

美国通胀小幅超预期，降息时间可能延后

20230215

核心内容：

- **CPI 环比略超预期** 1月CPI同比增速从12月的6.5%下行至6.4%，预期6.2%；剔除能源和食品的核心CPI同比降低至5.6%，比12月下行0.1%。季调环比方面，CPI录得2022年10月以来最快增速，上升0.5%，预期0.4%；核心CPI增速为0.4%，和上月的0.4%持平。
- **CPI的权重调整放大价格压力，不改变通胀上半年快速回落的趋势** 比较2023与2022年各项支出占比变化，居住成本和涨价偏快的家用食品权重上调，通缩的二手车和下滑较多的能源权重减少，造成向上压力。从1月数据来看，居住成本的权重上调和二手车的下调分别拉动CPI向上0.10和0.11个百分点，也即剔除权重影响后CPI同比增速约在6.2%，和预测值较为一致。总体上，本月的超预期不改变价格在上半年快速回落的趋势。
- **能源环比反弹，但能源、食品与商品价格上半年预计继续放缓，美联储尚无必要提高加息终值** 从服务以外的部分来看，能源和二手车同比大概率继续通缩，食品增速将逐步降低，和房价相关的家具和家用产品价格也会降速，上半年核心商品回落的趋势不改。即使CPI在个别月份略超预期，预计美联储也没有再提高加息终值的必要。
- **居住成本上半年难以明显回落，劳动市场是服务粘性核心，2023年内降息概率下降** 由于统计技术性滞后，无论美联储加息的状况，居住成本都将在上半年对名义和核心通胀构成持续的压力。从劳动市场工资增速和菲利普斯曲线模型推断，2023年下半年核心通胀会在3.0%-3.5%之间运行，这离美联储的目标依然有不小的差距。在美联储坚持2%的通胀目标以及经济较晚进入浅衰退的假设下，2023年内降息的希望开始变得渺茫。
- **经济软着陆VS不着陆预期下市场进入动荡期，美元可能短期反弹** 从CME联邦基金利率期货隐含的加息预期来看，市场目前认为6月可能再加息25BP，使利率终值达到5.25%-5.5%，但又认为12月仍会降息一次，反映了“软着陆”与“不着陆”派的分歧。如果经济“软着陆”，即2023年末出现弱衰退，那么年内降息的预期成立，但6月加息并无必要，而是要保持高利率更久不变。而如果经济“不着陆”，那么通胀粘性将比现在更强，则有继续加息的必要，但强劲的经济意味着2023年内几乎不可能降息。**不论如何，目前数据指向年内降息概率的显著降低。**当前的衰退指标和经济数据无法解决市场对于通胀和衰退观点的分歧，未来一段时间处于动荡的状态。对美元指数来说，尽管其中长期向下，但此前下跌过快、计入鸽派预期较多、美联储缩表可能持续更久以及数据的波动都支持美元短期反弹。对收益率回升的美债来说，短期仍可能在数据扰动下震荡向上，更敏感的2年债表现好于10年债。美股风险偏好的改善暂缓，盈利底出现前仍有一跌，但好于预期的美国经济可能缓和盈利下滑的深度。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金童

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

美国劳工数据局（BLS）公布的 1 月消费者价格指数（CPI）略超预期，同比增速从 12 月的 6.5% 下行至 6.4%，预期 6.2%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比降低至 5.6%，比 12 月下行 0.1%。季调环比方面，CPI 录得 2022 年 10 月以来最快增速，上升 0.5%，预期 0.4%；核心 CPI 增速为 0.4%，和上月的 0.4% 持平。需要注意，1 月 CPI 的权重做出了调整，也产生了一定噪音。在非农增速统计口径调整并超预期后，BLS 同样加大了增速更快的居住成本权重并降低了通缩的二手车权重，加大 CPI 环比上行的动力。尽管 1 月的 CPI 环比增速超预期，但能源和部分商品通缩带动价格同比回落的趋势依然没有改变，美联储 5.00%-5.25% 的加息终值没有进一步上行的必要，但市场在数据公布后已经开始计入 5.25%-5.50% 的加息预期，这可能是对之前乐观情绪的“矫枉过正”。在通胀和非农就业偏强的情况下，美联储 3 月加息 25BP 毫无悬念，5 月也有较高概率加息 25BP；根据数据预测，我们暂时倾向于 5 月后停止加息以及美联储在 2023 年保持不降息，衰退可能在 2023 年末或 2024 年初。

从构成来看，对 CPI 同比下降贡献最突出的依然是二手车，食品和家具及家用产品由于基数效应也继续小幅回落；由于原油和新车价格出现上行，两者的同比贡献略有回升，暂时延缓了商品进入通缩的步伐；贡献最明显的依然是因统计滞后而居高不下的居住成本，运输服务的回升也值得警惕。环比方面，二手车和医疗服务负增长，能源商品和服务均比 12 月回升，是环比超预期的重要因素，居住成本略有放缓，但依然维持较高增速，服装和非家用食品意外出现回升。

整体上，虽然能源和部分商品的环比有所回升，但在高基数下同比仍会在上半年较快下行，不会迫使美联储再提高加息终值，但服务部分的粘性可能使高利率保持更久。目前 CPI 的干扰因素较多，包括居住成本权重上调、房价与租金统计滞后、医疗保险计算方法和过往季调因子改变等因素，但物价的同比趋势仍指向较快的回落，但离 2% 的目标距离尚远。我们的预测认为名义通胀仍将在 6 月回落至 3% 左右，但结合劳动市场数据，下半年的核心通胀中枢仍会在 3.0%-3.5% 左右震荡，阻碍美联储降息。

就业和物价的顺利回落暂告一段落，各类衰退指标信号并不明确，美联储高利率的传导还需时间，市场短期也将进入高波动震荡的状态，等待数据明朗。CPI 数据出炉后，美债收益率大幅回升至高位，未来可能继续随数据震荡，但仍有配置价值。美股风险偏好的改善暂缓，盈利底还未出现，但好于预期的美国经济可能缓和盈利下滑的深度，2022 年利润降幅已经较大的板块存在左侧配置机会。美元前期下跌过快、计入鸽派预期较多、缩表可能持续更久以及数据的波动短期支持美元小幅反弹，但在更长期处于下行周期。

图 1：1 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

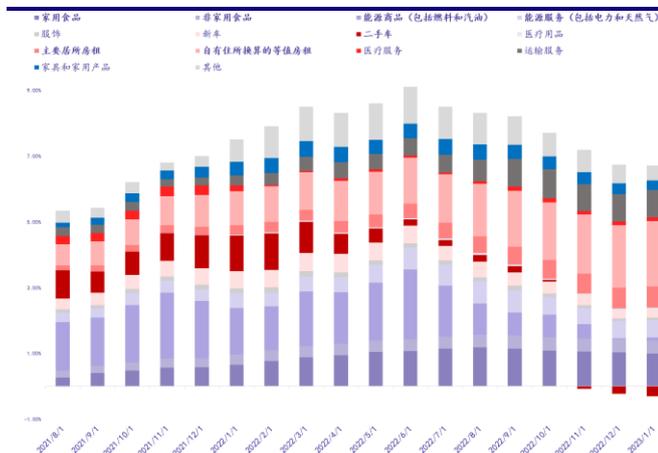
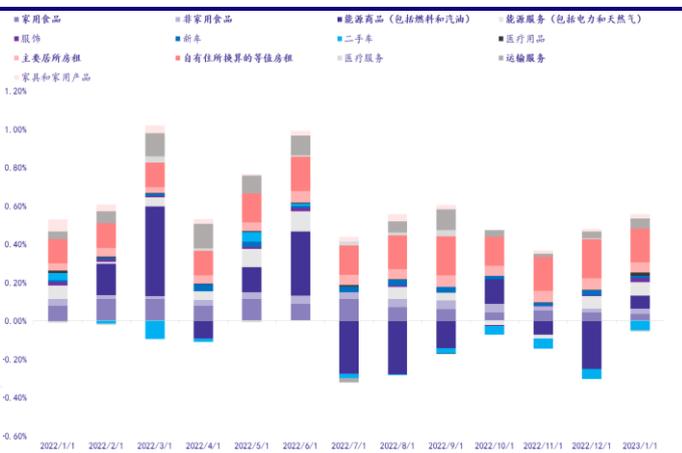


图 2：1 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(一) CPI 权重和季调因子的调整对上行压力做出贡献

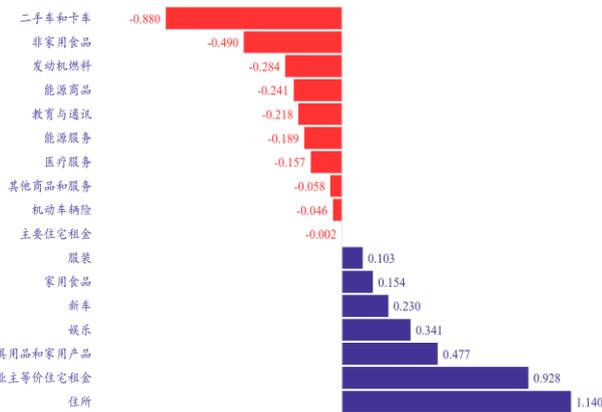
2023 年 1 月的 CPI 数据和此前公布的非农数据一样出现了技术调整，需要特别注意的包括 (1) 消费支出的权重从 2019-2020 的两年权重更新为 2021 年的权重；(2) 季调因子重新计算，可能影响过去 5 年的通胀数据¹。

消费支出权重的更新主要是为了更快反映居民消费结构的变化，CPI 权重的滞后时间由 36 个月缩短至 24 个月。消费权重主要用于计算 CPI 各项目的权重，其调整也会影响 CPI 同比增速的变化。比较 2023 与 2022 年各项支出占比变化的话，居住成本和涨价偏快的家用食品权重上调，通缩的二手车和下滑较多的能源权重减少，造成向上压力。从 1 月数据来看，居住成本的权重上调和二手车的下调分别拉动 CPI 向上 0.10 和 0.11 个百分点，也即剔除权重影响后 CPI 同比增速约在 6.2%，和预测值较为一致。

季调方面，2022 年的因子被重新计算，导致 2022 年四季度的通胀增速上调，但不直接影响 2023 年的 CPI 增速。从季调特征来看，一季度的因子会提升整体通胀增速，二三季度一般降低增速，而四季度会再次抬升增速。这意味着一季度的同比名义通胀在季调下存在上行压力，但二三季度会更快下降；环比方面，上半年季调因子会导致环比更快下行，上行压力则在下半年体现。

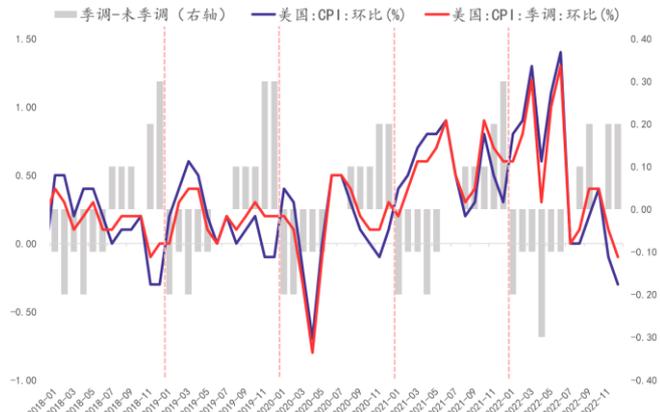
总体来看，CPI 统计调整确实加大了数据的上行压力，但本月的超预期不改变价格在上半年快速回落的趋势。

图 3：2023 与 2022 支出的权重比较 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 4：季调因子对 CPI 环比增速的影响 (%)

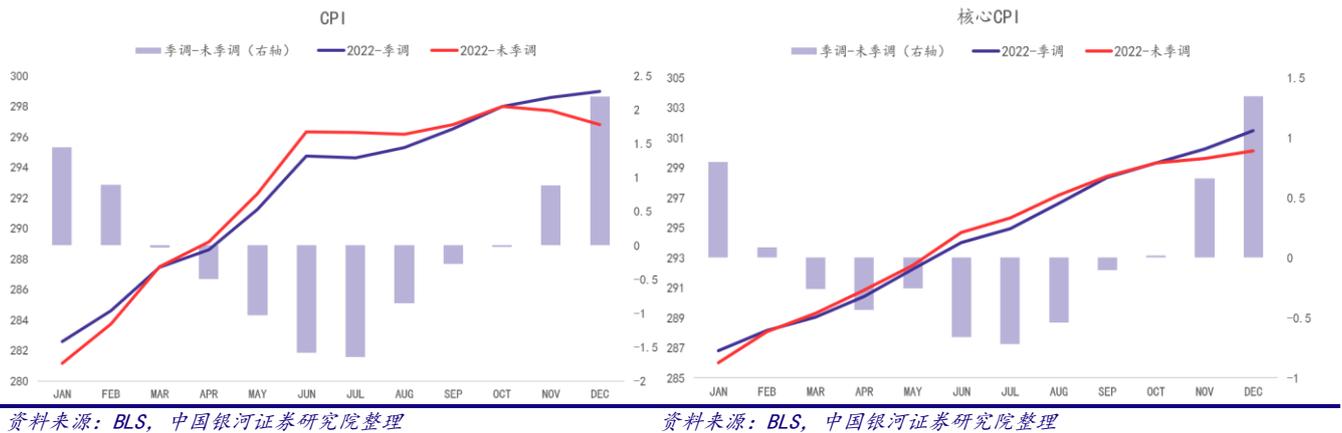


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2022 年 CPI 和季调因子 (%)

图 6：2022 年核心 CPI 和季调因子 (%)

¹ 2023 CPI Weight Information : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov); Seasonal Adjustment in the CPI : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov); Archived News Releases : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov); The Fed - Residual Seasonality in Core Consumer Price Inflation: An Update (federalreserve.gov)



(二) 二手车继续通缩, 能源价格环比反弹, 但名义通胀上半年回落趋势不改

一般商品方面, 尽管二手车价格权重被下调接近 1 个百分点, 其 11.6% 的同比负增长对通胀下行做出最大贡献; 新车价格环比继续放缓, 其基数接近高点支持同比的继续下行。家具和家用产品对房价的滞后短于居住成本, 上半年同比也会保持回落。服装的环比增长 0.8%, 但随着商品消费整体放缓, 预计难以保持。

能源部分的环比增速出现反弹, 这与 1 月 WTI 环比 2.2% 的涨幅基本同步; NYMEX 天然气 1 月环比下行-40.7%, 但其对 CPI 的能源服务存在约一个季度的滞后。虽然全球主要经济体表现好于预期对能源价格形成一定支撑, 但也难再大幅回升。因此, 在原油价格震荡、天然气回落、能源同比高基数下, 2023 上半年能源部分陷入通缩并带动 CPI 大幅回落的趋势不变。

图 7: 原油价格同比增速继续 (%)

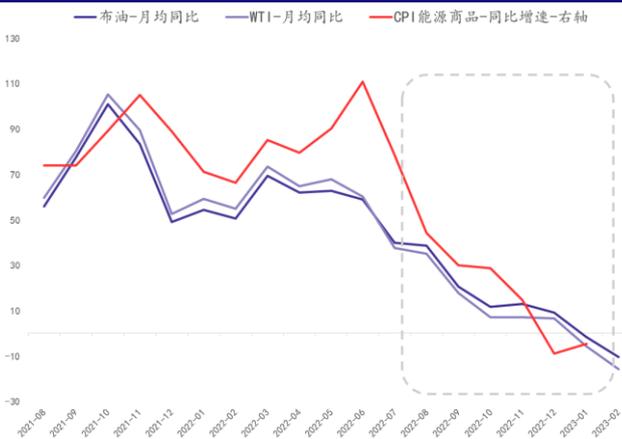
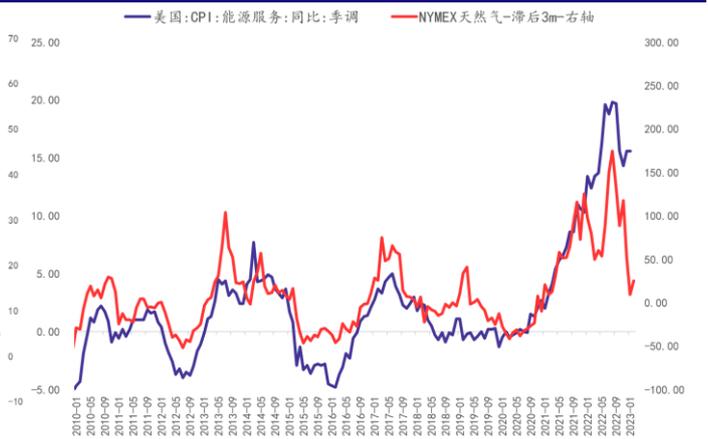


图 8: 天然气价格的下行可能在未来传导 (%)



食品价格整体放缓, 1 月家庭食品价格环比继续缓和, 但非家用食品小幅加快。食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右, 尽管未来该指数还有一个小峰值, 但食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头将保持。

因此从服务以外的部分来看，能源和二手车同比大概率继续通缩，食品增速将逐步降低，和房价相关的家具和家用产品价格也会降速，上半年核心商品回落的趋势不改。即使CPI在个别月份略超预期，预计美联储也没有再提高加息终值的必要。不过，实际工资增速从低位的回升、剩余的超额储蓄和消费信贷短期的旺盛可能导致CPI下行斜率放缓，需要保持观察。

图 9：二手车价格由于高基数大幅下跌 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：家居相关商品预计跟随房价回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）劳动市场是服务粘性的核心，居住成本上半年难回落，高利率的传导需要时间

最大的不确定性依然来自美国劳动市场在供需不平衡下的超预期韧性。从供给侧考虑，美国短期面临 350 万劳动缺口，婴儿潮一代的持续退休、65 岁以上劳动参与率的中枢下降以及美国中长期人口结构问题预示供给缺口短期难以弥合。从需求侧考虑，美国居民的实际服务消费未恢复到疫情前，消费信贷偏强，超额储蓄和健康的资产负债表支持服务支出；同时，居民实际购买力在通胀下行后有所恢复。

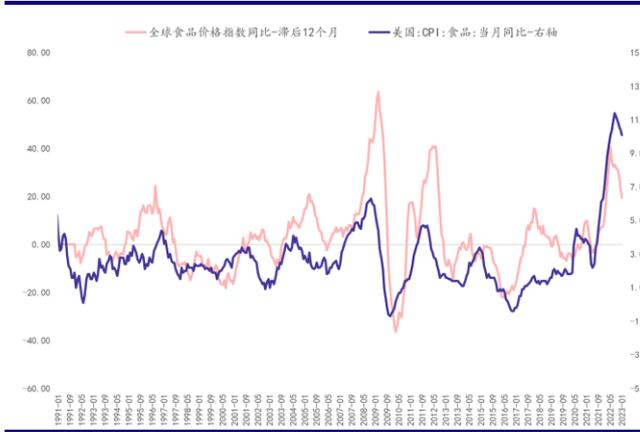
由于CPI的干扰项目较多，对于下半年通胀的走势需要关注去除居住成本的核心CPI，该指标目前仍处于下降的趋势，但在上述因素的影响下斜率出现缓和。因此，虽然上半年通胀的回落较为确定，但劳动市场和经济好于预期在加强下半年的核心通胀韧性。从劳动市场工资增速和菲利普斯曲线模型推断，2023 年下半年核心通胀会在 3.0%-3.5%之间运行，这离美联储的目标依然有不小的差距。在美联储坚持 2%的通胀目标以及经济较晚进入浅衰退的假设下，2023 年内降息希望开始变得渺茫。

居住成本两项对CPI的拉动在1月已经达到2.63%，仅权重的上调就为同比增加了0.1个百分点的压力。CPI对房价和房租的统计一般滞后12-16个月，且Zillow和房地美统计显示2022上半年房价同比增速仍高达15%-18%。这意味着2023上半年，无论美联储加息与否，居住成本都将对名义和核心通胀构成持续的压力。好消息是，居住成本的环比增速从0.8%回落至0.7%，这至少暗示其对通胀的贡献不会继续增加，仅是阻碍CPI向2%靠近。

至少从过去几个月的通胀数据来看，能源和部分商品陷入负增长的态势仍然明确，上半年价格回落和高基数的叠加会导致名义通胀较快回落，问题仍是下半年通胀的粘性。在通胀不大幅超预期的情况下，美联储似乎没有提高加息终值必要，但是不降息的时间需要延长，迫使通胀向2%的增速靠拢。高联邦基金利率向经济的传导需要时间，目前美

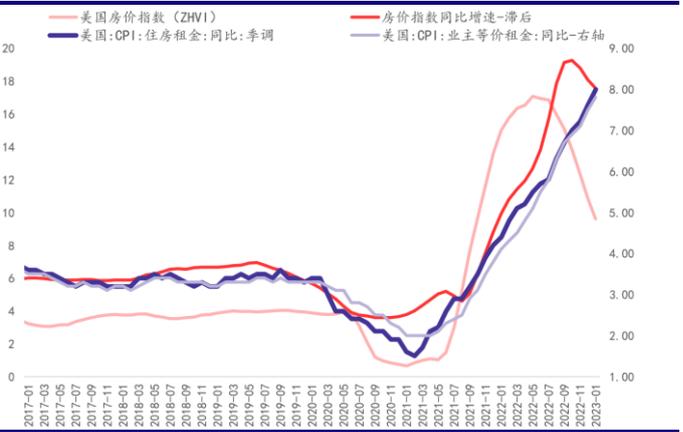
国平均存款利率仅缓慢上升至 0.33%，因此对资产和信贷派生的抑制不足；低存款利率和高政策利率的差距更多指向高利率持续更久以增强传导，而不是提高加息终值。

图 11: 食品价格下行幅度可能加大 (%)



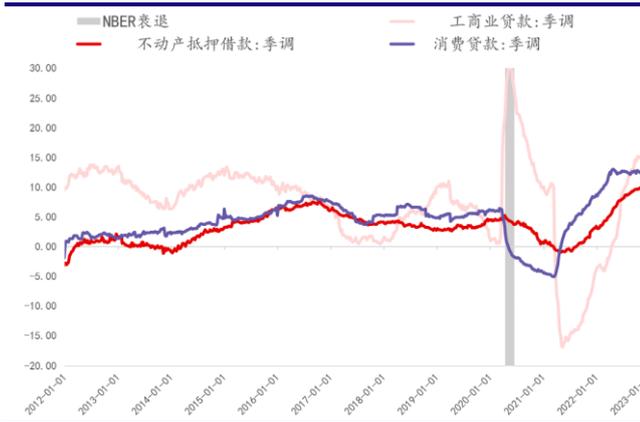
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 居住成本对 CPI 的拉动还会持续一段时间 (%)



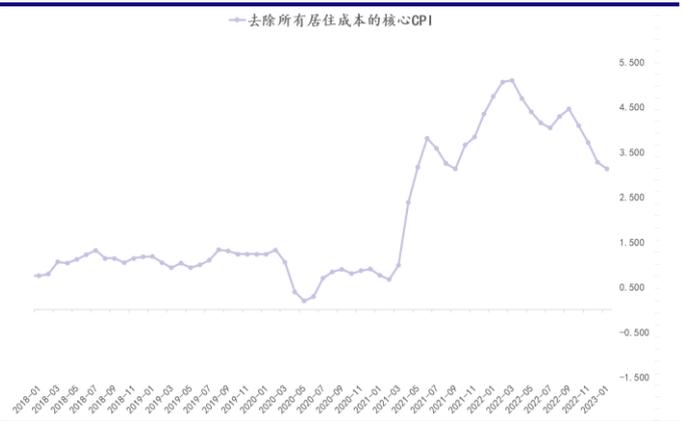
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 存在滞后的消费信贷增速仍然较高 (%)



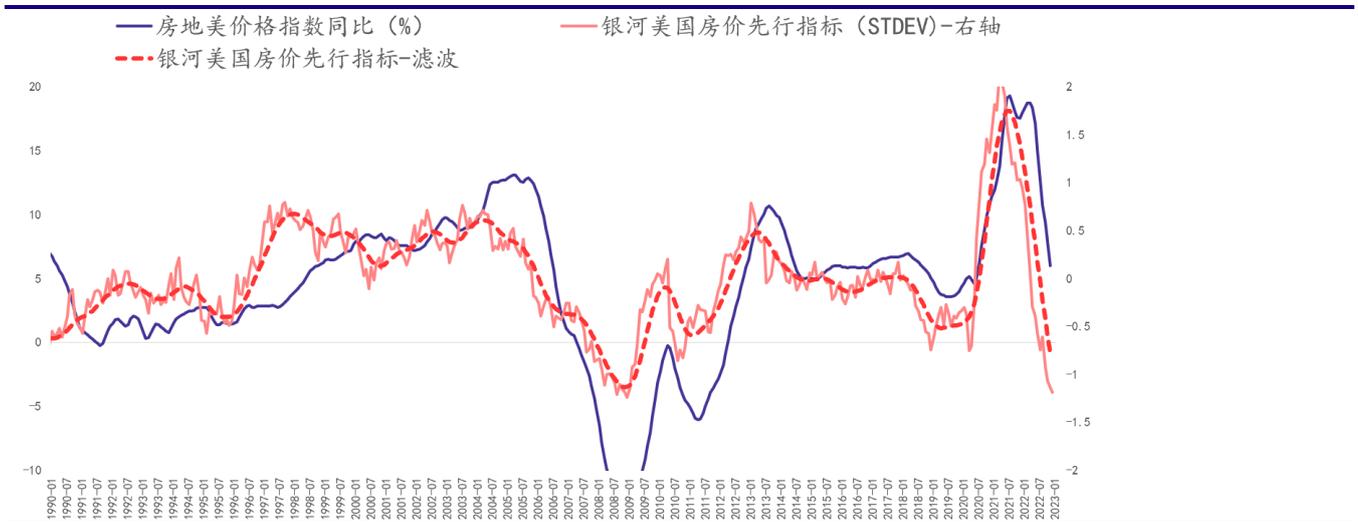
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 核心价格在商品带动下放缓, 但服务需要警惕



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 美国房价先行指标继续下行



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

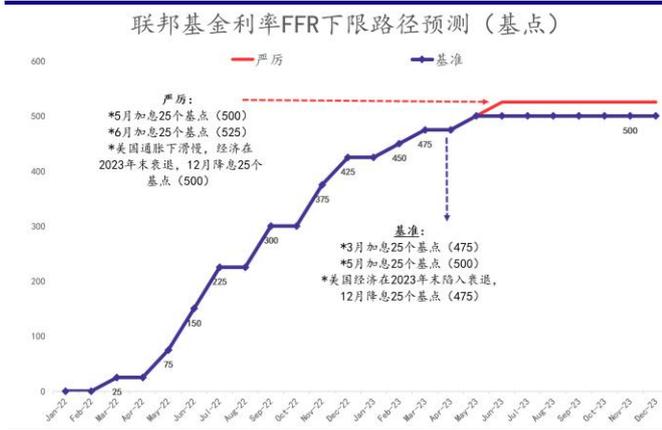
(四) 经济软着陆 VS 不着陆预期下市场进入动荡期，美元短期可能反弹

CPI 数据公布后，美股在剧烈波动下仅小幅收跌，美债收益率显著回升，美元也在震荡当中。美股和美元的高波动反映出市场对于经济“软着陆”以及“不着陆”的分歧较大。从 CME 联邦基金利率期货隐含的加息预期来看，市场目前认为 6 月可能再加息 25BP，使利率终值达到 5.25%-5.5%，但又认为 12 月仍会降息一次，这从历史上来看是矛盾的：如果美联储在停止加息后 6 个月内降息，那么需要较为严重的经济下滑，但美国经济数据又暂不支持此逻辑。这种矛盾也反映出“软着陆”与“不着陆”派的分歧。

