

宏观点评 20240214

“不按套路”的通胀如何影响降息“剧本”？

2024年02月14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

相关研究

《银行“暴雷”2.0，为何没能阻挡美股新高？》

2024-02-13

《水多得加面，一季度社融的“底线”是多少？》

2024-02-07

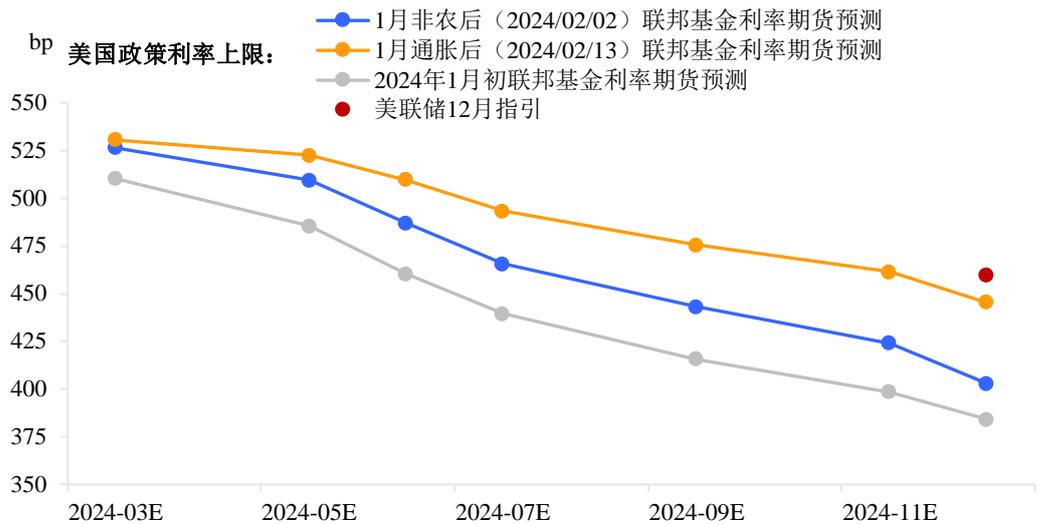
- **“通胀已死？”**，2月1日在接受媒体采访时美联储主席鲍威尔对这一说法暧昧的态度（既没否认、也没正面肯定）给了市场较大的勇气，只是1月通胀数据的这盆“冷水”让人有点措手不及——**美股三大股指在CPI公布日的跌幅，创2022年9月以来最大**。降息预期也开始大幅降温，**首次降息的时点被进一步推迟至6月，而全年降息次数则缩水至4次**。
- **可能更加重要的是1月的通胀有没有达到“好”的标准**。鲍威尔表示在开始降息前需要看到更多“好”的数据——“这些数据并不需要比之前的更好或同样好，只需“好”就行”（It doesn't need to be better than what we've seen, or even as good. It just needs to be good）。**我们认为目前为止1月的通胀离“好”可能还存在偏差，我们之前反复强调的核心通胀环比增速，突破0.3%的阈值、达到0.4%，这并不是一个好的信号**。
- 当然我们并不认为单次数据能够扭转美国 disinflation 的趋势和预期，美联储更看重的PCE会在月底公布，由于统计方法和内容的不同，值得重点关注。
- **那么到底1月美国通胀表现如何？**不得不承认的是通胀突破3%比预期的要困难得多。CPI同比在1月上漲3.1%，核心CPI维持去年12月3.9%的同比增速。**这种停滞在很大程度上反应出的是核心服务的顽固，尤其是除住房外的核心服务通胀的粘性依然超出美联储的预期，首先，从整体上来看美联储主要关注的指标：**
- **3个月和6个月的通胀反弹，并未强化降息预期**。鲍威尔曾表示“过去3个月和6个月的通胀下降令人鼓舞”，由此可见这一指标受到其青睐。从2023年来看，核心通胀环比6个月移动平均维持在0.2%-0.3%良性放缓的趋势上，不过从最新的1月数据来看，3个月及6个月年化通胀的小幅反弹，意味着核心通胀的放缓还需要更多时间才能交出让美联储满意的“成绩单”。
- **超级核心通胀的加速，意味着美国需要在工资通胀上“做更多功课”**。剔除掉住房后，左右此项的核心无疑是薪资增速的情况。自10月份以来，这一趋势似乎一直在回升，而这主要则是取决于就业失衡的情况。**虽然供需失衡的矛盾在缓解，但仍处于历史较高水平**。通胀粘性风险是否有所缓解还需进一步观察劳动力市场的供需矛盾。
- **其次，从分项的维度来看，2024年1月，核心商品价格压力持续缓解，但主要推手核心服务的飙升动能不减**。具体来看：
- **从供给侧，核心商品继续下行空间受限**。供给侧的扰动对美国通胀的影响主要体现在核心商品项，车辆作为核心商品的重要组成部分（占比CPI近8%），其价格进一步下探可能受阻，因为新车及二手车价格已经回落至疫前水平：2024年1月，二手车同比下降3%，新车同比增加0.7%，较前值1%继续放缓。
- **从需求侧，住房租金仍是通胀的最大风险点**。房租分项在1月环比增速达0.6%，相较于12月继续上涨0.2%。增速为近一年以来最高水平，对整体CPI的拉动达到一半以上。其中业主等价值租金和主要居所租金环比分别上升0.6%、0.4%。住房类通胀的居高不下使得通胀目标的实现面临重重阻碍。往后看地产回暖或将再次带动房屋价格上涨，给未来的房租通胀“蒙阴”，谨防后续对住房类CPI的传导。
- **非农+通胀=降息后移**。美联储关心的“左右手”都给延后“首降”时间提供了有效的支撑。目前来看，受制于核心服务，通胀回落的“最后一公里”的路是崎岖不平的，而“打配合”的劳动力市场进一步放缓也还需要时间。**在物价涨势以“令人信服”的方式放缓之前，美联储年内多次降息的疑虑需要进一步考察，而对于市场认为5月降息的“赌注”将被逐渐修正，过于乐观的预期可能面临剧烈回调的风险**。
- **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，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 美国 CPI 各分项数据

	同比, 季调 (%)			环比, 季调 (%)		
	2024-01	2023-12	2023-11	2024-01	2023-12	2023-11
CPI	3.1	3.4	3.1	0.3	0.3	0.1
食品	2.6	2.7	2.9	0.4	0.2	0.2
家庭食品	1.2	1.3	1.6	0.4	0.1	0.0
非家用食品	5.1	5.2	5.3	0.5	0.3	0.4
能源	-4.6	-2.0	-5.4	-0.9	-0.2	-1.6
能源类商品	-6.8	-2.6	-9.6	-3.2	-0.7	-3.8
汽油 (所有种类)	-6.4	-1.6	-8.7	-3.3	-0.6	-4.0
燃油	-14.2	-14.6	-24.8	-4.5	-3.3	-1.1
能源服务	-1.8	-0.9	0.0	1.4	0.3	1.0
电力	3.8	3.3	3.4	1.2	0.6	1.0
公共事业 (管道) 燃气服务	-17.8	-13.8	-10.5	2.0	-0.6	1.2
核心CPI	3.9	3.9	4.0	0.4	0.3	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	-0.3	0.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.2
新汽车和卡车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手汽车和卡车	-3.3	-1.3	-3.7	-3.4	0.6	1.4
服装	0.1	1.0	1.1	-0.7	0.0	-0.6
医疗护理商品	3.0	4.7	5.0	-0.6	-0.1	0.5
服务, 不含能源服务	5.4	5.3	5.5	0.7	0.4	0.5
住房	6.1	6.2	6.5	0.6	0.4	0.4
运输服务	9.7	9.6	10.1	1.0	0.1	1.0
医疗护理服务	0.6	-0.5	-0.9	0.7	0.5	0.5

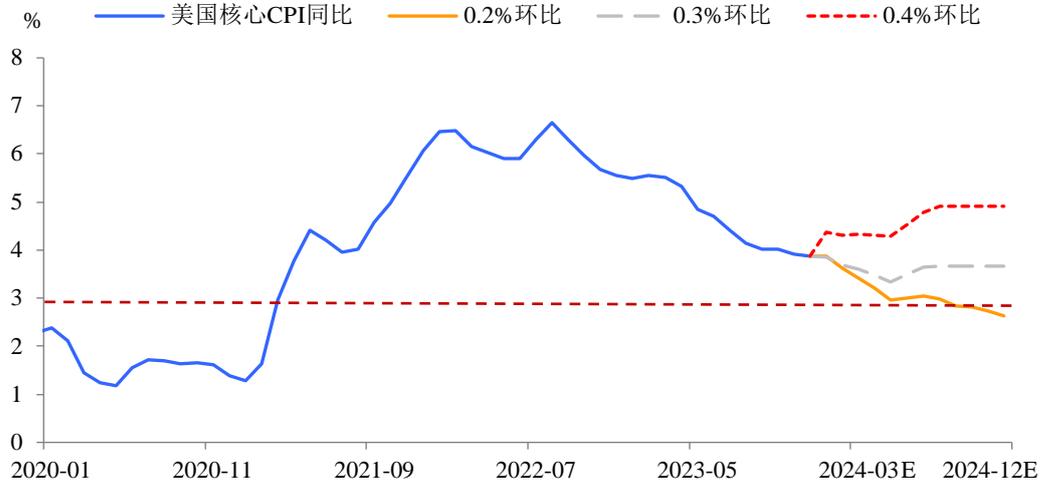
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 市场预期美联储“首降”推迟至6月



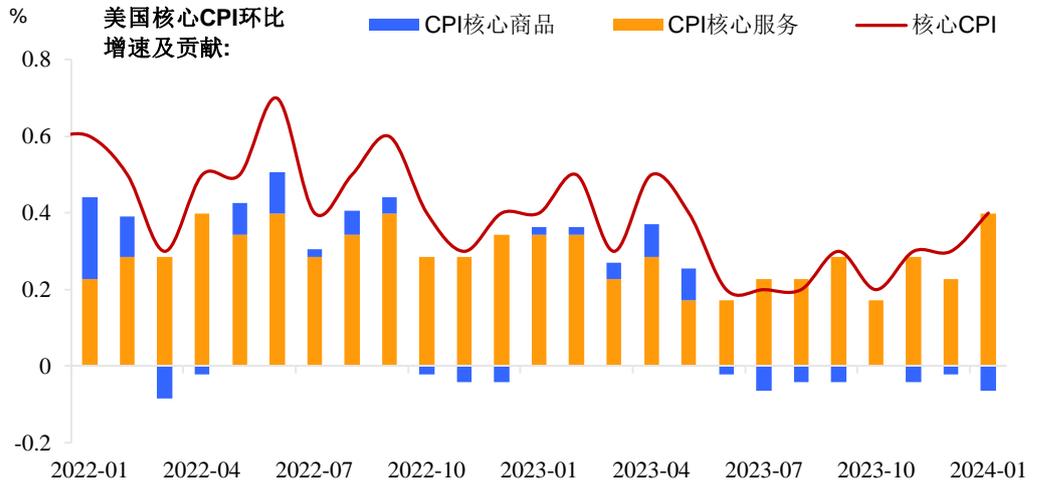
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 核心 CPI 环比增速超 0.4%并非通胀的好信号



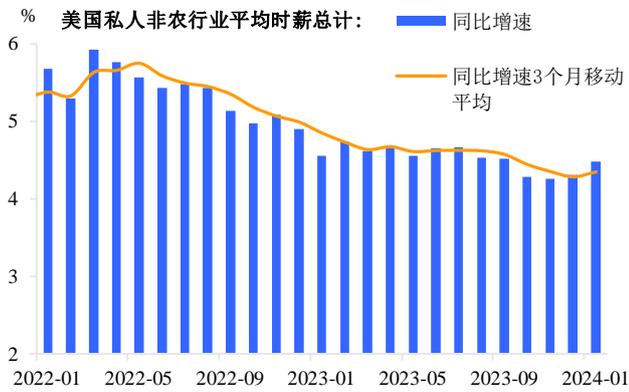
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 核心商品价格压力持续缓解, 核心服务加速上涨



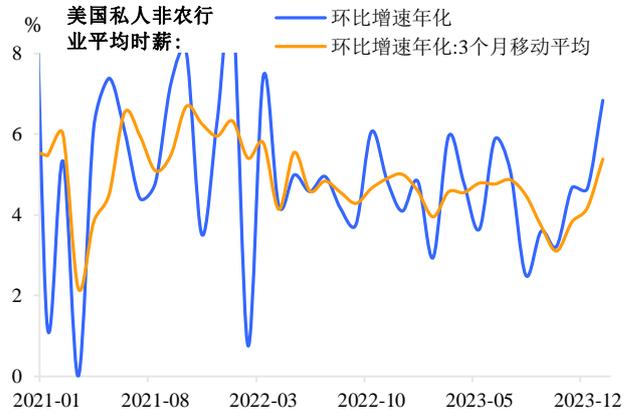
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美国 1 月薪资同比上涨 4.5%



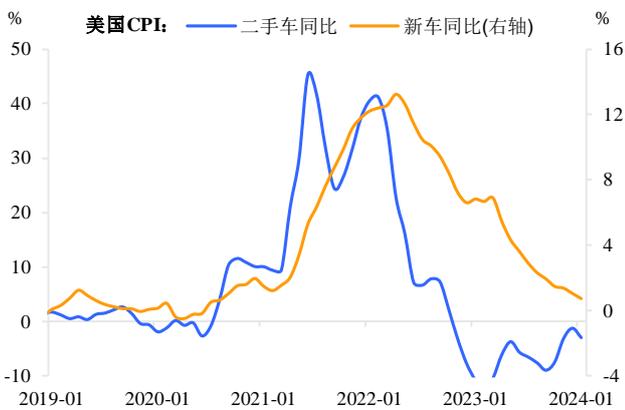
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国薪资环比增速上涨



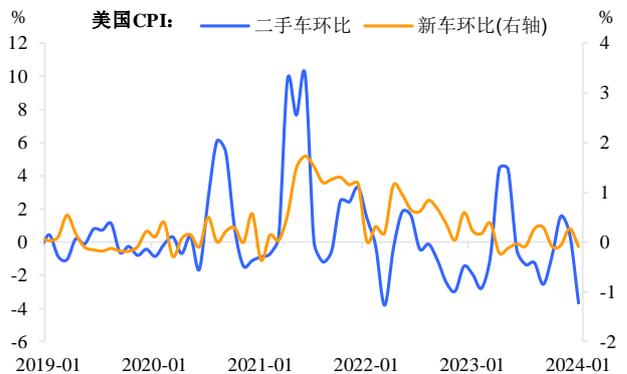
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国新车和二手车同比下降



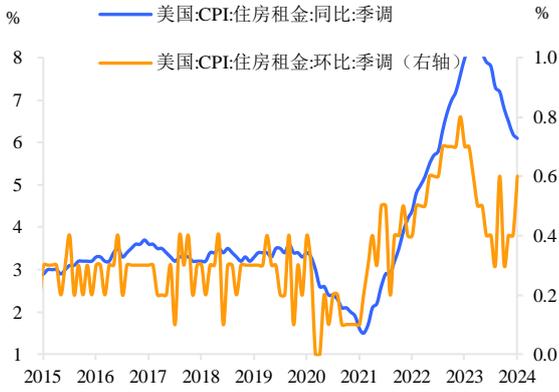
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国二手车环比大幅走低



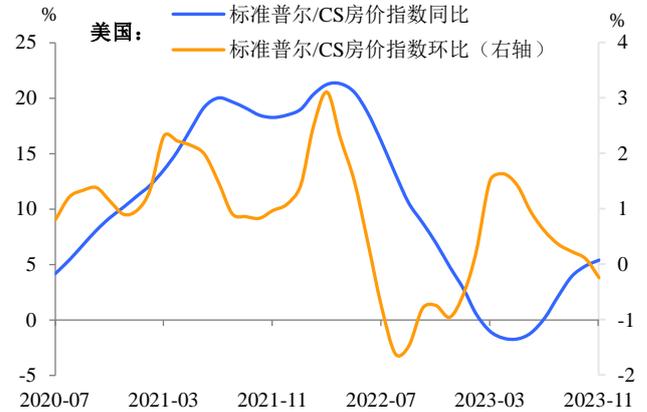
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：美国 CPI 房租分项



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：美国房价同比于2023年一季度上涨



数据来源：Wind，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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>