

2023年03月15日

宏观研究团队

继续加息对美联储或仍是较优选择——美国2月CPI点评

——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2月最新通胀数据。其中CPI同比上升6.0%，环比上升0.4%，均符合市场预期；核心CPI同比上升5.5%，环比上升0.5%。

● 美国通胀继续下行，但仍有黏性

1. **整体通胀与核心通胀走势背离。**美国2月CPI同比上升6.0%、环比上升0.4%，但核心CPI环比较1月份上升0.1个百分点。我们认为一方面是当前通胀的主要贡献项与2022年同期发生了变化；另一方面则是当前核心服务通胀较为坚挺，带动核心通胀保持韧性。总的来看，美国通胀继续保持缓坡下行的态势，通胀的黏性比较强，回落的速度可能较预期更慢。

2. **能源通胀有所下滑，核心服务保持坚挺。**具体而言，2月能源项同比上升5.2%，同比增速较1月份下降3.5个百分点；食品方面，2月份食品项同比上升9.5%，较1月份下降0.6个百分点，连续6个月下降；2月核心CPI同比上升5.5%，环比上升0.5%。核心CPI同比与环比增速走势分化，可能是由于2022年同期基数有所上升。核心商品和核心服务通胀环比增速的分化，或主因2月份住房项环比较1月份再度提速。

3. **高基数以及住房项后续预计将推动通胀再下台阶。**2月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速再次下降，且符合市场预期，说明当前通胀下行的趋势并未扭转。考虑到2022年3月份美国通胀因为俄乌冲突带动能源通胀高涨，高基数作用下，整体通胀水平可能会迎来一个较大的降幅。但是从2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，其过程还存在较多的不确定性。

● 美联储或将继续加息25bp

非农就业与通胀水平的降温，或将促使美联储在3月FOMC会议上如期加息25bp，硅谷银行等风险事件目前或不会影响其货币政策。从2月份的通胀数据来看，美国通胀的黏性还比较强，虽然同比增速一直保持回落态势，但是核心服务以及鲍威尔关注的非房核心服务通胀环比出现反弹，显示当前通胀回落的速度可能存在不确定性，美联储抗击通胀的任务还未完成。当前的货币政策主要目标仍是控制通胀，考虑到当前通胀的韧性、非农就业水平的缓慢回落以及可能存在的金融风险，小步缓幅加息并对金融市场、经济形势进行密切关注，可能是其目前较优的政策选择，3月份大概率会加息25bp。

● **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

《冲突未止，互有损伤——俄乌冲突专题报告—宏观经济专题》-2023.3.13

《就业数据对美联储加息提速影响有限——美国2月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.3.12

《新气象 新阶段—宏观周报》-2023.3.12

目录

1、美国通胀继续下行，但仍有黏性	3
1.1、整体通胀与核心通胀走势背离	3
1.2、能源通胀有所下滑，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再下台阶	5
2、美联储或将继续加息 25bp	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：核心商品和能源项拖累 2 月通胀环比增速	3
图 3：能源通胀有一定幅度下降	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：美国汽油零售价格略有上升	5
图 7：粮食期货价格近期微跌	5
图 8：美国二手车价格连续回升	6
图 9：美国房租通胀可能将迎来下行	6
图 10：2 月美国非房核心服务通胀环比上升	6

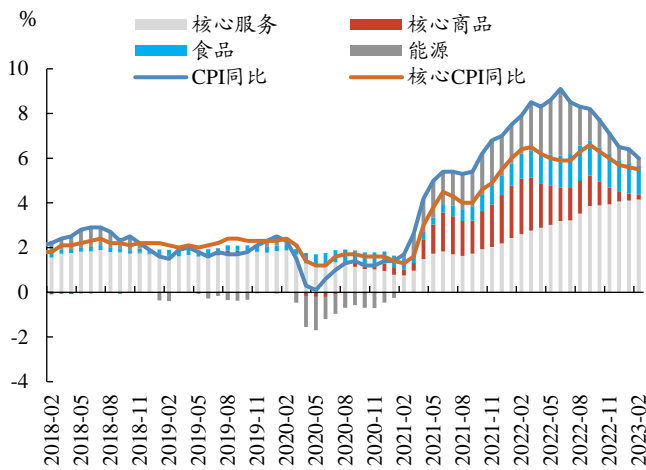
事件：美国公布 2 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 6.0%，环比上升 0.4%，均符合市场预期；核心 CPI 同比上升 5.5%，环比上升 0.5%。

1、美国通胀继续下行，但仍有黏性

1.1、整体通胀与核心通胀走势背离

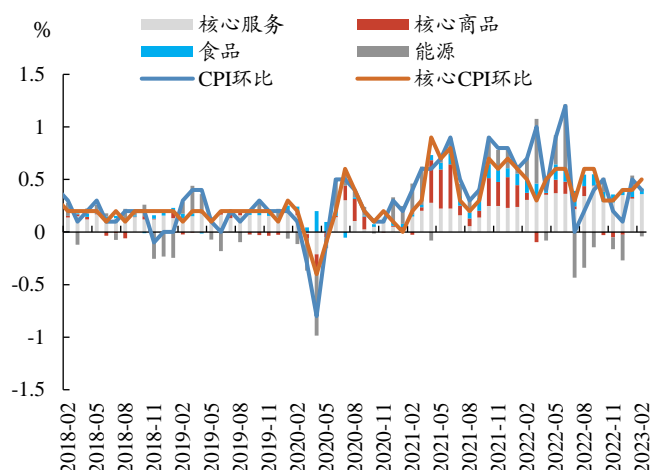
美国 2 月 CPI 同比上升 6.0%、环比上升 0.4%，均符合市场预期，绝对通胀水平连续 8 个月下降。2 月通胀同比较 1 月回落 0.4 个百分点、环比较 1 月下降 0.1 个百分点，主因 2 月能源项环比增速有一定幅度下降，其中汽油项环比上升 1.0%，较 1 月份下降 1.4 个百分点。核心 CPI 同比上涨 5.5%，较 1 月下降 0.1 个百分点，环比上升 0.5%，增速较 1 月上升 0.1 个百分点，略超出市场预期。2 月 CPI 与核心 CPI 虽然同时走低，但回落速度发生背离，环比走势亦发生背离。我们认为一方面是当前通胀的主要贡献项与 2022 年同期发生了变化；另一方面则是当前核心服务通胀较为坚挺，带动核心通胀保持韧性。总的来看，美国通胀继续保持缓坡下行的态势，通胀的黏性比较强，回落的速度可能较预期更慢。此外当前通胀水平离美联储的目标仍有很大距离，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：核心商品和能源项拖累 2 月通胀环比增速

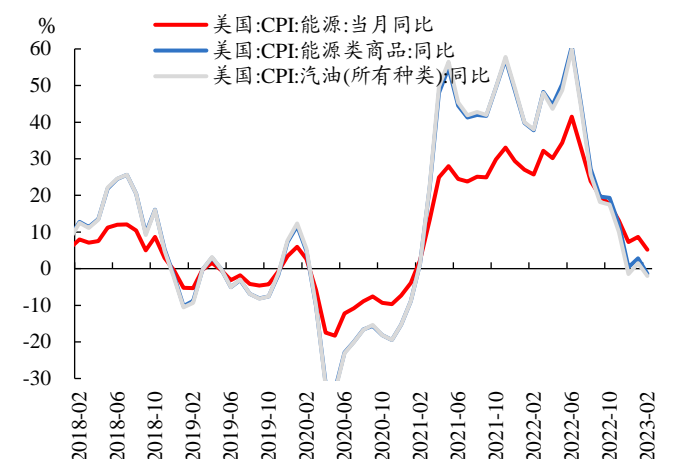


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

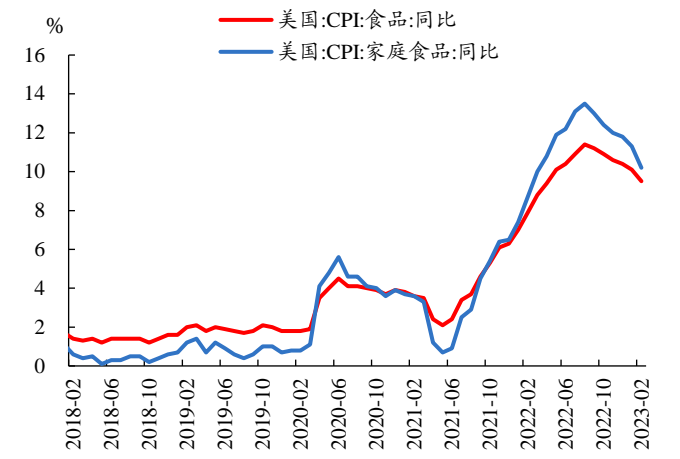
1.2、能源通胀有所下滑，核心服务保持坚挺

（1）能源方面，2 月能源项同比上升 5.2%，同比增速较 1 月份下降 3.5 个百分点；环比下降 0.6%，环比增速较 1 月份下降 2.6 个百分点。其中汽油项环比上升 1.0%，环比增速较 1 月份下降 1.4 个百分点；燃油项环比下降 7.9%，环比增速较 1 月份减少 6.7 个百分点。2 月能源通胀环比增速下降，我们认为可能是 2 月份美国出行消费在节假日结束后逐渐减少，带动相关汽油消费减少，从而对汽油的价格产生一定的下行压力。2 月份美国汽油价格从最高的 3.42 美元/加仑下降至 3.25 美元/加仑，下降幅度约 4.9%，1 月为上升 9.5%。

（2）食品方面，2 月份食品项同比上升 9.5%，较 1 月份下降 0.6 个百分点，连续 6 个月下降；环比上升 0.4%，增速较 1 月下降 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 10.2%，较 1 月份下降 1.1 个百分点。食品项的同比与环比增速缓慢下降，我们认为可能一方面是基数效应，另一方面则可能是当前粮食期货价格略有下降，已经逐步传导至居民消费端。

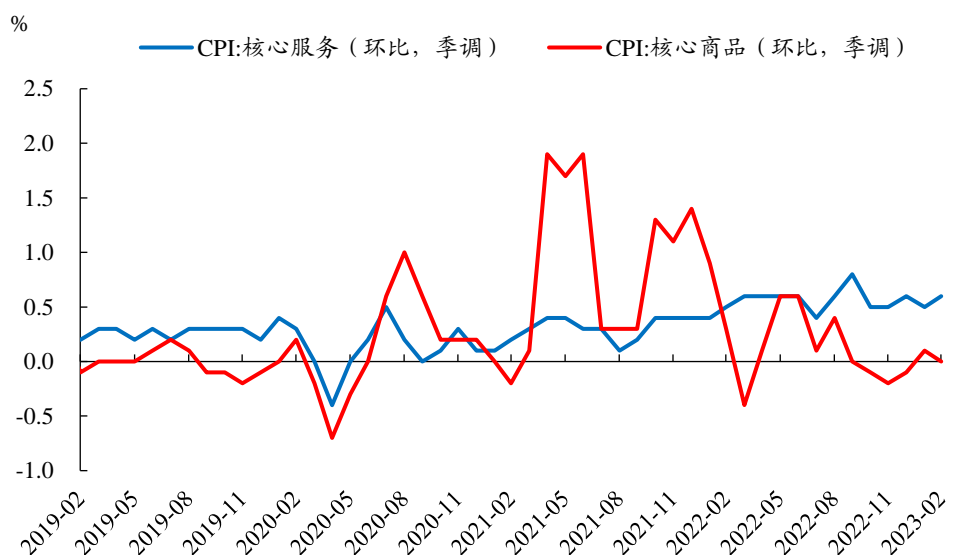
图3: 能源通胀有一定幅度下降


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，2月核心 CPI 同比上升 5.5%，环比上升 0.5%。同比增速较 1 月略有回落，但环比增速较 1 月再度上扬。分项来看，核心商品环比增速较 1 月下降 0.1 个百分点至 0%；同比增速下降 1.1 个百分点至 1.0%。其中二手车项环比下降 2.8%，降幅较 1 月份扩大 0.9 个百分点；新车方面，环比增速为 0.2%，较 1 月份持平。核心服务环比上升 0.6%，较 1 月份上升 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 8.1%，较 1 月份上升 0.2 个百分点；环比上升 0.8%，较 1 月份上升 0.1 个百分点。交通运输服务环比上升 1.1%，较 1 月份上升 0.2 个百分点。总的来看，2 月核心 CPI 同比与环比增速走势分化，可能是由于 2022 年同期基数有所上升。核心商品和核心服务通胀环比增速的分化，或主因 2 月份住房项环比较 1 月份再度提速，带动整体核心服务通胀保持坚挺。

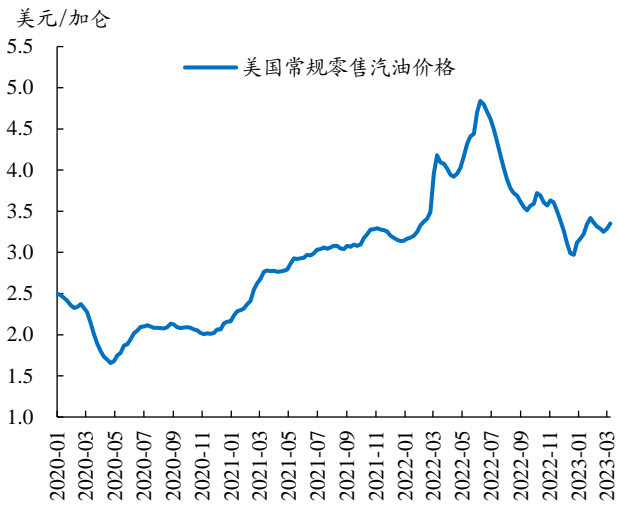
图5: 核心商品通胀与核心服务通胀环比增速走势分化


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再下台阶

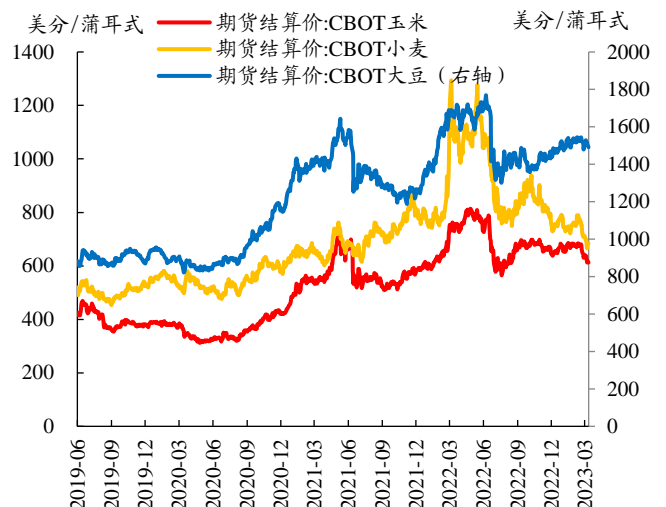
(1) 能源与粮食价格短期内对通胀产生一定拖累作用。能源方面，截至 3 月 13 日，美国汽油价格为 3.35 美元/加仑，较 2 月底汽油价格上涨 3%，价格有所上升。后续来看，由于近期原油期货价格有一定幅度的下降，相关原油价格的上升可能难以持续，或将迎来一定的下行压力。食品方面，近期主要粮食期货价格均有一定幅度下行，或与节假日结束，居民相关消费有所下滑有关。后续来看，随着冬季过去，粮食供给逐渐恢复，我们预计食品价格可能会持续小幅下行。综合来看，短期内能源与食品项对整体通胀会产生一定的拖累作用，但幅度会较小。

图6：美国汽油零售价格略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

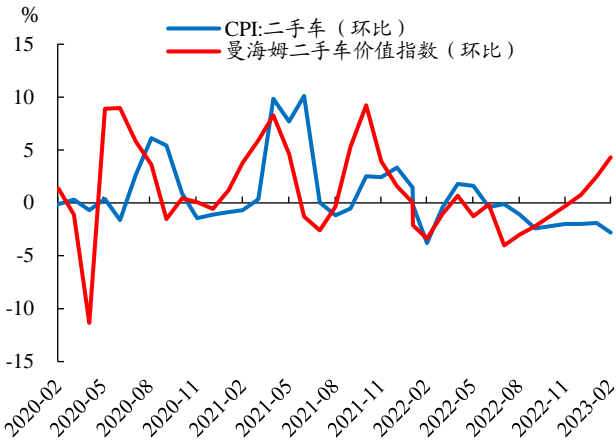
图7：粮食期货价格近期微跌



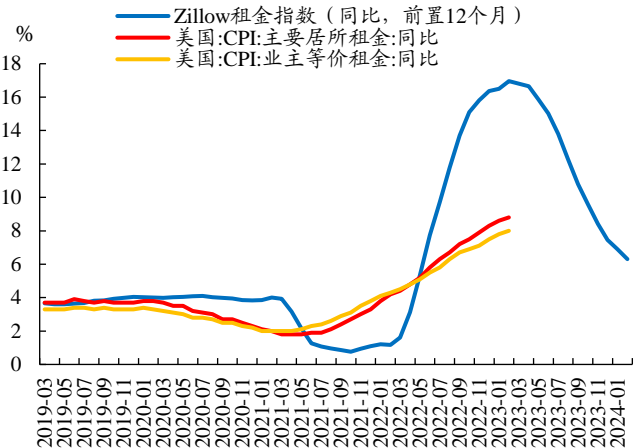
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀环比或将略有回升，核心服务通胀同比可能会迎来下降，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) 2 月环比上升 4.3%，二手车价格预计将会迎来上涨；新车方面，全球供应链压力环比继续改善，但二手车涨价可能带动部分用户转向新车市场，新车价格可能也难有下降；核心服务方面，住房通胀仍是 2 月核心服务通胀环比上升的关键所在。从 Zillow 房租指数这一领先指标来看，后续房租同比增速预计将会触顶，并从 2 季度开始趋势性回落。总体而言，核心商品通胀预计环比将略有回升，由于房租通胀可能即将触顶并迎来回落，核心服务通胀将会韧性下降，在高基数的作用下，整体核心通胀同比增速预计缓慢下降。

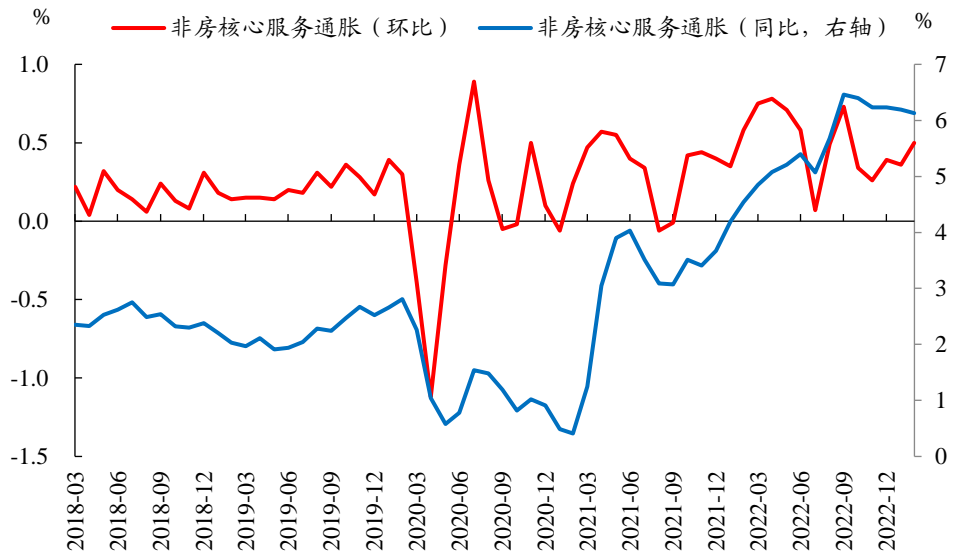
(3) 总的来看，2 月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速再次下降，且符合市场预期，说明当前通胀下行的趋势并未扭转。考虑到 2022 年 3 月份美国通胀因为俄乌冲突带动能源通胀高涨，高基数作用下，整体通胀水平可能会迎来一个较大的降幅。但是从核心 CPI 的环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对比较强。虽然住房项可能已经触顶，但是从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀 (去掉住房的核心服务) 来看，2 月份环比增速较 1 月份上升 0.14 个百分点至 0.5%，同比增速跌幅也有限，我们认为在高基数以及经济需求的不断减弱作用下，美国整体通胀水平预计将会持续下跌。但是从 2 月份通胀数据来看，当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，其过程还存在较多的不确定性。

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: 美国房租通胀可能将迎来下行


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图10: 2月美国非房核心服务通胀环比上升


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储或将继续加息 25bp

非农就业与通胀水平的降温, 或将促使美联储在 3 月 FOMC 会议上如期加息 25bp, 硅谷银行等风险事件目前或不会影响其货币政策。2 月份美国新增非农就业 31.1 万人, 虽然超过市场预期, 显示出了较强的韧性, 但从新增就业数量、失业率、职位空缺率等指标来看, 边际放缓的迹象亦较明显, 就业市场对通胀的支撑力度或也将迎来边际下降。(可参考报告《就业数据对美联储加息提速影响或有限——美国 2 月非农就业数据点评》)。从 2 月份的通胀数据来看, 美国通胀的黏性还比较强, 虽然同比增速一直保持回落态势, 但是这一方面是前期的高基数原因, 另一方面是核心商品通胀以及能源项的回落。核心服务以及鲍威尔关注的非房核心服务通胀环比出现反弹, 显示当前通胀回落的速度可能存在不确定性, 在高基数逐渐消失后, 美国通胀的回落速度可能也将随之变慢, 美联储抗击通胀的任务还未完成。

近期硅谷银行 (SVB) 倒闭事件的发生, 使得市场的情绪发生了较大的变化,

对于美联储的加息节奏及终点预期均有较大回落。我们认为从美联储提供银行期限资金计划（Bank Term Funding Program）来看，硅谷银行事件的风险可能已经得到了较为及时有效的处置，风险传染的概率已经大大降低，这一事件对于美联储的货币政策影响有限。（可参考报告《硅谷银行倒闭或难对美联储货币政策产生影响》）对美联储而言，其当前的货币政策主要目标仍是控制通胀，考虑到当前通胀的韧性、非农就业水平的缓慢回落以及可能存在的金融风险，小步缓幅加息并对金融市场、经济形势进行密切关注，可能是其目前较优的政策选择，3月份大概率会加息25bp。

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