



2023 年 3 月 15 日

宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

若无深衰退，哪得低通胀？

2023 年 2 月美国 CPI 数据点评

投资要点：

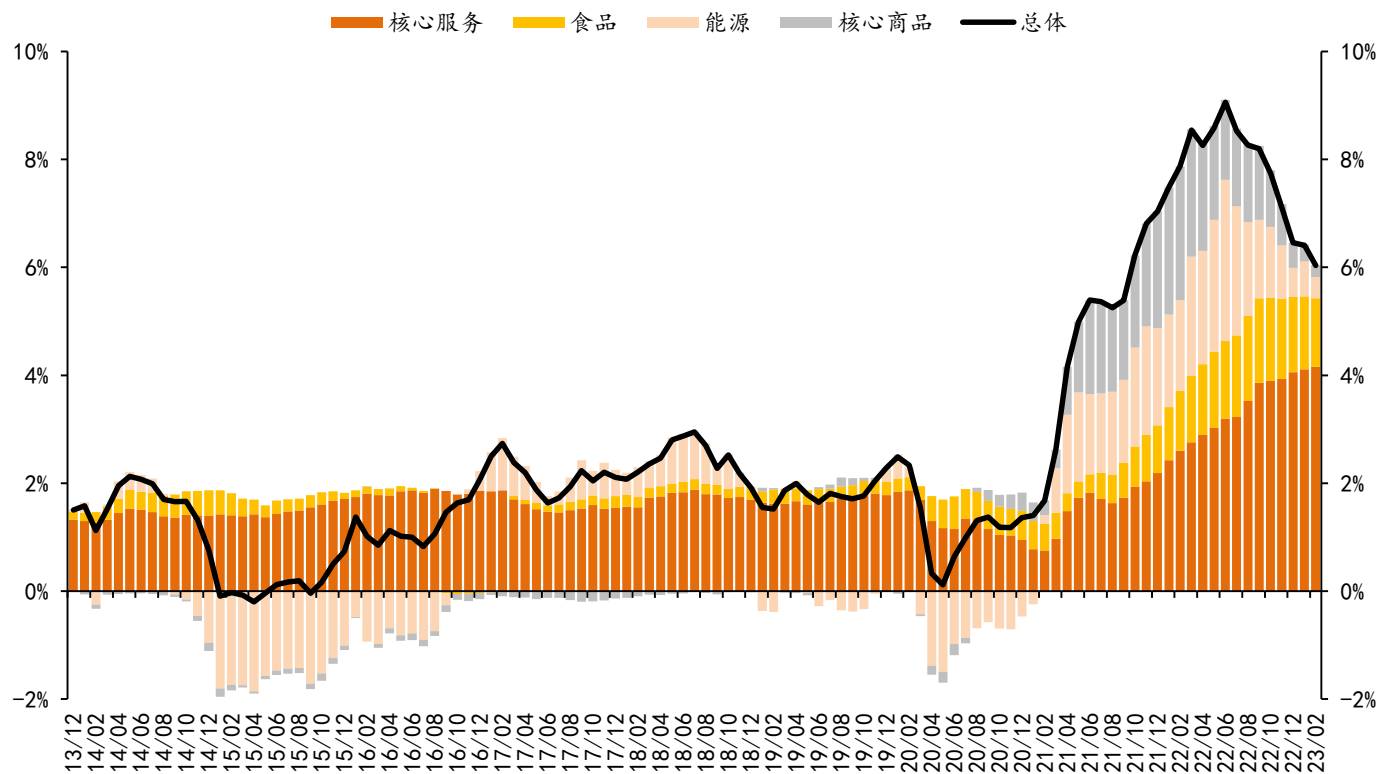
- **核心观点：**美国 2 月 CPI 首触 6%，上半年或延续下行，6 月或触及 3%底部。通胀风险更多在下半年，当前市场预期低通胀&浅衰退的“不可能组合”大概率将被纠偏，超额储蓄尚未被消耗殆尽意味着其仍能消费支撑经济，但这也意味着通胀难下，下半年市场过于乐观的通胀预期或被纠正。
- **通胀数据：2 月 CPI 数据与预期相差无几。**2 月美国 CPI 同比+6.0%，前值+6.4%，核心同比+5.5%，前值+5.6%，均持平预期。环比+0.4%，预期+0.4%，前值+0.5%；核心环比+0.5%，预期+0.4%，前值+0.4%。2 月核心 CPI 环比精确值为+0.452%，考虑这一因素后 CPI 读数几乎完全符合预期。
- **数据结构：商品通胀暗藏需求过热，居住通胀仍待 Q2 回落，工资通胀犹看劳务市场供需缺口。**
 - ①**核心商品：**环比-0.01%，但家居陈设、服装、休闲商品通胀均有回升，或来自 1 月个税降低、社安金提升等需求层面因素。当然，前述项目的环比回暖均被二手车的加速下跌（环比-2.77%）抵消（详见图 3）。需注意的是，CPI 二手车的先行指标 Manheim 二手车（一般领先 1-2 个月）近期持续回升，或与前期价格下跌过快有关，需警惕后续 CPI 二手车环比跌幅的收窄甚至回正（图 7-8）。
 - ②**居住通胀：**同比+8.1%，环比+0.76%，受 1 月房价边际回暖影响，增速较前值均有所加快。但考虑到 CPI 居住分项一般滞后房价与租金约 12-15 个月（图 9），我们预计其大概率于 Q2 触及增速峰值。
 - ③**非居住核心服务：**同比+6.14%，环比+0.5%。作为美联储关注的“超级核心通胀”，工资通胀当前较强的环比增速仍然是美联储不能轻言通胀胜利的重要原因。即使移民对劳务供给的改善能在上半年缓解工资通胀，但也无法完全修补因提前退休导致的供给缺口，因此尽管上半年工资通胀或出现改善，但其长期通胀中枢将是抬升的。
- **通胀前景：6 月或触 3%底部，下半年警惕通胀回暖。**
 - ①**技术面**推演显示（图 11），在 0-0.6%的环比假设中枢路径下，美国通胀上半年在高基数的压制将大概率延续回落趋势，以 0.4%作为基准预测看，6 月美国 CPI 将触及+3%的底部，并在低基数效应的带动下在年底回升至 5%以上。
 - ②**基本面**来看，供应链的持续修复、居住通胀滞后的回落和移民对工资通胀压力的缓解均助推上半年通胀的回落，但我们认为移民难以完全弥合劳务市场供需缺口，且健康保险分项将在 10 月新财年再度迎来机械式的调整（图 10），这均意味着下半年更大的通胀压力。
- **策略启示：通胀风险还有下半场，市场仍然预期低通胀&浅衰退的“不可能组合”。**市场对于通胀的核心预期差在下半年（图 12），需警惕下半年“经济浅衰退→通胀回高位→联储不降息→经济预期更深衰退”的剧情。当前市场对下半年的预期为浅衰退&低通胀，但这一结果是通胀环比中枢难以在下半年降至 0-0.2%区间，美联储降息的必要条件是不存在的（除非出现更大的金融危机前置美国经济的衰退至上半年）。硅谷银行的突发性流动性危机和“平淡”的 CPI 反映了美国实体部门和金融部门截然不同的现状：“实体美国”高通胀、经济过热，其背后是有超额储蓄和高工资涨幅支撑的低杠杆的低收入群体，他们对加息的敏感性极低；“金融美国”高杠杆、危机四伏，银行与非银金融机构、制造业、高净值甚至是中产群体在美联储的超级加息周期已疲惫尽显。尽管此次硅谷银行危机大概率不会在短期内再度演变为系统性风险，但在美联储坚持实现 2%通胀目标的决心下，新的周期或将将以“紧缩拉长→金融危机→经济危机→通胀回 2%→降息”的形式开启。
- **风险提示：**美联储过早开启降息周期引发通胀反弹；美联储紧缩周期维持时间过长，引发金融系统流动性危机。

图 1：美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	同比拉动力	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
100.00	所有项目	6.04%	6.04%	6.41%	6.45%	7.11%	7.75%	8.20%	8.26%	8.52%	9.06%	8.58%	8.26%	8.54%
13.52	食品	1.28%	9.49%	10.13%	10.41%	10.63%	10.95%	11.24%	11.37%	10.93%	10.44%	10.15%	9.38%	8.80%
8.73	食品商品	0.89%	10.17%	11.35%	11.79%	11.98%	12.40%	12.97%	13.54%	13.11%	12.23%	11.91%	10.76%	10.02%
4.80	食品服务	0.40%	8.41%	8.20%	8.25%	8.49%	8.59%	8.48%	8.04%	7.57%	7.66%	7.40%	7.20%	6.91%
7.08	能源	0.37%	5.19%	8.70%	7.31%	13.07%	17.63%	19.79%	23.81%	32.93%	41.62%	34.60%	30.27%	32.05%
3.56	能源商品	-0.05%	-1.35%	2.75%	0.42%	12.24%	19.28%	19.67%	27.09%	44.86%	60.63%	50.28%	44.67%	48.33%
3.34	机动车汽油	-0.06%	-1.71%	1.94%	-0.87%	10.78%	18.05%	18.76%	26.16%	44.47%	60.23%	49.15%	44.02%	48.16%
3.52	能源服务	0.47%	13.33%	15.64%	15.61%	14.19%	15.63%	19.77%	19.84%	18.78%	19.42%	16.23%	13.70%	13.45%
2.58	电力服务	0.33%	12.87%	11.90%	14.29%	13.74%	14.13%	15.51%	15.76%	15.23%	13.68%	12.00%	11.05%	11.10%
0.94	天然气服务	0.13%	14.34%	26.75%	19.31%	15.45%	19.99%	33.10%	33.01%	30.50%	38.40%	30.23%	22.74%	21.58%
79.40	核心项目	4.40%	5.54%	5.58%	5.71%	5.96%	6.28%	6.63%	6.32%	5.91%	5.92%	6.02%	6.16%	6.47%
21.33	核心商品	0.22%	1.03%	1.44%	2.15%	3.68%	5.08%	6.63%	7.06%	6.98%	7.16%	8.49%	9.74%	11.75%
4.41	家居陈设&用品	0.28%	6.33%	6.37%	7.28%	8.28%	8.81%	9.90%	10.60%	10.78%	10.17%	9.71%	10.63%	10.85%
2.53	服装	0.08%	3.26%	3.06%	2.91%	3.55%	4.09%	5.46%	5.06%	5.13%	5.23%	4.98%	5.36%	6.77%
7.64	交通运输商品	-0.24%	-3.18%	-2.26%	-0.95%	2.37%	5.48%	8.40%	9.10%	8.80%	9.55%	14.14%	17.21%	21.76%
4.30	新车	0.25%	5.83%	5.78%	5.89%	7.20%	8.39%	9.40%	10.05%	10.44%	11.43%	12.62%	13.21%	12.55%
