

## 美國一季度通脹觀察

### 壓力穩步提升，預期升溫乏力成隱憂

- ❖ **生產者物價指數 PPI：全面上揚且勝預期。**18Q1 三個月分別錄得按月上升 0.4%、0.2%、0.3%，超出市場預期。而核心 PPI 連續三個月按月上升 0.4%。受到服務和商品類環比升幅各 0.3% 的支持，三月 PPI 增長全面。
- ❖ **消費者物價指數 CPI：顯示物價平衡提升。**主要受能源價格環比 2.8% 降幅的拖累，三月 CPI 錄得十個月內首個負增長 (-0.1%)。核心 CPI 於三月有 0.2% 的環比增長和 2.1% 的同比增長。總體來看 18Q1 核心 CPI 增長 2.9%，相較於 17Q4 又有所加快。消費價格穩步提升且平衡可控，該趨勢也符合美聯儲的預期。未來幾個月，核心 CPI 的增長很有可能受服裝、二手車輛和手機價格的拖累。
- ❖ **PCE 物價指數：錄得一年內最快增速但仍低於聯儲目標。**個人消費支出 PCE 物價指數被認為是美聯儲決策者評估通脹的關鍵指數。強勁的二月核心 PCE 按月增幅將 PCE 同比增幅提升到 1.8%，為 2017 年二月以來最快增速。預計三月核心 PCE 增長 1.8%。然而，核心 PCE 增速仍低於美聯儲設定的 2% 通脹目標水準。
- ❖ **其他通脹相關指標反映更完整價格信息。**薪資漲幅逐漸適度回升但未達預期，尚未見到稅改刺激效果的顯著影響，薪資增速尚未對整體通脹構成明顯壓力。受到美元匯率相對走弱影響，進口價格持續上漲，最終將滲透至核心通脹中表現出來。
- ❖ **從三月美聯儲會議紀要來看通脹：樂觀信心提升，預期低迷成隱憂。**政策制定者預測 2018 年 PCE 和核心 PCE 的增速均會高於 2017 年。考慮到就業充分、全球經濟增長強勁以及國內的財政政策刺激，委員會對於在 2019 年實現 2% 的理想通脹水準更加有信心。信心的提升主要來自於稅改計劃以及聯邦政府開支計劃的通過，但委員會仍不確定財政政策的影響程度以及時間。我們認為將委員會在會議紀要裡表達的立場解釋為“更趨鷹派”可能為時尚早，因為大多數成員更願意等待和觀察，直到他們從宏觀經濟數據中獲得更多證據來調整對經濟是否過熱的判斷。總體來看，漸進式仍是今年加息最可能的場景。
- ❖ **中長期通脹預期回升乏力。**較長期通脹預期表現出較強的錨定狀態且持續處於較低位置，這很可能會影響美聯儲的匯率正常化過程。低預期既來自於去年的低通脹資料的持續影響，也反映出對未來經濟增長信心不足。對美聯儲而言這可能是個大問題，因為低於目標的預期正拖累私人消費投資的增長，從而構成核心通脹達到目標水準的主要阻力，對加息進程增添不確定性。

#### 主要通脹指標及預測

		PPI	核心 PPI	CPI	核心 CPI	PCE	核心 PCE
環比	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>

資料來源：彭博、美國政府、招銀國際研究預測（預測截止 2018 年 4 月 16 日，底線為預測資料，其他為實際資料）

成亞曼, 博士

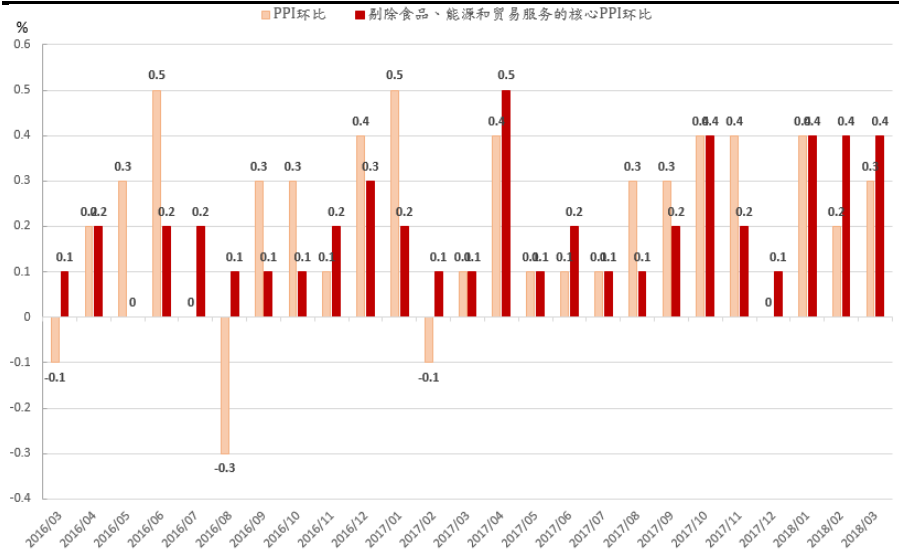
電話：(852) 3900 0868

郵件：[angelacheng@cmbi.com.hk](mailto:angelacheng@cmbi.com.hk)

## 生產者物價指數 PPI：全面上揚且超預期

美國最終需求生產者物價指數 PPI 於 Q1 三個月分別錄得按月上升 0.4%、0.2%、0.3%，超出市場預期。而剔除食品、能源和貿易服務之後的核心物價指數按月上升 0.4%，Q1 連續三個月維持相同升幅。其中，三月 PPI 提升全面，受到服務和商品類別按月升幅各 0.3% 的支援。分類別看，一半升幅來自於快速上漲的蔬菜價格（按月升 31.5%），且能夠解釋消費者物價指數（CPI）當中食品價格的快速上漲。燃油價格變化不大，下降 3.7%。

圖 1：美國最終需求生產者物價指數與核心物價指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

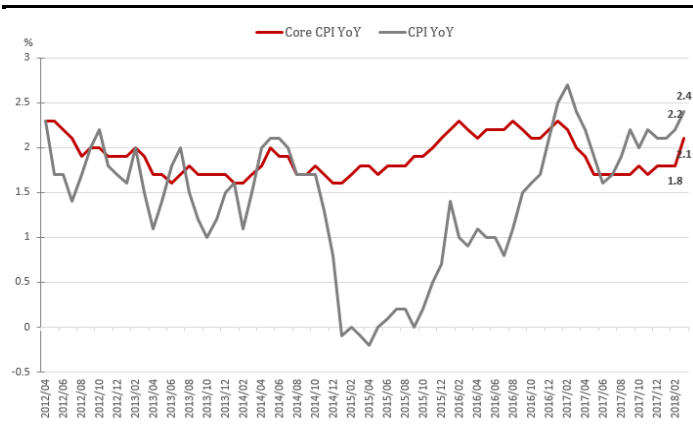
## 消費者物價指數 CPI：物價平衡提升

美國消費者物價指數 CPI 在一月 0.5% 和二月 0.2% 的上漲之後，於三月錄得十個月內首個負增長（-0.1%），數據主要受到能源價格環比 2.8% 降幅的拖累。三月 CPI 同比上漲 2.4%，符合預期、實現一年內最快增長。

除去食品和能源價格波動影響的核心消費者物價指數（核心 CPI）平穩增長。三月錄得 0.2% 環比增長和 2.1% 同比增長，其中服務價格穩步按月提升 0.3%。核心 CPI 約一半增長來源於手機服務，由於去年低基數而錄得較大增幅。

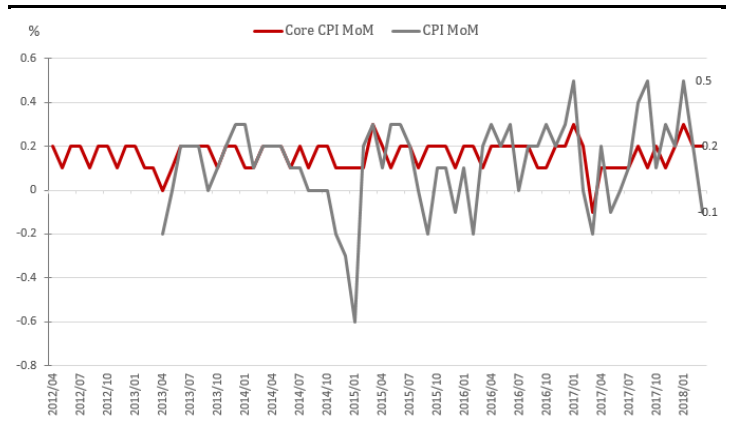
總體來看，18Q1 核心 CPI 增長 2.9%，相較於 17Q4 的 2.3% 又有所加快。消費價格穩步提升且平衡可控，該趨勢也符合美聯儲的預期。未來幾個月，核心 CPI 的增長很有可能受到服裝、二手車輛和手機價格的拖累。

圖 2：美國 CPI 和核心 CPI 同比增幅



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 3：美國 CPI 和核心 CPI 環比增幅

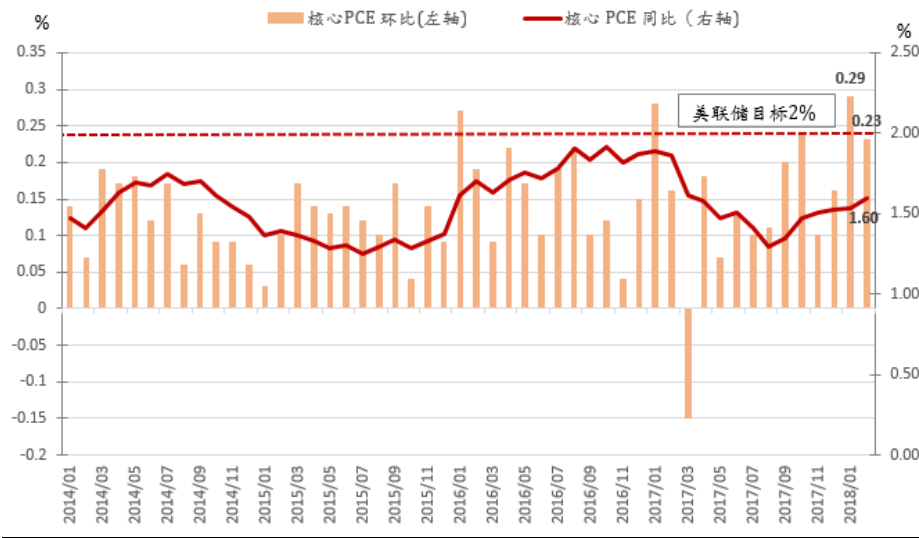


資料來源：彭博、招銀國際研究

### PCE 物價指數：錄得一年內最快增速但仍低於聯儲目標

個人消費支出 PCE 物價指數被認為是美聯儲決策者評估通脹的關鍵指數。剔除食品和能源價格的核心 PCE 於一、二月分別同比增長 0.23 和 0.29 個百分點。強勁的按月增幅將 PCE 同比增幅提升到 1.8%，核心 PCE 提升 1.6%，實現 2017 年二月以來最快增速。預計三月核心 PCE 增長 1.8%。然而，核心 PCE 增速仍遠低於美聯儲設定的 2% 通脹目標水平。

圖 4：美國核心 PCE 物價指數



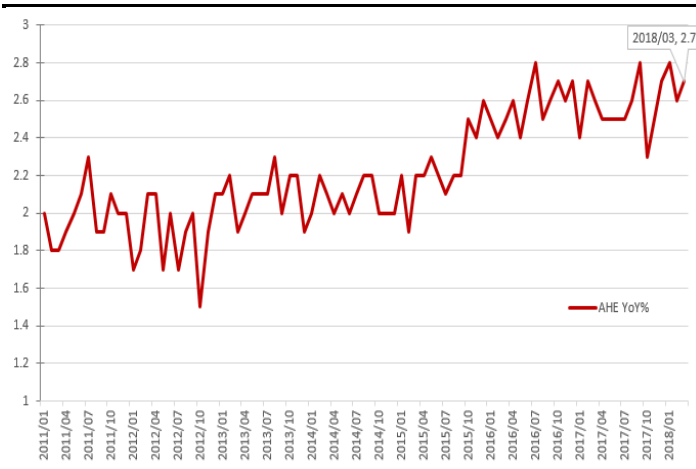
資料來源：彭博、招銀國際研究

### 薪資漲幅：逐漸適度回升但未達預期

由於核心通脹常受工資增長的推動，薪資增速備受關注。美國三月的平均時薪 (AHS) 同比增長 2.7%，與 Q1 三個月的年化增長率相等。薪資漲幅跟隨趨勢平穩適度，尚未見到稅改刺激效果的顯著影響。資料顯示薪資增速還未對整體通脹構成明顯壓力。在目前的低失業率情況下，薪資提升壓力將持續，但我們預計並不會如許多市場預測那般過快提升。

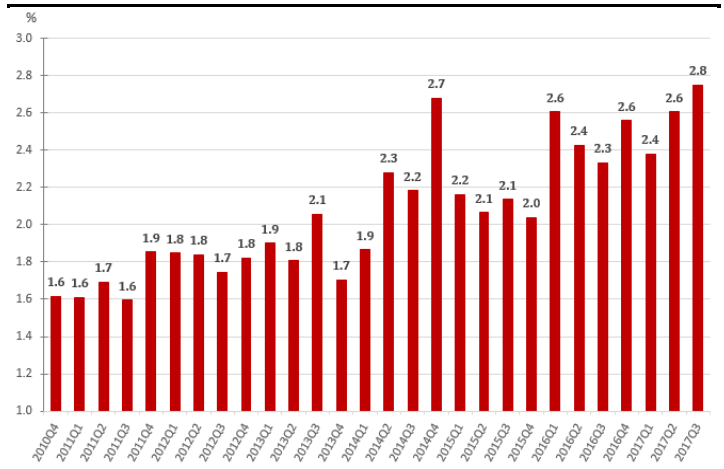
另一衡量指標就業成本指數 (ECI) 更為全面，每季度報告一次。17Q4 增長 2.8%，而全面增速達到九年來最快，但十七年最低的失業率 4.1% 當前，該指標增速仍然低於市場預期。

圖 5：美國平均時薪同比增長率



資料來源：美國勞工部、招銀國際研究

圖 6：美國就業成本指數同比增長率

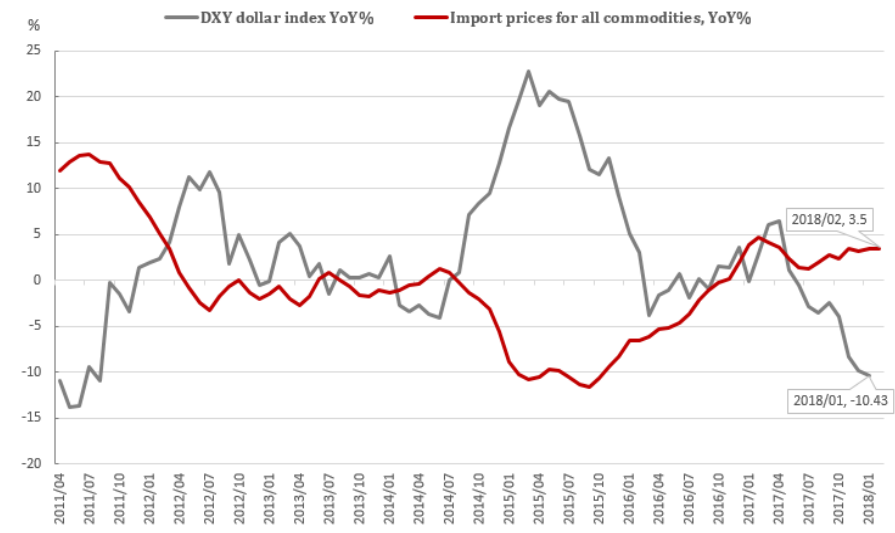


資料來源：美國勞工部、招銀國際研究

## 進口價格：增長最終將滲透至核心通脹

主要受到美元匯率相對其他主要貨幣走弱影響，繼2018年一月美國進口商品價格同比上漲3.4%之後，二月再漲3.5%。除去匯率因素之外，進口價格資料也反映了生產者和消費者面對的價格在近期穩步增長，進口價格的上漲最終將滲透至核心通脹中表現出來。

圖7：美元指數和美國進口商品價格同比變化率



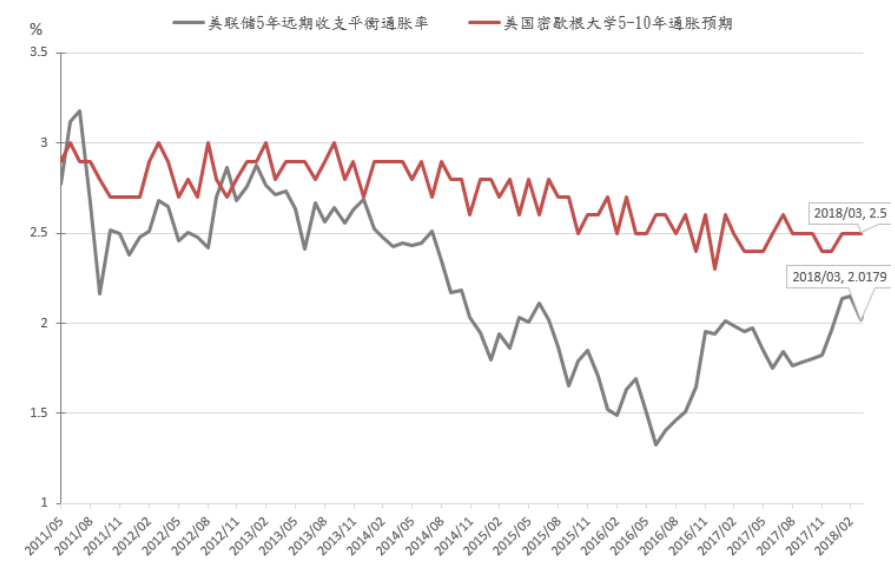
資料來源：彭博、招銀國際研究

## 通脹預期：持續低位為回歸目標增添阻力

理想狀況下，通脹預期應穩定在央行的通脹目標範圍內，有助於減小經濟體系中資源的扭曲配置，促進產出的擴張。

近期通脹指標的提升並沒能有利扭轉通脹預期持續低位的態勢，於2.4%至2.6%的範圍低位震盪，錨定效應明顯，而六年前該數據平均都在2.9%。低預期既來自於去年的低通脹數據，也反映出對未來經濟增長信心的不足。對美聯儲而言這可能是個大問題，因為低於目標的預期正拖累私人消費投資的增長，從而構成核心通脹達到目標水準的主要阻力，對加息進程增添不確定性。

圖8：美國較長期通脹預期



資料來源：彭博、招銀國際研究

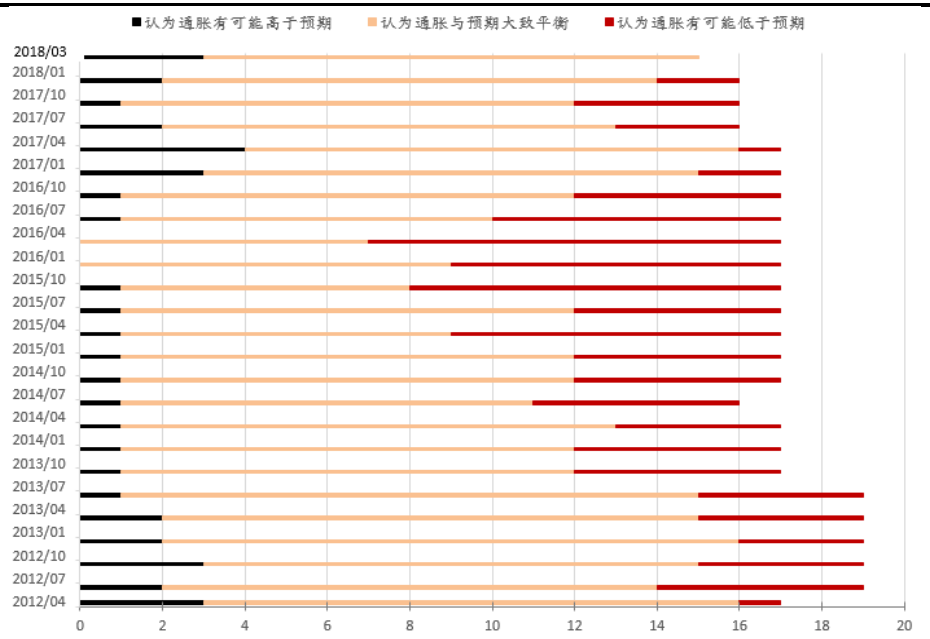
## 從三月美聯儲會議紀要來看通脹：樂觀信心提升，預期升溫乏力成隱憂

公佈的三月美聯儲會議紀要顯示出了委員會的全面樂觀情緒。政策制定者預測 2018 年 PCE 和核心 PCE 的增速均會高於 2017 年。結合我們上文討論的通脹指標，考慮到就業充分、全球經濟增長強勁以及國內的財政政策刺激，委員會對於在 2019 年實現 2% 的理想通脹水準更加有信心。

相較於 2017 年 12 月的議息會議，認為通脹有可能低於預期的參會者少了兩位。信心的提升主要來自於稅改計畫以及聯邦政府開支計畫的通過，但委員會仍不確定財政政策的影響程度以及時間。我們認為將委員會在會議紀要裡表達的立場解釋為“更趨鷹派”可能為時尚早，因為大多數成員更願意等待和觀察，直到他們從宏觀經濟數據中獲得更多證據來調整對經濟是否過熱的判斷。此外，絕大多數決策者都將目前的貿易政策看作美國經濟的不確定因素亦或下行風險。

總體來看，漸進式仍是今年加息最可能的場景。

圖 9：美聯儲決策者對通脹的觀點及相應人數



資料來源：美聯儲、招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。