

美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp

——美国2月CPI点评

2023年3月15日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国2月CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.5%；同比6%，预期6%，前值6.4%。

核心CPI环比0.5%，预期0.4%，前值0.4%；同比5.5%，预期5.5%，前值5.6%。

主要观点：

- 1、2月通胀整体回落略有放缓，但仍保持下降趋势。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、通胀仍是加息第一决定因素，SVB事件至多影响加息速度。
- 4、预计3月加息0或25bp，仍维持5.25%以上衰退概率加大的观点。
- 5、若无降息预期，美十债下限为3%~3.15%，正常波动范围为3.4%~3.9%，上限为3.9~4.1%。若市场出现降息预期，美十债下限位于2.7~2.85%。

2月通胀整体回落略有放缓，但仍保持下降趋势。住宅贡献CPI超70%，其他如食品、娱乐、家装和机票亦有贡献；二手车和医疗继续下降。

能源环比-0.6%vs2%，除汽油外各分项均环比回落。天然气-8%vs6.7%，创2006年10月以来最大环比降幅；燃料-7.9%vs-1.2%；汽油价格环比上涨速度下降，1% vs 2.4%；电力0.5%，持平。由于原油价格在75-80美元震荡，能源对通胀的对冲作用减弱，后续通胀回落将主要依靠核心通胀分项。但同比方面，能源基数效应在5月前仍有带动CPI下降的条件。

食品继续缓降，非居家食品同比有所抬头。食品环比0.4% vs 0.5%。居家食品6大分项中仅1项环比下跌（前值为2项）。上涨的5类分别为非酒精饮料1% vs 0.4%，其他居家食品0.7% vs 0.4%，谷物烘焙类0.3% vs 1%，果蔬0.2% vs -0.5%，日用品0.1 vs 0%。下降的为肉蛋鱼-0.1% vs 0.7%，为2021年12月以来环比首降，其中鸡蛋-6.7% vs 8.5%。非居家食品环比增速0.6%，与上月持平，但同比略有抬头。非居家食品包含有限服务、全服务餐饮服务食品等，与餐饮服务类价格相关。其下降不及居家食品显示服务业价格短期较难下降。总体看，食品分项价格基本处于正常波动范围。

住宅分项迟迟不见顶拖累核心通胀回落速度，租金以外的核心通胀同比持续回落。住宅环比0.8% vs 0.7%，其中租金和等价租金均环比0.8%、0.7%，上期均为0.8%，外宿2.3% vs 1.2%。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计房价小幅回落；随着租房合约高峰过去，租金上涨速度已有所下降。其他成分继续有涨有跌，连续6个月未出现普涨。上涨的有家装0.8% vs 0.3%；娱乐0.9% vs 0.5%；机票结束下跌趋势，6.4% vs -2.1%。服装、个人护理、新车亦有上涨。下降的有，二手车连续第7个月下跌，-2.8% vs -1.9%；医疗保险有其固定的上涨周期，与经济周期相关性不强，对CPI的扰动已消退，环比-0.5%vs-0.4%。服装、娱乐持续小幅上涨表明可选商品消费有止跌回升的迹象，均表明消费整体尚可。

同比方面，住宅同比8.2%，前值8%，继续新高。虽然住宅同比仍在加速，住宅的领先指标均显著的见顶回落，因此住宅贡献的通胀部分见顶回落仍是大概率事件，可支撑下半年核心通胀进一步回落。扣除住宅的核心通胀同比继续回落，3.7%vs3.9%。虽然市场关心扣除住宅后的服务核心通胀，但这不是衡量整体通胀的最好标的。由于服务业就业仍在大幅增长，人手短缺，短期较难有效回落属于正常现象，预计仍有一个季度左右。同时，扣除住宅以外的核心服务通胀占CPI比重为27.6%，住宅占34.4%，若根据美联储的预计，下半年住宅分项将见顶，也可对冲其余服务核心通胀压力。

基于基数效应，上半年同比将继续回落；真正的挑战在于是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。我们从2020年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比

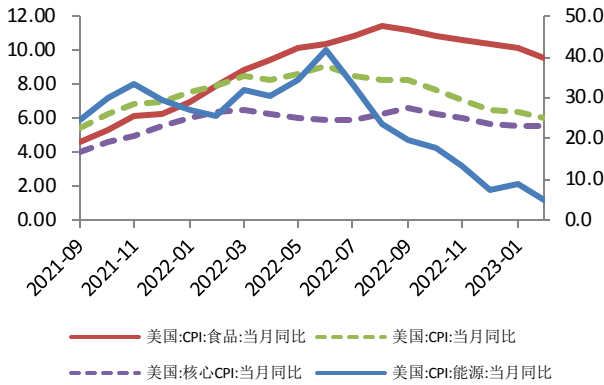
美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移 50bp 至 2.3% 附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。在薪资增速同比没有降至 4% 以下前（现值 4.6%），服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观。

通胀仍是加息第一决定因素，SVB 事件至多影响加息速度。预计 3 月加息 0 或 25bp，仍维持 5.25% 以上衰退概率加大的观点。从英国央行在处理养老金爆仓时的表现来看，央行可以帮助解决流动性问题，但不会将加息的权重从通胀移开。SVB 大规模配长期国债和 MBS，占总资产 50~60% 之间，远高于全美商业银行 20% 以内。SVB 事件至多影响加息速度，不会影响加息终点。美联储需要时间考察这一事件是否有更加广泛的影响，因此，3 月不加息或者 25bp 均在合理动作之内。根据以往经验，在失业率升高和通胀压力仍在这两者之间，美联储大概率还是会先选择后者。非农在上半年快速填补细分服务业与疫情之前的差距有助于下半年通胀压力的缓解，避免加息延续至下半年。我们仍维持加息至 5.25% 以上衰退风险加大的观点。

市场方面，若无降息预期，美十债下限为 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限为 3.9~4.1%。受 SVB 事件影响，市场不再预期美联储提升加息终点的行为，各期限美债利率显著下降。我们维持美债上限判断。若市场出现降息预期，美十债下限位于 2.7~2.85%。美股方面，一季度反弹基本验证，长期趋势仍保持中性。

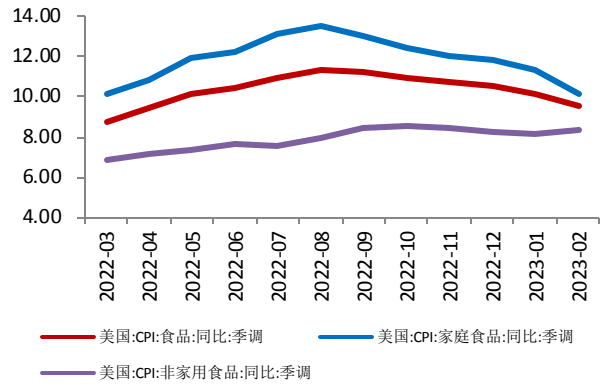
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



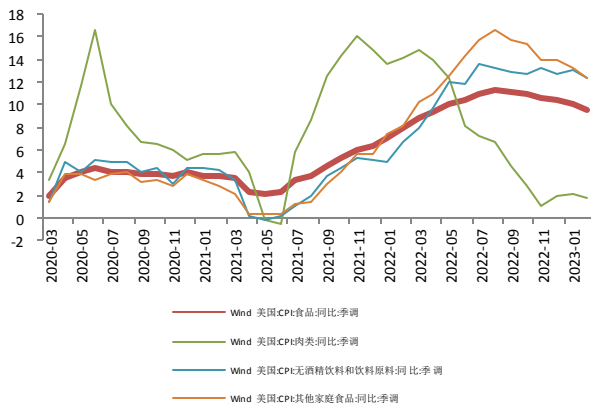
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: 非居家食品同比有所抬头



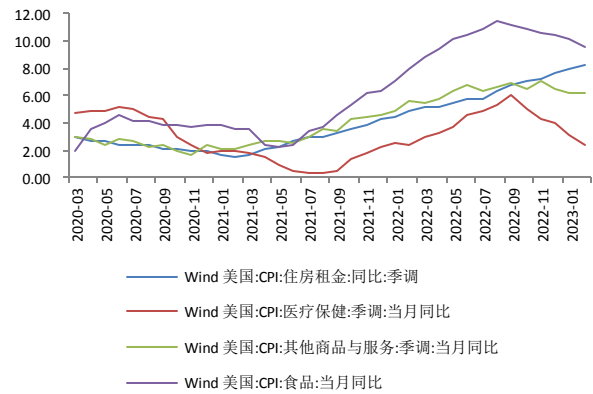
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 食品分项同比见顶