2.61	二手车	-0.35%	-13.58%	-11.62%	-8.83%	-3.34%	2.03%	7.18%	7.78%	6.61%	7.10%	16.06%	22.73%	35.32%
1.46	医保商品	0.05%	3.19%	3.39%	3.21%	3.13%	3.06%	3.67%	4.09%	3.65%	3.22%	2.41%	2.13%	2.66%
2.28	休闲商品	0.07%	2.85%	3.27%	4.11%	3.63%	4.31%	4.05%	3.84%	4.12%	4.47%	3.77%	4.03%	4.70%
0.92	教育&通讯商品	-0.10%	-10.47%	-10.26%	-10.08%	-9.68%	-9.08%	-8.32%	-7.33%	-6.99%	-5.71%	-6.03%	-4.01%	1.32%
0.84	酒饮	0.04%	4.92%	5.82%	5.78%	5.54%	5.01%	4.09%	4.28%	4.22%	4.04%	4.04%	3.87%	3.72%
1.24	其他商品	0.09%	6.96%	7.15%	7.17%	7.51%	7.21%	7.90%	7.57%	6.73%	6.57%	6.16%	5.17%	5.28%
58.08	核心服务	4.22%	7.26%	7.16%	7.05%	6.82%	6.74%	6.65%	6.07%	5.54%	5.48%	5.16%	4.93%	4.67%
32.45	居住	2.63%	8.10%	7.88%	7.51%	7.12%	6.92%	6.59%	6.24%	5.69%	5.61%	5.45%	5.14%	5.00%
7.28	租金	0.64%	8.76%	8.56%	8.35%	7.91%	7.52%	7.21%	6.74%	6.31%	5.78%	5.22%	4.82%	4.44%
0.99	酒店住宿	0.07%	6.73%	7.69%	3.18%	3.24%	5.86%	2.91%	4.03%	1.04%	10.00%	19.27%	19.66%	25.09%
23.82	住房折算	1.91%	8.01%	7.76%	7.53%	7.13%	6.89%	6.68%	6.29%	5.83%	5.48%	5.09%	4.79%	4.54%
1.10	供水&垃圾处理	0.06%	5.25%	4.97%	4.94%	5.01%	4.77%	4.93%	4.63%	4.35%	4.43%	4.35%	4.18%	4.02%
6.88	医保服务	0.15%	2.15%	2.99%	4.12%	4.38%	5.45%	6.51%	5.65%	5.09%	4.82%	4.02%	3.47%	2.90%
3.51	专业医疗服务	0.08%	2.41%	2.67%	2.96%	3.07%	3.31%	3.28%	2.41%	2.22%	2.57%	1.93%	1.84%	1.71%
2.54	医院	0.10%	4.00%	3.99%	4.57%	3.16%	3.39%	3.94%	4.05%	4.03%	3.92%	3.84%	3.59%	3.40%
5.67	运输服务	0.83%	14.64%	14.63%	14.58%	14.19%	15.19%	14.60%	11.32%	9.15%	8.83%	7.93%	8.46%	7.69%
3.16	休闲服务	0.20%	6.34%	5.75%	5.71%	5.38%	3.94%	4.06%	4.24%	4.53%	4.72%	4.86%	4.42%	4.78%
5.38	教育&通讯服务	0.15%	2.86%	2.77%	2.41%	2.24%	1.32%	1.36%	1.53%	1.52%	1.69%	1.68%	1.67%	1.64%
1.37	其他服务	0.07%	5.21%	5.34%	5.55%	6.49%	5.76%	5.93%	5.77%	5.91%	6.73%	6.46%	6.19%	5.67%

