

2023年02月15日

通胀韧性较足，市场或将承压——美国1月CPI点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布1月最新通胀数据。其中CPI同比上升6.4%，环比上升0.5%；核心CPI同比上升5.6%，环比上升0.4%，均超出市场预期。

● 美国通胀继续下行，但韧性较强

1. 能源与核心服务推动本次通胀超预期。1月美国CPI数据对相关分项的权重进行了调整，调高了住房项权重，但下调了二手车与交通运输项的权重，考虑到当前住房通胀仍在上升，因此1月CPI增速下行更加缓慢，部分导致本次通胀超预期。

2. 能源通胀有所回升，核心服务保持坚挺。具体而言，1月能源项同比上升8.7%，同比增速较2022年12月份上升1.4个百分点；食品方面，1月份食品项同比上升10.1%，较2022年12月份下降0.3个百分点，连续5个月下降；核心通胀方面，1月核心CPI同比上升5.6%，环比上升0.4%。核心商品和核心服务通胀环比增速走势有所分化，其中核心商品通胀环比增速转正，核心服务环比走势下降。

3. 高基数以及住房项后续预计仍将推动通胀下行。1月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速再度提升，且超过市场预期，指向当前整体的通胀黏性较强。不过考虑到住房服务通胀后续的逐渐回落，相关的权重调整可能会助力美国通胀水平在2023年2季度后下降，叠加高基数以及经济需求的不断减弱，美国整体通胀水平预计将会持续下降。但是从1月份通胀数据来看，当前的高通胀可能不会如市场预期般顺利下跌至2%左右水平。

● 市场与美联储的分歧或将加速缩小，各类资产或将面临一定的调整风险

通胀水平的不断走低，叠加经济增速的下行，美联储于2月份放缓加息步伐至25bp。但从当前的就业与通胀数据来看，目前加息的幅度与持续时间可能会超出预期。从1月份的通胀数据来看，美国的通胀韧性或将在强劲的劳动力市场的支撑下超过市场的预期，虽然鲍威尔关注的非房服务通胀出现下降，但是通胀趋势指标扭转了连续3个月的下降趋势，因此通胀回落速度的不确定性有所提升。在此背景下，我们认为市场与美联储的分歧将加速缩小。从数据发布后美联储官员的表态来看，后续加息的幅度与持续时间可能会超出预期，各类资产或将面临一定的调整风险。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《俄罗斯称已准备好无条件谈判——宏观经济点评》-2023.2.13

《蹄疾步稳启新程——“一带一路”十周年系列报告之一——宏观经济专题》-2023.2.13

《服务价格强势反弹——1月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.2.12

目录

1、美国通胀继续下行，但韧性较强	3
1.1、能源与核心服务推动本次通胀超预期.....	3
1.2、能源通胀有所回升，核心服务保持坚挺.....	3
1.3、高基数以及住房项后续预计仍将推动通胀下行.....	5
2、市场与美联储的分歧或将加速缩小	6
3、风险提示	7

图表目录

图 1: 美国通胀水平继续下行	3
图 2: 能源项是 1 月通胀超预期的重要推动因素	3
图 3: 能源通胀有一定幅度回升	4
图 4: 食品通胀继续微跌	4
图 5: 核心商品通胀与核心服务通胀环比增速走势分化.....	4
图 6: 美国汽油零售价格开始下降	5
图 7: 粮食期货价格近期微涨	5
图 8: 美国二手车价格连续回升	6
图 9: 美国房租通胀可能还将继续上行	6
图 10: 潜在通胀指标上升	7

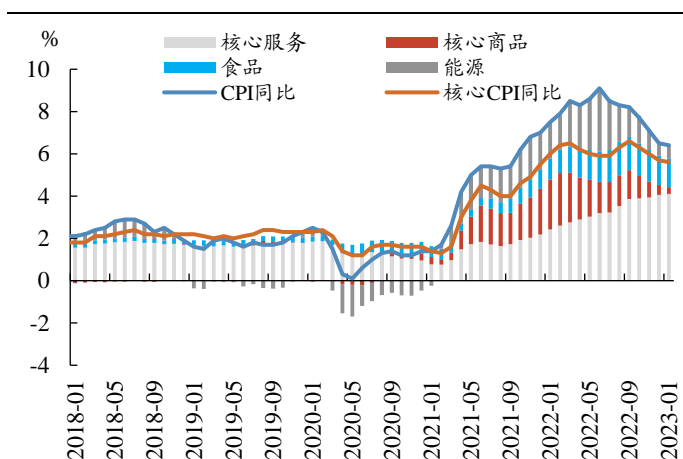
事件：美国公布 1 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 6.4%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上升 5.6%，环比上升 0.4%，均超出市场预期。