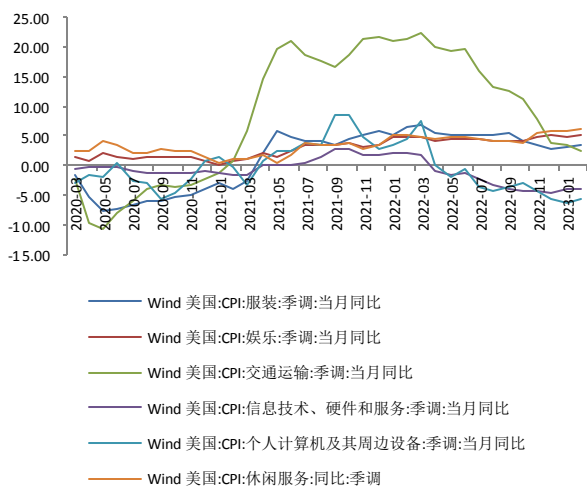
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 前期引领通胀上涨的分项出现分化(同比)



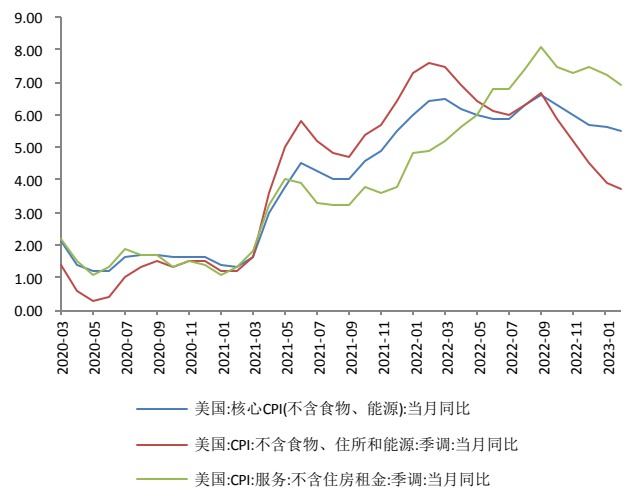
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 休闲服务价格稳步上涨



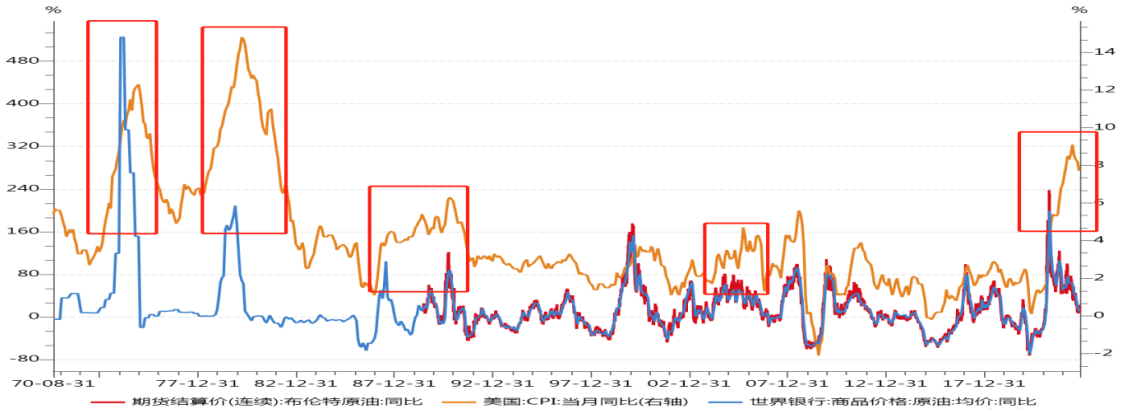
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 扣除住宅的核心通胀回落速度下降



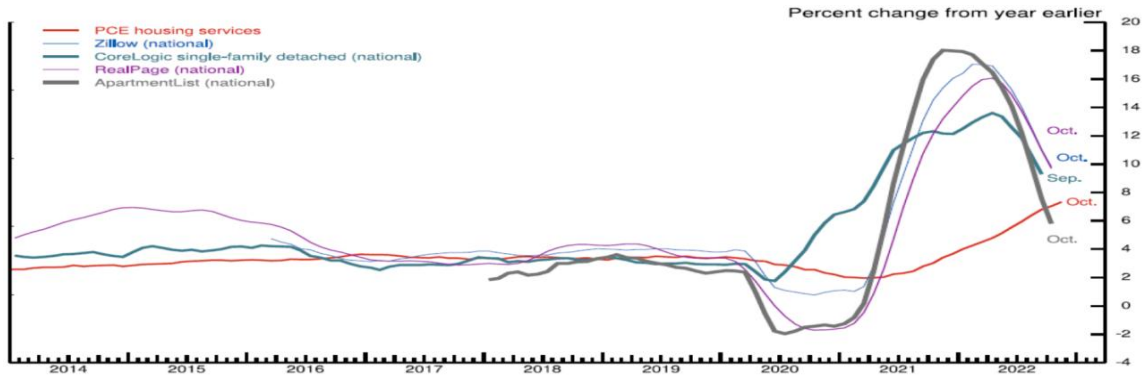
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



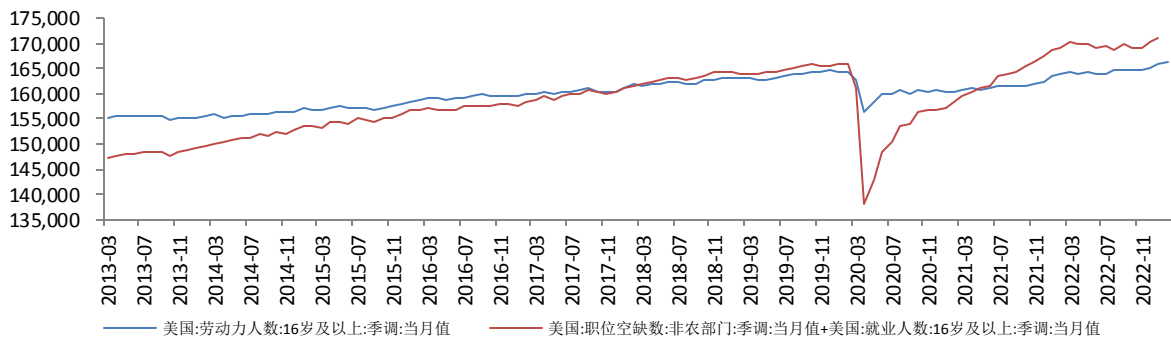
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：住宅领先指标已先行回落



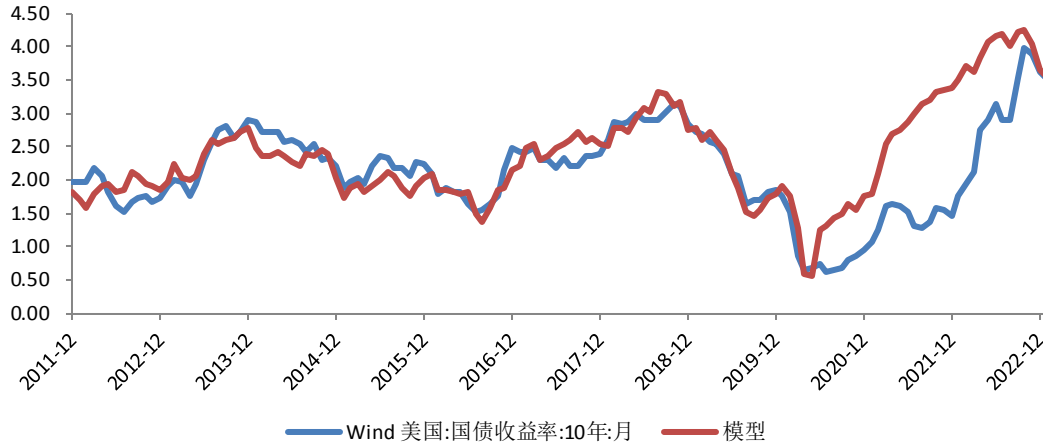
资料来源：FED，东兴证券研究所

图9：岗位空缺历史高位，劳动力紧绷至少需要一个季度才能缓解



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图10：美十债模型



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农仍有空间, SVB 对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06

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_53368



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn