

美国一季度通胀观察

压力稳步提升，预期升温乏力成隐忧

- ❖ **生产者物价指数 PPI：全面上扬且胜预期。**18Q1 三个月分别录得按月上升 0.4%、0.2%、0.3%，超出市场预期。而核心 PPI 连续三个月按月上升 0.4%。受到服务和商品类别环比升幅各 0.3% 的支持，三月 PPI 增长全面。
- ❖ **消费者物价指数 CPI：显示物价平衡提升。**主要受能源价格环比 2.8% 降幅的拖累，三月 CPI 录得十个月内首个负增长 (-0.1%)。核心 CPI 于三月有 0.2% 的环比增长和 2.1% 的同比增长。总体来看 18Q1 核心 CPI 增长 2.9%，相较于 17Q4 又有所加快。消费价格稳步提升且平衡可控，该趋势也符合美联储的预期。未来几个月，核心 CPI 的增长很有可能受服装、二手车辆和手机价格的拖累。
- ❖ **PCE 物价指数：录得一年内最快增速但仍低于联储目标。**个人消费支出 PCE 物价指数被认为是美联储决策者评估通胀的关键指数。强劲的二月核心 PCE 按月增幅将 PCE 同比增幅提升到 1.8%，为 2017 年二月以来最快增速。预计三月核心 PCE 增长 1.8%。然而，核心 PCE 增速仍低于美联储设定的 2% 通胀目标水平。
- ❖ **其他通胀相关指标反映更完整价格信息。**薪资涨幅逐渐适度回升但未达预期，尚未见到税改刺激效果的显著影响，薪资增速尚未对整体通胀构成明显压力。受到美元汇率相对走弱影响，进口价格持续上涨，最终将渗透至核心通胀中表现出来。
- ❖ **从三月美联储会议纪要看通胀：乐观信心提升，预期低迷成隐忧。**政策制定者预测 2018 年 PCE 和核心 PCE 的增速均会高于 2017 年。考虑到就业充分、全球经济增长强劲以及国内的财政政策刺激，委员会对于在 2019 年实现 2% 的理想通胀水平更加有信心。信心的提升主要来自于税改计划以及联邦政府开支计划的通过，但委员会仍不确定财政政策的影响程度以及时间。我们认为将委员会在会议纪要里表达的立场解释为“更趋鹰派”可能为时尚早，因为大多数成员更愿意等待和观察，直到他们从宏观经济数据中获得更多证据来调整对经济是否过热的判断。总体来看，渐进式仍是今年加息最可能的场景。
- ❖ **中长期通胀预期回升乏力。**较长期通胀预期表现出较强的锚定状态且持续处于较低位，这很可能会影响美联储的汇率正常化过程。低预期既来自于去年的低通胀数据的持续影响，也反映出对未来经济增长信心不足。对美联储而言这可能是个大问题，因为低于目标的预期正拖累私人消费投资的增长，从而构成核心通胀达到目标水平的主要阻力，对加息进程增添不确定性。

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

主要通胀指标及预测

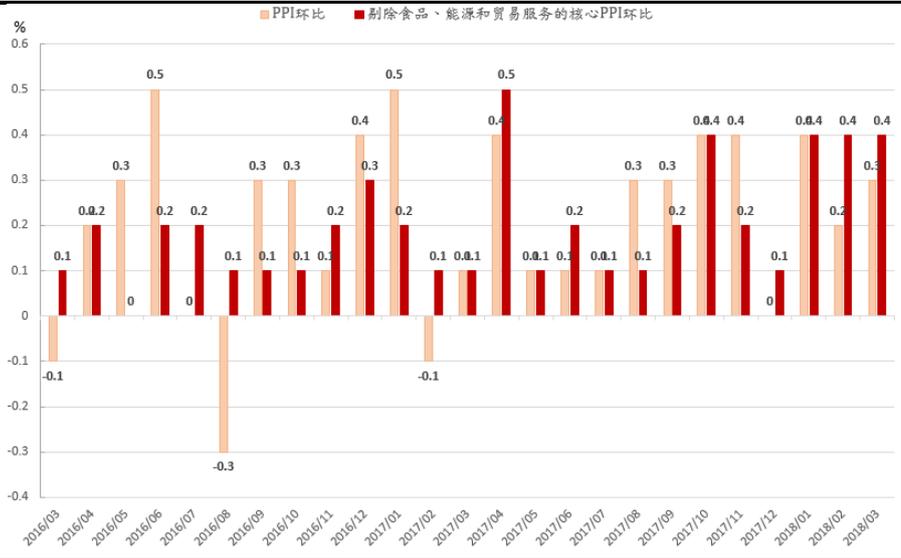
		PPI	核心 PPI	CPI	核心 CPI	PCE	核心 PCE
环比	1月	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3
	2月	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
	3月	0.3	0.4	-0.1	0.2	<u>0.3</u>	<u>0.3</u>
同比	1月	2.7	2.5	2.1	1.8	1.7	1.5
	2月	2.8	2.7	2.2	1.8	1.8	1.6
	3月	3.0	2.9	2.4	2.1	<u>2.0</u>	<u>1.8</u>
	2017年	3.0	2.9	2.1	1.8	1.7	1.5
	2018年	<u>3.0</u>	<u>2.9</u>	<u>2.4</u>	<u>2.0</u>	<u>2.0</u>	<u>1.8</u>

资料来源：彭博、美国政府、招银国际研究预测（预测截止 2018 年 4 月 16 日，下划线为预测数据，其他为实际数据）

生产者物价指数 PPI：全面上扬且超预期

美国最终需求生产者物价指数 PPI 于 18Q1 三个月分别录得按月上升 0.4%、0.2%、0.3%，超出市场预期。而剔除食品、能源和贸易服务之后的核心物价指数按月上升 0.4%，Q1 连续三个月维持相同升幅。其中，三月 PPI 提升全面，受到服务和商品类别按月升幅各 0.3% 的支持。分类别看，一半升幅来自于快速上涨的蔬菜价格（按月升 31.5%），且能够解释消费者物价指数（CPI）当中食品价格的快速上涨。燃油价格变化不大，下降 3.7%。

图 1: 美国最终需求生产者物价指数与核心物价指数



资料来源：彭博、招银国际研究

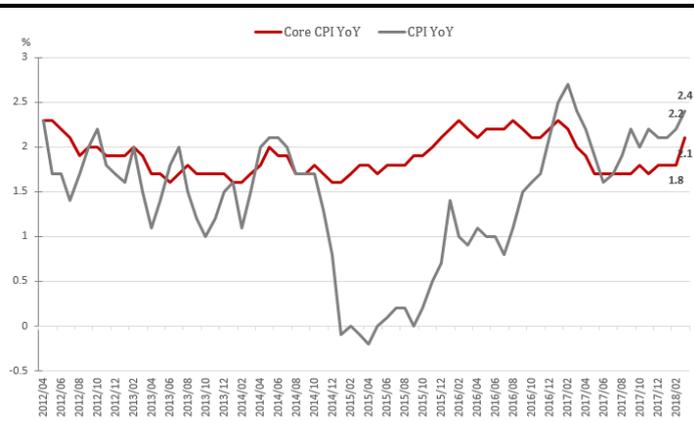
消费者物价指数 CPI：物价平衡提升

美国消费者物价指数 CPI 在一月 0.5% 和二月 0.2% 的上涨之后，于三月录得十个月内首个负增长（-0.1%），数据主要受到能源价格环比 2.8% 降幅的拖累。三月 CPI 同比上涨 2.4%，符合预期、实现一年内最快增长。

除去食品和能源价格波动影响的核心消费者物价指数（核心 CPI）平稳增长。三月录得 0.2% 环比增长和 2.1% 同比增长，其中服务价格稳步按月提升 0.3%。核心 CPI 约一半增长来源于手机服务，由于去年低基数而录得较大增幅。

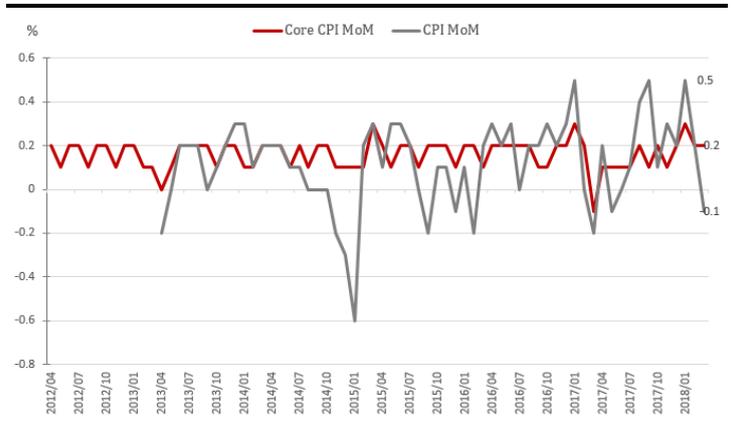
总体来看，18Q1 核心 CPI 增长 2.9%，相较于 17Q4 的 2.3% 又有所加快。消费价格稳步提升且平衡可控，该趋势也符合美联储的预期。未来几个月，核心 CPI 的增长很有可能受到服装、二手车辆和手机价格的拖累。

图 2: 美国 CPI 和核心 CPI 同比增幅



资料来源：彭博、招银国际研究

图 3: 美国 CPI 和核心 CPI 环比增幅

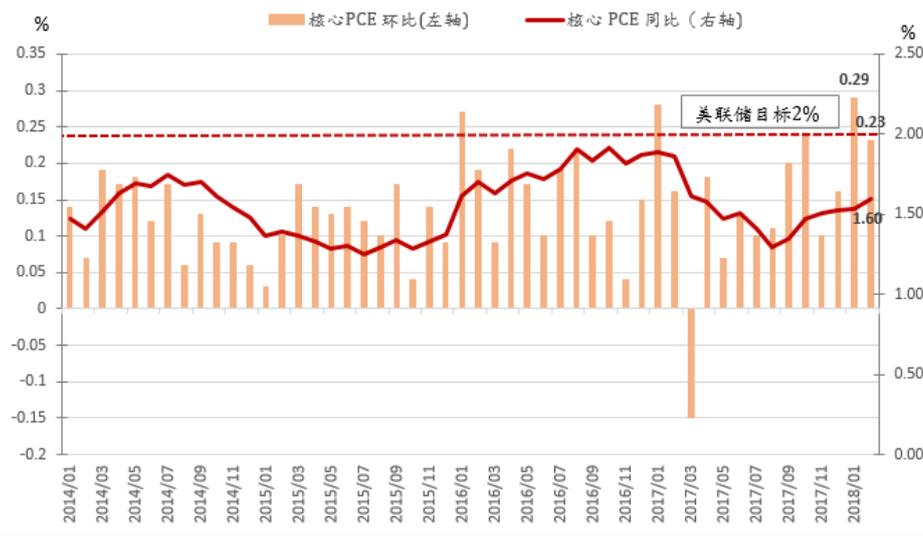


资料来源：彭博、招银国际研究

PCE 物价指数：录得一年内最快增速但仍低于联储目标

个人消费支出 PCE 物价指数被认为是美联储决策者评估通胀的关键指数。剔除食品和能源价格的核心 PCE 于一、二月分别同比增长 0.23 和 0.29 个百分点。强劲的按月增幅将 PCE 同比增幅提升到 1.8%，核心 PCE 提升 1.6%，实现 2017 年二月以来最快增速。预计三月核心 PCE 增长 1.8%。然而，核心 PCE 增速仍远低于美联储设定的 2% 通胀目标水平。

图 4：美国核心 PCE 物价指数



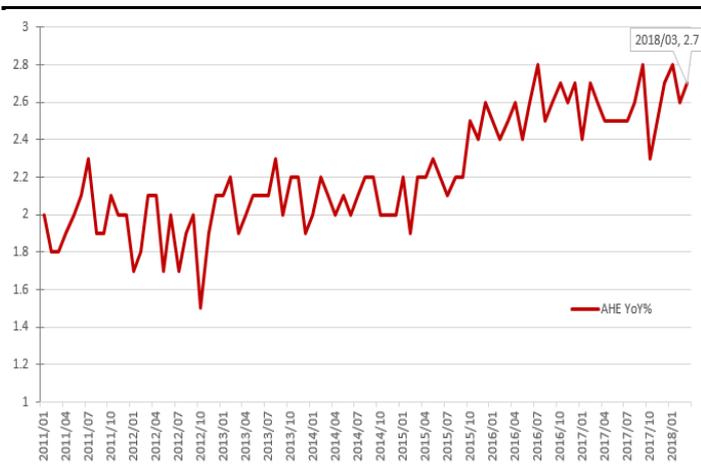
资料来源：彭博、招银国际研究

薪资涨幅：逐渐适度回升但未达预期

由于核心通胀常受工资增长的推动，薪资增速备受关注。美国三月的平均时薪 (AHS) 同比增长 2.7%，与 Q1 三个月的年化增长率相等。薪资涨幅跟随趋势平稳适度，尚未见到税改刺激效果的显著影响。数据显示薪资增速还未对整体通胀构成明显压力。在目前的低失业率情况下，薪资提升压力将持续，但我们预计并不会如许多市场预测那般过快提升。

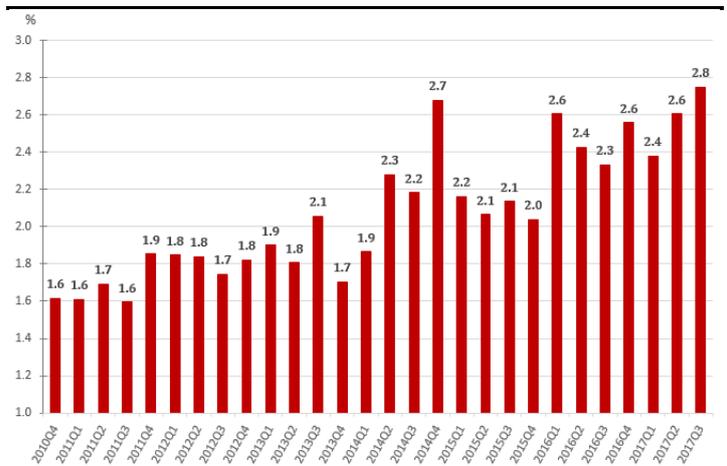
另一衡量指标就业成本指数 (ECI) 更为全面，每季度报告一次。17Q4 增长 2.8%，而全面增速达到九年来最快，但十七年最低的失业率 4.1% 当前，该指标增速仍然低于市场预期。

图 5：美国平均时薪同比增长率



资料来源：美国劳工部、招银国际研究

图 6：美国就业成本指数同比增长率

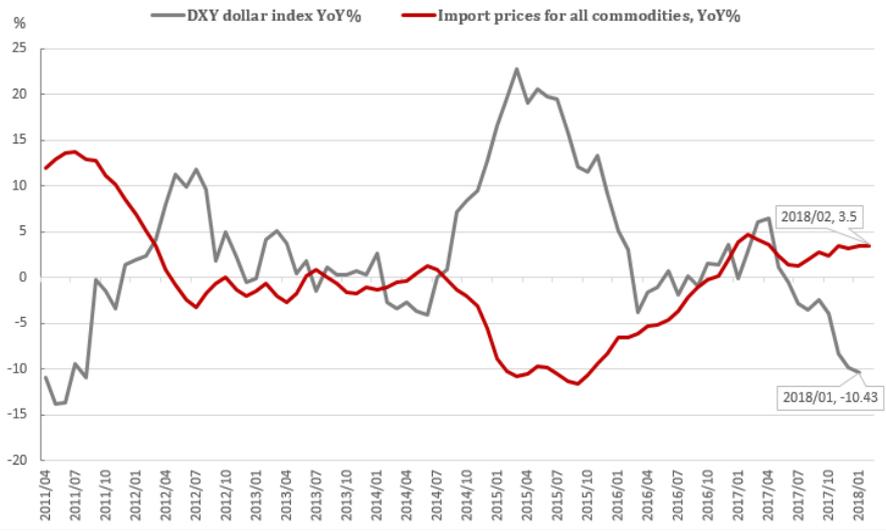


资料来源：美国劳工部、招银国际研究

进口价格：增长最终将渗透至核心通胀

主要受到美元汇率相对其他主要货币走弱影响，继2018年一月美国进口商品价格同比上涨3.4%之后，二月再涨3.5%。除去汇率因素之外，进口价格数据也反映了生产者和消费者面对的价格在近期稳步增长，进口价格的上涨最终将渗透至核心通胀中表现出来。

图7：美元指数和美国进口商品价格同比变化率



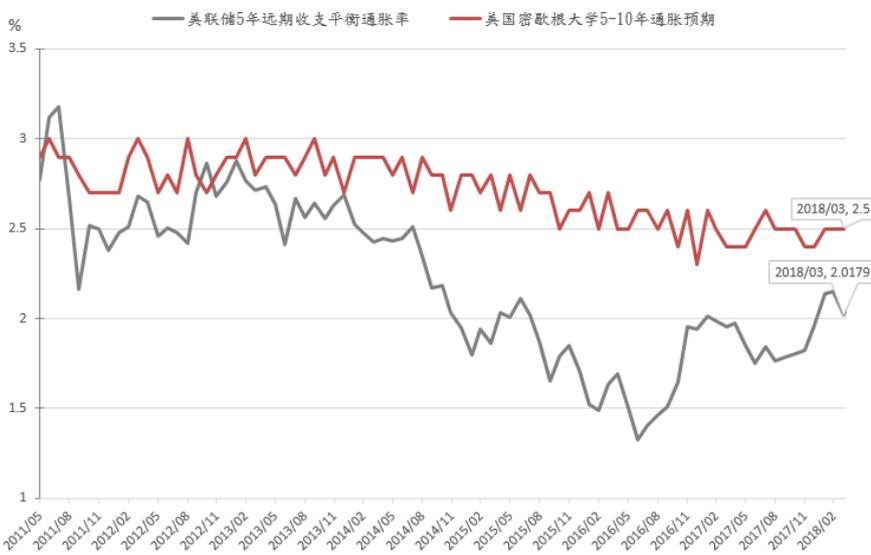
资料来源：彭博、招银国际研究

通胀预期：持续低位为回归目标增添阻力

理想状况下，通胀预期应稳定在央行的通胀目标范围内，有助于减小经济体系中资源的扭曲配置，促进产出的扩张。

近期通胀指标的提升并没能有利扭转通胀预期持续低位的态势，于2.4%至2.6%的范围低位震荡，锚定效应明显，而六年前该数据平均都在2.9%。低预期既来自于去年的低通胀数据，也反映出对未来经济增长信心的不足。对美联储而言这可能是个大问题，因为低于目标的预期正拖累私人消费投资的增长，从而构成核心通胀达到目标水平的主要阻力，对加息进程增添不确定性。

图8：美国较长期通胀预期



资料来源：彭博、招银国际研究

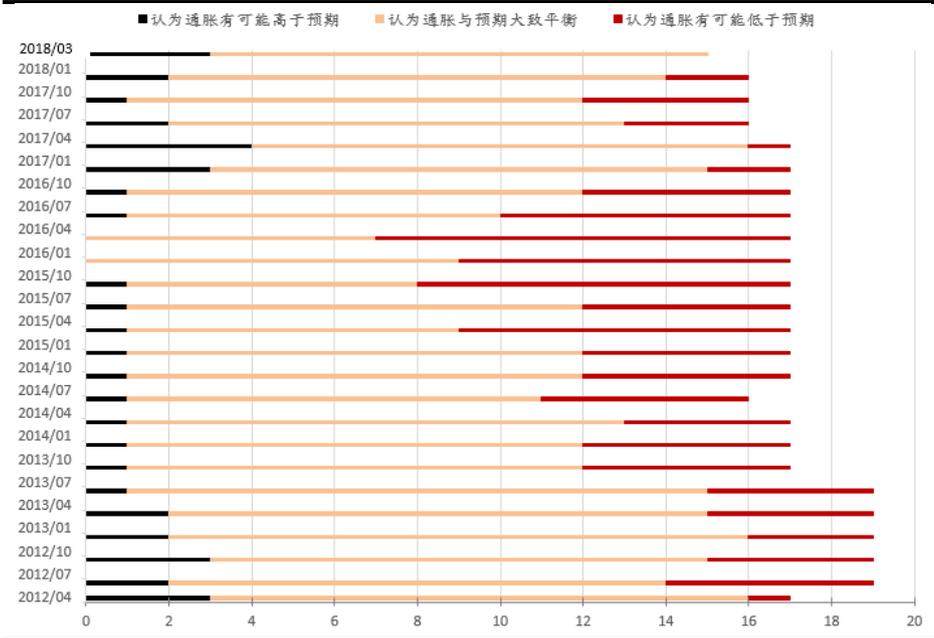
从三月美联储会议纪要看通胀：乐观信心提升，预期升温乏力成隐忧

公布的三月美联储会议纪要显示出了委员会的全面乐观情绪。政策制定者预测 2018 年 PCE 和核心 PCE 的增速均会高于 2017 年。结合我们上文讨论的通胀指标，考虑到就业充分、全球经济增长强劲以及国内的财政政策刺激，委员会对于在 2019 年实现 2%的理想通胀水平更加有信心。

相较于 2017 年 12 月的议息会议，认为通胀有可能低于预期的参会者少了两位。信心的提升主要来自于税改计划以及联邦政府开支计划的通过，但委员会仍不确定财政政策的影响程度以及时间。我们认为将委员会在会议纪要里表达的立场解释为“更趋鹰派”可能为时尚早，因为大多数成员更愿意等待和观察，直到他们从宏观经济数据中获得更多证据来调整对经济是否过热的判断。此外，绝大多数决策者都将目前的贸易政策看作美国经济的不确定因素亦或下行风险。

总体来看，渐进式仍是今年加息最可能的场景。

图 9：美联储决策者对通胀的观点及相应人数



资料来源：美联储、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。