资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国 CPI 同比增速与四大分项同比拉动力



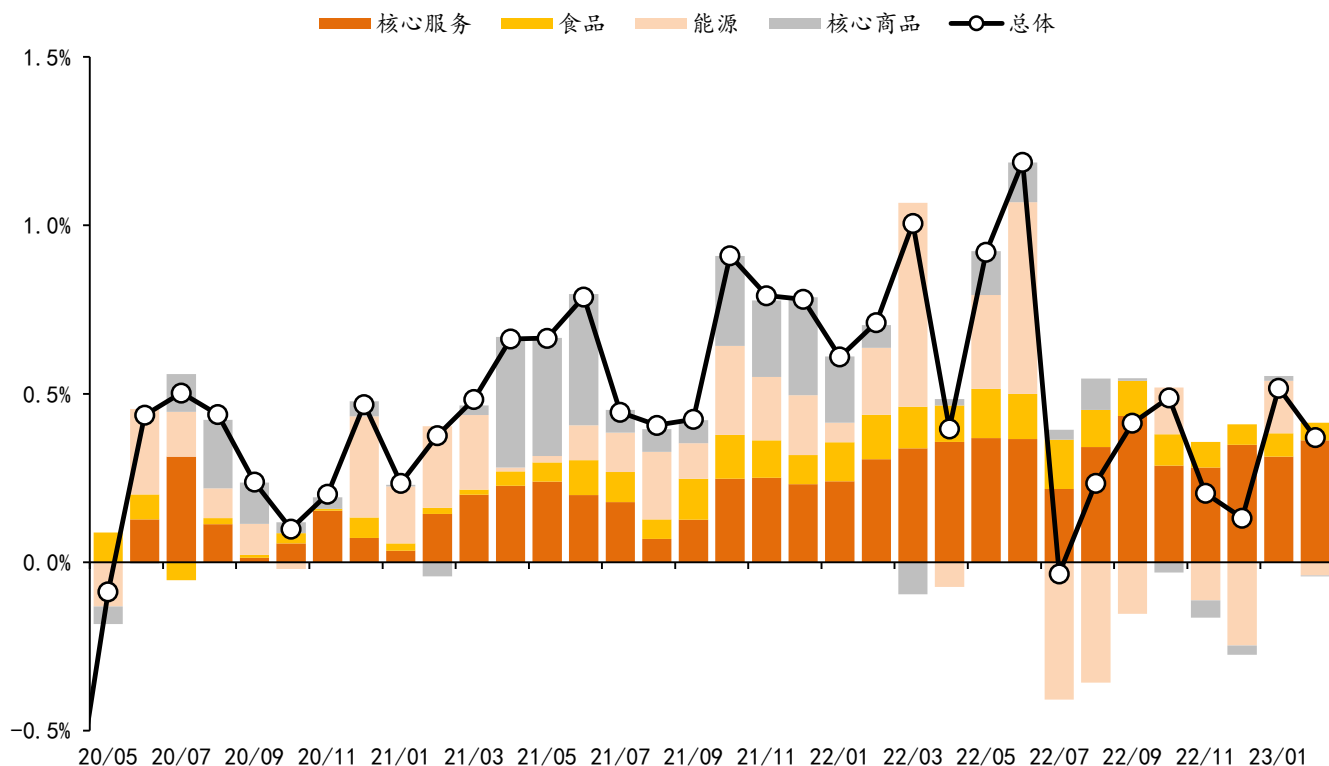
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	环比拉动力	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
100.00	所有项目	0.37%	0.37%	0.52%	0.13%	0.21%	0.49%	0.41%	0.23%	-0.03%	1.19%	0.92%	0.40%	1.01%
13.52	食品	0.05%	0.39%	0.51%	0.45%	0.55%	0.68%	0.78%	0.83%	1.08%	1.00%	1.10%	0.81%	0.92%
8.73	食品商品	0.02%	0.25%	0.42%	0.49%	0.58%	0.52%	0.67%	0.80%	1.32%	1.04%	1.32%	0.94%	1.34%
4.80	食品服务	0.03%	0.63%	0.62%	0.38%	0.51%	0.94%	0.94%	0.87%	0.70%	0.95%	0.74%	0.58%	0.25%
7.08	能源	-0.04%	-0.56%	1.97%	-3.06%	-1.41%	1.68%	-1.74%	-3.89%	-4.70%	6.89%	3.36%	-0.97%	8.16%
3.56	能源商品	0.02%	0.52%	1.91%	-7.16%	-2.09%	3.69%	-4.08%	-8.00%	-7.87%	9.58%	3.76%	-2.55%	13.37%
3.34	机动车汽油	0.03%	0.91%	2.28%	-6.89%	-2.24%	3.33%	-4.16%	-8.29%	-7.95%	10.20%	3.30%	-2.93%	13.26%
3.52	能源服务	-0.06%	-1.71%	2.12%	1.91%	-0.57%	-0.68%	1.18%	1.79%	0.04%	3.10%	2.80%	1.32%	1.42%
2.58	电力服务	0.01%	0.54%	0.49%	1.34%	0.48%	0.47%	0.78%	1.16%	1.54%	1.49%	1.28%	0.91%	1.70%
0.94	天然气服务	-0.08%	-7.99%	6.75%	3.53%	-3.41%	-3.71%	2.22%	3.49%	-3.83%	7.49%	7.18%	2.52%	0.61%
79.40	核心项目	0.36%	0.45%	0.41%	0.40%	0.31%	0.33%	0.57%	0.58%	0.31%	0.60%	0.63%	0.47%	0.31%
21.33	核心商品	0.00%	-0.01%	0.07%	-0.13%	-0.24%	-0.14%	0.03%	0.44%	0.14%	0.55%	0.60%	0.09%	-0.44%
4.41	家居陈设&用品	0.03%	0.76%	0.51%	0.25%	0.36%	0.04%	0.48%	0.88%	0.62%	0.55%	0.24%	0.57%	0.89%
2.53	服装	0.02%	0.81%	0.83%	0.21%	0.10%	-0.25%	0.04%	0.28%	-0.12%	0.70%	0.45%	-0.14%	0.31%
7.64	交通运输商品	-0.07%	-0.90%	-0.71%	-0.62%	-0.66%	-0.50%	-0.16%	0.37%	-0.14%	0.53%	1.24%	-0.04%	-1.68%
4.30	新车	0.01%	0.18%	0.23%	0.58%	0.47%	0.56%	0.67%	0.84%	0.47%	0.52%	0.60%	0.45%	0.10%
