

美国通胀小幅超预期，降息时间可能延后

20230215

核心内容：

- **CPI 环比略超预期** 1 月 CPI 同比增速从 12 月的 6.5% 下行至 6.4%，预期 6.2%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比降低至 5.6%，比 12 月下行 0.1%。季调环比方面，CPI 录得 2022 年 10 月以来最快增速，上升 0.5%，预期 0.4%；核心 CPI 增速为 0.4%，和上月的 0.4% 持平。
- **CPI 的权重调整放大价格压力，不改变通胀上半年快速回落的趋势** 比较 2023 与 2022 年各项支出占比变化，居住成本和涨价偏快的家用食品权重上调，通缩的二手车和下滑较多的能源权重减少，造成向上压力。从 1 月数据来看，居住成本的权重上调和二手车的下调分别拉动 CPI 向上 0.10 和 0.11 个百分点，也即剔除权重影响后 CPI 同比增速约在 6.2%，和预测值较为一致。总体上，本月的超预期不改变价格在上半年快速回落的趋势。
- **能源环比反弹，但能源、食品与商品价格上半年预计继续放缓，美联储尚无必要提高加息终值** 从服务以外的部分来看，能源和二手车同比大概率继续通缩，食品增速将逐步降低，和房价相关的家具和家用产品价格也会降速，上半年核心商品回落的趋势不改。即使 CPI 在个别月份略超预期，预计美联储也没有再提高加息终值的必要。
- **居住成本上半年难以明显回落，劳动市场是服务粘性核心，2023 年内降息概率下降** 由于统计技术性滞后，无论美联储加息的状况，居住成本都将在上半年对名义和核心通胀构成持续的压力。从劳动市场工资增速和菲利普斯曲线模型推断，2023 年下半年核心通胀会在 3.0%-3.5% 之间运行，这离美联储的目标依然有不小的差距。在美联储坚持 2% 的通胀目标以及经济较晚进入浅衰退的假设下，2023 年内降息的希望开始变得渺茫。
- **经济软着陆 VS 不着陆预期下市场进入动荡期，美元可能短期反弹** 从 CME 联邦基金利率期货隐含的加息预期来看，市场目前认为 6 月可能再加息 25BP，使利率终值达到 5.25%-5.5%，但又认为 12 月仍会降息一次，反映了“软着陆”与“不着陆”派的分歧。如果经济“软着陆”，即 2023 年末出现弱衰退，那么年内降息的预期成立，但 6 月加息并无必要，而是要保持高利率更久不变。而如果经济“不着陆”，那么通胀粘性将比现在更强，则有继续加息的必要，但强劲的经济意味着 2023 年内几乎不可能降息。**不论如何，目前数据指向年内降息概率的显著降低。**当前的衰退指标和经济数据无法解决市场对于通胀和衰退观点的分歧，未来一段时间处于动荡的状态。对美元指数来说，尽管其中长期向下，但此前下跌过快、计入鸽派预期较多、美联储缩表可能持续更久以及数据的波动都支持美元短期反弹。对收益率回升的美债来说，短期仍可能在数据扰动下震荡向上，更敏感的 2 年债表现好于 10 年债。美股风险偏好的改善暂缓，盈利底出现前仍有一跌，但好于预期的美国经济可能缓和盈利下滑的深度。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

美国劳工数据局（BLS）公布的 1 月消费者价格指数（CPI）略超预期，同比增速从 12 月的 6.5% 下行至 6.4%，预期 6.2%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比降低至 5.6%，比 12 月下行 0.1%。季调环比方面，CPI 录得 2022 年 10 月以来最快增速，上升 0.5%，预期 0.4%；核心 CPI 增速为 0.4%，和上月的 0.4% 持平。需要注意，1 月 CPI 的权重做出了调整，也产生了一定噪音。在非农增速统计口径调整并超预期后，BLS 同样加大了增速更快的居住成本权重并降低了通缩的二手车权重，加大 CPI 环比上行的动力。尽管 1 月的 CPI 环比增速超预期，但能源和部分商品通缩带动价格同比回落的趋势依然没有改变，美联储 5.00%-5.25% 的加息终值没有进一步上行的必要，但市场在数据公布后已经开始计入 5.25%-5.50% 的加息预期，这可能是对之前乐观情绪的“矫枉过正”。在通胀和非农就业偏强的情况下，美联储 3 月加息 25BP 毫无悬念，5 月也有较高概率加息 25BP；根据数据预测，我们暂时倾向于 5 月后停止加息以及美联储在 2023 年保持不降息，衰退可能在 2023 年末或 2024 年初。

从构成来看，对 CPI 同比下降贡献最突出的依然是二手车，食品和家具及家用产品由于基数效应也继续小幅回落；由于原油和新车价格出现上行，两者的同比贡献略有回升，暂时延缓了商品进入通缩的步伐；贡献最明显的依然是因统计滞后而居高不下的居住成本，运输服务的回升也值得警惕。环比方面，二手车和医疗服务负增长，能源商品和服务均比 12 月回升，是环比超预期的重要因素，居住成本略有放缓，但依然维持较高增速，服装和非家用食品意外出现回升。

整体上，虽然能源和部分商品的环比有所回升，但在高基数下同比仍会在上半年较快下行，不会迫使美联储再提高加息终值，但服务部分的粘性可能使高利率保持更久。目前 CPI 的干扰因素较多，包括居住成本权重上调、房价与租金统计滞后、医疗保险计算方法和过往季调因子改变等因素，但物价的同比趋势仍指向较快的回落，但离 2% 的目标距离尚远。我们的预测认为名义通胀仍将在 6 月回落至 3% 左右，但结合劳动市场数据，下半年的核心通胀中枢仍会在 3.0%-3.5% 左右震荡，阻碍美联储降息。

就业和物价的顺利回落暂告一段落，各类衰退指标信号并不明确，美联储高利率的传导还需时间，市场短期也将进入高波动震荡的状态，等待数据明朗。CPI 数据出炉后，美债收益率大幅回升至高位，未来可能继续随数据震荡，但仍有配置价值。美股风险偏好的改善暂缓，盈利底还未出现，但好于预期的美国经济可能缓和盈利下滑的深度，2022 年利润降幅已经较大的板块存在左侧配置机会。美元前期下跌过快、计入鸽派预期较多、缩表可能持续更久以及数据的波动短期支持美元小幅反弹，但在更长期处于下行周期。

图 1：1 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

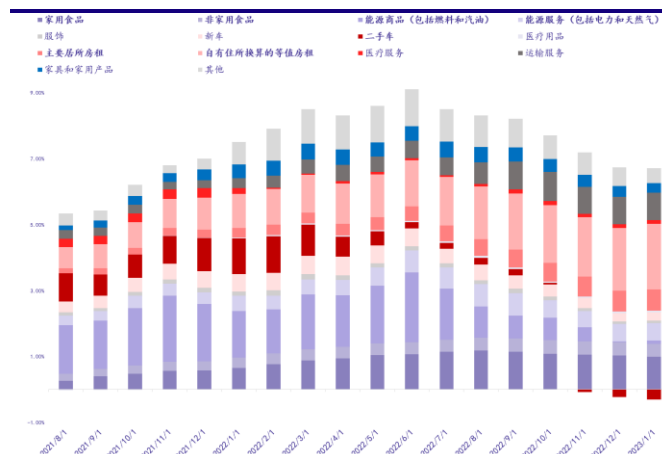
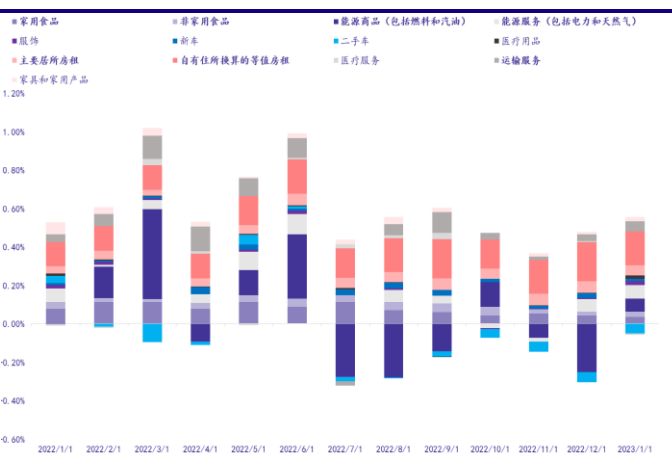


