

宏观点评 20230412

3月通胀美联储需要纠结吗？

2023年04月12日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- 3月通胀数据创2年以来的新低，但联储却陷入纠结了？加息一周年之余，3月CPI不及预期，但核心通胀态势却依旧火热，粘性风险犹存。那么联储怎么判断？如图2所示，联储最关心且左右联储作出判断的：剔除住房的核心服务仍旧居高不下，且有反弹迹象。
- 整体来看，核心服务降温，但核心商品“卷土重来”。此前数月受商品的供应条件持续改善，核心商品带动通胀回落。然而如图3所示，3月核心商品贡献扭转为正，核心服务却在数月强劲后有所放缓。
- 从结构上看，当前通胀难以大幅回落主要受到3个因素的制约：
 - 一是联储最关注的非住房服务价格大幅缓解的希望渺茫。劳动力市场指示剔除住房的核心服务放缓空间。目前来看，就业仅是过度需求放缓，而非市场整体大幅软化（图4）。
 - 失业率回落，时薪环比超预期均指向通胀粘性风险。3月失业率回落的主要驱动力是：CPS口径调查就业人数大幅增加从而抵消劳参回升。3月平均时薪环比增速扭转此前连续3个月持续回落的趋势。就业密集型的服务部门薪资增速有进一步上涨压力。从薪资增速来看，需要进一步继续大幅放缓（图5）。
 - 二是核心商品进一步疲软迹象有限，且有上行加剧风险。此前通胀回落主要靠核心商品的大幅转弱下行，在经历了6个月的急剧和大于预期的下降后，领先指标指向3月份按下“暂停键”。3月份二手车价格继续上涨，且新车价格回落节奏放缓，给通胀带来上行风险（图6、7）。
 - 三是酒店价格及运输服务通胀再次提振成为核心服务回落的阻力。房屋通胀难持续凸显韧性：虽然住房租金价格领先指向减速，但酒店价格上涨抵消部分租金价格回落（图8）。同时运输服务方面，此前机票价格在飞机燃料成本回落和航空公司运力修复的带动下下降。但如图9所示，当前有重新加速迹象。
- 就业与通胀联合打击联储对“核心通胀将持续放缓”的信心。从3月以来联储官员表态中，核心通胀下行速度不及预期巩固了利率“更高、更久”的限制是有必要的（图10）。
- 加息终点将至，除非金融稳定再次剧烈波动，否则年内不会降息。当前通胀离目标仍有距离，利率将在一定时间内维持高位。在银行危机没有二次蔓延的风险下，联储年内依旧关注通胀再平衡风险，市场预计的年内降息需要被重新评估（图11）。
- 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

