

美国通胀上半年回落趋势仍在, 3月预计加息25BP

20230314

核心内容:

- **CPI符合预期, 核心部分压力仍不低** 2月CPI同比增速从上月的6.4%下行至6.0%, 符合预期; 剔除能源和食品的核心CPI同比降低至5.5%, 比1月下行0.1%。季调环比方面, CPI上行0.4%; 核心CPI增速为0.5%, 比上月的0.4%小幅加快。1月的CPI由于权重调整等问题而超出预期, 2月的CPI数据显示能源和部分商品通缩带动价格同比回落的趋势维持。
- **继二手车后能源商品步入通缩, 名义通胀依然有望在上半年回落至4%以下** CPI可以简单分解为能源、食品、商品、居住成本和其他服务几个部分。整体上, 能源将迎来俄乌冲突造成的高基数, 通缩趋势较为确定; 食品下行趋势显现, 但比较缓慢; 商品中二手车进入通缩, 新车增速放缓, 压过了家具和服装的价格压力; 居住成本是最大的韧性来源, 短期维持高位; 服务同样保持粘性, 需要观察工资增速和居民收入。所以从服务以外的部分考虑, 在商品动力放缓, 能源进入通缩的格局下, 名义CPI上半年回落至4%以下概率较大; 但服务部分的滞后问题和粘性也不支持美联储暂停加息或较早开始降息。
- **居住成本上半年难回落, 时薪增速和超额储蓄并不支持目前市场的降息预期** 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滞后的居住成本的核心CPI, 该指标目前仍处于下降的趋势, 但商品的影响显然更大。劳动市场方面, 目前工资增速所对应的下半年核心通胀增速大约在3.5%左右, 考虑到美国经济韧性超过预期, 核心CPI下半年应在3.5%-4%的范围内运行, 这并不支持3月停止加息。另一方面, 服装、家具和服务消费的粘性也来自于居民的超额储蓄: 根据估算, 居民名义超额储蓄在目前仍剩余1万亿美元, 基准假设下其消耗殆尽需要13个月, 而通胀调整后的超额储蓄也能坚持9个月。因此, 美联储上半年仍需要谨慎小幅加息以收紧金融条件, 下半年在没有流动性危机的前提下也不会过早降息。
- **危机交易模式缓和, 美联储还需倚重数据变化, 美债配置价值仍在** 在SVB非系统性风险的假设下, 美联储的政策路径仍需要回归基本面, 即通胀、劳动市场和经济增速的情况, 不过银行问题可能使美联储加息更加谨慎, 年末降息的概率也比2月经济数据公布后有提升, 这有利于资产表现。美联储3月加息25BP, 5月再加25BP后暂停观察是比较稳妥的选择; 在美国劳动市场火热、超额储蓄仍高位的背景下, 2023Q4前似乎没有降息必要, 因此危机交易模式下产生的降息预期可能不会太长久。在较快下跌后, 美元指数短期仍以震荡为主, 不易突破105.6的前高, 更长期则由于美国经济放缓和与其他国家利差收敛等因素趋于下行。美债收益率在银行危机后迅速经历大幅向下调整, 短期有回升可能, 但在弱衰退和潜在金融风险下配置价值持续。美股估值水平并不算低, 在利润继续下行, 市场预期变化剧烈下需要保持谨慎。

