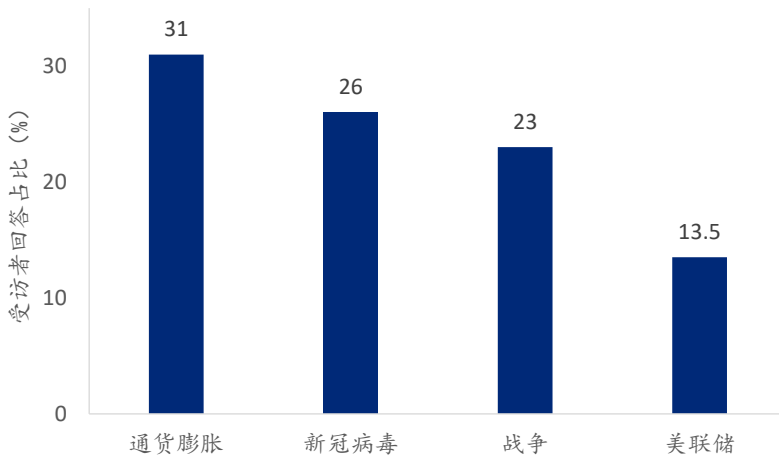


另类视角下的美国通胀

背景

随着通胀的不断走高，美联储加速退出 QE，进而带来全球流动性的进一步收紧。在此背景下，通胀已经成为了市场最为关注的潜在风险。据 Bloomberg 的调查显示，31% 的投资者认为 2022 年最大的尾部风险可能是通胀风险，位居尾部风险第一位。

图表 1: Bloomberg 调查问卷显示投资者认为 2022 年最大的尾部风险是通胀



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

美国 CPI 和美债 TIPS 隐含通胀率都显示目前的通胀处于极高水平。

我们可以看到，不论是实际的通胀 (CPI) 还是反映市场对于未来的通胀预期 (十年期美债 TIPS 隐含通胀率) 都处于极高水平。

- 11 月的美国 CPI 同比增速已经达 1980 年以来新高 (图表 2)
- 十年期美债 TIPS 隐含通胀率给出了市场对于未来的通胀预期 (图表 3)，目前该数值也在历史高位左右徘徊。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2021 年 12 月 29 日

相关报告:

[《2022 年中国股市策略展望: 先下后上, 上半年需谨慎》 \(2021-12-03\)](#)

[《全球大宗商品: CAPEX 结构之变》 \(2021-10-19\)](#)

[《全球大宗商品: 来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告 \(一\)》 \(2021-10-19\)](#)

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象, 建议投资人继续保持谨慎》 \(2021-09-20\)](#)

[《缩减 QE 日益临近, 对风险资产继续保持谨慎——见微知著》 \(2021-08-26\)](#)

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候? ——见微知著》 \(2021-07-22\)](#)

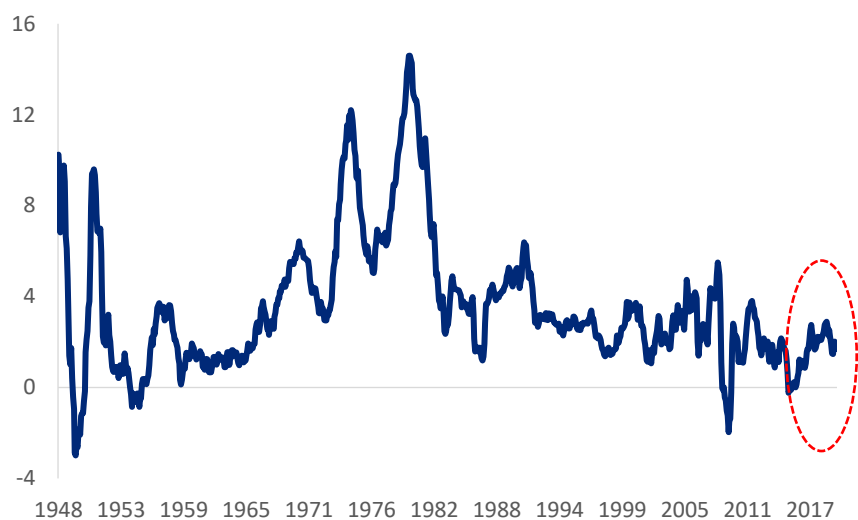
[《2021 年中期策略: 高处不胜寒, 审慎中前行》 \(2021-06-04\)](#)

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧?》 \(2021-05-31\)](#)



扫码关注浦银国际研究

图表 2：美国居民消费价格指数（CPI）同比



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 3：美债 TIPS 隐含通胀率



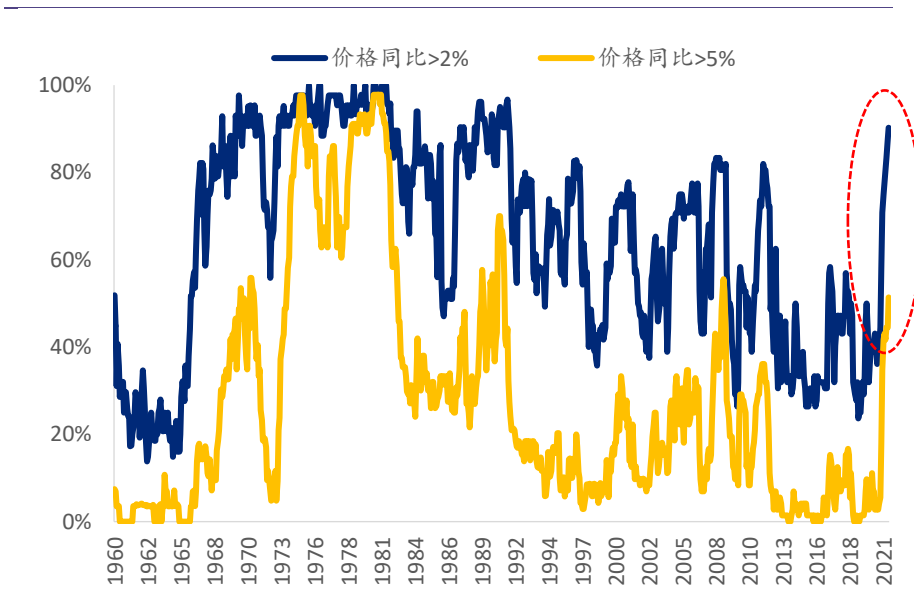
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

但通胀是一个广义的指标，市场所熟知的 CPI、PCE 还是美债 TIPS 隐含的通胀率，由于成分、构造方法不一，都只能从某一个维度反映通胀的情况，我们在此试图以更多维的维度来追踪美国通胀的变化，进而更好地把握货币政策走势的脉搏。

● 维度一：通胀已然蔓延

CPI 反映了一篮子商品的平均物价，却不能完全反映当前的高物价水平是由个别商品引起还是整体抬升所致。因而有必要进一步分析 CPI 细分项目的价格涨幅，图表 4 显示美国 CPI 的细分项目中几乎所有成分商品的价格同比都超过 2% 的美联储目标通胀水平，超过一半的项目同比超过 5%，当前的通胀已然呈逐渐蔓延之势。

图表 4：美国 CPI 细分项目中同比超过 2% 和 5% 的项目占比



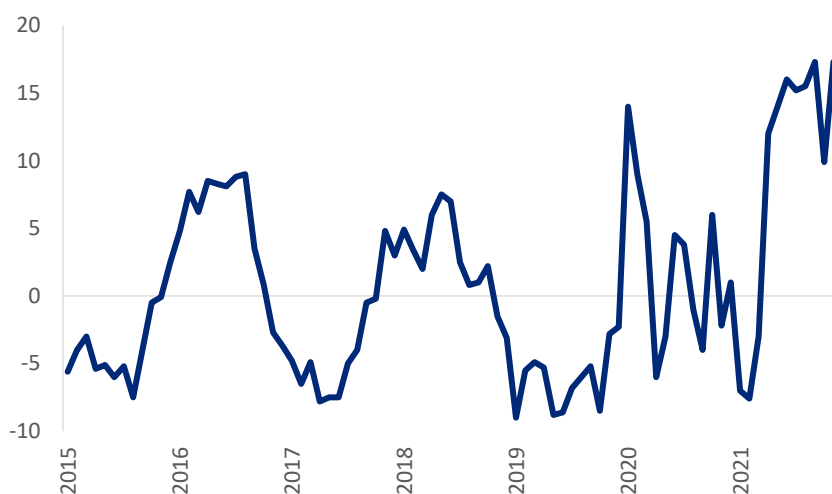
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 维度二：线上物价创下历史新高

Adobe 数字价格指数 (DPI)，为大家提供了美国消费者在线支付商品费用的全景视图。DPI 涵盖美国超过 1 亿种产品，基于美国劳工统计局发布的消费者价格指数权重进行构造。该指数涵盖 18 个产品类别：电子产品、服装、电器、书籍、玩具、电脑、杂货、家具/床上用品、工具/家装、家居/花园、宠物产品、珠宝、医疗设备/用品、体育用品、个人护理产品、鲜花/相关礼品、非处方药和办公用品。

历史来看该指数同比几乎未有持续高于 10% 的区间，但该指数同比在 2021 年却持续高于 10%，更是在 11 月创下 17.3% 历史新高，这反映不仅是线下产品，高通胀的趋势同样蔓延至线上产品。

图表 5: Adobe 美国网购价格指数同比 (%)



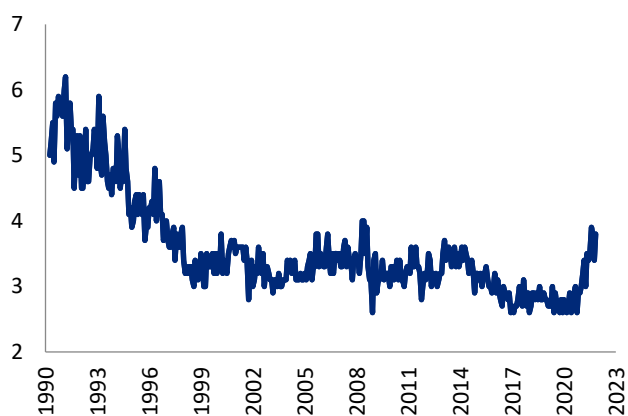
资料来源: Adobe, 浦银国际

● 维度三: 消费者对于短期通胀预期尤高

密歇根大学消费者信心指数为美国密歇根大学研究人员对消费者关于个人财务状况和国家经济状况的看法进行定期调查, 指数包含多项细分科目。我们从调查的细分项目入手, 重点关注消费者对于通胀的预期情况。

- 消费者对于长期的通胀预期(5年)在升高, 但未创历史新高, 只接近于2014年的高位水平, 明显低于90年代上半叶的预期水平(图表6)。
- 消费者对于短期(12个月)的通胀预期却明显更高, 略低于2008年创下的1990年以来的新高(图表7)。
- 具体细分来看, 约有三分之一的受访者认为未来12个月通胀会超过5%, 约有四分之一的受访者则认为未来12个月通胀会超过10%(图表8)。

图表 6: 消费者对未来 5 年通胀预期均值 (%)



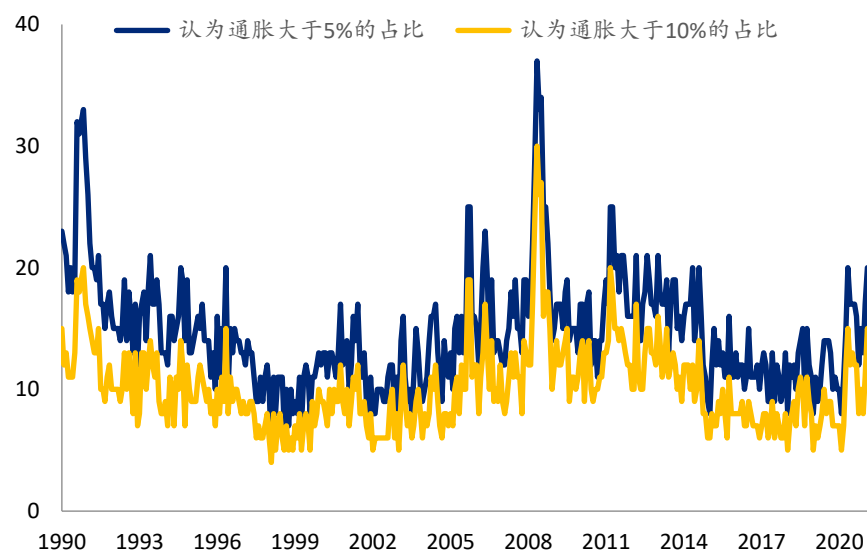
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 7: 消费者对未来 12 个月的通胀预期均值 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 8: 消费者认为未来 12 个月里物价上涨超过 5%、10%的受访者占比

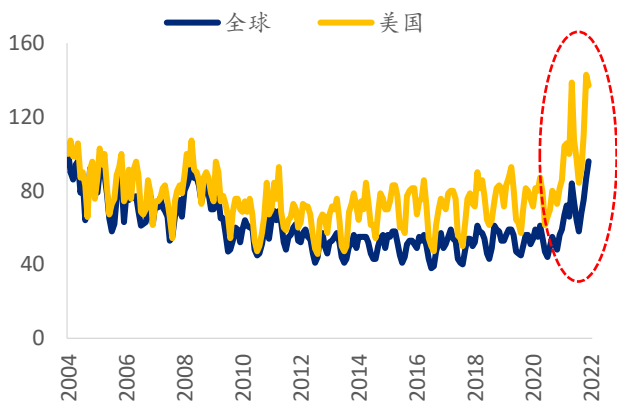


资料来源: FactSet, 浦银国际

● 维度四：“通胀”作为关键词搜索或出现频率皆创下历史新高

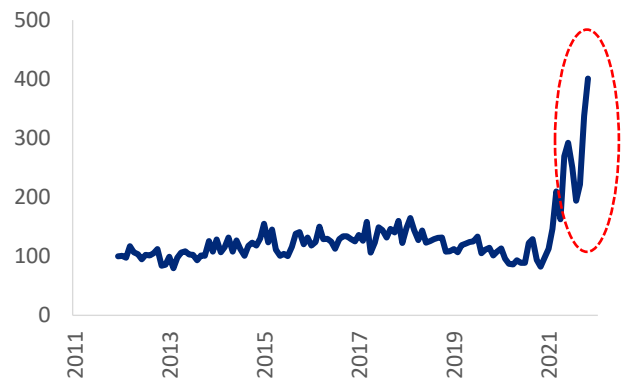
- Google 搜索引擎显示, 通货膨胀(inflation)的搜索次数在 2021 年出现飙升, 全球的搜索次数为 2008 年以来最高, 而在美国的搜索次数则创下至少 2004 年有数据以来的新高, 这很可能预示着美国用户对于通胀的担忧度更高 (图表 9)。
- 彭博终端作为涵盖最多、最全财经报道的信息集合, 其关键词的词频可以很好的反映市场关注点, 在彭博终端的词频统计中, 通货膨胀出现的次数在 2021 年一路飙升至历史新高水平, 相比过去 10 年的增长幅度都非常惊人, 这也作证了通胀确实是市场关注焦点中的焦点。

图表 9: 通货膨胀 (inflation) 在 Google 的搜索统计 (2004 年 1 月=100)



资料来源: Google, 浦银国际

图表 10: 通货膨胀 (inflation) 在彭博终端的出现次数统计 (2011 年 1 月=100)

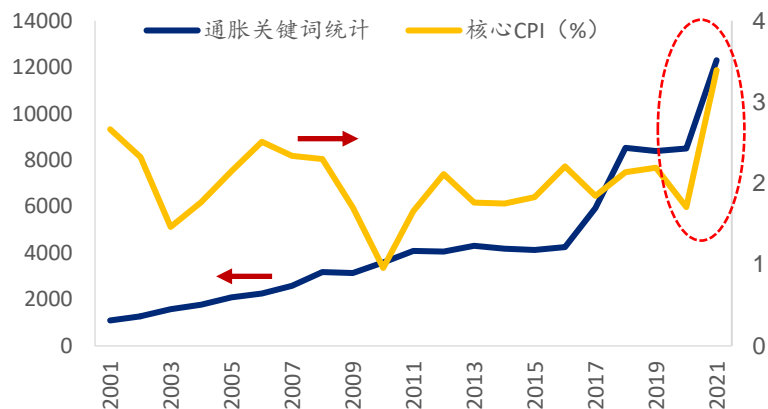


资料来源: Bloomberg, 浦银国际

● 维度五：美国财报中通胀出现的次数也创下历史新高

伴随着通胀的不断高企, 不仅是消费者、市场在关注通胀, 上市公司同样在广泛讨论通胀。我们统计了标普 500 企业的公司公告中“通胀”(inflation)出现的频次, 不出意外地, 该数值也同样在 2021 年飙升至至少 2001 年以来的历史新高。

图表 11: 通货膨胀 (inflation) 在标普 500 上市公司公告中的出现次数



资料来源: FactSet, 浦银国际

总结

美国通胀的高企, 无疑成为全球投资者心中的一块悬石, 细分来看, 美国 CPI 通胀已经呈现蔓延趋势, 不单是线下商品价格搞起, 受益于互联网规模效应的线上商品的物价同样也出现飙升。美国消费者对于短期通胀的预期尤高, 在搜索引擎、Bloomberg 中搜索或出现的通胀词频皆创下历史新高, 不仅是消费者、市场在关注通胀, 上市公司同样在广泛讨论通胀。在此大背景下, 通胀无疑是市场焦点中的焦点。**2022 年的美国通胀走势一定会成为引发市场预期调整的最重要推动力, 我们有必要以更为广泛的指标、维度对美国通胀进行密切追踪。**

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