图 2：1 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

（一）CPI 权重和季调因子的调整对上行压力做出贡献

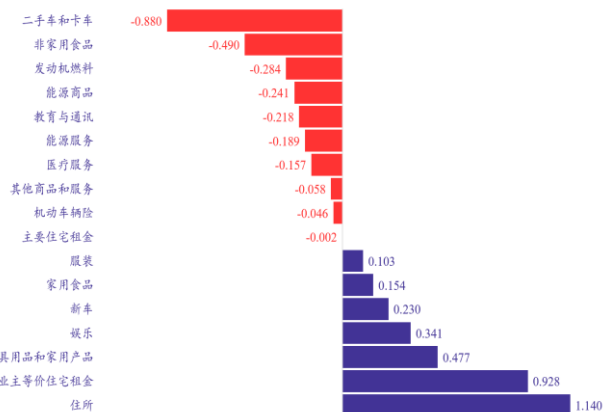
2023 年 1 月的 CPI 数据和此前公布的非农数据一样出现了技术调整，需要特别注意的包括（1）消费支出的权重从 2019-2020 的两年权重更新为 2021 年的权重；（2）季调因子重新计算，可能影响过去 5 年的通胀数据¹。

消费支出权重的更新主要是为了更快反映居民消费结构的变化，CPI 权重的滞后时间由 36 个月缩短至 24 个月。消费权重主要用于计算 CPI 各项目的权重，其调整也会影响 CPI 同比增速的变化。比较 2023 与 2022 年各项支出占比变化的话，居住成本和涨价偏快的家用食品权重上调，通缩的二手车和下滑较多的能源权重减少，造成向上压力。从 1 月数据来看，居住成本的权重上调和二手车的下调分别拉动 CPI 向上 0.10 和 0.11 个百分点，也即剔除权重影响后 CPI 同比增速约在 6.2%，和预测值较为一致。

季调方面，2022 年的因子被重新计算，导致 2022 年四季度的通胀增速上调，但不直接影响 2023 年的 CPI 增速。从季调特征来看，一季度的因子会提升整体通胀增速，二三季度一般降低增速，而四季度会再次抬升增速。这意味着一季度的同比名义通胀在季调下存在上行压力，但二三季度会更快下降；环比方面，上半年季调因子会导致环比更快下行，上行压力则在下半年体现。

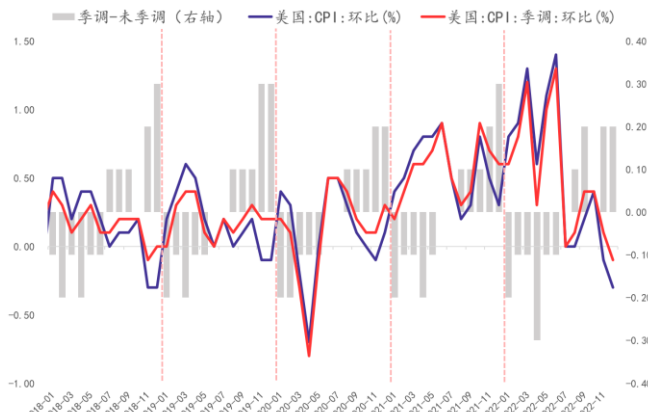
总体来看，CPI 统计调整确实加大了数据的上行压力，但本月的超预期不改变价格在上半年快速回落的趋势。

图 3：2023 与 2022 支出的权重比较（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 4：季调因子对 CPI 环比增速的影响（%）

