

美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温

——美国1月CPI点评

2023年2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1月CPI环比0.5%，预期0.5%，前值-0.1%；同比6.4%，预期6.2%，前值6.5%。

核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.3%；同比5.6%，预期5.5%，前值5.7%。

主要观点：

- 1、住宅同比继续加速，对CPI和核心CPI均有扰动；住宅以外的核心通胀加速回落，态势良好。基于基数效应，上半年通胀同比处于加速回落的趋势没有改变。
- 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、市场已开始计入6月加息至5.5%的预期。我们认为若未来住宅价格分项回落，6月加息预期应该会有反复。
- 4、美国上半年陷入衰退概率不大，一季度美股具备反弹条件，长期趋势仍保持中性。
- 6、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%，上限上移回升至3.9~4.1%。

能源各分项均上涨，同比小幅回升。汽油价格环比上涨，2.4% vs -9.4%；天然气6.7%，电力0.5%。随着原油价格回升至80美元附近，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。

食品通胀环比回升，同比继续回落。食品环比0.5% vs 0.3%。居家食品6大分项中2项环比下跌（前值为3项）。上涨的4类分别为肉蛋鱼0.7% vs 1%（其中鸡蛋8.5% vs 11%），谷物烘焙类1% vs 0，非酒精饮料0.4% vs 0.1%，其他居家食品0.7% vs 0.4%；下降的为果蔬-0.5% vs -0.6%，日用品0 vs -0.3%。非居家食品环比增速亦有回升，其中外卖食品0.7% vs 0.4%。总体看，除受禽流感影响的鸡蛋价格外，其余食品分项虽环比略有回升，但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明显回落。住宅是核心通胀中最显著的分项，这次权重调整后比重略有上升。住宅环比0.7% vs 0.8%，其中租金和等价租金均环比0.7% vs 0.8%，外宿1.2% vs 1.5%。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，连续五个月未出现普涨。上涨的有家装0.3% vs 0.3%，车险1.4% vs 0.6%，娱乐0.5% vs 0.2%，服装0.8% vs 0.5%，通讯0.3%。下降的有医疗保健-0.4% vs 0.1%，二手车-1.9% vs -2.5%，连续第6个月下跌，机票-2.1% vs -3.1%。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。服装上涨表明可选商品消费有止跌回升的迹象，4季度GDP中商品消费环比也止跌小幅回升，均表明消费整体尚可。

同比方面，住宅同比7.9%，前值7.5%，继续新高，贡献了60%的核心通胀，其他显著增加的是家装5.9%，医疗3.1%，新车5.8%，娱乐4.8%。除住宅同比继续上涨外，其他均见顶回落。我们一直强调与08年地产泡沫破裂后低利率无法刺激地产市场不同，本轮宽松刺激了地产市场的加速恢复，这是本轮通胀走势偏离原油走势的重要原因。而租金明显上涨始于2021年下半年疫情期间租金管控结束之后，管控措施抑制了2021年租金的通胀表现，**租金通胀集中体现在了2022年以后**。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，可支撑后期核心通胀进一步回落。此外，扣除住宅的核心通胀同比继续显著回落，显示实际通胀压力并未像1月总体数据那么大。

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

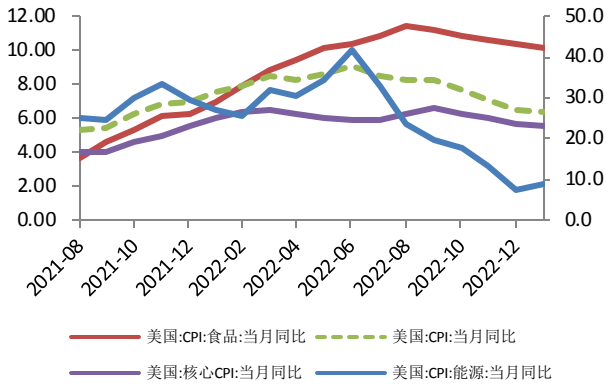
上移 50bp 至 2.3% 附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。在薪资增速同比没有降至 4% 以下前（现值 4.4%），服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观。

市场已开始计入 6 月加息至 5.5% 的预期，我们认为若未来住宅价格分项回落，6 月加息预期应该会有反复。三月加息至 5% 已无悬念，5 月升至 5.25% 也在承受范围之内。**若利率终点高于 5.25%，我们认为衰退风险加大。**我们在去年 11 月点评中指出从去年 12 月起加息最佳路径为 50,25,25，这一点得到印证。本周美联储官员讲话基本一致支持升至 5~5.25% 这一最低水平，并对 5~5.5% 不排除可能。无论从美十债利率和联邦基金利率期货价格来看，市场已开始计入 6 月加息至 5.5% 的预期。但考虑到未来住宅价格分项回落是确定性事件，只是时间节点不确定，我们认为 5 月继续加息是大概率事件，但 6 月加息预期仍有反复的可能。鉴于美国劳动力市场空缺岗位虽然回落但仍在高位，劳动力市场紧绷至少需要半年才能缓解，上半年陷入衰退概率不大。

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%，上限上移至 3.9~4.1%。我们的模型显示，美十债利率已经开始计入 6 月加息 25bp 的预期，目前 3.7% 附近属于基于这一预期的公允价格，没有偏高也没有偏低。这意味着未来如果 6 月加息预期有变化，或住宅分项终于见顶回落，美十债利率亦会有波动。美股方面，一季度短线反弹受到利率终点预期上升的压制。但由于上半年陷入衰退概率不大，整体仍维持一季度反弹的判断，长期趋势仍保持中性。

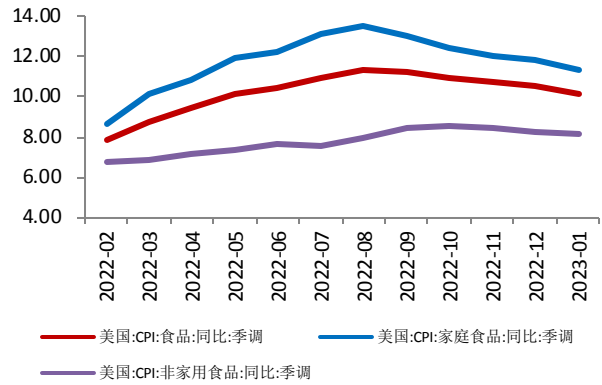
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



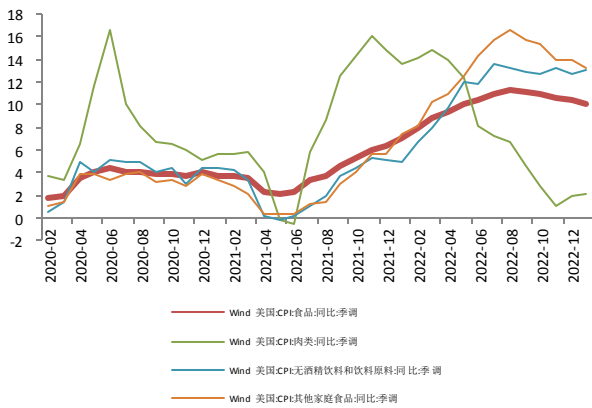
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图2: 居家食品持续上涨带动食品分项，但同比见顶



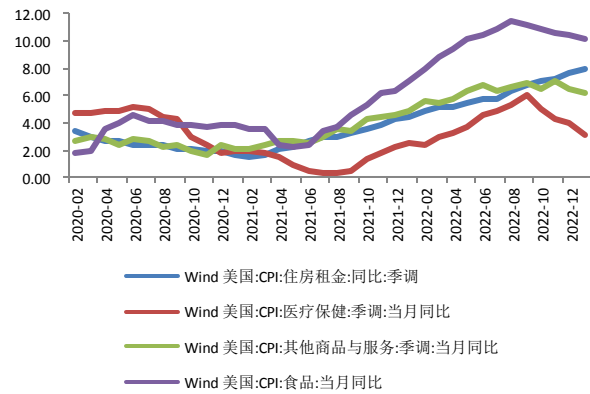
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图3: 食品分项同比见顶



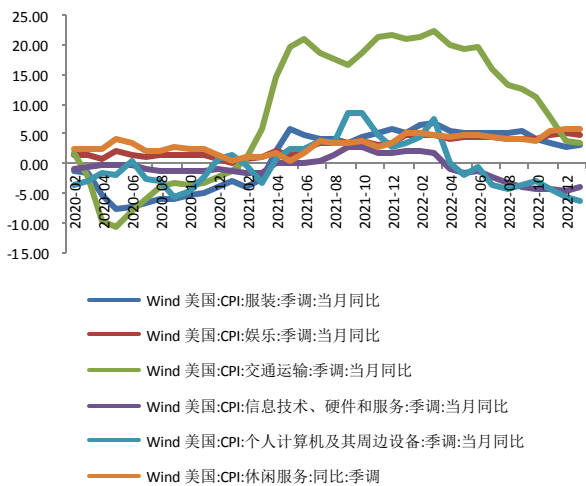
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 前期引领通胀上涨的分项出现分化(同比)



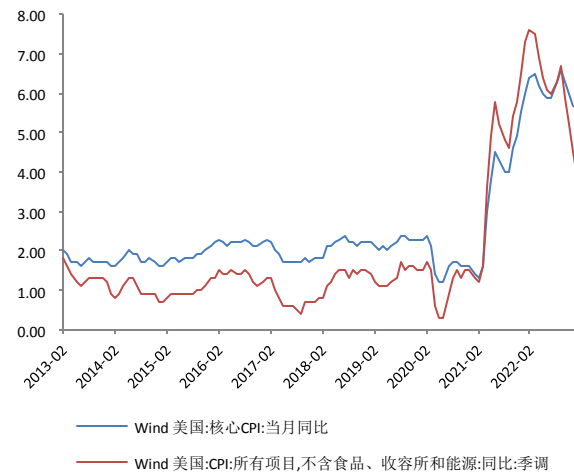
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 可选消费通胀温和(同比)



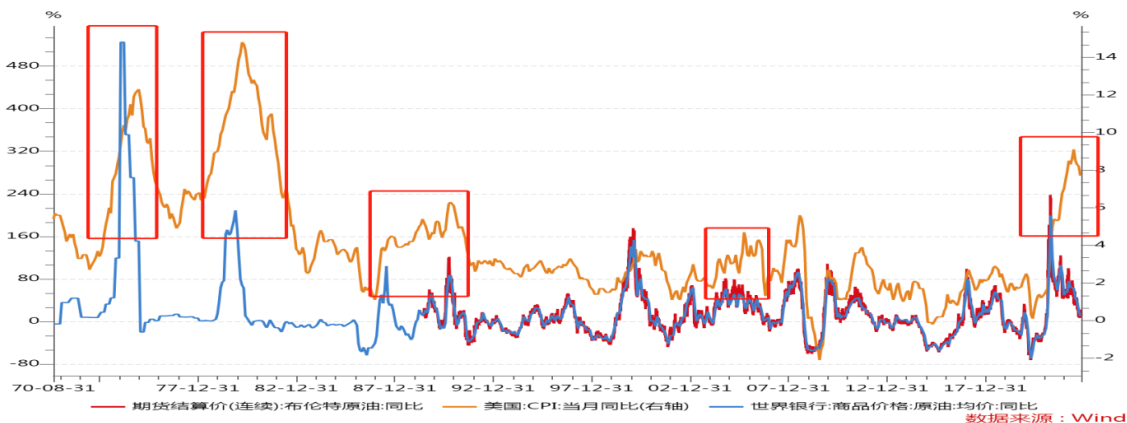
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6: 扣除住宅的核心通胀回落明显(同比)



