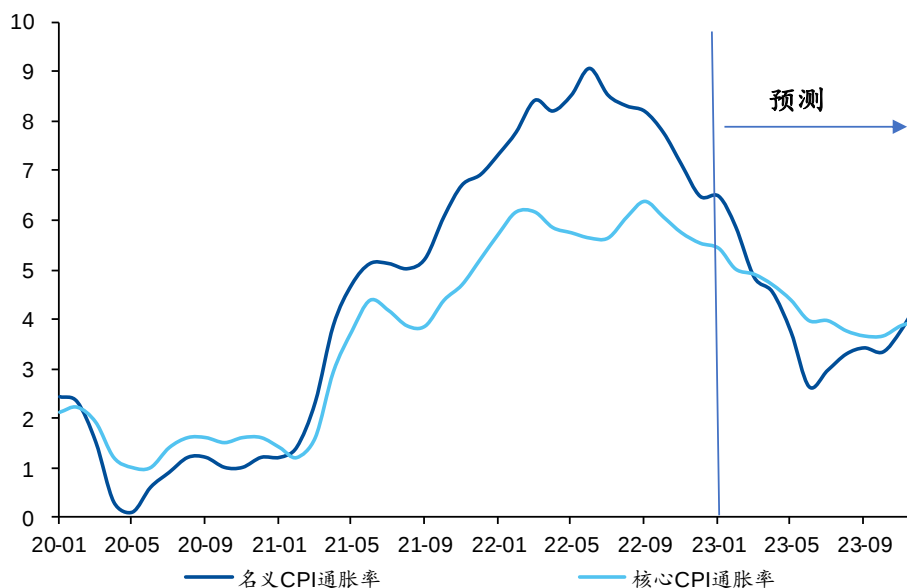




美国通胀失控了么？

美国 CPI 以及核心 CPI 预测



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 鲍威尔在国会的听证，再度引发了市场对于美联储加码紧缩的担忧，市场也因此在调高对于终点利率的预测。与 3 个月前相比，终点利率开始越来越接近 6%，这与去年底相比大约提升了 70-80 个基点。尽管加息的节奏仍然难以确定，但年内降息几乎成为泡影。
- 美国通胀仍然处于高位，并且显得粘性较高，已经成为了一个较为明确的中期现象。从这个角度而言，美联储希望核心 PCE 通胀率能够回到 2% 附近，越来越成为一个“遥远”的梦想。但与此同时，市场可能忽视的一个问题是：美国通胀会失控么？
- 在考察了实际通胀走势、通胀预期、供应链压力以及宏观波动率后，我们认为美国的通胀处于“受控”的状态，与此同时，市场情绪也并未出现慌乱。
- 因此，尽管鲍威尔给出了相对鹰派的表述，同时美国整体通胀出现了结构性抬升，但美联储并没有输掉与通胀的这场长期斗争。相反，市场给出的通胀预期仍然处于稳定，这对于美联储完成其货币政策目标而言十分重要。
- 所以，美国的整体通胀率和利率的抬升将逐步被市场适应并消化，整体海外宏观环境并未出现恶化的迹象，因此对于资产价格不会产生长期的负面冲击。

鲍威尔再放鹰

鲍威尔在国会的听证，再度引发了市场对于美联储加码紧缩的担忧，市场也因此调高对于终点利率的预测。与3个月前相比，终点利率开始越来越接近6%，这与去年底相比大约提升了70-80个基点。

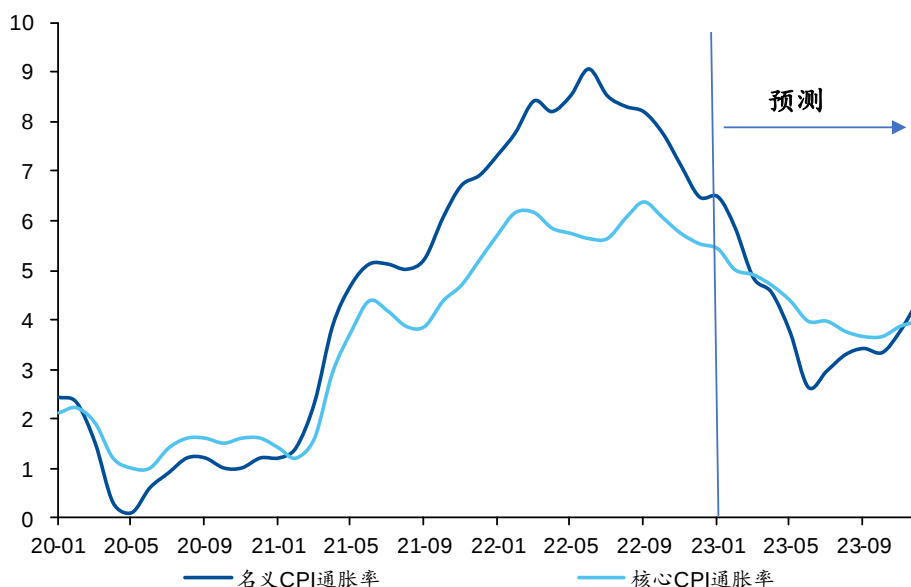
美国通胀仍然处于高位，并且显得粘性较高，已经成为了一个较为明确的中期现象。尤其在进入2023年后，美国的核心通胀率的下行幅度明显慢于预期，这也让市场开始进一步押注美联储未来的加息步伐。尽管短期之内给出明确的加息节奏以及终点利率仍然显得有些困难，但对于市场而言，最大的预期变化是“降息”。由于普遍预期美国经济将在今年的某个时点陷入衰退，因此市场此前一直有美联储会在年内降息的预期。但在较为亮眼的美国就业数据公布后、加上此后公布的美国通胀数据高于预期，市场逐步打消了年内降息的预期，转而倾向于认为Higher for Longer。

从这个角度而言，美联储希望核心PCE通胀率能够回到2%附近，越来越成为一个“遥远”的梦想。这也引发了市场关于美联储是否需要放弃2%的PCE核心通胀率通胀目标的讨论。从某种程度而言，这样的讨论与多年前是否要调低这一目标，并没有本质的区别。即使美联储需要调整这一目标，也要考虑多方面的因素，同时也要考虑“新目标”的可接受度和可信度——这些都意味着美联储很难在与市场充分沟通之前，给出一个可以被广为接受的新目标。但在各种讨论甚嚣尘上的同时，市场可能忽视的一个问题是：美国通胀会失控么？

通胀预测均值抬升，但仍可控

尽管如此，困扰市场的一个主要担忧仍然是美国的通胀走势。首先，我们可以对通胀本身来进行预测。从经验主义的角度来看，由于通胀显得粘性较高，美国的中期通胀中枢大约已经提升至3-4%左右的水平，这显著高于过去30年大约2%左右的水平。

图1：美国通胀预测



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

按照这样的假设去推测，美国今年的通胀仍然会处于下行区间中，但下行的速率会较慢。在调高通胀中枢后，美国的名义 CPI 通胀率从年中开始会再度走高，而核心 CPI 通胀率的下行斜率会较为平滑。到 2023 年底，名义 CPI 通胀率和核心 CPI 通胀率都大约会落在 4% 左右的区间，这会显著高于此前 2.5% 左右的预测范围。尽管如此，美国的实际利率也会伴随着逐步加息而转正，从而达到美联储希望看到的“限制性利率”，达到抑制通胀的效果。

通胀预期保持稳定

由于通胀中枢出现抬升，对于通胀预期的考察就显得十分关键，因为其不仅反映出市场对于未来通胀走势的判断和定价，也将在很大程度上表明市场是否认可未来一段时间的美联储的行动。

通胀预期的判断一般有两类主要指标，一类是由债券市场交易得出的对于未来通胀的定价。从市场较为青睐的通胀挂钩债券（TIPS）的定价可以看出，从去年年中以来，市场对于中长期的美国通胀预期一直保持得较为稳定——这样的稳定也意味着美联储的货币政策紧缩在很大程度上被认可。虽然市场时不时会表现出对于加息的“犹豫”甚至“不耐烦”，但中期通胀预期保持稳定，对于美联储来说十分关键，因为这关乎其核心的政策目标之一。

图 2：市场对中长期美国通胀预期保持稳定

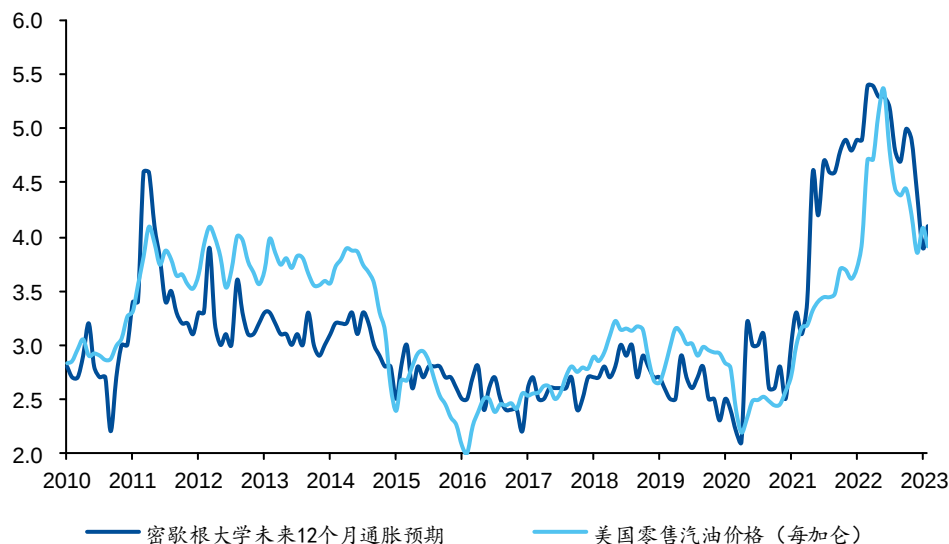


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

与此同时，另一个反应相对短期的、同时也是基于实际调查得出的密歇根大学通胀预期指标显示，受访的美国居民对于未来一年的通胀预期在近期出现了较为明显的下行。换言之，尽管美国整体通胀下行的速率慢于预期，但其见顶回落的态势仍然显示出普通居民对于未来的通胀走势并未表现出过度担忧。有意思的是，美国居民的短期通胀预期与汽油的平均售价有较高的相关性。换言之，普通人的通胀感受与实际生活开支的感受更加密切，而原油价格的下跌在很大程度上让居民体验到了更加温和的通胀体感。

对于货币政策的制定者而言，其一方面需要关心的是金融市场对于未来通胀的定价，因为这关乎金融市场的稳定；另一方面则需要关心大众对于日常生活的感受，因为这关乎货币政策的传导效果。两者叠加，我们可以看到美联储持续加息以来，通胀预期的变化相对正面，这也意味着总体而言，美联储到目前为止与市场的沟通是较为充分且有效的。

图 3：美国居民的通胀预期开始下降



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

供应链压力缓解

另一个关于通胀的好消息，则是来自于供应链的通胀压力出现了显著的下降。由纽约联储发布的全球供应链压力指数在近期跌入了“负数”区间，这在很大程度上表现出美联储的通胀治理工作从“双拳难敌四手”转为了“定向爆破”。

图 4：来自供给侧的通胀压力大幅缓解



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_53032