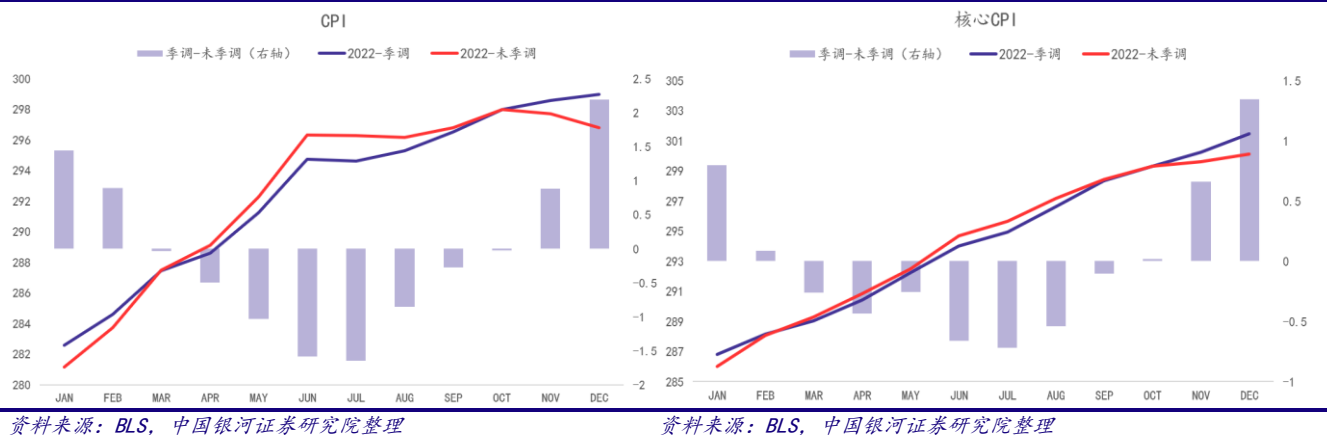


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2022 年 CPI 和季调因子（%）

图 6：2022 年核心 CPI 和季调因子（%）

¹ 2023 CPI Weight Information : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov); Seasonal Adjustment in the CPI : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov); Archived News Releases : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov); The Fed - Residual Seasonality in Core Consumer Price Inflation: An Update (federalreserve.gov)



(二) 二手车继续通缩, 能源价格环比反弹, 但名义通胀上半年回落趋势不改

一般商品方面, 尽管二手车价格权重被下调接近 1 个百分点, 其 11.6% 的同比负增长对通胀下行做出最大贡献; 新车价格环比继续放缓, 其基数接近高点支持同比的继续下行。家具和家用产品对房价的滞后短于居住成本, 上半年同比也会保持回落。服装的环比增长 0.8%, 但随着商品消费整体放缓, 预计难以保持。

能源部分的环比增速出现反弹, 这与 1 月 WTI 环比 2.2% 的涨幅基本同步; NYMEX 天然气 1 月环比下行-40.7%, 但其对 CPI 的能源服务存在约一个季度的滞后。虽然全球主要经济体表现好于预期对能源价格形成一定支撑, 但也难再大幅回升。因此, 在原油价格震荡、天然气回落、能源同比高基数下, 2023 上半年能源部分陷入通缩并带动 CPI 大幅回落的趋势不变。

图 7: 原油价格同比增速继续 (%)

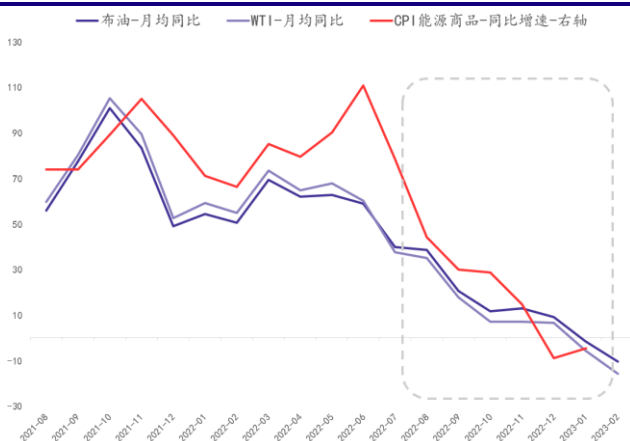


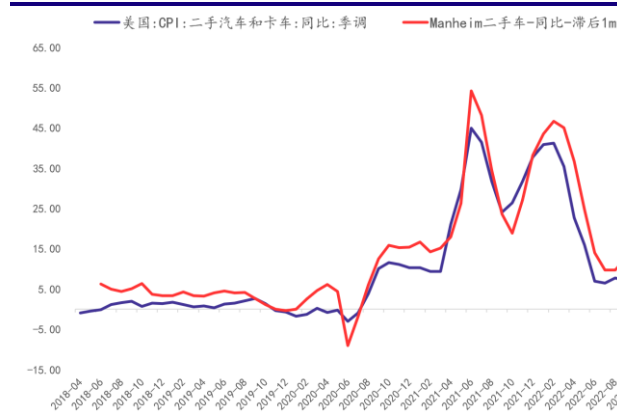
图 8: 天然气价格的下行可能在未来传导 (%)



食品价格整体放缓, 1 月家庭食品价格环比继续缓和, 但非家用食品小幅加快。食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右, 尽管未来该指数还有一个小峰值, 但食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头将保持。

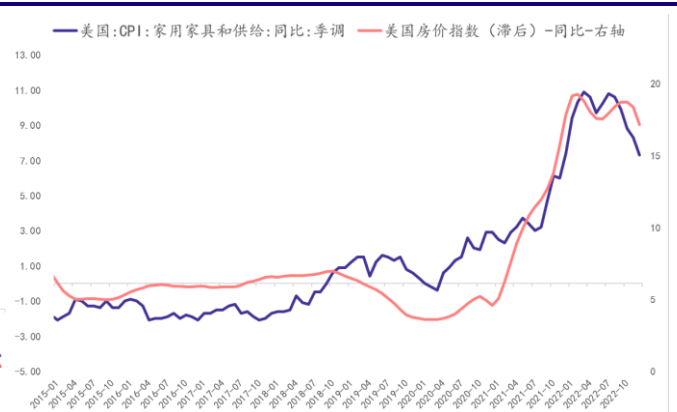
因此从服务以外的部分来看，能源和二手车同比大概率继续通缩，食品增速将逐步降低，和房价相关的家具和家用产品价格也会降速，上半年核心商品回落的趋势不改。即使CPI在个别月份略超预期，预计美联储也没有再提高加息终值的必要。不过，实际工资增速从低位的回升、剩余的超额储蓄和消费信贷短期的旺盛可能导致CPI下行斜率放缓，需要保持观察。

图 9：二手车价格由于高基数大幅下跌（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：家居相关商品预计跟随房价回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）劳动市场是服务粘性的核心，居住成本上半年难回落，高利率的传导需要时间

最大的不确定性依然来自美国劳动市场在供需不平衡下的超预期韧性。从供给侧考虑，美国短期面临350万劳动缺口，婴儿潮一代的持续退休、65岁以上劳动参与率的中枢下降以及美国中长期人口结构问题预示供给缺口短期难以弥合。从需求侧考虑，美国居民的实际服务消费未恢复到疫情前，消费信贷偏强，超额储蓄和健康的资产负债表支持服务支出；同时，居民实际购买力在通胀下行后有所恢复。

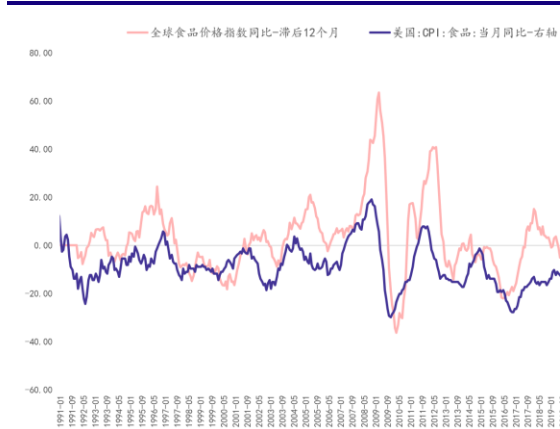
由于CPI的干扰项目较多，对于下半年通胀的走势需要关注去除居住成本的核心CPI，该指标目前仍处于下降的趋势，但在上述因素的影响下斜率出现缓和。因此，虽然上半年通胀的回落较为确定，但劳动市场和经济好于预期在加强下半年的核心通胀韧性。从劳动市场工资增速和菲利普斯曲线模型推断，2023年下半年核心通胀会在3.0%-3.5%之间运行，这离美联储的目标依然有不小的差距。在美联储坚持2%的通胀目标以及经济较晚进入浅衰退的假设下，2023年内降息希望开始变得渺茫。

居住成本两项对CPI的拉动在1月已经达到2.63%，仅权重的上调就为同比增加了0.1个百分点的压力。CPI对房价和房租的统计一般滞后12-16个月，且Zillow和房地美统计显示2022上半年房价同比增速仍高达15%-18%。这意味着2023上半年，无论美联储加息与否，居住成本都将对名义和核心通胀构成持续的压力。好消息是，居住成本的环比增速从0.8%回落至0.7%，这至少暗示其对通胀的贡献不会继续增加，仅是阻碍CPI向2%靠近。

至少从过去几个月的通胀数据来看，能源和部分商品陷入负增长的态势仍然明确，上半年价格回落和高基数的叠加会导致名义通胀较快回落，问题仍是下半年通胀的粘性。在通胀不大幅超预期的情况下，美联储似乎没有提高加息终值必要，但是不降息的时间需要延长，迫使通胀向2%的增速靠拢。高联邦基金利率向经济的传导需要时间，目前美

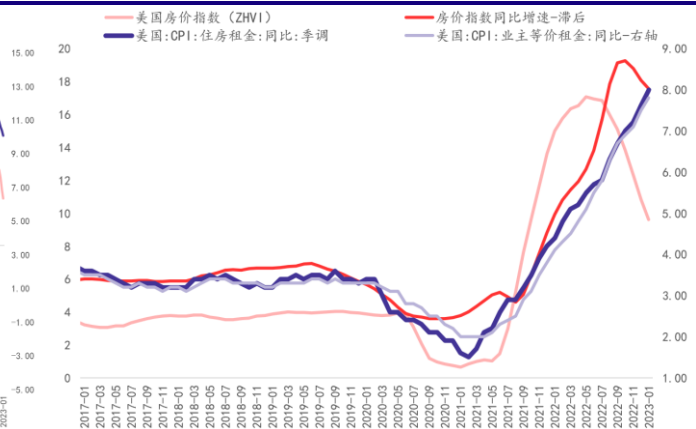
国平均存款利率仅缓慢上升至 0.33%，，因此对资产和信贷派生的抑制不足；低存款利率和高政策利率的差距更多指向高利率持续更久以增强传导，而不是提高加息终值。

图 11：食品价格下行幅度可能加大（%）



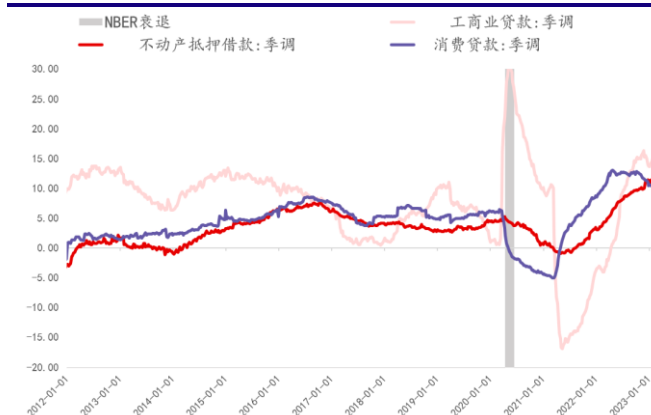
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：居住成本对 CPI 的拉动还会持续一段时间（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：存在滞后的消费信贷增速仍然较高（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：核心价格在商品带动下放缓，但服务需要警惕



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 15：美国房价先行指标继续下行



20

2

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_52296

