胀预期呈现正相关关系，油价超预期上行带来通胀预期再度抬头。8月密歇根大学通胀预期小幅回升至3.5%（前值为3.4%）。

图 4：美国能源通胀与油价变动同步



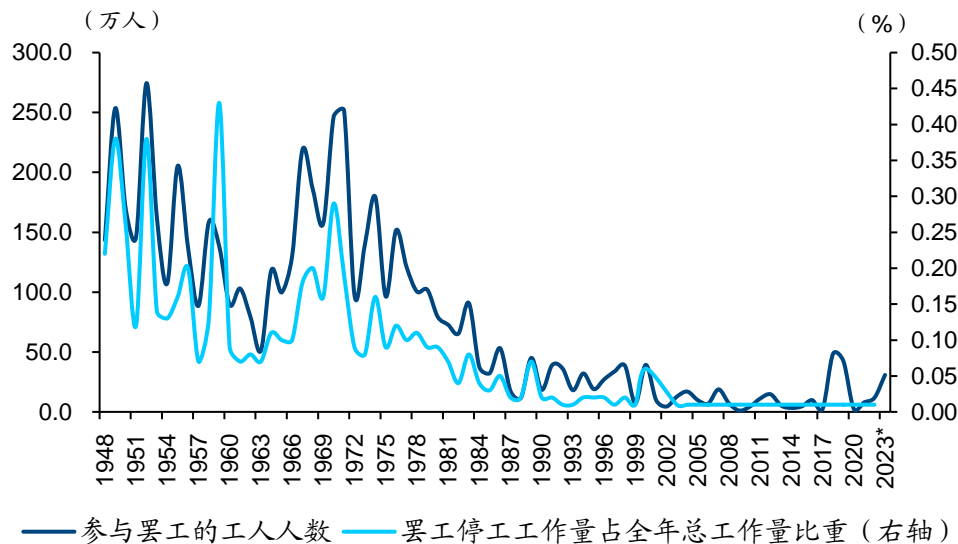
数据来源：Wind, 国泰君安国际

### 因素二：罢工或推升二手车价格，并加剧薪资粘性

劳动力市场偏紧以及薪资增速边际放缓的背景下，美国汽车工人协会（UAW）罢工在即。2022 年以来，劳动力市场紧张叠加通胀高企，美国罢工潮再起。若仅统计罢工人数超过 1,000 人的罢工活动，2022 年美国参与罢工的工人人数 12.6 万人，高于 2011-2017 年的平均水平。截至 2023 年 8 月美国罢工人数已达到 30.97 万人，远超 2022 年全年水平。当前，UAW 与美国三大汽车制造商（GM、Ford 以及 Stellantis）的合约已于 2023 年 9 月 14 日凌晨到期，15 万份合同面临续约。鉴于薪资增速边际放缓，UAW 要求薪资提高 40%，包括立即加薪 20% 以及未来四年每年加薪 5%，此外还要求减少工时以及其他工作保障。根据 Reuters 的

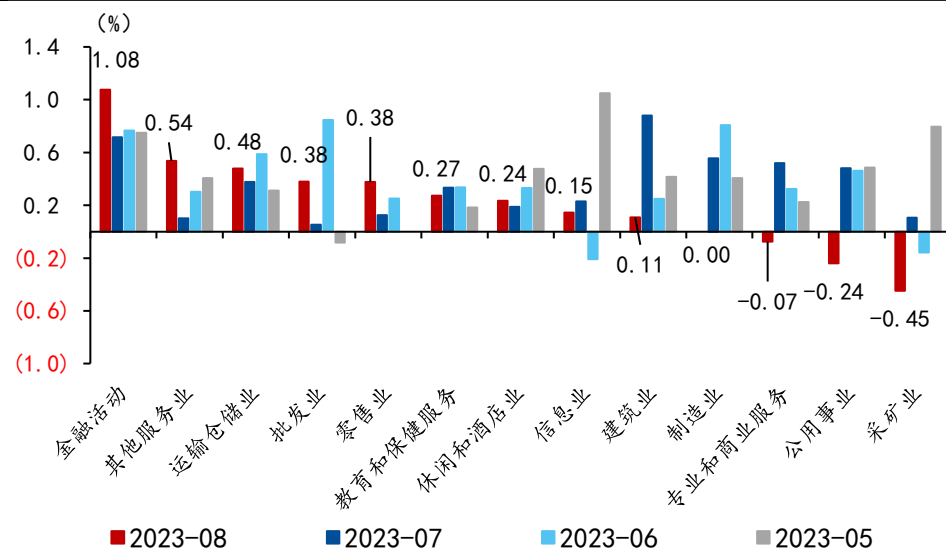
报道，Ford 提议加薪 20%、GM 提议加薪 18%，Stellantis 提议加薪 17.5%，这均与 UAW 的要求相去甚远<sup>1</sup>。若双方未能就薪资达成一致，近 14.6 万人罢工在即。

图 5：2022 年以来，劳动力市场紧张以及通胀高企背景下，美国罢工潮再起



数据来源：BLS, 国泰君安国际

图 6：美国制造业 8 月的薪资环比增速明显放缓



数据来源：Wind, 国泰君安国际

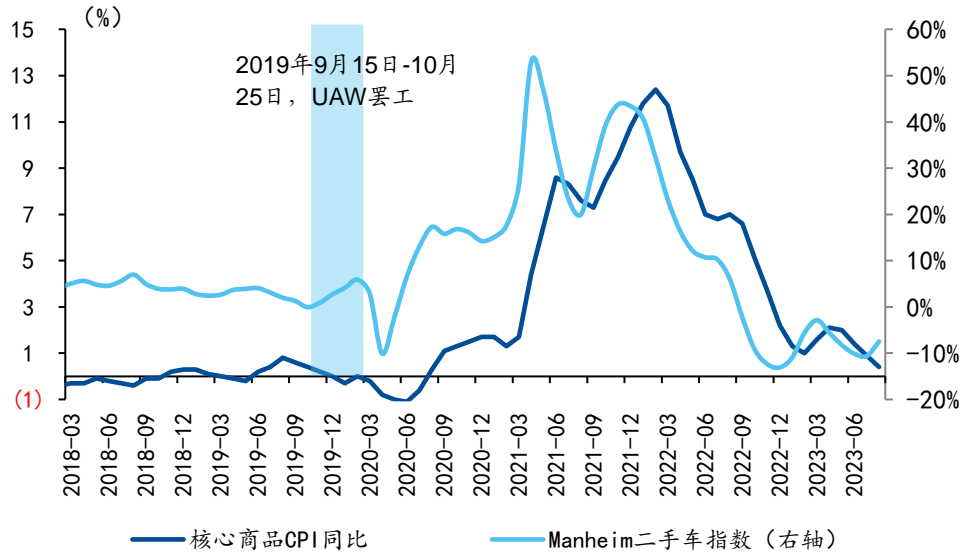
**UAW 罢工可能短暂加大车辆价格上行压力，边际加剧薪资粘性。**短期来看，UAW 的罢工可能会短暂推升二手车价格，耐用品通胀可能再度抬头。一方面，7 月美国 BEA 估算的汽车产量为 14.9 万辆，远低于疫情前（2014-2019 年）28.6 万辆的平均水平。根据 2021 年上半年的汽车市场份额数据，GM、Ford 以及 Stellantis 三大制造商的市场份额约为 40% 左右<sup>2</sup>。若 UAW 罢工时长较长，汽车库存将迅速消耗，一定程度上抬升二手车价格。例如，2019 年 9-10 月 UAW 罢工期间，Manheim 二手车价格

<sup>1</sup> 资料来源：<https://www.reuters.com/business/autos-transportation/uaw-president-lot-work-remaining-reach-auto-labor-deals-2023-09-13/>

<sup>2</sup> 资料来源：<https://www.investopedia.com/terms/b/bighthree.asp>

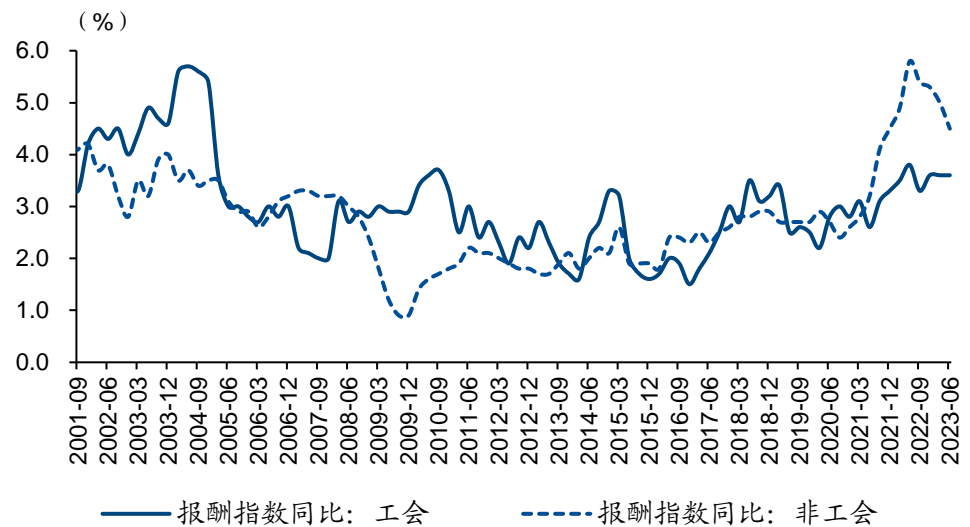
指数明显回升，并带动核心商品通胀短期上行。另一方面，UAW 罢工涉及 14.6 万人，占汽车行业工人数的 15%左右，UAW 薪资提升可能会推升整体汽车行业薪资水平，进而抬升汽车制造商生产成本，最终传导至消费端。此外疫情以来，劳动力紧张造成“临时支持服务”就业人数明显抬升，非工会的工资增速明显高于工会工人。若汽车制造业罢工推升的工人工资引致“工资通胀预期”，汽车制造业工资增速将产出溢出效益，一定程度上加剧工资粘性。

图 7: 2019年UAW罢工带来二手车价格的短期上行



数据来源: Wind, 国泰君安国际

图 8: 疫情以来, 非工会的工资增速明显高于工会

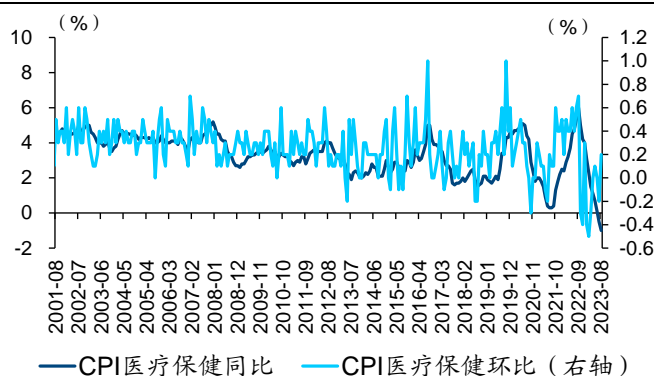


数据来源: Wind, 国泰君安国际

### 因素三：医疗价格将阻碍通胀下行

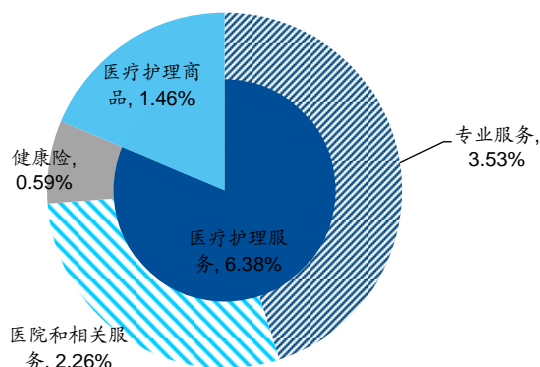
医疗保险价格指数的年度技术性调整将加大整体 CPI 上行风险。美国 CPI 分项医疗保健同比增速自 2022 年 9 月达到峰值之后持续下行。在高基数效应下，2023 年 7 月以来医疗保健处于负值区间。从医疗保健构成来看，医疗护理服务的比重较大，而其中健康保险对医疗保健同比增速的贡献最大。2023 年 8 月，医疗保健同比增速为-1%，健康保险是核心拖累项，同比增速为-33%。考虑到健康保险价格指数每年基于保险行业的留存收益（即保险公司索赔后的净收入）、保险利用率以及总保费三个因素定期进行调整<sup>3</sup>，并且保险行业年报存在一年的滞后，健康保险 CPI 数据也相对滞后一年。向后看，2023 年 10 月以后的 CPI 健康保险价格将依据 2022 年数据进行调整，医疗价格将面临底部回升，可能会阻碍通胀下行。

图 9：2022年9月以来，医疗保健价格持续下行



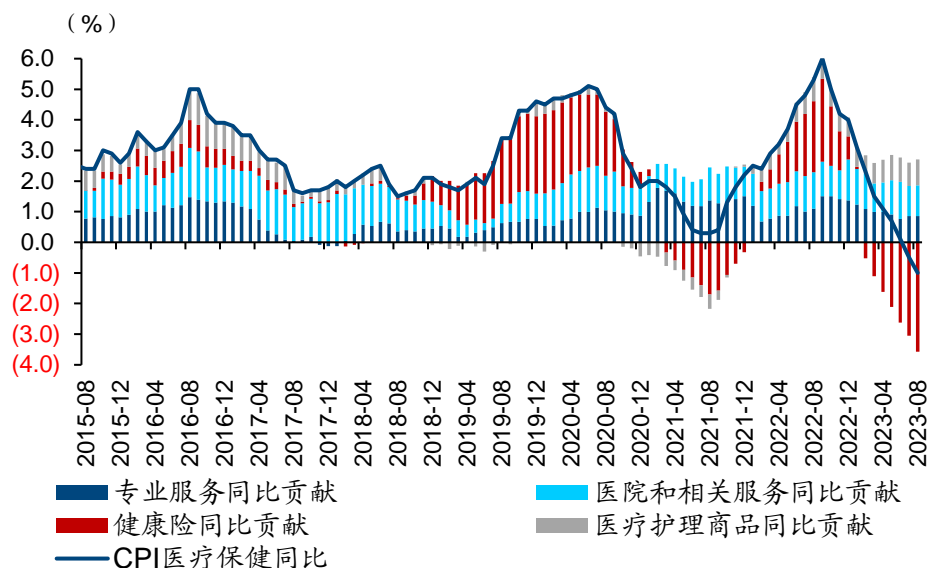
数据来源：Wind, 国泰君安国际

图 10：医疗保健分项构成中，医疗护理服务占比较高



数据来源：Wind, 国泰君安国际

图 11：医疗保健同比增速中，健康保险贡献最大



数据来源：Wind, 国泰君安国际

...感谢陈秋羽博士对此文作出的杰出贡献

<sup>3</sup> 资料来源：<https://www.bls.gov/cpi/factsheets/medical-care.htm>

### 个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

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

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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.gtja.com.hk