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问题, 银行危机蔓延

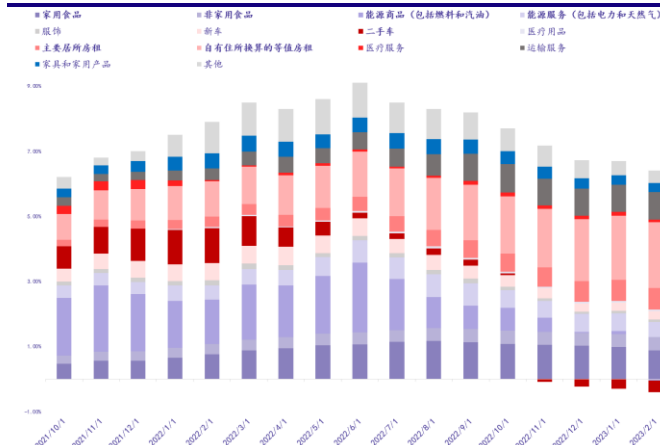
美国劳工数据局（BLS）公布2月消费者价格指数（CPI），其同比增速从1月的6.4%下行至6.0%，符合预期；剔除能源和食品的核心CPI同比降低至5.5%，比1月下行0.1%。季调环比方面，CPI上行0.4%；核心CPI增速为0.5%，比上月的0.4%小幅加快。1月的CPI由于权重调整等问题而超出预期，2月的CPI数据显示能源和部分商品通缩带动价格同比回落的趋势维持。虽然较高的通胀压力仍然意味着加息的必要，但在硅谷银行危机后美联储也需要时间进一步评估中小银行所面临的风险，而环比继续放缓的非农时薪增速也不支持大幅加息，因此3月加息25BP似乎是最优选择。由于银行危机，市场预期利率终值已经迅速从5.5%-5.75%回落至5%-5.25%，并开始计入美联储6月份降息的预期；我们倾向于（1）硅谷银行问题不构成系统性风险，也不会造成严重流动性危机，因此仍需要关注美国强劲的经济基本面，不宜过早计入降息预期；（2）美联储可能在5月加息25BP并使实际利率转正，然后暂停加息；（3）衰退可能在2023年末或2024年初，但银行问题似乎预示年末降息的概率回升。

从构成来看，对CPI同比下降贡献最突出的依然是二手车，同时能源商品也正式进入通缩阶段，医疗服务也有所回落；贡献最明显的依然是统计滞后的居住成本，食品、运输服务和能源服务同比也保持了较高的拉动。环比方面，二手车、医疗服务和能源服务负增长，医疗用品、新车和家用食品保持较低增速；居住成本环比依然保持高位，非家用食品、家具和家用产品、服饰、运输服务的价格压力保持。

CPI可以简单分解为能源、食品、商品、居住成本和其他服务几个部分。整体上，能源将迎来俄乌冲突造成的高基数，通缩趋势较为确定；食品下行趋势显现，但比较缓慢；商品中二手车进入通缩，新车增速放缓，压过了家具和服装的价格压力；居住成本是最大的韧性来源，短期维持高位；服务同样保持粘性，需要观察工资增速和居民收入。我们的预测显示3月CPI有望回落至5.2%左右，这与克利夫兰联储预测比较一致。按此趋势，通胀上半年回落至4%下方概率较大，只是下半年的粘性阻碍美联储降息，而核心CPI下半年预计在3.5%上方。

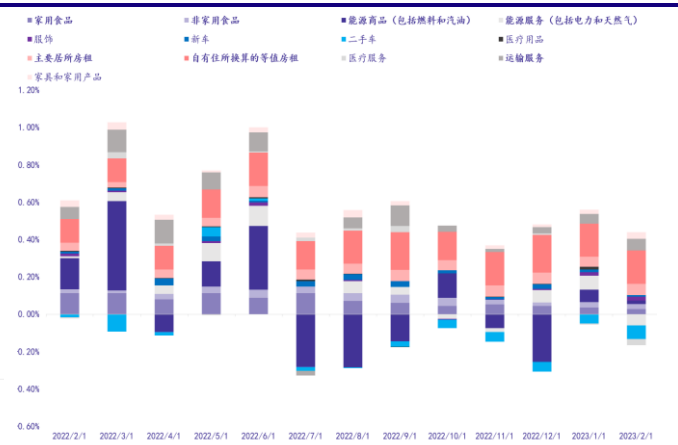
近期市场处于高波动状态，对美联储的政策路径预期也频繁调整，已经计入年内两次25BP的降息。在银行危机不再蔓延的假设下，美联储的决定仍要依据基本面，高通胀下降息也不会太快来临。在预期调整下，美元指数短期仍以震荡为主，不易突破105.6的前高，更长期则趋于下行。美债收益率在银行危机后迅速经历大幅向下调整，短期有回升可能，但在弱衰退和潜在金融风险下配置价值持续。美股估值水平并不算低，在利润继续下行，市场预期变化剧烈下需要保持谨慎。

图 1：2月CPI同比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：2月CPI环比主要拉动项拆分（%）



