

宏观点评

1月通胀：美联储被带节奏还是乱节奏？

2023年3月1日

报告要点

- 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。

分析师
陈睿彬

(852)39823212

chenrobin@dwzq.com.hk

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

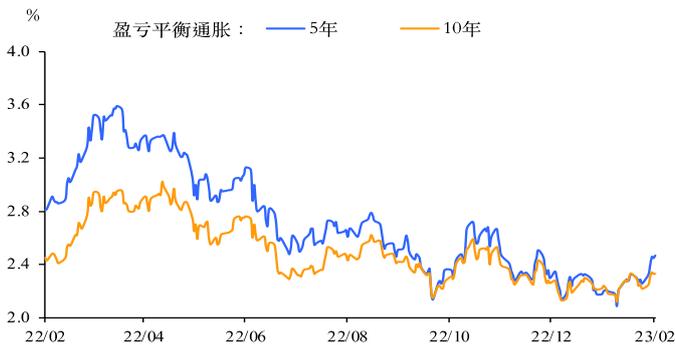
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢陶川和邵翔指导。

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	2022-10	
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	0.2	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		

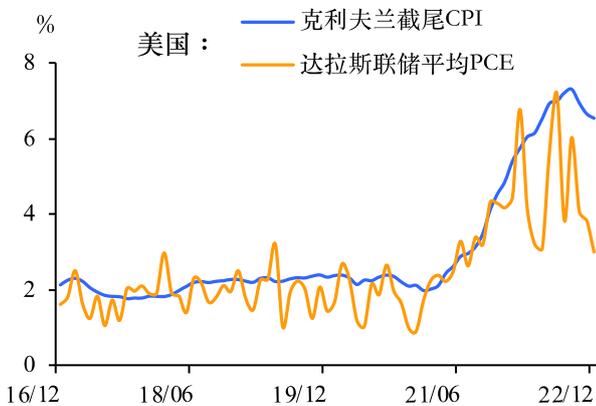
数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图2: 美联储衡量通胀指标



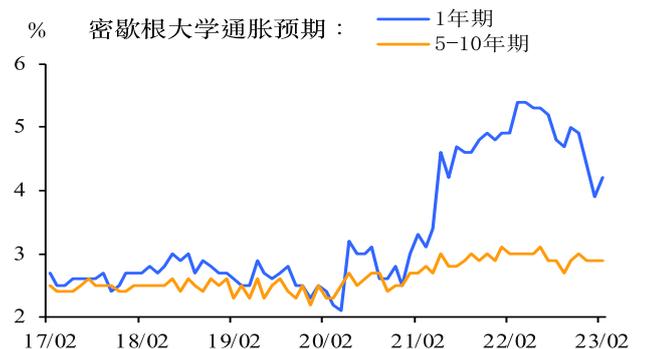
数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图4: 剔除波动后美国通胀回落



数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图3: 市场预期通胀抬头



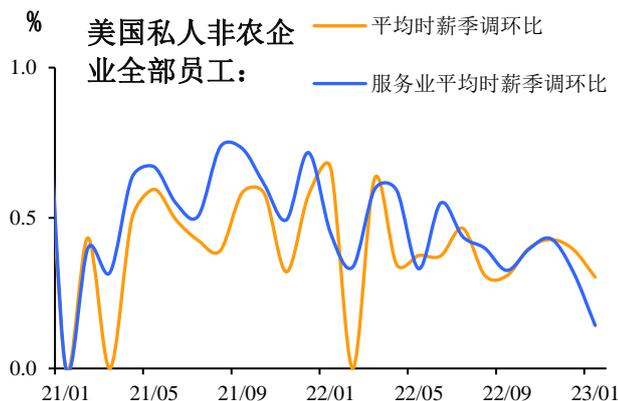
数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图5: 亚特兰大联储粘性价格 CPI 持续走高



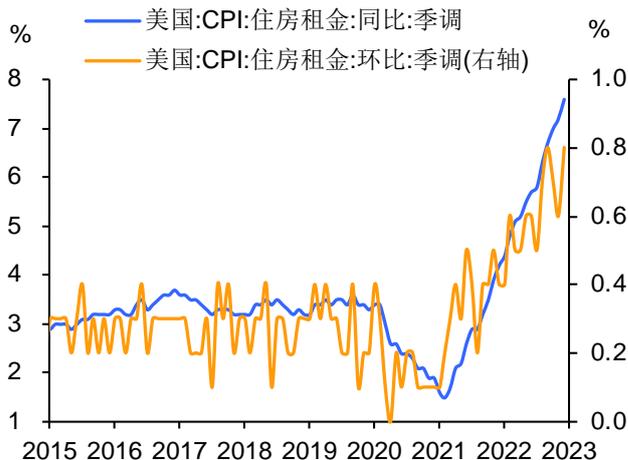
数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图6: 美国平均及服务业时薪上涨动能放缓



