

宏观点评 20230214

1月通胀：美联储被带节奏还是乱节奏？

2023年02月14日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 一月通胀数据延续回落趋势还是超预期反弹将带来两种不同的演绎。对美联储来说是被带节奏还是乱节奏？

■ 美国通胀前景符合联储判断：通胀的变化及目标之间再平衡。根据此前的报告提出的评估美国通胀指标，虽剔除异常波动后的通胀持续回落，但在剔除反周期性因素后的粘性CPI却在不断走高，显现出通胀更具有持续性，前景具有较强的不确定性（图2-5）。美国潜在通胀走势看似矛盾的背后实则主要受3个因素影响：

■ 一是当下最核心左右美联储判断的新“利率指引”——剔除住房的核心服务居高不下。鲍威尔在2月议息会议上表明转向更狭义的通胀衡量标准来指导利率政策。由于美国居民将消费由商品转向服务，剔除住房后的超级核心通胀率目前维持在4.1%高位。

若薪资增速环比不回落至0.1%-0.2%，通胀峰值难以结束。鲍威尔认为减少工资压力将是降低剔除住房后核心服务业的重要环节。1月薪资上涨动能减弱虽释放积极信号，但力度远远不够。1月总体平均时薪环比下降至0.3%，服务业平均时薪环比增速降至0.14%（图6）。劳动力市场仍旧紧俏，薪资增速需要继续大幅放缓。

■ 二是住房租金上涨动能尚未“熄灭”，持续给通胀“加火”。12月美国CPI住房租金分项同比增幅升至8.1%，环比增速0.8%，住房对通胀的贡献持续显现（图7）。曼哈顿租房市场是美国整体房屋租赁市场的缩影，1月曼哈顿中位数租金同比上涨15%，创1月历史新高（图8）。历史上1月是租房淡季，但当下坚挺的租赁市场似乎无法浇灭通胀的“火苗”。

■ 三是二手车价格上涨重返市场，增加通胀压力。此前核心商品下行的作用力受二手汽车和卡车价格的放缓驱动。然而1月份二手车价格的“意外惊喜”收复了部分去年的跌幅，给通胀带来上行风险（图9、10）。

■ 1月通胀数据的扰动牵动着美联储加息的步伐：

■ 联储官员齐放“鹰”，2023年内降息渐成奢望。美联储打压通胀的决心意味着年内仍将有多次加息，并且不会立即降息，这从2月联储官员表态中也可以看出。通胀回落趋势能否延续成为关键（图11），降息最早也要到2024年。

■ 为浇灭通胀萌芽，3月议息会议联储或继续放“鹰”。基于上述原因，联储有更多空间继续收紧金融条件。市场虽在公布1月非农数据及2月议息会议后市场对于加息路径的预测进行了调整，但在联储看来仍较为乐观。3月会议公布的点阵图预计继续暗示2023年利率峰值在5%-5.25%，而5月是否暂停加息仍有较大的不确定性（图12）。

■ 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

相关研究

《信贷狂飙：今年开门红成色几何？》

2023-02-10

《地方“全力拼经济”的近景与远观》

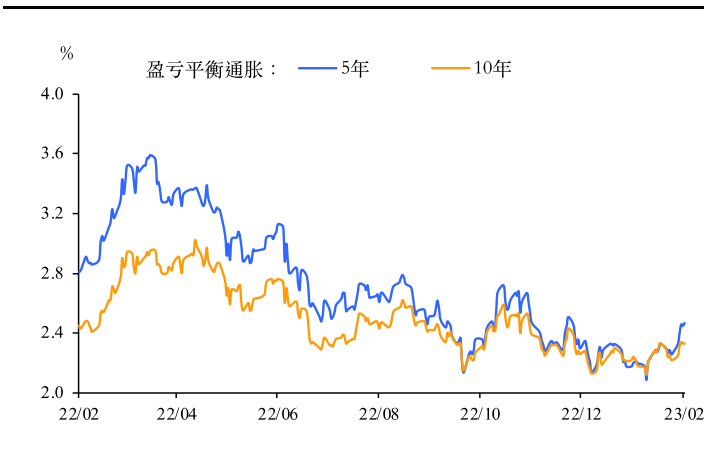
2023-02-06

图1: 美国 CPI 各分项数据

	相对权重(%)	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
		2022-11	2022-12	2022-11	2022-10	2022-12	2022-11
CPI	100.0	6.5	7.1	7.7	-0.1	0.1	0.4
食品	13.8	10.4	10.6	10.9	0.3	0.5	0.6
家庭食品	8.5	11.8	12.0	12.4	0.2	0.5	0.4
非家用食品	1.1	8.3	8.5	8.6	0.4	0.5	0.9
能源	7.9	7.3	13.1	17.6	-4.5	-1.6	1.8
能源类商品	4.3	0.4	12.2	19.3	-9.4	-2.0	4.4
汽油 (所有种类)	4.0	-1.5	10.1	17.5	-9.4	-2.0	4.0
燃油	0.2	41.5	65.7	68.5	-16.6	1.7	19.8
能源服务	3.6	15.6	14.2	15.6	1.5	-1.1	-1.2
电力	2.6	14.3	13.7	14.1	1.0	-0.2	0.1
公共事业 (管道) 燃气服务	1.0	19.3	15.5	20.0	3.0	-3.5	-4.6
核心CPI	78.4	5.7	6.0	6.3	0.3	0.2	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	20.9	2.1	3.7	5.1	-0.3	-0.5	-0.4
新汽车和卡车	4.1	5.9	7.2	8.4	-0.1	0.0	0.4
二手汽车和卡车	3.6	-8.8	-3.3	2.0	-2.5	-2.9	-2.4
服装	2.4	2.9	3.6	4.1	0.5	0.2	-0.7
医疗护理商品	1.5	3.2	3.1	3.1	0.1	0.2	0.0
服务, 不含能源服务	57.5	7.0	6.8	6.7	0.5	0.4	0.5
住所	32.9	7.5	7.1	6.9	0.8	0.6	0.8
运输服务	6.0	14.6	14.2	15.2	0.2	-0.1	0.8
医疗护理服务	6.8	4.1	4.4	5.4	0.1	-0.7	-0.6

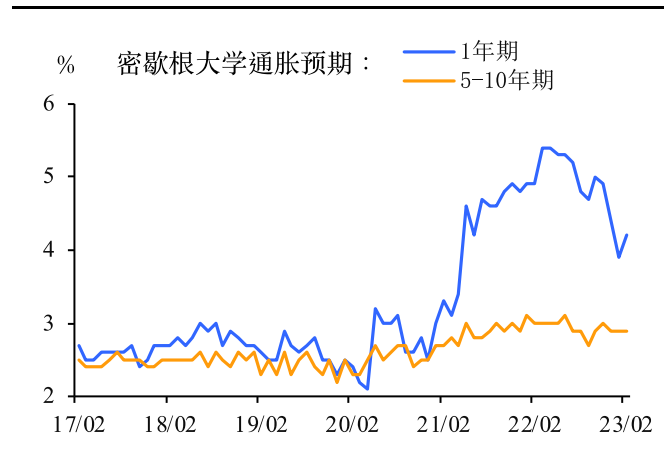
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美联储衡量通胀指标



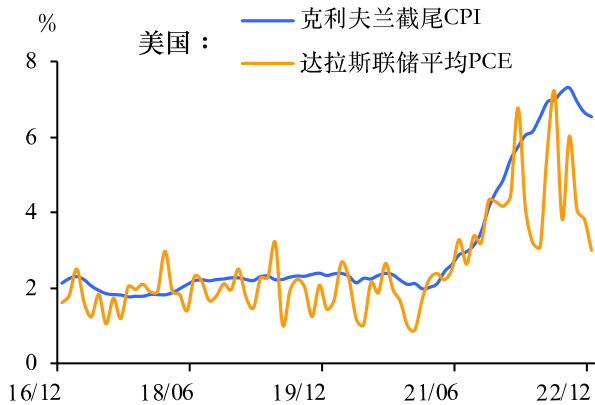
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 市场预期通胀抬头



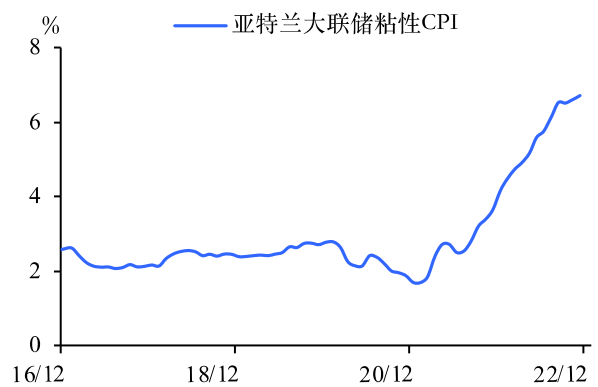
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 剔除波动后美国通胀回落



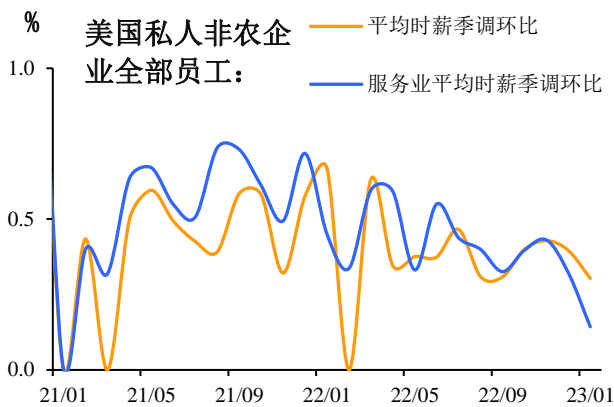
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 亚特兰大联储粘性价格 CPI 持续走高



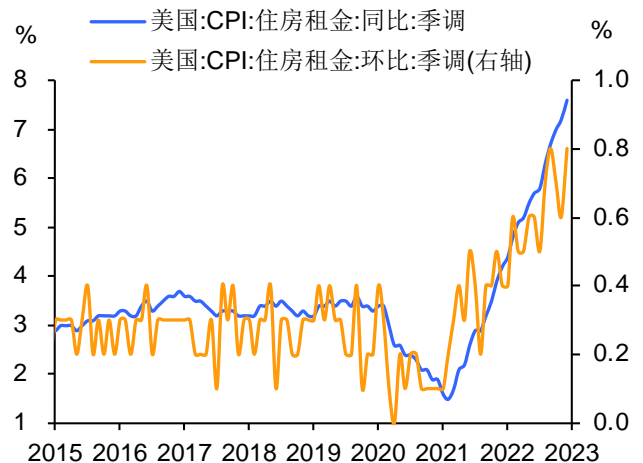
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美国平均及服务业时薪上涨动能放缓



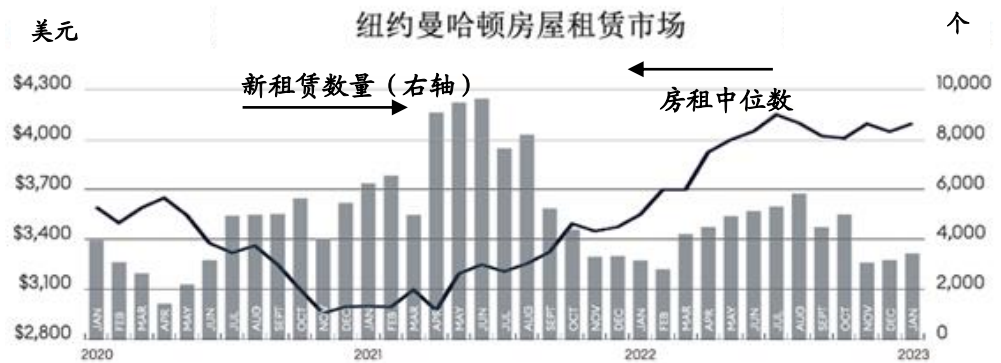
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国 CPI 住房租金



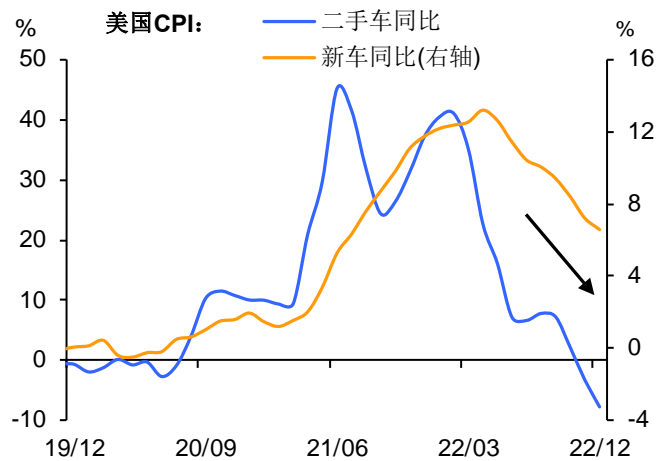
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 美国租房市场涨势难灭



数据来源: Millersamuel, 东吴证券研究所

图9: 美国 CPI 新车及二手车分项



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 二手车价格“意外”反弹



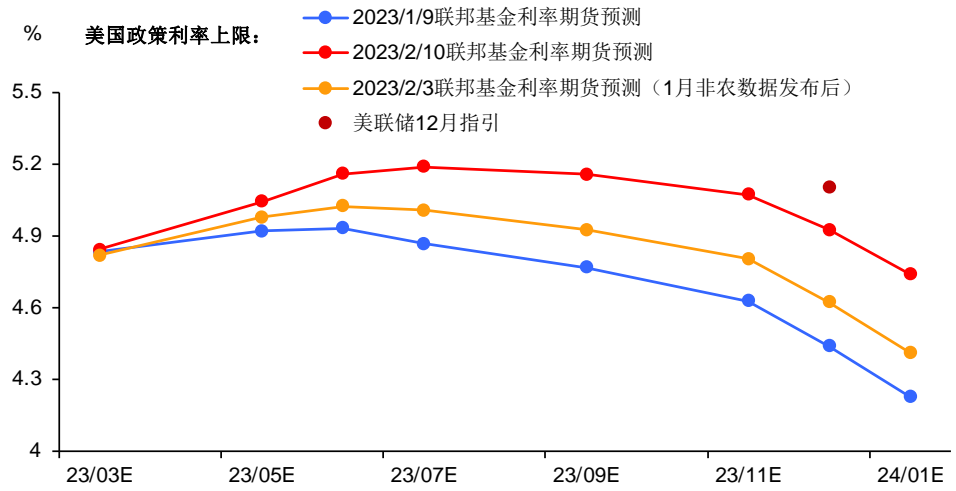
数据来源: Millersamuel, 东吴证券研究所

图11: 2023年2月以来联储官员表态梳理

官员	日期	美联储官员表态	职位	2023FOMC投票权	2024FOMC投票权
鲍威尔	2023/2/2	在一段时间内可能需要采取限制性立场，将逐次会议做出加息决定。3月的点阵图可能高于12月，也可能更低，具体取决于数据。对5月FOMC会议不抱任何确定性。如果需要调整加息幅度至12月以前的力度，美联储将那样做。总的来看，如果劳动力市场没有达到更好的平衡，我个人的观点是，通胀率不会持续回到2%。根据我们目前的前景， 我们今年不适合降息。	美联储主席	有	有
戴利	2022/2/4	12月美联储政策制定者的各项预测将是一个良好的指标，但美联储准备采取更多措施。现在宣布抗通胀胜利或通胀已经达到顶峰还为时过早。需要采取限制性政策立场，直到通胀真正能够降至2%。就业数据的数字本身令人惊叹，但就业趋势则不然。	旧金山联储行长	无	有
博斯蒂克	2023/2/7	1月份就业增长数据意外强劲，我预计这将转化为我们提高利率的幅度超过我现在的预期。美联储还可以考虑将利率提高半个百分点， 我的基本预期仍然是再加息两次。 预计今年美国的通胀率将低于3%。	亚特兰大联储行长	无	有
卡什卡利	2023/2/7	我对1月份的就业报告感到惊讶，我没有降低我的利率路径预测，目前仍然在5.4%左右。我们可能 不得将利率维持在较高水平上更长时间。	明尼阿波利斯联储行长	有	无
鲍威尔	2023/2/8	周五的重磅就业报告显示了为什么抗击通胀将需要相当长的时间，利率可能需要高于预期经济实力威胁到美联储在降低通胀方面取得的进展。如果数据继续强于预期，美联储肯定会加息更多。美联储缩减资产负债表的过程还需要几年时间才能结束，在为中央银行持有的债券设定停止点时，我们还没有设定具体目标。 通胀回落的过程只是处于开始阶段，美联储不寻求改变2%的通胀目标。	美联储主席	有	有
威廉姆斯	2023/2/8	金融状况似乎与美联储的政策前景大体一致。加息25bp似乎是目前的最佳选择。美联储将需要在几年内维持限制性利率。未来美联储的降息更多地是调整以适应较低的通胀水平。 终端利率在5-5.25%是合理的观点，也许服务价格会居高不下，如果发生这种情况，我们将需要更高的利率。	纽约联储行长	有	有
库克	2023/2/8	1月份就业岗位强劲增长50万个，加上工资增长放缓，增加了软着陆的希望。预计今年GDP增长将低于趋势水平。政策利率的路径将取决于通胀向2%目标迈进的速度。	美联储理事	有	无
卡什卡利	2023/2/9	目前没有太多证据表明加息对劳动力市场有多大影响。预计利率将升至5%以上， 当然有可能会更高。 我们将在很长一段时间保持利率不变，然后决定利率是上升还是下降。预计联邦基金利率将在今年某个时候超过5%。	明尼阿波利斯联储行长	有	无
沃勒	2023/2/9	遏制通胀的工作尚未完成，可能是一场长期斗争。有迹象表明今年食品、能源和住房价格将放缓，美联储的快速加息已开始见效。尽管工资增长放缓， 但降幅还不够，美联储将需要在一段时间内保持紧缩的货币政策立场。	美联储理事	有	有
巴尔金	2023/2/9	2023年的核心问题是通胀是否真的稳定下来，美联储需要在控制通胀方面坚持到底。通胀可能已过峰值， 但仍处于高位 ，需求回落将需要更长的时间才能来进一步减缓价格上涨的步伐。	里士满联储行长	无	有
哈克	2023/2/11	上周公布的意外强劲的就业数据并未改变我的观点，即采取更小幅度的加息对美国央行来说是一个好的策略。我们可以以25bp的速度前进，并在不对劳动力市场造成不应有的损害的情况下控制通胀。 需要实现5%以上的利率，然后暂停加息。如果通胀继续缓解，美联储可能会在2024年降息。	费城联储行长	有	无

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 市场不断上升市场终端预期



数据来源: 路透社, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

