

总量研究

美国通胀粘性仍高，但不改下行趋势

——2023年1月美国CPI数据点评

要点

事件：

1月CPI同比6.4%，前值6.5%，市场预期6.2%；季调后CPI环比0.5%，前值修正为0.1%，市场预期0.5%；核心CPI同比增5.6%，前值5.7%，市场预期5.5%；季调后核心CPI环比0.4%，前值修正为0.4%，符合市场预期。

核心观点：

受能源、食品价格上涨影响，1月美国CPI环比超预期回升。但由于市场提前交易紧缩预期、通胀风险尚未进一步恶化，数据发布后，加息预期仅小幅变动，美股美债波动有限。

向前看，鉴于服务通胀压力仍在，在住房价格尚未出现趋势性回落前，对通胀下行速度不宜过于乐观。同时，市场对于加息终点的博弈也仍未结束，目前市场普遍预期至少加息至5月，6月加息概率接近50%。

1月美国通胀环比超预期回升，但市场反应相对平淡

尽管通胀数据超预期，但市场预期的加息节奏暂未有明显改变，美股、美债总体波动有限。数据发布后，据CME FedWatch，3月、5月、6月各加息25bp的概率分别为87.8%、73.7%、46.7%，前一日分别为90.8%、72.6%、42.1%。从市场表现来看，数据发布后，美股先跌后涨，美债利率、美元指数先上后下，总体变动幅度较低。一方面与市场提前交易紧缩预期有关，2月初以来，5月和6月各加息25BP的预期已有明显抬升。另一方面，尽管美国服务通胀粘性仍高，但总体通胀水平仍处在下行通道内。

1月CPI环比明显跳升，主要受能源、食品价格上涨影响，服务价格环比走平

1月CPI环比为0.5%，明显高于去年11月、12月的0.2%、0.1%，为去年7月以来的环比高点。CPI环比跳升，主要源于能源价格转为上涨，食品价格环比涨幅扩大，二者带动CPI环比较上月抬升0.3个百分点。此外，1月环比权重调整，导致11月、12月环比上修，抬升近三个月通胀环比读数。

美国通胀粘性仍高，但CPI同比增速仍处在回落通道内

1月通胀数据显示，服务通胀仍具韧性，商品、能源价格走低并非一蹴而就，指向当前美国经济韧性较强，未来经济软着陆概率加大。从各项指标看，通胀风险并未进一步恶化，CPI同比增速仍处在下行通道内。

一是，1月住房价格环比并未进一步抬升，出现收敛迹象。上年12月，住房价格环比上升至0.8%，今年1月环比回落至0.7%。二是，劳动力市场仍在缓慢降温，1月非农服务业时薪增速进一步放缓。三是，美国制造业景气度正加快回落，汽车等耐用品价格仍在下跌通道内。四是，今年原油市场回归供需平衡，在全球总需求增长放缓、俄原油供给风险可控，原油价格上涨空间有限。

但鉴于劳动力市场降温缓慢，服务通胀压力尚未缓解，未来一段时间内，在住房价格尚未出现趋势性回落前，对通胀下行速度不宜过于乐观。市场对于加息终点的博弈仍未结束，目前预期至少加息至5月，6月加息概率接近50%。

风险提示：美国经济回落速度超预期；俄乌局势超预期发展。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

疫情感染高峰已过，Q1经济修复或超预期——《经济复苏追踪系列》第二篇（2023-01-14）

社融增速仍将寻底，信贷结构持续优化——2022年12月金融数据点评（2023-01-10）

薪资回落，预示非农将加速降温——2022年12月非农数据点评兼光大宏观周报（2023-01-07）

从部委工作会议看2023年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

经济加快探底，后期走势有望回暖——2022年12月PMI点评兼光大宏观周报（2022-12-31）

底部探明，复苏在即——2022年11月工业企业盈利数据点评（2022-12-27）

什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

底部已现，黄金步入上行通道——大类资产配置系列报告第一篇（2022-12-21）

收入加快，支出放缓，收支压力逐步缓和——2022年11月财政数据点评（2022-12-20）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022年12月中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

目 录

1、1月CPI环比超预期回升，同比增速下行速度放缓	3
2、通胀粘性仍高，但不改下行趋势	6
3、风险提示	8

图目录

图 1: 1月CPI环比明显回升，同比增速回落速度放缓	3
图 2: 1月核心CPI环比走平，同比延续回落	3
图 3: 食品、能源价格，是1月CPI环比回升的主要拉动项	3
图 4: 市场多数预期3月、5月各加息25BP	3
图 5: 家庭食品环比持续走低，但非家庭食品价格环比仍具韧性	4
图 6: 1月美国汽油、柴油价格小幅上涨	4
图 7: 今年1月，CPI住所权重上调，能源、二手车权重下调	5
图 8: 2022年9月起，美国公寓房租价格持续下跌	6
图 9: 2022年4月起，美国房屋价格指数开始回落	6
图 10: 1月美国私人服务薪资同比增速进一步回落	7
图 11: 美国劳动参与率仍处在较低水平	7
图 12: 12月美国汽车产销同步回落，库存逐步回升	7
图 13: 美国汽车、二手车价格仍在持续下跌	7

表目录

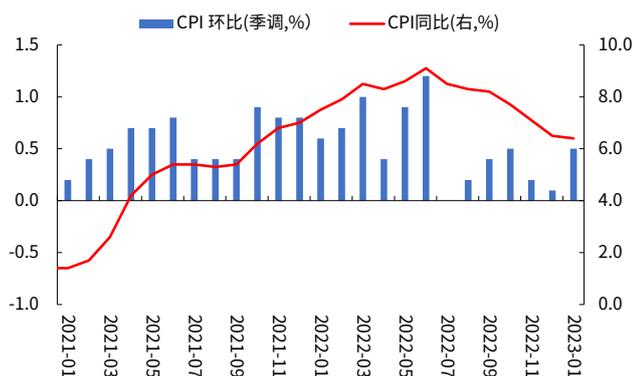
表 1: 2022年11月-2023年1月CPI同比和环比分项	5
---------------------------------------	---

1、1月CPI环比超预期回升，同比增速下行速度放缓

1月美国通胀环比明显回升，同比超预期。1月CPI同比增6.4%，前值6.5%，市场预期6.2%；季调后1月CPI环比0.5%，前值修正为0.1%，市场预期0.5%；1月核心CPI同比增5.6%，前值5.7%，市场预期5.5%；季调后1月核心CPI环比增0.4%，前值修正为0.4%，符合市场预期。

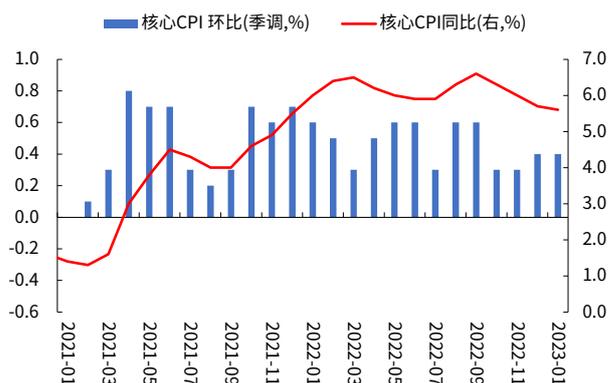
但在超预期的通胀数据发布后，市场预期的加息节奏暂未有明显改变，美股、美债总体波动有限。数据发布后，据CME FedWatch，3月、5月、6月各加息25bp的概率分别为87.8%、73.7%、46.7%，前一日分别为90.8%、72.6%、42.1%。从市场表现来看，数据发布后，美股先跌后涨，美债利率、美元指数先上后下，总体变动幅度较低。这一方面与市场提前交易紧缩预期有关，2月初以来，5月和6月各加息25BP的预期已有明显抬升。另一方面，尽管美国服务通胀粘性仍高，但由于商品价格持续回落和高基数影响，总体通胀水平仍处在下行通道内。

图1：1月CPI环比明显回升，同比增速回落速度放缓



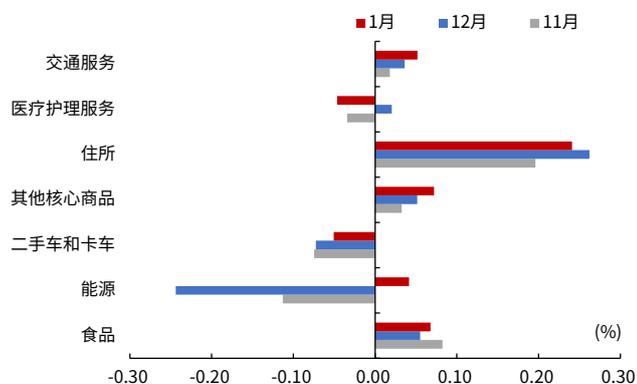
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2023年1月

图2：1月核心CPI环比走平，同比延续回落



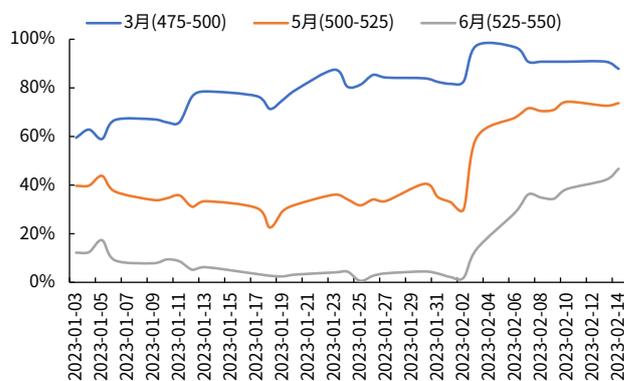
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2023年1月

图3：食品、能源价格，是1月CPI环比回升的主要拉动项



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据为环比拉动率

图4：市场多数预期3月、5月各加息25BP



资料来源：CME FedWatch，光大证券研究所 注：数据截止日期 2023年2月14日

1月CPI环比为0.5%，明显高于去年11月、12月的0.2%、0.1%，为去年7月以来的环比高点。

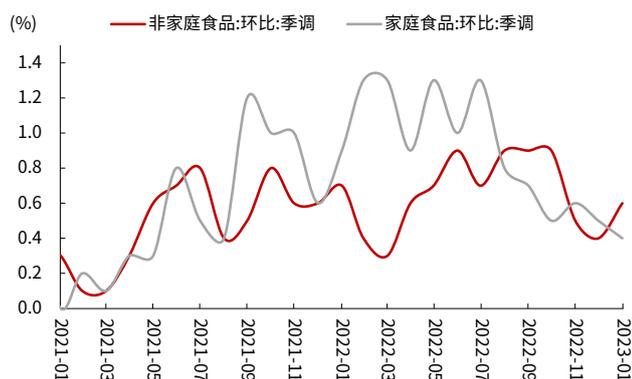
1月CPI环比明显跳升，主要由于能源价格转为上涨，食品价格环比涨幅扩大，二者带动CPI环比较上月抬升0.3个百分点。

1月，食品价格环比自上月的0.4%上行至0.5%，主要受外出就餐价格上涨影响，表明服务需求相对旺盛、薪资上涨带来服务价格韧性。

1月，能源价格环比自上月的-3.1%回升至0.6%，汽油、发动机燃料价格均转为上涨。12月下旬以来，受需求回暖、供给趋紧预期影响，国际油价止跌企稳，处在震荡阶段。一方面，受美国释放回购战略石油储备信号、中国防疫政策优化抬升石油需求预期，油价阶段性见底。另一方面，俄罗斯表态将主动减产，应对欧盟对俄石油限价，推升供给趋紧预期。12月23日，俄罗斯方面表示，俄方可能在2023年初将石油产量削减5%至7%，并停止向支持对俄石油设置价格上限的国家进行销售。2月10日，俄罗斯表示，计划3月原油产量每日减少50万桶。欧佩克+表示，不会通过增加产量来填补俄罗斯宣布的减产，进一步强化了原油市场供应趋紧预期。

因此，考虑到俄罗斯石油供给收敛，欧美经济相对韧性以及国内需求回暖，上半年能源价格或仍处在相对高位，能源价格对CPI的拖累作用将明显减弱。

图5：家庭食品环比持续走低，但非家庭食品价格环比仍具韧性



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期为2023年1月

图6：1月美国汽油、柴油价格小幅上涨

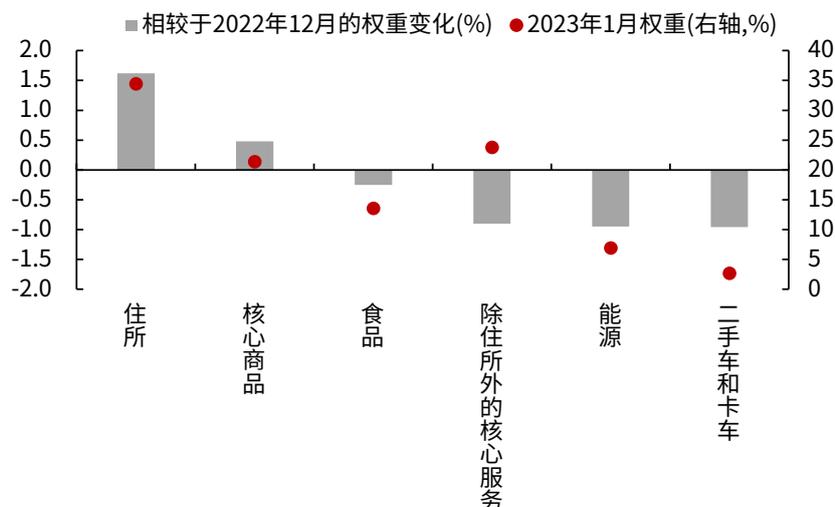


资料来源：CME FedWatch，光大证券研究所 注：数据截止日期2023年2月13日

此外，2023年CPI权重进行调整，能源、二手车价格权重下调，住房价格权重上调。今年1月，CPI分项中，住所权重自上年12月的32.8%上调至34.4%，提高1.62个百分点；核心商品权重自20.9%上调至21.4%，提高0.48个百分点；能源权重自7.9%下调至6.9%，降低0.95个百分点；二手车和卡车的权重自3.6%下调至2.7%，降低0.96个百分点。

去年下半年以来，美国通胀降温的领域主要集中在能源、二手车，住房等服务价格仍具较强粘性。本次权重调整放大了粘性通胀的影响，美国劳工部对此上调去年11月、12月环比数据，使得通胀读数偏高。但往后看，若未来住房等服务通胀粘性开始回落，意味着后续总体通胀读数下降的更快。

图 7: 今年 1 月, CPI 住所权重上调, 能源、二手车权重下调



资料来源: 美国劳工部, 光大证券研究所

表 1: 2022 年 11 月-2023 年 1 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2023年1月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
		2022/11	2022/12	2023/01	2022/11	2022/12	2023/01
食品	13.5	10.6	10.4	10.1	0.6	0.4	0.5
家庭食品	8.7	12.0	11.8	11.3	0.6	0.5	0.5
谷物和烘焙制品	1.2	16.4	16.1	15.6	1.2	0.6	0.4
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.8	6.8	7.7	8.1	0.0	0.8	1.0
乳制品及相关制品	0.8	16.4	15.3	14.0	1.1	0.2	0.7
水果和蔬菜	1.5	9.7	8.4	7.2	1.1	-0.1	0.0
无酒精饮料和饮料原料	1.0	13.2	12.6	13.1	0.8	0.5	-0.5
其他家庭食品	2.3	13.9	13.9	13.2	0.2	0.7	0.4
非家庭食品	4.8	8.5	8.3	8.2	0.5	0.4	0.7
能源	6.9	13.1	7.3	8.7	-1.4	-3.1	0.6
能源类商品	3.5	12.2	0.4	2.8	-2.1	-7.2	2.0
燃油	0.2	65.7	41.5	27.7	1.7	-16.6	1.9
发动机燃料	3.3	10.8	-0.9	1.9	-2.2	-6.9	-1.2
汽油 (所有种类)	3.2	10.1	-1.5	1.5	-2.3	-7.0	2.3
能源服务	3.4	14.2	15.6	15.6	-0.6	1.9	2.4
电力	2.5	13.7	14.3	11.9	0.5	1.3	2.1
公共事业 (管道) 燃气服务	0.9	15.5	19.3	26.7	-3.4	3.5	0.5
所有项目, 除食品和能源	79.5	6.0	5.7	5.6	0.3	0.4	0.4
商品, 不含食品和能源类商品	21.4	3.7	2.1	1.4	-0.2	-0.1	0.1
服装	2.5	3.6	2.9	3.1	0.1	0.2	0.8
新车	4.3	7.2	5.9	5.8	0.5	0.6	0.2
二手车和卡车	2.7	-3.3	-8.8	-11.6	-2.0	-2.0	-1.9
医疗护理商品	1.5	3.1	3.2	3.4	0.2	0.1	1.1
酒精饮料	0.8	5.5	5.8	5.8	0.6	0.7	0.4
烟草和烟草制品	0.5	6.3	5.5	6.3	0.7	-0.1	0.7
服务, 不含能源服务	58.2	6.8	7.0	7.2	0.5	0.6	0.5
住所	34.4	7.1	7.5	7.9	0.6	0.8	0.7
主要居所租金	7.5	7.9	8.3	8.6	0.8	0.8	0.7
业主等价租金	25.4	7.1	7.5	7.8	0.7	0.8	0.7
医疗护理服务	6.7	4.4	4.1	3.0	-0.5	0.3	-0.7
医疗服务	1.9	1.5	1.7	1.7	0.0	0.1	-0.1
医院服务	1.9	2.9	4.4	3.6		1.3	0.5
交通服务	5.8	14.2	14.6	14.6	0.3	0.6	0.9
机动车维修保养	1.1	11.7	13.0	14.2	1.3	1.0	1.3
机动车保险	2.5	13.4	14.2	14.7	1.0	0.7	1.4
机票	0.6	36.0	28.5	25.6	-1.6	-2.1	-2.1

资料来源: 美国劳工部, 光大证券研究所。数据截止日期为 2023 年 1 月; 权重单位为 %。

2、通胀粘性仍高，但不改下行趋势

1 月通胀数据显示，服务通胀仍具韧性，商品、能源价格走低并非一蹴而就，指向当前美国经济韧性较强，未来经济软着陆概率加大。

从各项指标看，通胀风险并未进一步恶化，CPI 同比增速仍处在下行通道内。但鉴于劳动力市场降温缓慢，服务通胀压力尚未缓解，未来一段时间内，在住房价格尚未出现趋势性回落之前，对通胀下行速度不宜过于乐观。基于此，市场在 1 月非农数据发布后，便持续上调 5 月加息预期，6 月加息概率也接近 50%。

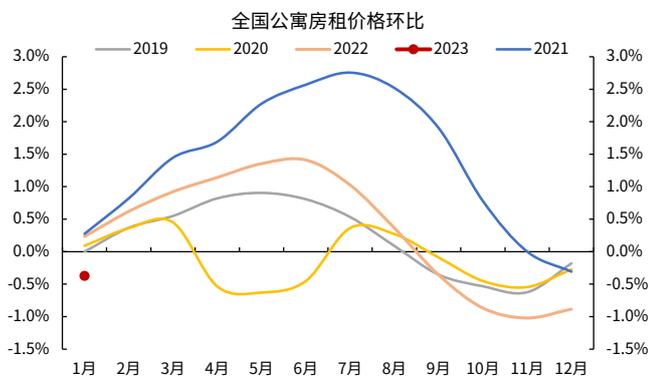
一是，1 月住房价格环比并未进一步抬升，出现收敛迹象。

上年 12 月，住房价格环比上升至 0.8%，今年 1 月环比回落至 0.7%，或指向住房环比筑顶，呈现收敛迹象。

由于 CPI 反映的是现有租约价格，而非新租约价格，同时 CPI 住宅租金每 6 个月采样一次，调整频率较小，因此 CPI 住宅价格滞后于市场价格变化。

从市场情况看，美国房屋、租金价格仍在持续下跌。2022 年 4 月起，美国房价开始下跌，2022 年 9 月起，美国公寓新签租约价格也开始下跌。从历史数据来看，CPI 住宅价格滞后于 CaseShiller 全国房屋价格指数大约 12 个月-16 个月。根据这一领先关系，CPI 住宅价格预计将从今年二、三季度开始回落。

图 8：2022 年 9 月起，美国公寓房租价格持续下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截止日期 2023 年 1 月

图 9：2022 年 4 月起，美国房屋价格指数开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所。CS 房价指数更新至 2022 年 11 月；CPI 住宅数据更新至 2023 年 1 月

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_52293