2.61	二手车	-0.07%	-2.77%	-1.94%	-1.99%	-1.99%	-1.71%	-1.10%	-0.18%	-0.82%	0.52%	1.86%	-0.68%	-3.59%
1.46	医保商品	0.00%	0.15%	1.06%	0.11%	0.19%	-0.02%	-0.09%	0.24%	0.59%	0.39%	0.25%	0.06%	0.20%
2.28	休闲商品	0.01%	0.44%	0.12%	0.09%	-0.34%	0.78%	-0.05%	0.64%	0.15%	0.39%	0.11%	0.53%	-0.05%
0.92	教育&通讯商品	-0.01%	-0.77%	-0.09%	-0.92%	-1.69%	-1.53%	-0.53%	-0.40%	-0.46%	0.18%	-1.71%	-2.23%	-0.83%
0.84	酒饮	0.00%	-0.28%	0.41%	0.65%	0.64%	0.69%	0.31%	0.36%	0.43%	0.35%	0.38%	0.36%	0.52%
1.24	其他商品	0.01%	0.74%	0.77%	-0.07%	0.62%	0.58%	0.39%	1.15%	0.34%	0.50%	0.80%	0.34%	0.58%
58.08	核心服务	0.36%	0.62%	0.55%	0.61%	0.49%	0.51%	0.77%	0.61%	0.38%	0.64%	0.65%	0.62%	0.59%
32.45	居住	0.25%	0.76%	0.74%	0.79%	0.64%	0.72%	0.74%	0.67%	0.57%	0.58%	0.62%	0.50%	0.50%
7.28	租金	0.06%	0.76%	0.74%	0.79%	0.77%	0.72%	0.81%	0.74%	0.70%	0.76%	0.62%	0.57%	0.44%
0.99	酒店住宿	0.02%	2.26%	1.20%	1.10%	-0.52%	3.49%	-0.51%	-0.09%	-1.74%	-3.09%	1.70%	0.72%	2.17%
23.82	自住房折算	0.17%	0.70%	0.67%	0.79%	0.65%	0.62%	0.79%	0.69%	0.63%	0.67%	0.59%	0.47%	0.46%
1.10	供水&垃圾处理	0.01%	0.79%	0.85%	0.25%	0.31%	0.17%	0.79%	0.49%	0.35%	0.40%	0.29%	0.32%	0.13%
6.88	医保服务	-0.05%	-0.70%	-0.68%	0.30%	-0.49%	-0.38%	0.83%	0.68%	0.39%	0.65%	0.44%	0.49%	0.60%
3.51	专业医疗服务	-0.01%	-0.32%	-0.09%	0.08%	0.10%	0.17%	0.68%	0.63%	0.01%	0.58%	0.13%	0.13%	0.27%
2.54	医院	0.00%	0.11%	0.69%	1.15%	-0.50%	0.04%	0.06%	0.68%	0.59%	0.12%	0.17%	0.33%	0.51%
5.67	运输服务	0.06%	1.14%	0.85%	0.63%	0.33%	0.60%	1.91%	0.99%	-0.40%	1.80%	1.55%	2.25%	2.06%
3.16	休闲服务	0.04%	1.42%	0.82%	0.29%	0.91%	0.71%	0.14%	-0.03%	0.42%	0.22%	0.50%	0.27%	0.50%
5.38	教育&通讯服务	0.06%	1.19%	0.73%	0.29%	0.94%	0.78%	0.19%	0.03%	0.50%	0.32%	0.50%	0.33%	0.36%