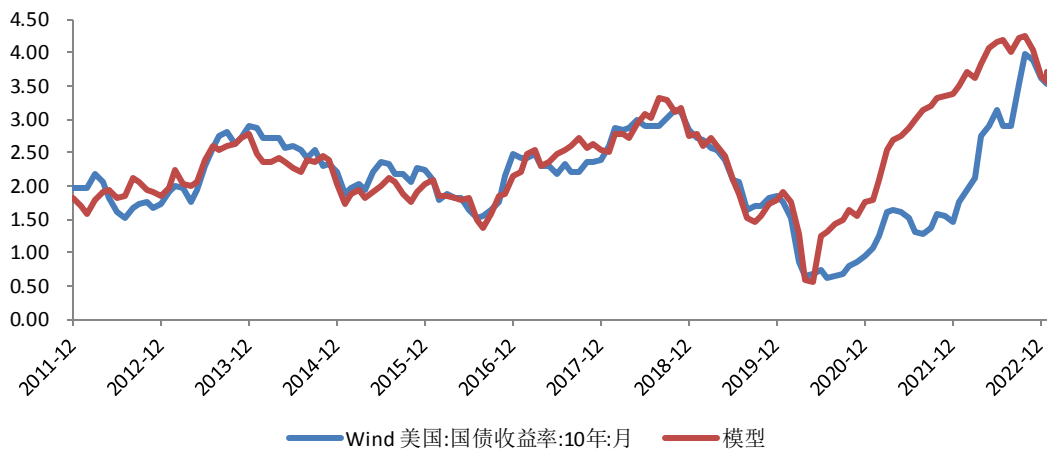
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



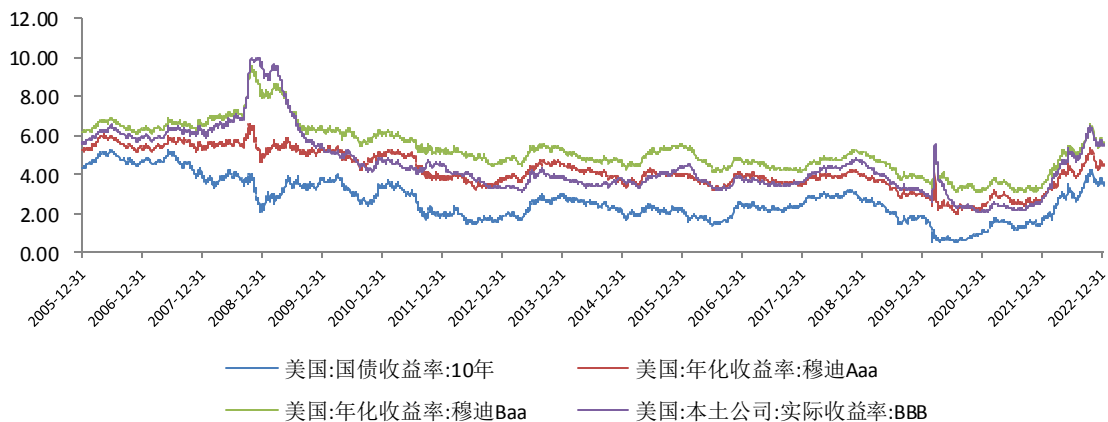
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图8：美十债模型



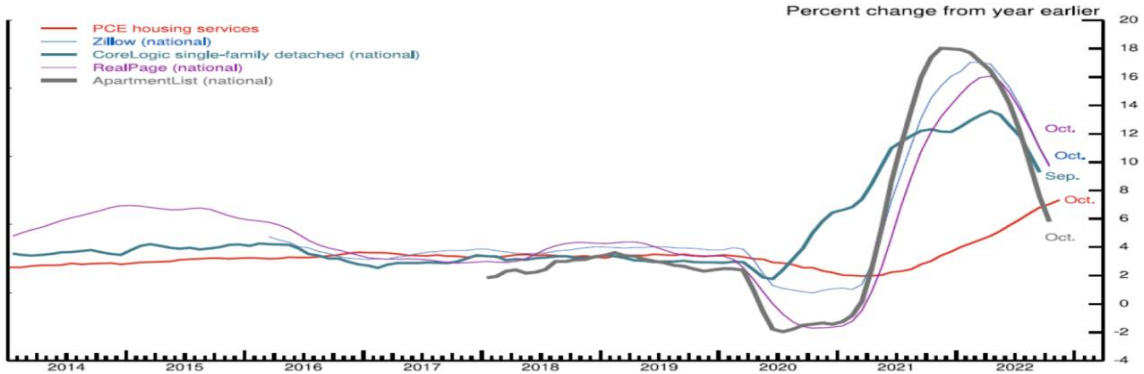
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：垃圾债市及收益率与投资级别利差没有缓和



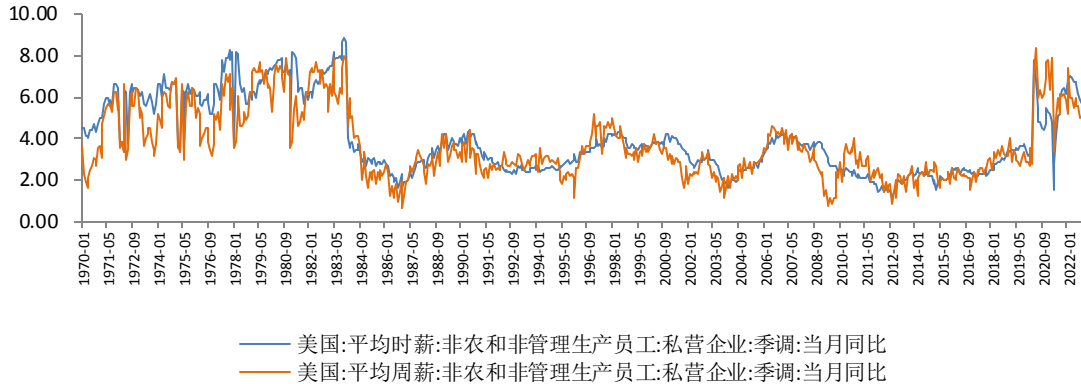
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图10：住宅领先指标已先行回落



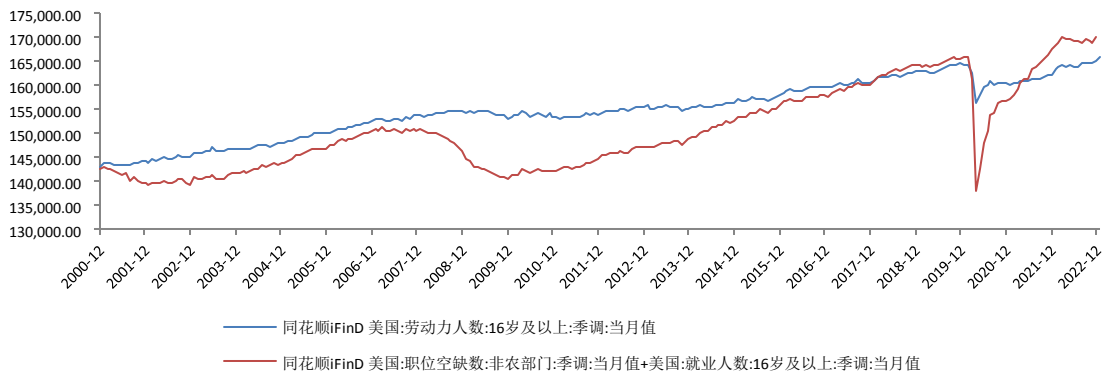
资料来源：FED，东兴证券研究所

图11：平均周薪回落快于时薪，周薪同比已回落至正常周期高位区间，至少还需半年时间验证是否有效回落



资料来源：wind，东兴证券研究所

图12：岗位空缺历史高位，劳动力紧绷至少需要半年才能缓解



资料来源：美联储，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：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息 25bp，美十债中枢下移	2023-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度 GDP 略超预期，美联储或加息 25bp	2023-01-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示 2023 年不会降息	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美国经济数据不及预期	2022-12-16
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：2023 年海外宏观展望	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。	2022-12-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526