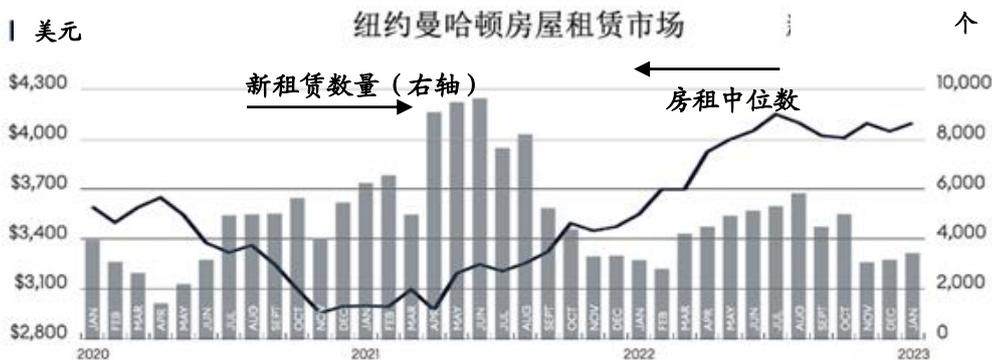
数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图7: 美国 CPI 住房租金



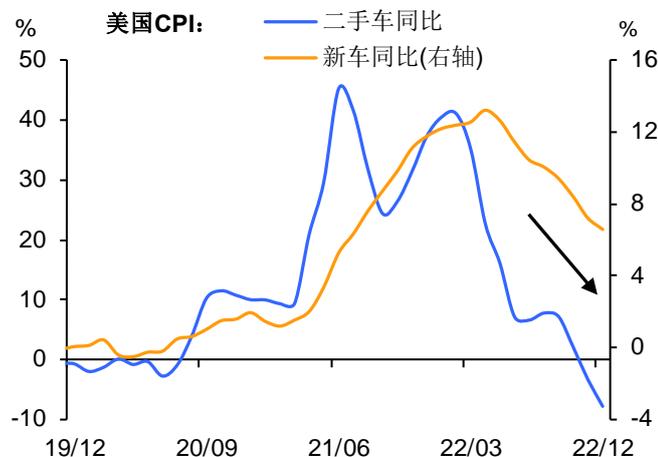
数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图8: 美国租房市场涨势难灭



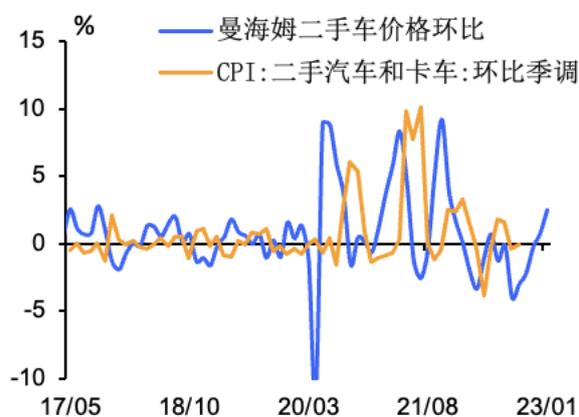
数据来源: Millersamuel, 东吴证券(香港)

图9: 美国 CPI 新车及二手车分项



数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图10: 二手车价格“意外”反弹



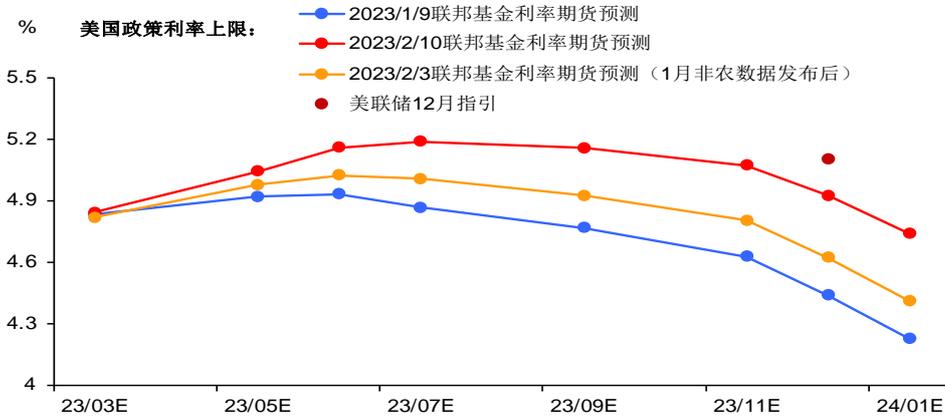
数据来源: Millersamuel, 东吴证券(香港)

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期，目前仍然在5.4%左右。我们可能不得不再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需要相当长的时间，利率可能需要高于预期经济实力和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，当然有可能更高。我们将在很长一段时间内保持利率不变，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(香港)

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(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 39830888 (公司) (852) 39830808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