如果经济“软着陆”，即经济和通胀数据进一步下滑并在 2023 年末出现弱衰退，那么年内降息的预期是可以理解的，但 6 月甚至 7 月继续加息并无必要，更多需要保持高利率并使其进一步向实体经济与资产价格传导²。而如果经济“不着陆”，那么通胀粘性将比现在更强，则有继续加息的必要，但如此强劲的经济意味着 2023 年内几乎不可能降息。但不论如何，目前数据指向年内降息概率的显著降低。

当前的衰退指标和经济数据无法解决市场对于通胀和衰退观点的分歧，未来一段时间处于动荡的状态。对美元指数来说，尽管其中长期向下，但此前下跌过快、计入鸽派预期较多、美联储缩表可能持续更久以及数据的波动都支持美元短期反弹。对收益率回升的美债来说，短期仍可能在数据扰动下震荡向上，更敏感的 2 年债表现好于 10 年债。美股风险偏好的改善暂缓，盈利底出现前仍有一跌，但好于预期的美国经济可能缓和盈利下滑的深度。

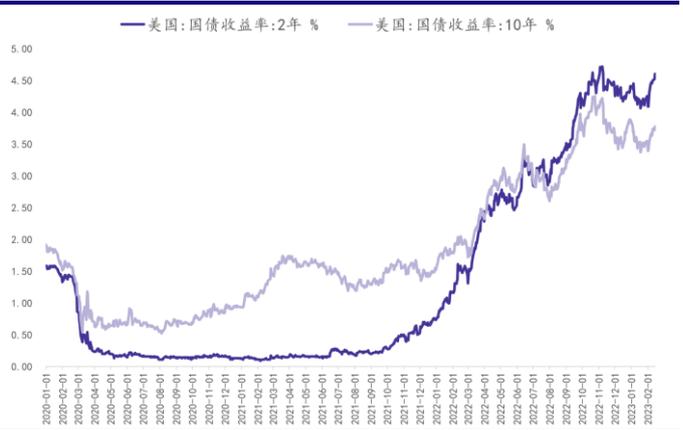
图 16: 美联储加息路径预测 (%)



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 18: 降息一般需要经济同步指标连续回落或流动性危机，而目前看 2023 年可能不具备这种条件

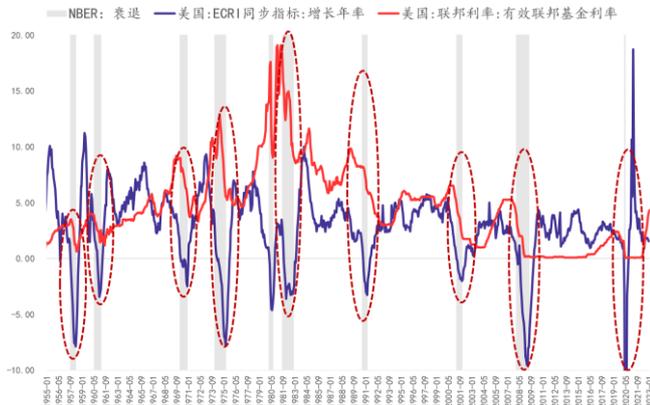
图 17: 未来两年期美债可能表现更好 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: CME 联邦基金利率期货反映的加息预期 (%)

² 我们认为的“软着陆”是指 2023 年末至 24 年初弱衰退情况，“不着陆”是不出现衰退，经济环比保持增长。



MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/3/22	0.0%	0.0%	87.8%	12.2%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	20.7%	70.0%	9.3%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	7.7%	39.0%	47.4%	5.8%
2023/7/26	0.0%	0.0%	5.8%	31.3%	45.3%	16.2%
2023/9/20	0.0%	0.4%	7.6%	32.3%	43.3%	15.1%
2023/11/1	0.1%	1.9%	12.6%	34.5%	37.6%	12.3%
2023/12/13	1.0%	7.4%	23.9%	36.1%	24.5%	6.5%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn