

宏观动态跟踪报告

美国通胀压力反复

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **1、美国通胀压力反复。**美国1月CPI和核心CPI同比小幅回落，但幅度不及预期。结构上，几乎没有“好消息”，大多数分项价格压力反弹。能源分项环比大幅上升2%，前值-3.1%；食品分项环比上升0.1个百分点至0.5%；住房租金环比0.8%，持平于前值，保持高增。从CPI同比拉动看，住房租金拉动2.8个百分点、创疫情以来新高；能源拉动0.6个百分点，结束了连续6个月下降趋势。值得注意的是，本次数据体现了美国CPI权重的调整：住房权重由43.0%上升至44.4%，交通运输权重从17.7%降至16.7%，食品权重从13.9%下降至13.5%。1月美国CPI走高使年内美国CPI回落至3%的难度上升。假设未来一年CPI季调环比0.2/0.3/0.4%，则2023年6月CPI季调同比或分别达到3.0/3.5/4.0%，12月或分别达到2.8/3.9/5.0%。我们的模型推算，1月PCE同比或在5.0%左右。
- **2、市场加息预期上升。**1月美国CPI数据公布后，CME利率期货市场押注的终端利率由5.13%升至5.19%。换言之，市场认为6月会议仍有一次加息、终端利率至5.25%的概率较大。这一预期略高于2022年12月美联储会议的指引。加息预期升温带动美债收益率上升，但美股和美元指数方向未明。2月14日数据公布后，10年美债收益率一度升破3.8%、日内涨幅近10BP，收于3.75%；美股低开高走，中间经历较大波动，最终纳斯达克指数小幅收涨0.57%，标普500和道琼斯工业指数分别小幅收跌0.03%和0.46%；美元指数维持103左右震荡。
- **3、美联储或需“制造”衰退。**美国CPI和核心CPI环比均反弹，一定程度上打破了通胀持续回落的乐观预期。尤其观察到，美国通胀结构中供给因素改善效果边际减弱，而需求因素没有明显降温，这使得未来通胀回落的幅度存疑。美联储2月议息会议后，我们提示美联储“放鸽”过早的风险。1月显著强于预期的就业，及略强于预期的通胀，说明美国经济仍有韧性，但这一韧性可能威胁美联储遏制通胀的愿景。目前来看，美联储或需进一步“制造”衰退，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。不过，目前市场主要博弈年中停止加息的可能，即5月或6月是否会加息，但在此之前仍有多月经济数据有待观察，市场预期不稳、波动风险上升。
- **风险提示：**地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

2023年1月美国通胀数据强于预期，市场加息预期进一步升温，更多投资者认为美国终端利率或升至5.25%。加息预期带动10年美债收益率拉升，不过股票和汇率市场仍持观望。我们认为，美国开年通胀数据走高，一定程度上打破了通胀持续回落的乐观预期。尤其需求驱动的通胀仍未明显降温，提升了美联储“制造”衰退的必要性和紧迫性。不过，目前市场主要博弈年中停止加息的可能，在此之前仍有多月经济数据有待观察，市场预期不稳、波动风险上升。

一、美国通胀压力反复

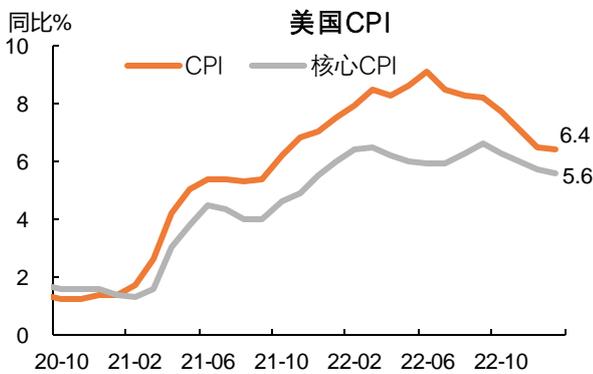
2023年1月美国CPI和核心CPI同比小幅回落，但幅度不及预期。美国劳工部(BLS)2月14日公布数据显示，美国1月CPI同比6.4%，高于预期的6.2%，前值6.5%；1月CPI季调环比0.5%，持平于预期，前值0.1%(终值)。1月核心CPI同比5.6%，高于预期的5.5%，前值5.7%；1月核心CPI季调环比0.4%，持平于预期，前值0.4%(终值)。

结构上，几乎没有“好消息”，大多数分项价格压力反弹。在美国1月CPI分项中：能源分项环比大幅上升2%，前值-3.1%；食品分项环比上升0.1个百分点至0.5%；住房租金环比0.8%，持平于前值，保持高增；服装、交通运输、教育和通讯等分项环比均高于前值；仅医疗保健分项环比-0.4%，低于前值的0.3%。

从CPI同比拉动看，住房租金拉动2.8个百分点、创疫情以来新高；能源拉动0.6个百分点，结束了连续6个月下降趋势；食品和运输服务拉动持平于前值；二手车和卡车拉动-0.3%，前值-0.2%；除上述分项的“其他”项目拉动1.1个百分点。

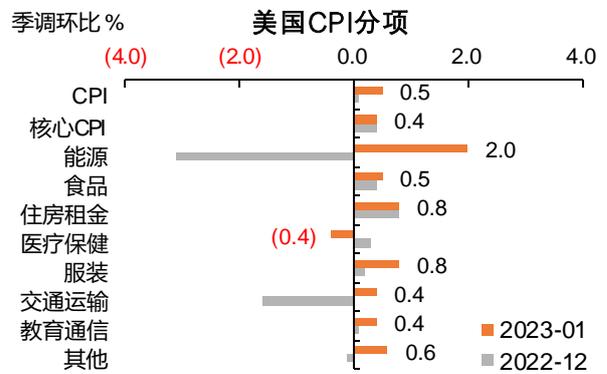
值得注意的是，BLS在2月更新了美国CPI的支出权重，并首次于1月CPI数据上体现。此前的权重基于2019-2020年消费支出调查，而新的权重仅基于2021年。此后，CPI权重的更新将每年进行一次，此前为每两年进行一次。本次调整后较为重要的变化是，住房消费权重上升，交通运输、食品等权重下降：住房权重由43.0%上升至44.4%，交通运输权重从17.7%降至16.7%，食品权重从13.9%下降至13.5%。

图表1 美国1月CPI和核心CPI同比小幅回落



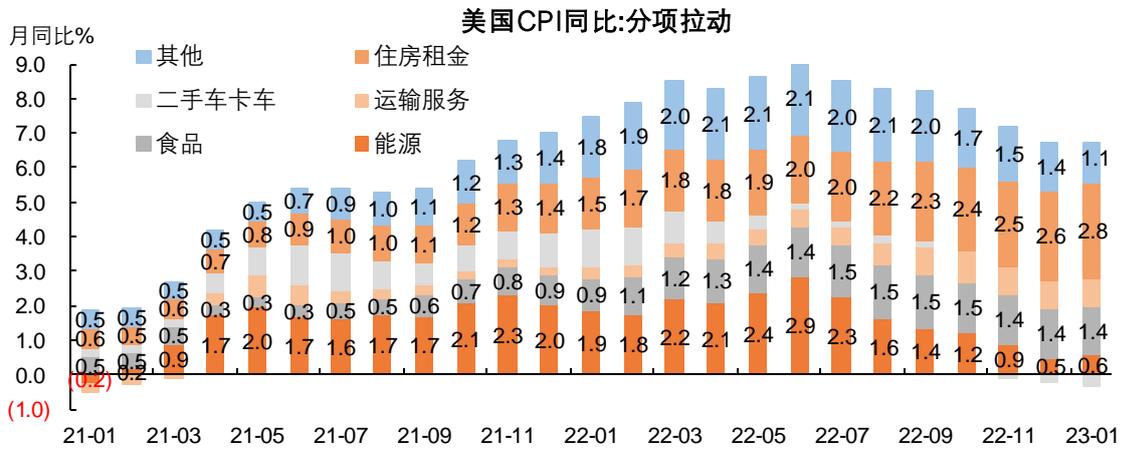
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 1月CPI中大多数分项增速均出现上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

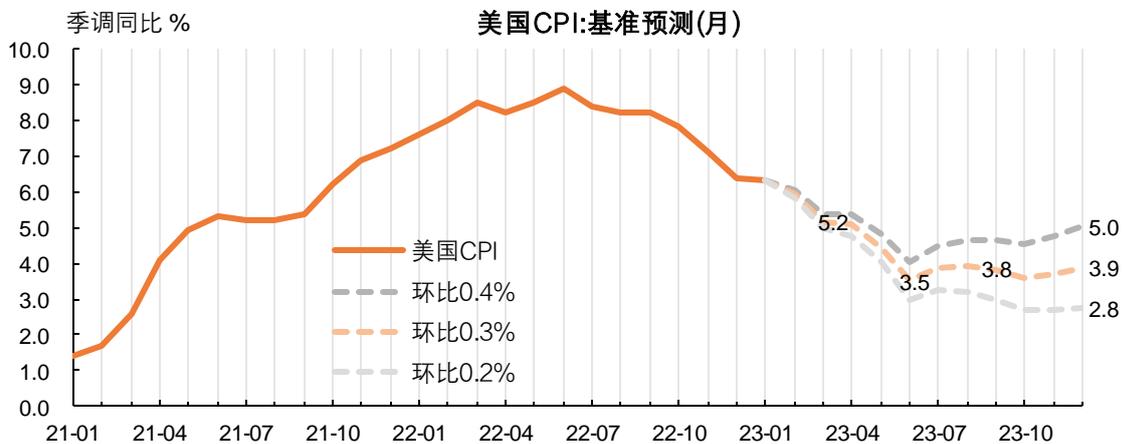
图表3 住房租金对 2023 年 1 月 CPI 同比的拉动仍在上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

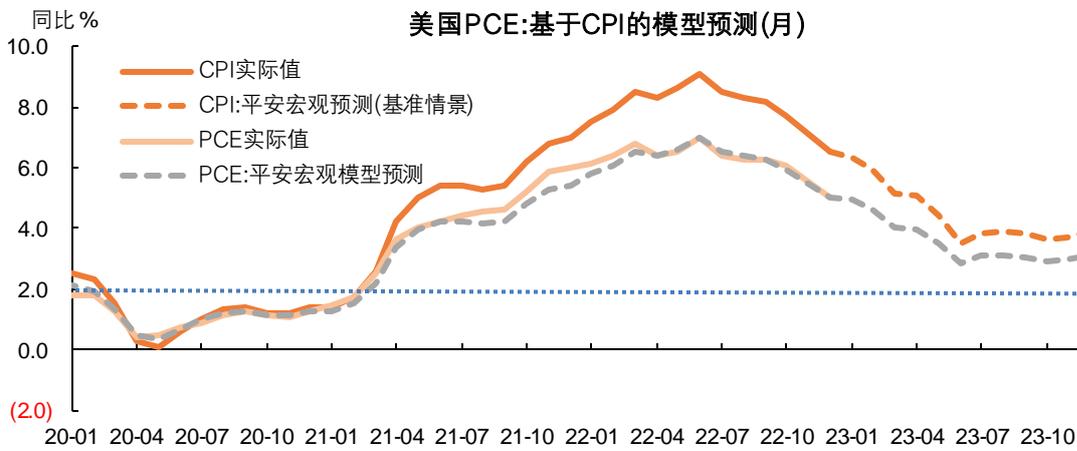
1月美国CPI走高可能增加了全年CPI回落的难度。假设未来一年CPI季调环比0.2%/0.3%/0.4%，则2023年6月CPI季调同比或分别达到3.0%/3.5%/4.0%，12月或分别达到2.8%/3.9%/5.0%。换言之，年内美国CPI回落至3%的难度上升。基于CPI和PCE的历史相关性，我们的模型推算，1月PCE同比或在5.0%左右。美联储2022年12月最新预期，2023年PCE同比回落至3.1%，这意味着当前PCE通胀距离目标水平仍然遥远。

图表4 假设未来一年美国CPI季调环比0.2%/0.3%/0.4%，2023年终CPI同比将回落至2.8%/3.9%/5.0%



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 我们的模型能够较好地捕捉美国 CPI 与 PCE 通胀率的历史相关性

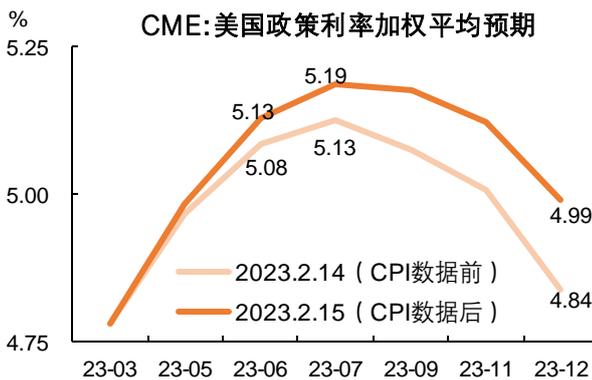


资料来源: Wind,平安证券研究所 备注: 蓝色虚线为通胀目标基准。

二、美联储或需“制造”衰退

目前市场预期终端利率升至 5.25%左右，略高于 2022 年 12 月美联储会议的指引。1 月 CPI 数据公布后，CME 利率期货市场押注的终端利率由 5.13%升至 5.19%。换言之，市场认为 6 月美联储议息会议仍有一次加息、终端利率至 5.25%的概率较大。对比 2022 年 12 月美联储预测，2023 年终端利率预期中值为 5.1%；点阵图显示，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5.0-5.25%，超过 1/3 的委员甚至认为政策利率至少应达到 5.25-5.5%。此外，2 月以来，2 年期美债名义利率以及 5 年 TIPS 国债利率（实际利率）均出现反弹，也体现了债券市场加息预期上升。

图表6 1 月 CPI 公布后，市场押注终端利率更高



资料来源: CME FedWatch,平安证券研究所

图表7 1 月非农公布后，美债市场加息预期已经升温



资料来源: Wind,平安证券研究所

加息预期带动美债收益率上升，但美股和美元指数方向未明。2月 14 日美国通胀数据公布后，10 年美债收益率一度升破 3.8%、日内涨幅近 10BP，收于 3.75%；美股低开高走，中间经历较大波动，最终纳斯达克指数小幅收涨 0.57%，标普 500 和道琼斯工业指数分别小幅收跌 0.03%和 0.46%；美元指数维持 103 左右震荡。

我们认为，美国 CPI 和核心 CPI 环比均反弹，一定程度上打破了通胀持续回落的乐观预期。尤其观察到，美国通胀结构中供给因素改善效果在边际减弱，而需求因素没有明显降温，这使得未来通胀回落的幅度存疑。美联储 2 月议息会议后，我

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

们提示美联储“放鸽”过早的风险（参考报告《“山雨欲止”：2023年2月美联储议息会议解读》）。1月显著强于预期的就业，加上略强于预期的通胀，说明美国经济仍有韧性，但这一韧性可能威胁美联储遏制通胀的愿景。目前来看，**美联储或需进一步“制造”衰退**，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。不过，**目前市场主要博弈年中停止加息的可能，譬如5月或6月会否加息**，但在此之前仍有多月经济数据有待观察，市场预期不稳、波动风险上升。

风险提示：地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033