1、美国通胀继续下行，但韧性较强

1.1、能源与核心服务推动本次通胀超预期

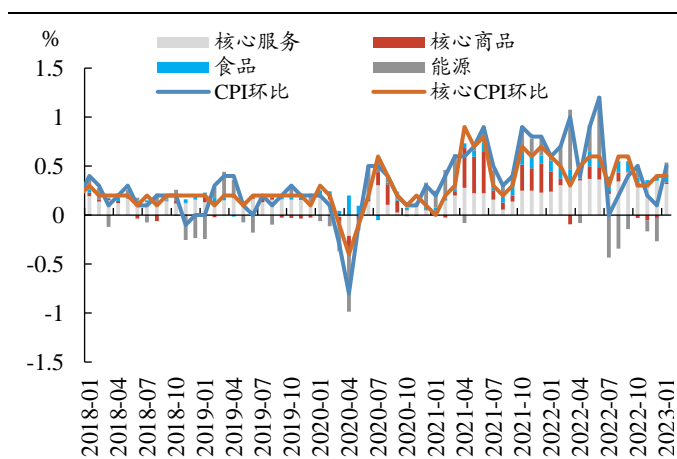
美国 1 月 CPI 同比上升 6.4%、环比上升 0.5%，超出市场预期，绝对通胀水平连续 7 个月下降。1 月通胀同比较 2022 年 12 月回落 0.1 个百分点、环比较 2022 年 12 月提升 0.4 个百分点，主因是 1 月能源项环比增速有一定幅度回升，特别是汽油项环比上升 2.4%，带动整个能源项环比上升 2.0%。核心 CPI 同比上涨 5.6%，较 2022 年 12 月下降 0.1 个百分点，环比上升 0.4%，增速较 2022 年 12 月持平，略超出市场预期。1 月 CPI 与核心 CPI 同时走低，一方面是前期高基数持续发挥作用；另一方面则是核心商品通胀的持续下降。1 月美国 CPI 数据对相关分项的权重进行了调整，调高了住房项权重，但下调了二手车与交通运输项的权重，考虑到当前住房通胀仍在上升，因此 1 月 CPI 增速下行更加缓慢，部分导致本次通胀超预期。总的来看，美国通胀保持缓坡下行的态势，通胀整体的黏性比较强，当前通胀水平离美联储的目标仍有很大一段距离，美联储的控通胀任务还未完成。

图1：美国通胀水平继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：能源项是1月通胀超预期的重要推动因素

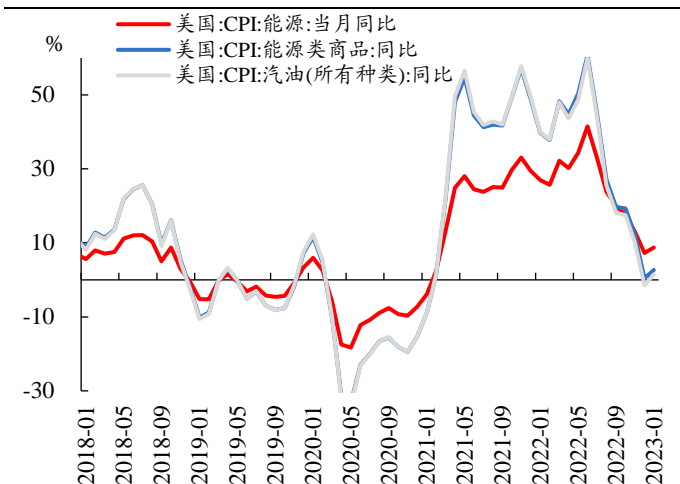


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

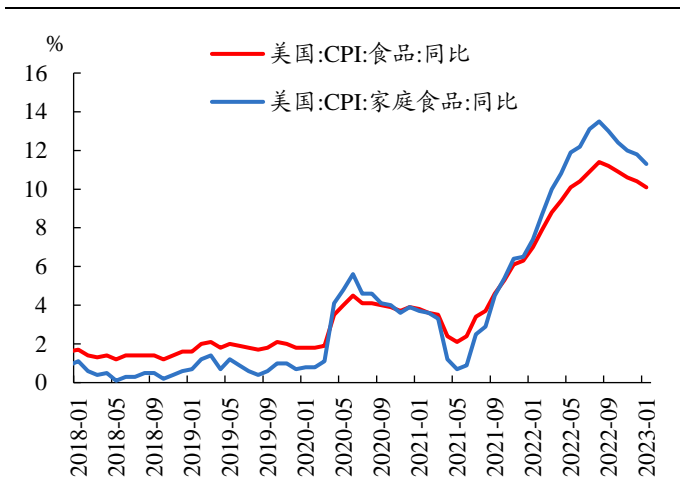
1.2、能源通胀有所回升，核心服务保持坚挺

（1）能源方面，1 月能源项同比上升 8.7%，同比增速较 2022 年 12 月份上升 1.4 个百分点；环比上升 2.0%，环比增速较 2022 年 12 月份上升 5.1 个百分点。其中汽油项环比上升 2.4%，环比增速较 2022 年 12 月份上升 9.4 个百分点；燃油项环比下降 1.2%，环比增速较 2022 年 12 月份减少 15.4 个百分点。1 月能源通胀环比增速回升，我们认为可能是 1 月份美国出行消费有所恢复，带动相关汽油消费增加。1 月份美国汽油价格从最高的 3.12 美元/加仑上升至 3.42 美元/加仑，上升幅度约 9.5%，2022 年 12 月为下降 12.4%。

（2）食品方面，1 月份食品项同比上升 10.1%，较 2022 年 12 月份下降 0.3 个百分点，连续 5 个月下降；环比上升 0.5%，增速较 2022 年 12 月上升 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 11.3%，较 2022 年 12 月份下降 0.5 个百分点。食品项的同比与环比增速走势背离，我们认为可能是基数效应所致。

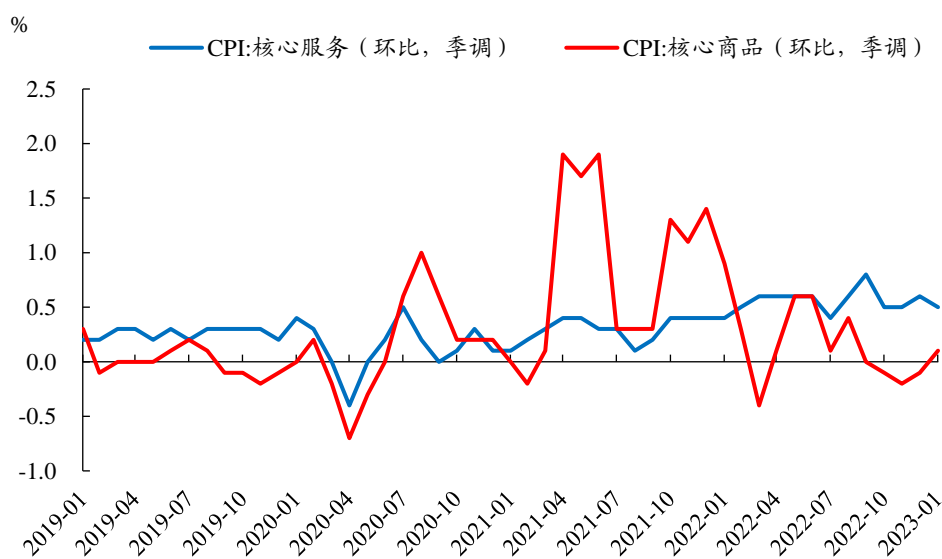
图3: 能源通胀有一定幅度回升


数据来源: BLS、开源证券研究所

图4: 食品通胀继续微跌


数据来源: BLS、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面, 1 月核心 CPI 同比上升 5.6%, 环比上升 0.4%。同比增速较 2022 年 12 月略有回落, 但环比增速较 2022 年 12 月持平。分项来看, 核心商品环比增速较 2022 年 12 月上升 0.1 个百分点至 0.1%, 略有回升; 同比增速下降 0.7 个百分点至 2.1%。其中二手车项环比下降 1.9%, 降幅较 2022 年 12 月份收窄 0.1 个百分点; 新车方面, 环比增速为 0.2%, 较 2022 年 12 月份下降 0.4 个百分点。核心服务环比上升 0.5%, 较 2022 年 12 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 7.9%, 较 2022 年 12 月份上升 0.4 个百分点; 环比上升 0.7%, 较 2022 年 12 月份下降 0.1 个百分点。交通运输服务环比上升 0.9%, 较 2022 年 12 月份上升 0.3 个百分点。总的来看, 1 月核心商品和核心服务通胀环比增速走势有所分化, 其中核心商品通胀环比增速转正, 核心服务环比走势下降, 主因医疗服务通胀环比增速下降 1 个百分点至 -0.7%。以住房项为主要构成的服务通胀环比增速走弱, 叠加医疗服务的环比负增长, 美国核心服务通胀环比略有降温。不过同比来看, 整体仍保持坚挺。

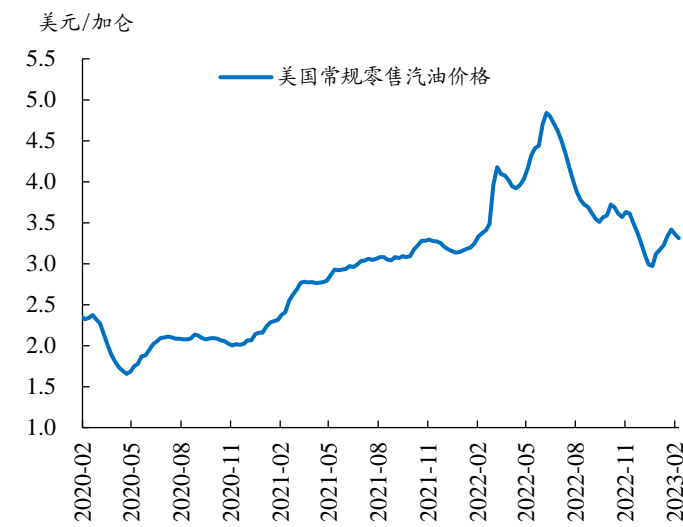
图5: 核心商品通胀与核心服务通胀环比增速走势分化


数据来源: BLS、开源证券研究所

1.3、高基数以及住房项后续预计仍将推动通胀下行

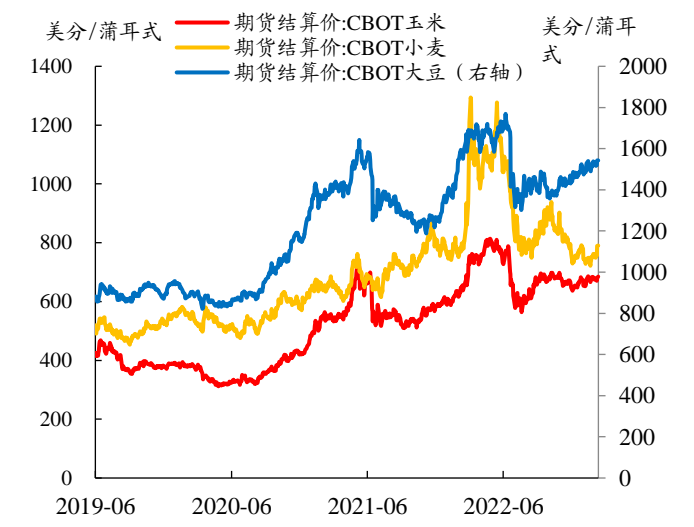
(1) **能源与粮食价格短期内对通胀不会有推动作用。**能源方面，截至 2 月 13 日，美国汽油价格为 3.31 美元/加仑，较 1 月底汽油价格下降 3%，价格再度下降。后续来看，伴随着美国与全球经济增长动能的逐渐放缓，原油价格中长期来看面临下行压力，叠加短期出行需求逐渐降温，相关产品的价格预计将会小幅回落。食品方面，近期主要粮食期货价格均有一定幅度回升，或与冬季供给受限有关。但考虑到节假日已经过去，我们预计食品价格可能基本保持稳定，不会大幅上行。综合来看，我们认为短期内能源与食品项对整体通胀难以起到推动作用。

图6：美国汽油零售价格开始下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

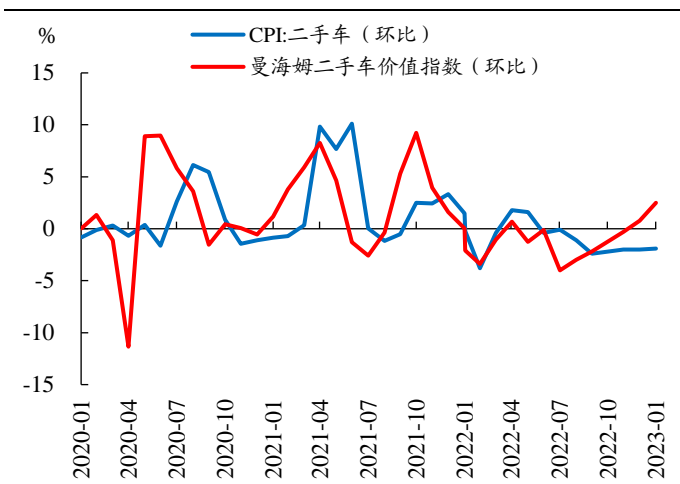
图7：粮食期货价格近期微涨



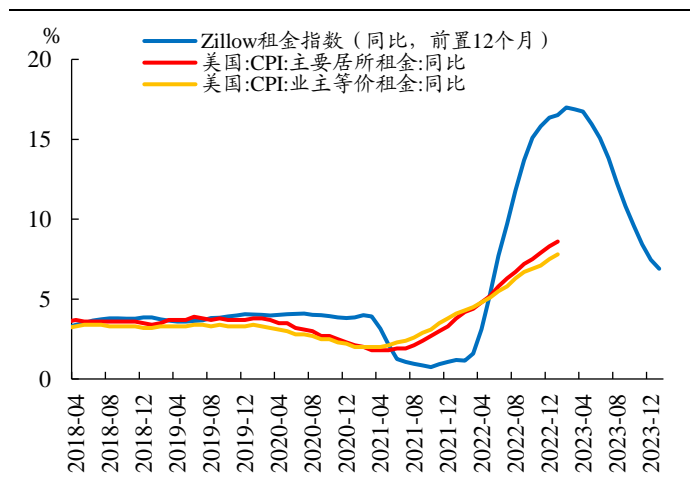
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心商品通胀环比预计将略有回升，核心服务通胀同比增速短期内将会保持缓慢下降，总体核心通胀同比增速在高基数的作用下会继续下降。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 环比上升 2.5%，二手车价格预计将会迎来上升；新车方面，全球供应链压力环比改善有限，叠加二手车涨价可能带动部分用户转向新车市场，新车价格可能也将迎来一定上涨压力；核心服务方面，住房通胀仍是 1 月核心服务通胀保持韧性的关键所在，但非房核心服务 1 月环比有所下降。从 Zillow 房租指数这一领先指标来看，后续房租预计还将继续上涨，或将到 2023 年 2 季度才能见到房租趋势性回落。总体而言，核心商品通胀预计环比将略有回升，由于房租通胀的坚挺以及工资增速仍高，核心服务通胀将会保持一定韧性，但在高基数的作用下，整体核心通胀同比增速预计继续缓慢下降。

(3) **总的来看**，1 月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速再度转正，且超过市场预期，指向当前整体的通胀黏性较强。除核心商品通胀同比增速下降外，核心服务与能源分项对 1 月份通胀的贡献程度均有所上升，这显示当前美国的通胀水平顺畅回落还面临较多的不确定性。不过考虑到住房服务通胀后续的逐渐回落，相关的权重调整可能会助力美国通胀水平在 2023 年 2 季度后的下降，叠加高基数以及经济需求的不断减弱，美国整体通胀水平预计将会持续下跌。但是从 1 月份通胀数据来看，当前的高通胀可能不会如市场预期般顺利下跌至 2% 左右水平。

图8：美国二手车价格连续回升


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀可能还将继续上行


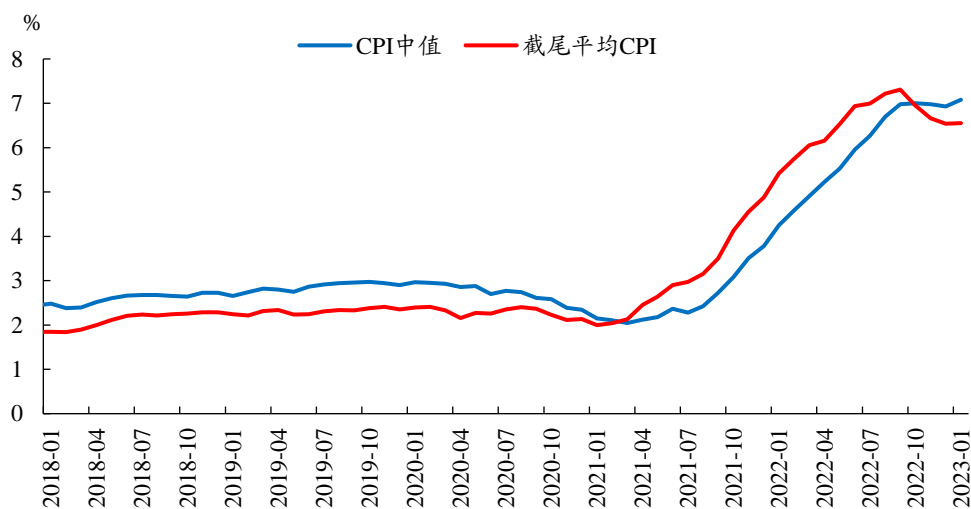
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、市场与美联储的分歧或将加速缩小

通胀水平的不断走低，叠加经济增速的下行，美联储于2月份放缓加息步伐至25bp。但从当前的就业与通胀数据来看，目前加息的幅度与持续时间可能会超出预期。1月份美国新增非农就业51.7万人，大超市场预期。虽然统计方法的修订与季调也部分扩大了就业的数值，但是就业整体来看非常强劲。薪资增速虽然有所放缓，但工作时长上升，岗位空缺仍多，这或对美国通胀的顺畅回落形成阻力（可参考报告《美联储与市场分歧将逐渐弥合——美国1月非农就业数据点评》）。从1月份的通胀数据来看，美国通胀的韧性还比较强，虽然同比增速连续多月回落，但这一方面是前期的高基数原因，另一方面则是核心商品通胀以及能源项的回落。从鲍威尔最为关注的非房服务通胀来看，其环比增速、同比增速分别较2022年12月下降0.1、0.23个百分点至0.27%、6.43%，均出现了下降趋势，因此市场在数据发布后一度表现较好。但是我们从更能反映通胀潜在趋势的截尾平均CPI以及CPI中值两项指标来看，1月份两项指标分别为7.08%、6.55%，较2022年12月份上升0.16、0.01个百分点，扭转了连续3个月的回落趋势，显示当前美国通胀的趋势性回落不确定性尚存。近期密歇根大学一年期通胀预期上升至4.2%，近3个月来首度回升，因此民众的通胀预期锚定亦存在一定反复。

在2月FOMC的点评中，我们指出市场或已与美联储“脱敏”，当前市场与美联储就通胀回落速度产生分歧，市场较为乐观，而美联储较为谨慎，因此需要重点关注劳动力市场的走势（可参考报告《市场或已对美联储“脱敏”——美联储2月FOMC会议点评》）。1月份的非农数据超过市场预期，因此市场与美联储的分歧或将开始弥合。从1月份的通胀数据来看，美国的通胀韧性或将在强劲的劳动力市场的支撑下超过市场的预期，其回落速度的不确定性有所提升。在此背景下，我们认为市场与美联储的分歧将加速缩小。从数据发布后美联储官员的表态来看，后续加息的幅度与持续时间可能会超出预期，各类资产或将面临一定的调整风险。

图10: 潜在通胀指标上升



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn