

美国通胀影响点评：流动性收紧预期加剧

美国4月CPI大超预期，名义CPI同比增4.2%，预期增长3.6%，前值增长2.6%，创2008年9月金融危机以来最高。核心CPI同比增3%，预期增长2.3%，前值增长1.6%，创1996年来最大增长。美股三大指数均大幅下跌，标普500指数收跌2.14%，道指收跌1.99%，纳指收跌2.67%。通胀抬头，10年期美债收益率上逼1.70%至一个月高位。

经济结构的不均衡复苏加剧了供需失衡，推升了当前通胀的超预期上升。预计该种情况在5月仍将延续。通胀预期上行的背景下，虽然美联储保持了一贯的官方鸽派口吻，美联储副主席克拉里达也在通胀数据发布后安抚市场，认为目前的高通胀只是暂时的，明后两年通胀率将重回或略高于2%。但市场似乎已经预见到未来将要实行的缩减QE甚至加息。对于流动性收紧的预期将会是未来一段时间压制港股大盘的主要因素。

上一轮缩减QE的预期上行阶段，主要发生在2013年。对于缩减QE的讨论从2012年末的FOMC会议中被首次提及。美联储2012年12月货币政策会议纪要显示，虽然会后扩大了QE规模，但美联储内部对是否将QE3保持到2013年底出现明显分歧。少数与会者希望让QE3进行到年底，其他许多与会者希望没到年底就结束QE3，还有一些希望立即终止。而该讨论持续了整整一年时间，直到2013年底的最后一次FOMC会议，时任美联储主席伯南克才给出明确的缩减QE时间及规模。彼时的2013年，伴随着美联储官员的各类讲话以及市场的猜测，缩减QE成为当时市场热门话题。2013年5月22日，伯南克在联合经济委员会上表示美联储可能会“在未来几次会议上”开始削减其债券购买量，释放了缩减QE的明确信号。2013年6月及7月，伯南克更是连续发表三次讲话，阐述了美联储未来货币政策的基调和参照系。一系列讲话当时亦引发了全球市场的强烈反应。

市场表现来看，从2012年底开始，每次提及缩减QE，美股市场都会产生负面反应，但下跌时间普遍较短，幅度不深。2012年底的FOMC会议阶段，标普500指数最大回撤4.3%。伯南克5月22日及6月19日讲话前后，最大回撤5.8%。7月份的两次讲话，市场几乎没有负面反应，可见前一次的讲话已经让市场对缩减QE有了充分的预期。正式宣布缩减QE时，美股市场也仅仅回撤了1.8%。然而，从整个2013年的表现来看，标普500指数上涨了29.6%。

相对于美股市场的稳定表现，港股市场由于还受到国际资本流动、中国政策以及基本面的影响，在面对缩减QE预期上升时情况则更为复杂。从恒指2013年1月30日创出阶段高点，到6月19日伯南克讲话后，港股整体调整近半年时间，最大回撤16.8%，跌幅明显高于美股。而同一时期美元指数涨幅为4.0%，可见缩减QE预期上升期间，资金倾向于回流美股，更不利于新兴市场的股市表现。但港股在2013年下半年，也出现了明显的反弹，显示市场对缩减QE过度反应之后，会出现自我修复。2013年全年，恒指小幅上涨2.9%，虽然不及美股涨幅，但也能做到在流动性收紧预期之下，获得正回报。可见缩减QE预期上升的负面影响，可能会集中的、过度的反应在股市的某一个阶段，尤其是在初期。但放到稍长期一点的时间段，股市仍然能够维持上行趋势。

在流动性预期边际下行阶段，大盘整体缺乏增量资金，因此指数层面较难出现大行情。港股目前的估值水平不低，同样需要时间来消化估值。因此我们判断恒指仍将继续调整。而在增量资金不足、但基本面改善的阶段，小盘股的表现通常好于大盘。建议目前轻指数，重个股，以顺周期思路为主。增加周期股布局，如工业、原材料等，同时配置疫情修复板块，如旅游、航运、香港本地股等。

图表：恒生指数走势表现



来源：彭博、中泰国际研究部，截至2021-5-13

分析师

纪春华, CFA
+852 2359 1847
vincent.ji@ztsc.com.hk

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得（i）以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或（ii）再次分发。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19546