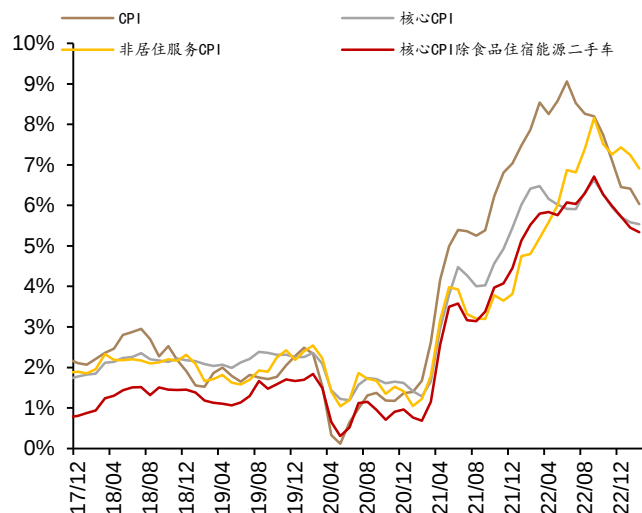
资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：美国 CPI 环比增速与四大分项环比拉动力



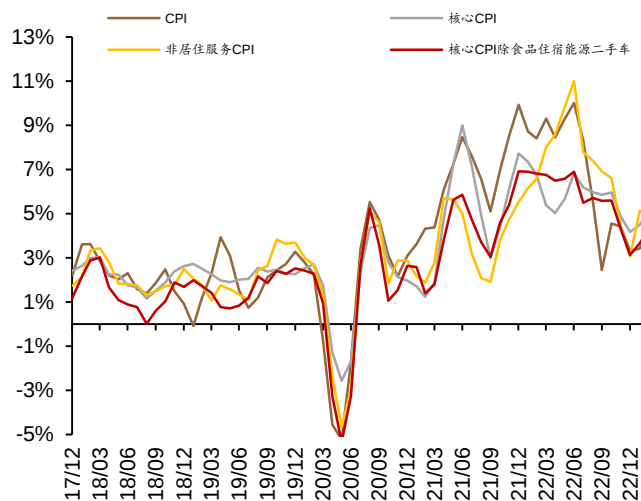
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5: CPI 及主要分项同比增速



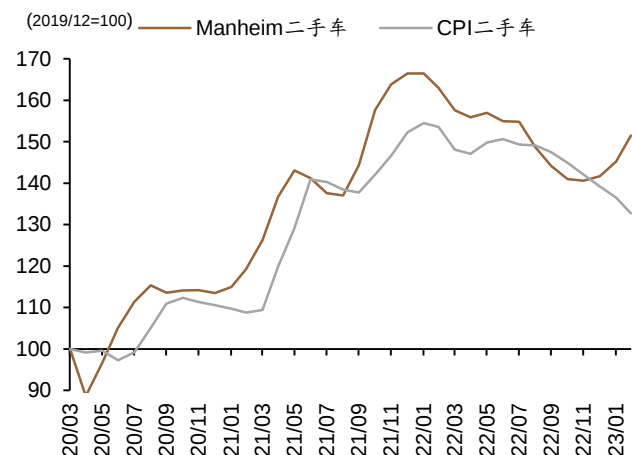
资料来源：彭博，德邦研究所

图 6: CPI 及主要分项环比增速



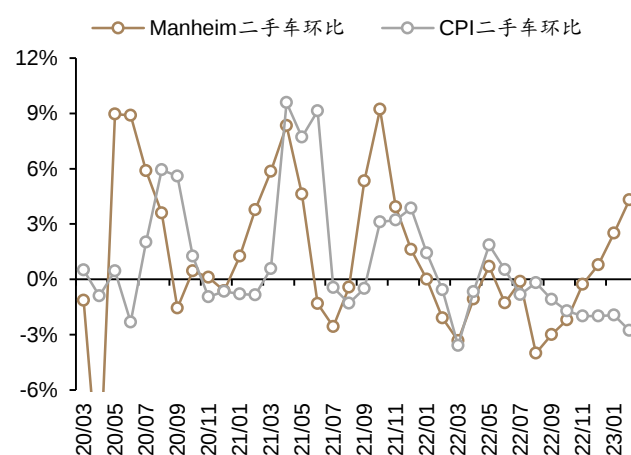
资料来源：彭博，德邦研究所；环比为 3MA 年率

图 7: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数累积涨幅



资料来源：彭博，德邦研究所

图 8: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数环比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

图 9: Zillow 房租、S&P Shiller 房价与 CPI 居住指数同比增速

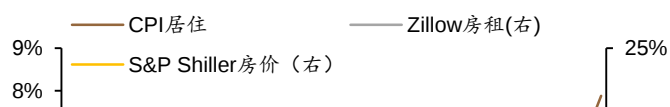
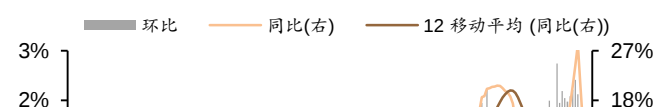


图 10: CPI 健康保险分项同比&环比增速



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_53292