相关研究

《“史上最强”3月信贷有何“软肋”？》

2023-04-11

《高层密集调研民营企业的科技信号》

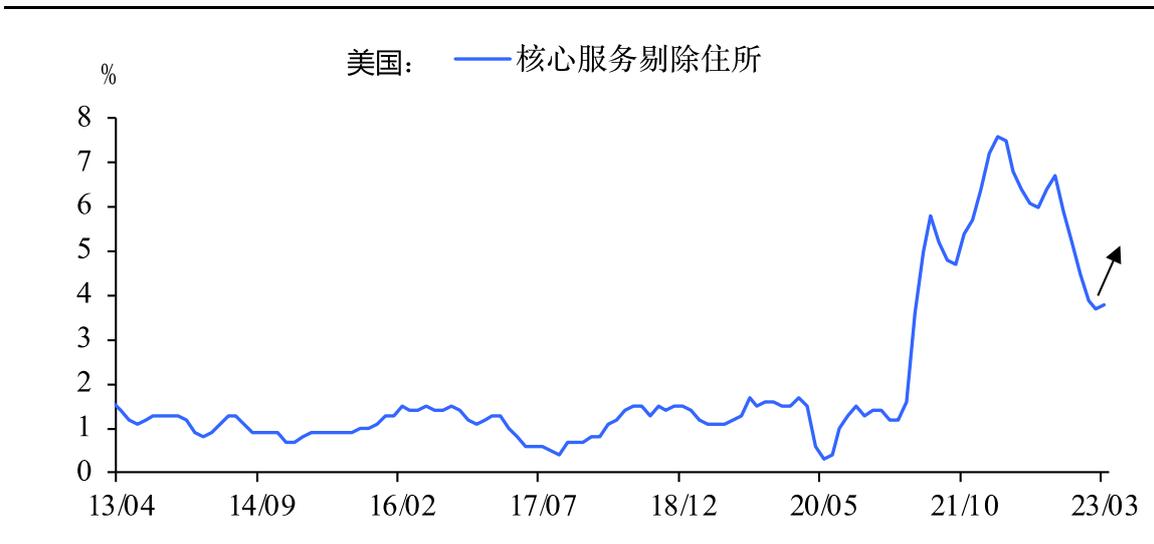
2023-04-10

图1: 美国 CPI 各分项数据

	相对权重(%)	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
		2023-01	2023-03	2023-02	2023-01	2023-03	2023-02
CPI	100.0	5.0	6.0	6.4	0.1	0.4	0.5
食品	13.5	8.5	9.5	10.1	0.0	0.4	0.5
家庭食品	8.7	8.4	10.2	11.3	-0.3	0.3	0.4
非家用食品	4.8	8.8	8.4	8.2	0.6	0.6	0.6
能源	6.9	-6.4	5.2	8.7	-3.5	-0.6	2.0
能源类商品	3.5	-17.0	-1.4	2.8	-4.6	0.5	1.9
汽油 (所有种类)	3.2	-17.4	-2.0	1.5	-4.6	1.0	2.4
燃油	0.2	-14.2	9.2	27.7	-4.0	-7.9	-1.2
能源服务	3.4	9.2	13.3	15.6	-2.3	-1.7	2.1
电力	2.5	10.2	12.9	11.9	-0.7	0.5	0.5
公共事业 (管道) 燃气服务	0.9	5.5	14.3	26.7	-7.1	-8.0	6.7
核心CPI	79.5	5.6	5.5	5.6	0.4	0.5	0.4
商品, 不含食品和能源类商品	21.4	1.5	1.0	1.4	0.2	0.0	0.1
新汽车和卡车	4.3	6.1	5.8	5.8	0.2	0.2	0.2
二手汽车和卡车	2.7	-11.2	-13.6	-11.6	-0.9	-2.8	-1.9
服装	2.5	3.3	3.3	3.1	0.3	0.8	0.8
医疗护理商品	1.5	3.6	3.2	3.4	0.6	0.1	1.1
服务, 不含能源服务	58.2	7.1	7.3	7.2	0.4	0.6	0.5
住所	34.4	8.2	8.1	7.9	0.6	0.8	0.7
运输服务	5.8	13.9	14.6	14.6	1.4	1.1	0.9
医疗护理服务	6.7	1.0	2.1	3.0	-0.5	-0.7	-0.7

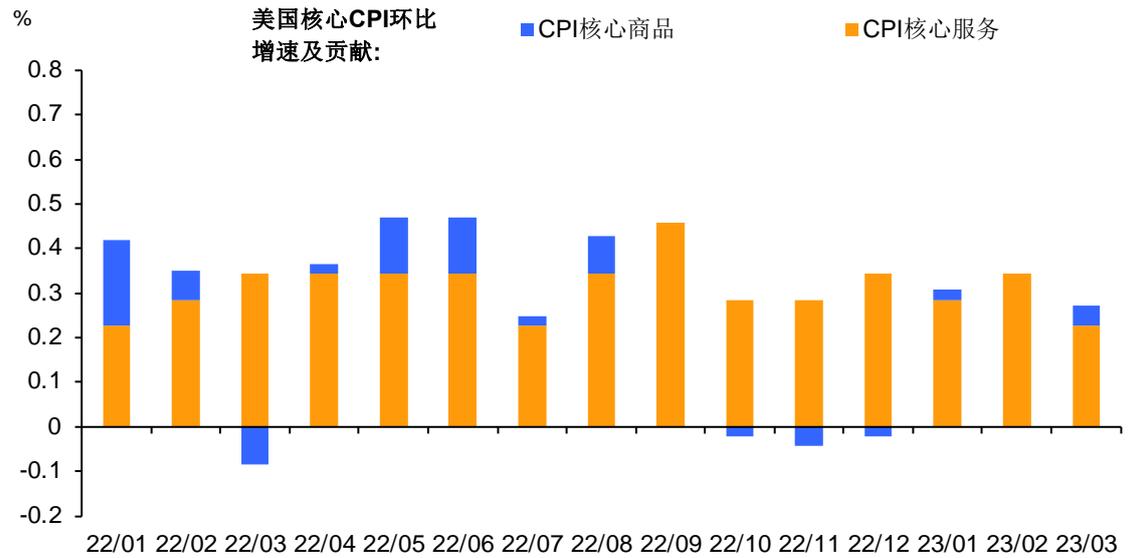
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 剔除住所后的核心服务通胀



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 核心商品重新开始贡献核心通胀



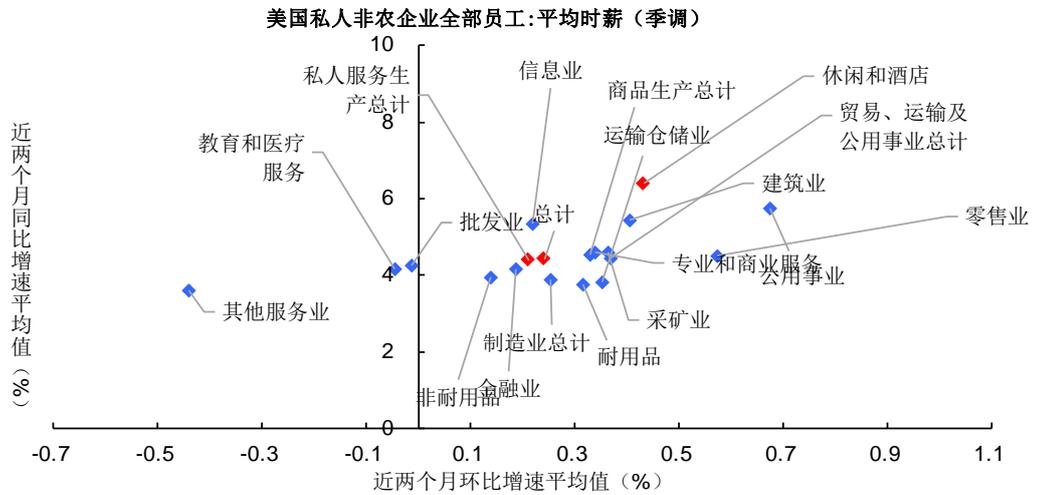
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 3月劳动力市场总览

		平均薪资增速同比 (%)	当前就业 (百万人)	疫情前就业 (百万人)	相较疫情前就业 (%)	当前职位空缺率 (%)	疫情前平均职位空缺率 (%)	当前职位空缺率 vs 疫情前平均水平倍数	相较平均水平裁员	就业占比 (%)
	总计	4.2	133.0	128.6	3.5	6.3	3.7	1.7	低	83.4
商品、供应链及IT业	采矿业	4.6	0.6	0.7	-11.1	4.9	2.6	1.9	低	0.5
	建筑业	5.4	7.9	7.5	4.8	4.9	2.5	2.0	低	5.9
	制造业	3.9	13.0	12.8	1.4	5.1	2.6	1.9	低	9.8
	运输仓储业	4.2	6.7	5.7	17.8	5.3	3.3	1.6	正常	5.1
	信息业	5.5	3.1	2.9	7.6	4.6	3.6	1.3	正常	2.3
服务业	金融业	3.9	9.1	8.8	3.5	4.6	3.5	1.3	低	6.8
	专业和商业服务	4.4	23.0	21.4	7.4	7.4	3.5	2.1	低	17.3
	教育和医疗服务	3.9	25.1	24.3	3.4	6.9	4.3	1.6	低	18.9
	休闲和酒店	6.1	16.6	16.6	-0.2	8.3	4.5	1.9	低	12.5
	其他服务业	3.1	5.8	5.9	-1.1	5.9	3.4	1.8	低	4.4

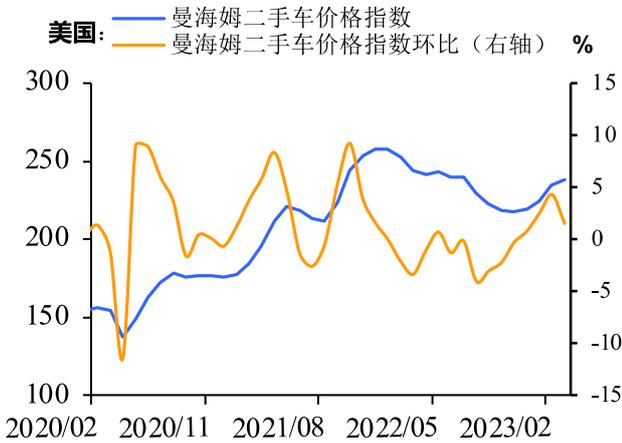
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美国私人非农行业平均时薪增速



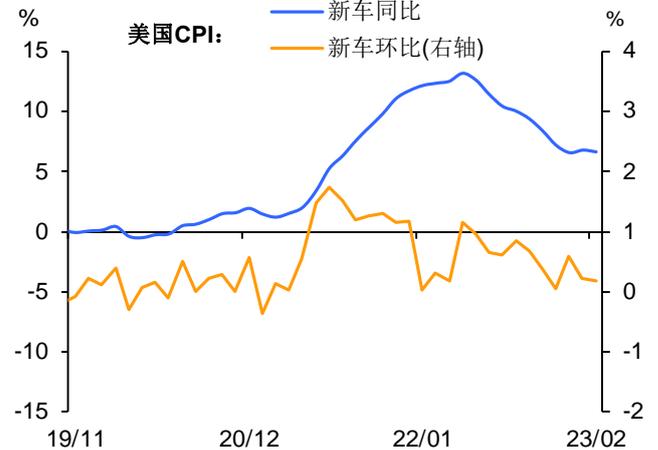
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国二手车价格指数



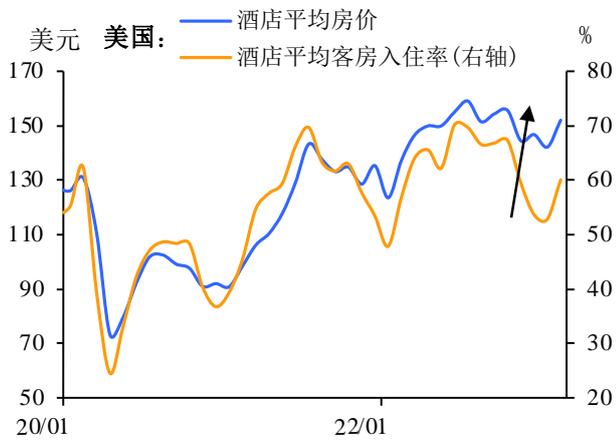
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国新车价格



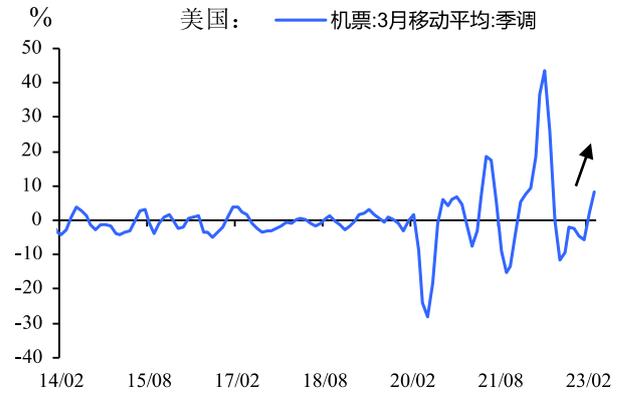
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国酒店价格上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 机票价格上涨压力



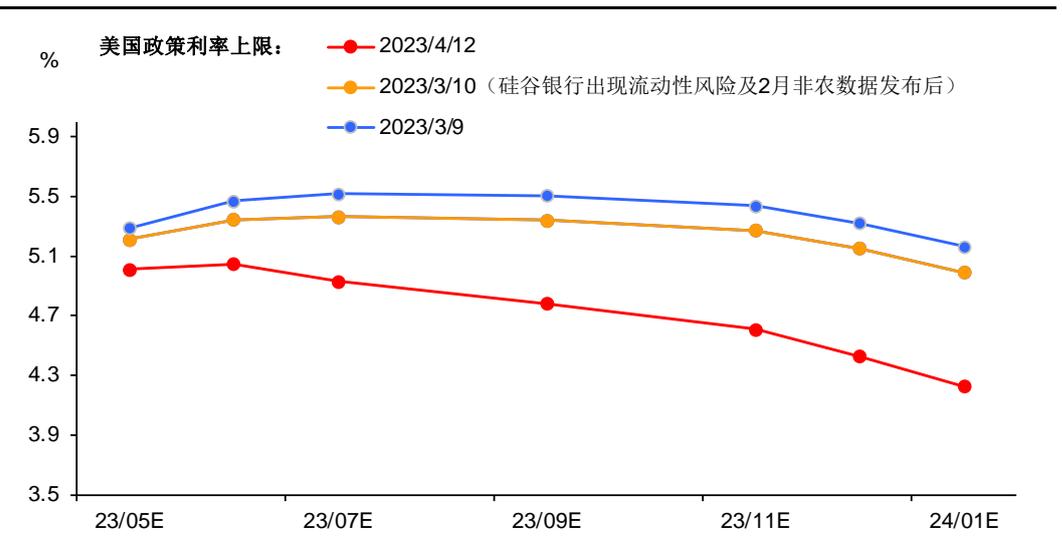
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 联储官员自银行危机以来表态梳理

官员	日期	美联储官员表态	职位	2023FOMC投票权	2024FOMC投票权
鲍威尔	2022/3/24	我们的贷款计划有效地满足了银行的需求，也显示出有充足的流动性可用。信贷紧缩可能意味着在利率政策方面的工作可以减少。劳动力市场仍然过于紧张，我们仍然强烈致力于将通胀率压低至2%，工资增长显示出一些缓解的迹象。我们正在继续大幅缩减资产负债表。我们考虑了暂停加息，但加息得到了强烈的共识支持。今年 降息不是我们的基本预期 。如果我们需要将利率提高更高，我们将会这样做，我仍然认为有一条通往软着陆的道路。	美联储主席	有	有
博斯蒂克	2022/3/24	美联储加息不是一个容易的决定。明确的迹象表明银行体系是安全和有弹性的。通胀水平仍然过高，美联储需要继续关注这一问题。 我预计经济不会陷入衰退 。	亚特兰大联储行长	无	有
布拉德	2023/3/24	美联储对银行动荡的反应迅速、恰当。硅谷银行是一个非常特殊的案例，很难找到其他银行处于类似的情况。通胀仍然过高，第一季度经济数据超预期更强。我已经将美联储2023年利率预期提高至5.625%。	圣路易斯联储行长	无	无
巴尔	2023/3/30	对于超过1000亿美元的公司，预计需要提高他们的资本和流动性标准。在SVB倒闭前几周首先了解到风险问题。我认为我们所有人都对当时发生的大规模银行挤兑措手不及。我们的货币政策决定是对市场公开的，对完成通胀控制任务至关重要，是银行的管理层未能管理直接的利率风险。	监管副主席	有	有
卡什卡利	2022/3/31	美联储还有更多工作要做才能让通胀率回落至2%的目标。目前特别令人担忧的一个领域是，住房以外的服务经济没有显示出任何放缓的迹象， 工资增长速度仍然快于我们2%的通胀目标 。目前尚不清楚的是，过去几周的银行业压力在多大程度上导致了持续的信贷紧缩，这将随后放慢美国经济。	明尼阿波利斯联储行长	有	无
巴尔金	2022/3/31	如果通胀持续存在，美联储可以进一步提高利率。难以判断银行挤兑对美联储利率路径的影响。现在对于逐次会议评估是否需要加息25个基点的路径感到满意。	里士满联储行长	无	有
柯林斯	2023/4/1	无论美联储何时停止加息， 维持该水平一段时间对于帮助将高通胀率降至2%至关重要目标 。虽然新数据没有过去几个月那么高是个好消息，但在过去的数据有所下调的情况下，我们仍然没有取得那么大的进展。美联储在对硅谷银行的监管中犯了错误。 将通胀降下来意味着今年不应该降息 。	波士顿联储行长	无	无
威廉姆斯	2023/4/1	我将特别关注评估信贷状况的演变及其对增长、就业和通胀前景的影响。到目前为止，我们所做的主要是将利率恢复到更正常、略微限制的立场。预计通胀率将在2023年降至约3.25%左右。最近几周银行遇到的问题与2008年的金融危机截然不同，总的来说银行是强大而有弹性的。	纽约联储行长	有	有
库克	2023/4/1	一方面，如果更紧缩的融资条件抑制经济，联邦基金利率的适当路径可能会低于没有融资条件时的路径；另一方面，如果数据显示经济持续强劲且通货紧缩放缓，我们可能还有更多工作要做。	美联储理事	有	无

数据来源：路透社，Bloomberg，东吴证券研究所

图11: 市场交易年内降息



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