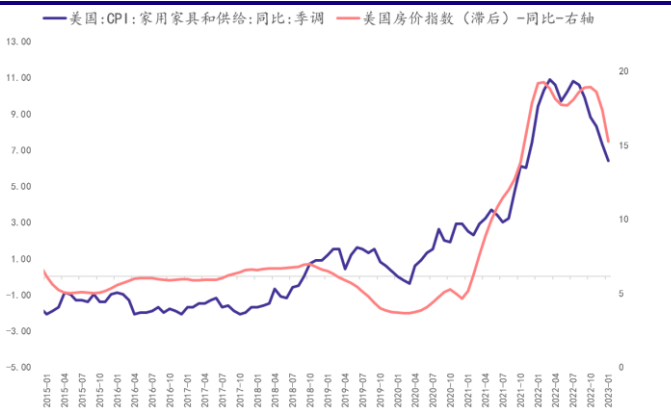
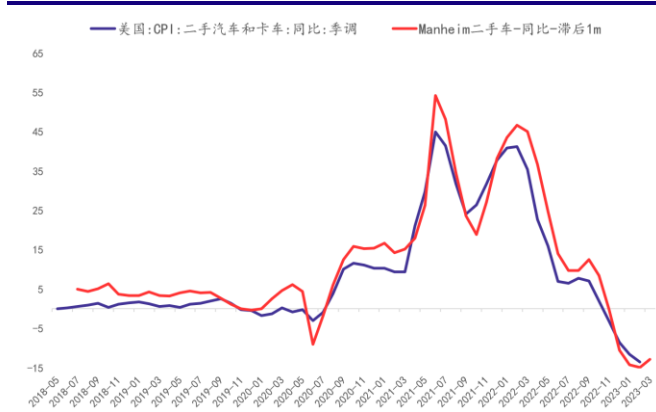
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(一) 继二手车后能源商品步入通缩，名义通胀依然有望在上半年回落至 4% 以下

一般商品方面，二手车同比负增长 13.6%，拉动 CPI 下行 0.35 个百分点；新车环比增速继续放缓，较高的同比基数支持其小幅下行。家具和家用产品环比意外出现回升，但作为滞后于房价较短的项目，环比加速的趋势不可持续，3 月同比预计保持下行。服装同上月一样维持了 0.8% 的高环比增速，反映出商品消费的韧性，但也难持续。以上项目对 CPI 的同比拉动从 1 月的 0.31% 进一步放缓至 0.26%，可见商品对通胀造成的压力已然不大。

图 3：二手车价格由于高基数下跌 (%)

图 4：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

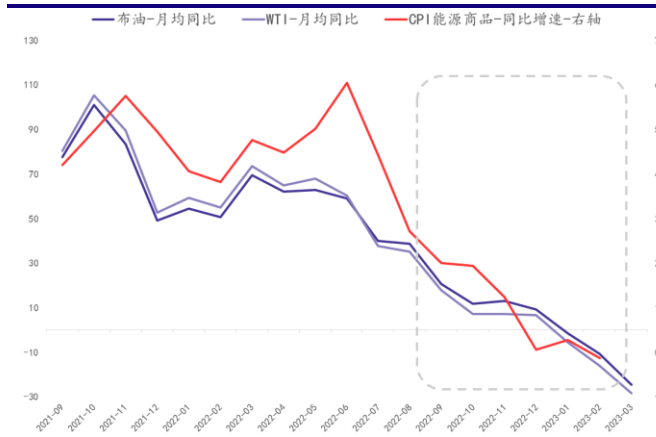
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速 0.5%，能源服务环比-1.7%，同比分别为-1.4%和 13.3%。能源商品部份的回落和 WTI 油价增速保持一致，在俄乌冲突导致的高基数下（3-6 月份均价 110 美元/桶），WTI 原油近期 75-85 美元/桶的价格中枢意味着较大幅度的通缩。NYMEX 天然气 2 月环比下行 28.3%，也将进一步向能源服务传导。

食品价格整体缓慢下降，家庭食品环比下行但非家用食品压力保持。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。所以从服务以外的部分考虑，在商品动力放缓，能源进入通缩的格局下，名义 CPI 上半年回落至 4% 以下概率较大；但服务部分的滞后问题和粘性也不支持美联储暂停加息或较早开始降息。

图 5：原油价格同比增速进入通缩 (%)

图 6：天然气价格的下行将进一步传导 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 居住成本上半年难回落, 时薪增速和超额储蓄并不支持目前市场的降息预期

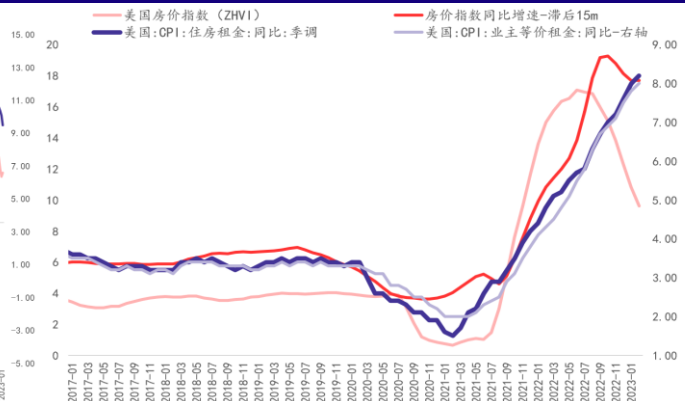
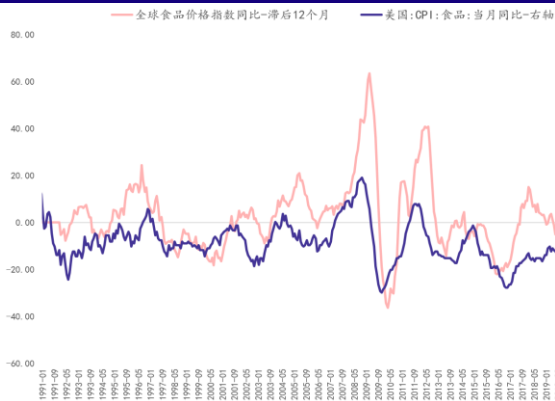
虽然食品和商品压力放缓, 能源即将陷入通缩, 但服务业与劳动市场的韧性依然让美联储绷紧神经。在劳动市场存在至少 350 万人的供给缺口、非农时薪指向 3.5% 以上的短期通胀中枢、美国居民超额储蓄仍有 1 万亿美元以上的背景下, 硅谷银行这一非系统性危机似乎并不能阻止美联储进一步加息, 也不支持市场目前计入二、三季度各降息一次的预期。

滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动在 2 月高达 2.69%, 1 月权重的上调恶化了该趋势。CPI 对房价和房租的统计一般滞后 12-16 个月, 因此在上半年居住成本将对名义和核心通胀构成持续的压力, 明显的下降需要等到三季度。

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滞后的居住成本的核心 CPI, 该指标目前仍处于下降的趋势, 但商品的影响显然更大。劳动市场方面, 目前工资增速所对应的下半年核心通胀增速大约在 3.5% 左右, 考虑到美国经济韧性超过预期, 核心 CPI 下半年应在 3.5%-4% 的范围内运行, 这并不支持 3 月停止加息。另一方面, 服装、家具和服务消费的粘性也来自于居民的超额储蓄: 根据我们的估算, 居民名义超额储蓄在 2021Q3 达到 2.2 万亿美元的峰值, 目前仍剩余 1 万亿美元; 基准假设下, 名义超额储蓄消耗殆尽需要约 13 个月, 而通胀调整后的超额储蓄也至少能坚持 9 个月。因此, 美联储上半年仍需要谨慎小幅加息以收紧金融条件, 下半年在没有流动性危机的前提下也不会过早降息。

图 7: 食品价格下行幅度可能加大 (%)

图 8: 居住成本对 CPI 的拉动还会持续一段时间 (%)

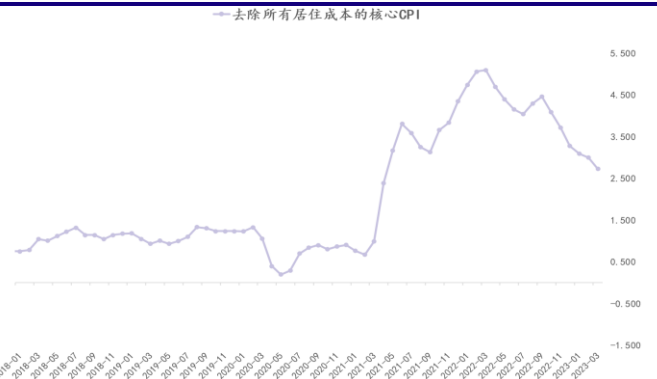
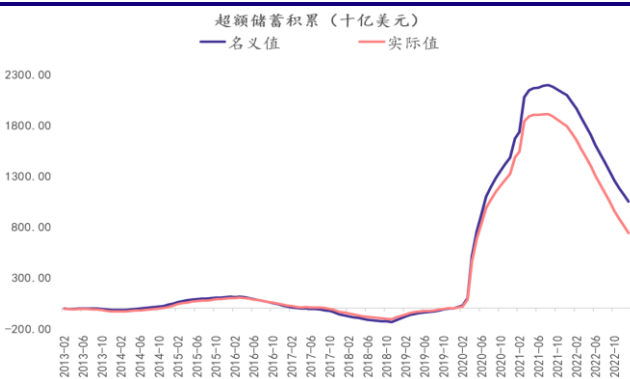


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 粗略估计居民超额储蓄仍剩余 1 万亿美元以上

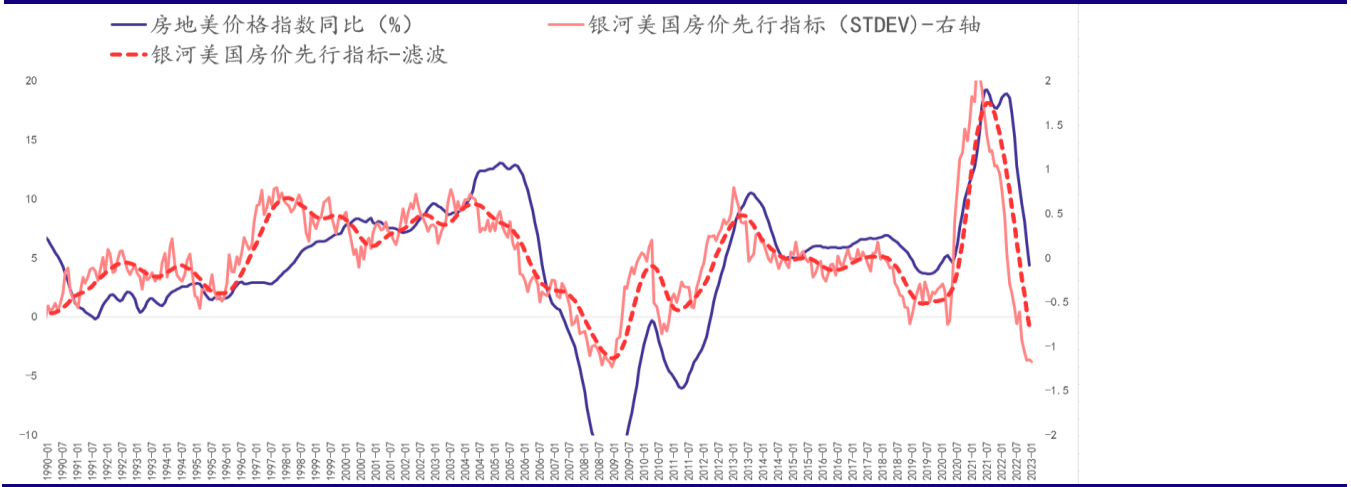
图 10: 核心价格在商品带动下放缓, 但服务需要警惕



资料来源：BEA，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：美国房价先行指标保持下行，但斜率放缓



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

（三）危机交易模式缓和，美联储还需倚重数据变化，美债配置价值仍在

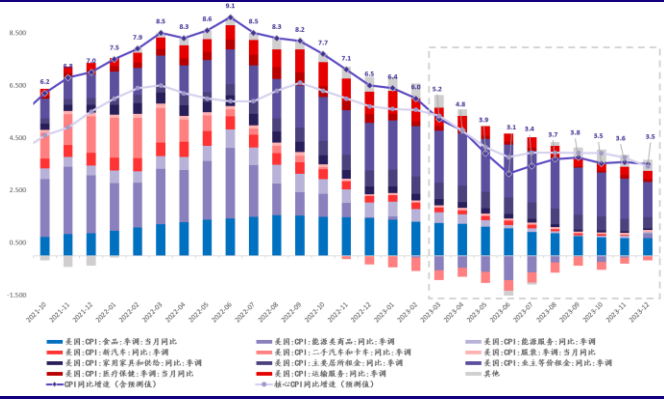
硅谷银行（SVB）危机使市场较高的加息预期迅速扭转，进入危机交易模式后的 CME 联邦基金利率期货隐含加息终值从 5.75% 回落至 5.25%，没有较大意外的非农数据似乎被忽略。不过，在美联储和财政部紧急救助银行业并稳定信心后，危机交易模式缓和。我们认为地区性银行价格已经大幅下跌后，SVB 问题对全国银行系统影响稍弱，也难造成系统性或严重流动性危机，所以市场进入衰退交易为时尚早，还需对经济数据和中小银行负债端问题的传染性保持观察。

在 SVB 非系统性风险的假设下，美联储的政策路径仍需要回归基本面，即通胀、劳动市场和经济增速的情况，不过银行问题可能使美联储加息更加谨慎，年末降息的概率也比 2 月经济数据公布后有提升，这有利于资产表现。因此，**美联储 3 月加息 25BP，5 月再加 25BP 后暂停观察是比较稳妥的选择；在美国劳动市场火热、超额储蓄仍高位的背景下，2023Q4 前似乎没有降息必要，因此危机交易模式下产生的降息预期可能不会太长久。**

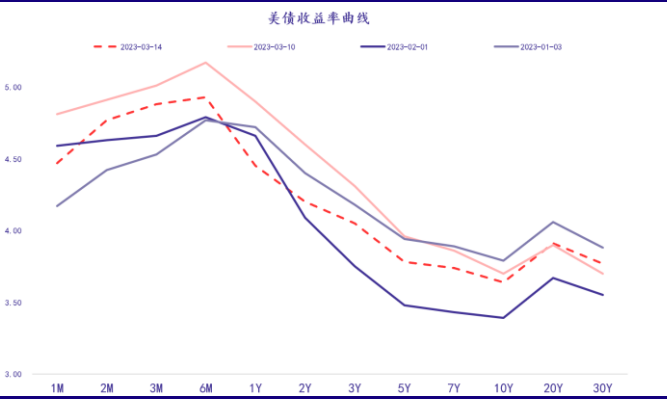
CPI 数据公布以及银行问题稳定后，资产价格经历剧烈波动，反映短期预期仍在不断调整的过程中。在较快下跌后，美元指数短期仍以震荡为主，不易突破 105.6 的前高，更长期则由于美国经济放缓和与其他国家利差收敛等因素趋于下行。美债收益率在银行危机后迅速经历大幅向下调整，短期有回升可能，但在弱衰退和潜在金融风险下配置价值持续。美股估值水平并不算低，在利润继续下行，市场预期变化剧烈下需要保持谨慎。

图 12：通胀压力暂不支持 CME 数据所反映的降息预期 (%)

图 13：收益率曲线进入高波动模式 (%)



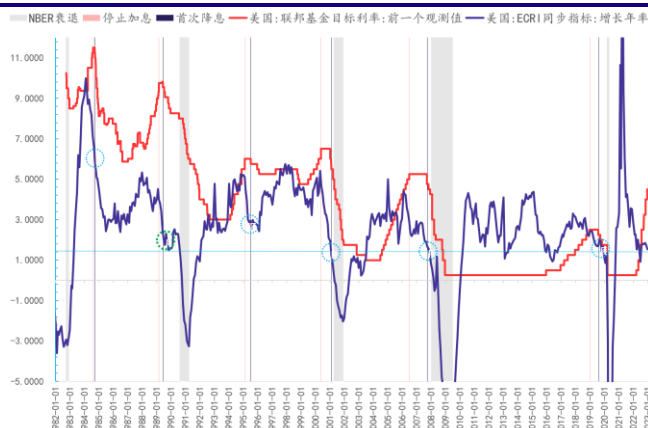
资料来源：中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14: GDP 同步指标下行，但居民收入和就业阻止衰退判定

图 15: CME 联邦基金利率期货反映的加息预期明显回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/3/22			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	86.4%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	14.6%	85.3%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.9%	46.1%	38.5%	8.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	20.2%	43.5%	28.3%	5.6%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	27.1%	39.0%	21.5%	3.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.4%	15.1%	31.6%	32.4%	14.9%	2.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.2%	21.9%	31.9%	25.1%	9.7%	1.4%
2024/1/31	0.0%	0.1%	1.0%	5.6%	16.6%	28.0%	27.8%	15.7%	4.7%	0.6%
2024/3/20	0.1%	0.8%	4.6%	14.2%	25.6%	27.8%	18.3%	7.0%	1.4%	0.1%
2024/5/1	0.3%	2.1%	7.9%	18.0%	26.3%	24.6%	14.5%	5.1%	1.0%	0.1%
2024/6/19	0.7%	3.4%	10.2%	19.9%	25.9%	22.3%	12.4%	4.2%	0.8%	0.1%
2024/7/31										

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部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第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。主要从事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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@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 tangmanling_bj@chinastock.com.cn