

服务通胀环比加速，市场降低降息预期

—美国1月CPI数据

核心要点：

CPI和核心CPI增速高于预期，居住成本和服务环比加速：1月消费者价格指数（CPI）同比增速从12月的3.4%降至3.1%，高于2.9%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.9%，与12月相同，同样高于3.7%的市场预期。季调环比方面，CPI增速为0.3%，核心CPI增速略升至0.4%。CPI在2023年12月和2024年1月均强于市场预期，且主要因素均为居住成本环比意外强劲，此外非家用食品和运输也有一定贡献。居住成本的粘性弱化了通胀降低的幅度，但并不改变其2024上半年下行的趋势，75BP或更多的降息仍是基准情形；虽然如此，部分价格分项的脉冲和地缘政治问题等诸多不确定性将使通胀额下行充满曲折，美联储也需要警惕四季度通胀小幅回升并偏离2%目标的风险。在劳动和CPI数据都强于预期的情况下，市场纠正了过度激进的降息预期，因此也不必对美联储2024年的降息幅度过分悲观。

通胀数据反映的6个要点：（1）1月CPI增速超预期的核心原因依然是居住成本环比增长偏强，能源服务、教育和通信、娱乐以及非家用食品价格环比增速的加快也弱化了通胀同比的降幅；整体上，通胀仍处于稳步下降的通道，但放缓的幅度可能弱于2023年四季度形成的市场预期。（2）居住成本0.6%的环比增长在2023年9月也曾出现过，本次大概率仍为脉冲效应；由于技术性的统计滞后，居住成本正常的非季调环比应在0.3%-0.4%左右。从房地美等房价指数的环比增幅来看，考虑统计滞后的情况下，通胀中居住成本的环比增幅可能在2024上半年面临一定压力，但下半年预计缓和，整体无需过度担忧。（3）核心CPI方面，预计仍将在前三季度延续缓和趋势并向3%靠拢，不过如果后续居住成本环比持续偏高则需要警惕。（4）1月短期消费者通胀预期仍在回落，5年预期保持稳定，这仍旧利于美联储防止价格增速出现明显反弹；在能源价格不超预期的情况下，名义CPI在2024年三季度仍可能接近2%，但四季度有回升风险。（5）对2023年CPI的季节性调整并未像2022年一样出现明显上修，这表明去通胀进程整体较为顺利。（6）综合以上信息，在通胀大概率于2024年整体延续回落的情况下，美联储年内依旧有较高可能进行3至4次的降息，我们认为首次降息时点仍有望在二季度末出现，市场目前对降息预期的调整已经较为合理。

我们目前对2月CPI的预测增速为2.8%，核心增速在3.7%左右。

市场推后预期的首次降息时和全年降息幅度，目前预期已经趋于合理：近两个月的劳动和价格数据均超出市场预期，使市场进一步降低了2024年的降息预期。CME数据显示联邦基金利率期货交易者将首次降息时点推迟至5月，全年降息幅度降低至4次。10年期美债大幅上行13.7BP至4.315%，美元指数升至104.8646，三大股指全线收跌。我们认为目前市场对全年降息的时点和幅度正趋于合理，尽管偏强的经济表明去通胀不会一帆风顺，但从实际利率角度考虑美联储全年进行3至4次降息依然有必要，4.5%左右的联邦基金利率依旧会令实际利率保持2000年以来的偏高水平以防止价格过热。不过，如果通胀数据在未来数月连续超预期，美联储会进行更鹰派的引导。

分析师

章俊

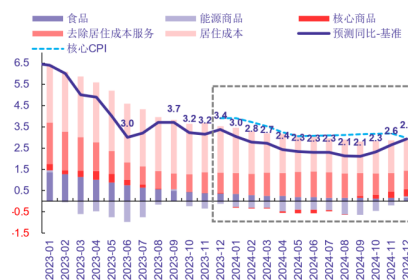
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

2024上半年通胀下行趋势不改（%）



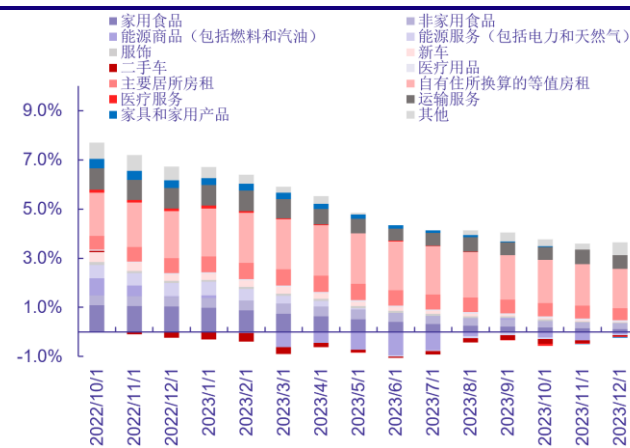
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 地缘政治冲突加剧的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

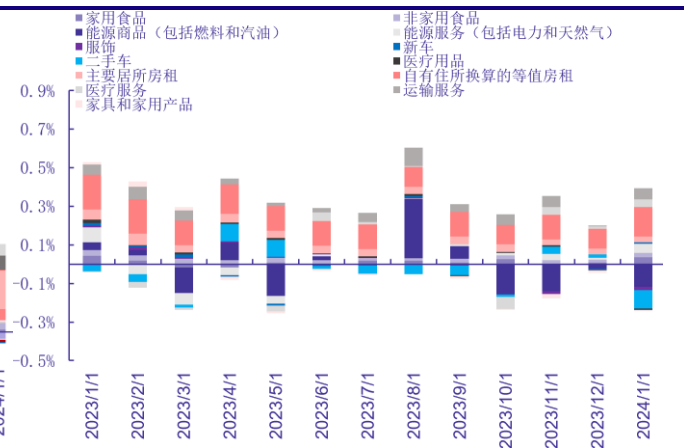
美国劳工数据局（BLS）公布1月消费者价格指数（CPI），其同比增速从12月的3.4%降至3.1%，高于2.9%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.9%，与12月相同，同样高于3.7%的市场预期。季调环比方面，CPI增速为0.3%，核心CPI增速略升至0.4%。CPI在2023年12月和2024年1月均强于市场预期，且主要因素均为居住成本环比意外强劲，此外非家用食品和运输也有一定贡献。居住成本的粘性弱化了通胀降低的幅度，但并不改变其2024上半年下行的趋势，75BP或更多的降息仍是基准情形；虽然如此，部分价格分项的脉冲和地缘政治问题等诸多不确定性将使通胀额下行充满曲折，美联储也需要警惕四季度通胀小幅回升并偏离2%目标的风险。在劳动和CPI数据都强于预期的情况下，市场纠正了过度激进的降息预期，因此也不必对美联储2024年的降息幅度过分悲观。

图 1：1 月 CPI 季调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 2：1 月 CPI 季调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

我们倾向于（1）1月CPI增速超预期的核心原因依然是居住成本环比增长偏强，能源服务、教育和通信、娱乐以及非家用食品价格环比增速的加快也弱化了通胀同比的降幅；整体上，通胀仍处于稳步下降的通道，但放缓的幅度可能弱于2023年四季度形成的市场预期。（2）居住成本0.6%的环比增长在2023年9月也曾出现过，本次大概率仍为脉冲效应；由于技术性的统计滞后，居住成本正常的非季调环比应在0.3%-0.4%左右。从房地美等房价指数的环比增幅来看，考虑统计滞后的情况下，通胀中居住成本的环比增幅可能在2024上半年面临一定压力，但下半年预计缓和，整体无需过度担忧。（3）核心CPI方面，预计仍将在前三季度延续缓和趋势并向3%靠拢，不过如果后续居住成本环比持续偏高则需要警惕。（4）1月短期消费者通胀预期仍在回落，5年预期保持稳定，这仍旧利于美联储防止价格增速出现明显反弹；在能源价格不超预期的情况下，名义CPI在2024年三季度仍可能接近2%，但四季度有回升风险。（5）对2023年CPI的季节性调整并未像2022年一样出现明显上修，这表明去通胀进程整体较为顺利。（6）综合以上信息，在通胀大概率于2024年整体延续回落的情况下，美联储年内依旧有较高可能进行3至4次的降息，我们认为首次降息时点仍有望在二季度末出现，市场目前对降息预期的调整已经较为合理。

我们继续将CPI分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。能源方面，能源商品环比和同比负增长幅度加大，继续带动名义CPI回落；能源服务环比加速至1.4%但同比由于高基数延续回落。食品价格同比放缓，非家用食品使环比涨幅意外加速，不过在2024上半年预计食品同比价格增速延续放缓。核心商品价格同比和环比增速陷入负增长，除新车外的主要商品环比均为负增长，商品供给的恢复意味着极低的价格压力。居住成本1月同比延续降低，但环比意外回升且未来可能面临一定压力，不过整体还会带动CPI稳步回落。服务方面，1月运输、医疗、教育与通信和娱乐环比有所加快，结合劳动市场偏强的需求可能增加通胀回落的难度，需要保持观察。我们目前对2月CPI的预测增速为2.8%，核心增速在3.7%左右。

近两个月的劳动和价格数据均超出市场预期，使市场进一步降低了2024年的降息预期；CME数据显示联邦基金利率期货交易者将首次降息时点推迟至5月，全年降息幅度降低至4次。10年期美债大幅上行13.7BP至4.315%，美元指数升至104.8646，三大股指全线收跌。我们认为目前市场对全年降息的时点和幅度正趋于合理，尽管偏强的经济表明去通胀不会一帆风顺，但从实际利率角度考虑美联储全年进行3至4次降息依然有必要，4.5%左右的联邦

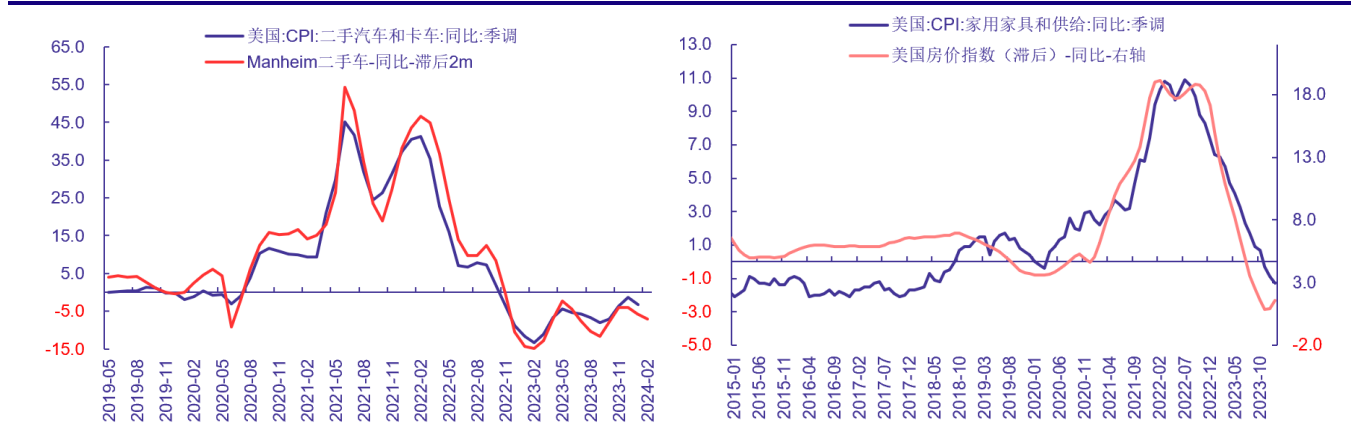
基金利率依旧会令实际利率保持 2000 年以来的偏高水平以防止价格过热。不过，如果通胀数据在未来数月连续超预期，美联储会进行更鹰派的引导。

（一）能源商品偏弱，核心商品进一步下行

核心商品方面¹，二手车同比负增长 3.3%，季调环比降至-3.2%，超预期的降幅可能与 BLS 调整二手车里程统计方法有关²；新车同比增速放缓至 0.3%，季调环比 0.2%。从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格 2 月可能继续维持同比通缩状态，环比接近零增长，继续使商品通胀处于低位。新车滞后于二手车，环比虽然 1 月边际回升，但对 CPI 的压力不大。家具和家用产品环比降低 0.1%并连续 10 个月负增长，同比增速进一步降低至-1.3%，短期依然将跟随房价同比的回落保持下行，但随着地产市场边际回暖，底部区间可能开始形成。服装环比增长-0.7%，同比为 0%。以上项目对 CPI 的同比拉动率进入轻微负增长。2024 年联邦基金利率保持高位抑制需求和供给的充裕利于商品价格保持低位或进入轻微负增长状态，依旧是通胀下行的重要动力。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落，但未来可能止跌（%）



资料来源：Wind、Manheim，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

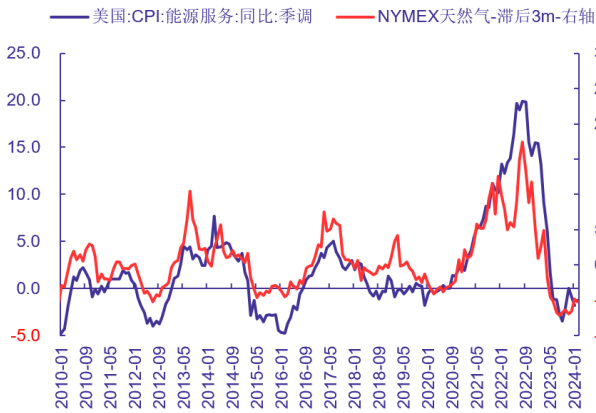
能源商品环比增长-3.2%，能源服务环比则上升 1.4%，同比分别为-6.8%和-1.8%。地缘政治冲突对能源价格预期产生了一定扰动，虽然美国经济表现强韧，但其它重要经济体相对偏弱，需求短期难以明显改善；WTI 原油价格在 1 月环比回升，但美国汽油价格仍在下行，未来能源商品价格降幅可能收窄。NYMEX 天然气 1 月环比回升 8.35%，2024 年 2 月预计环比回落，此前的降幅因滞后效果仍会进一步向能源服务传导，使其同比短期延续负增长。食品价格环比增长加快至 0.4%，家用食品环比升至 0.4%，非家用食品环比加速至 0.5%。食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，因此同比增速触底回升的压力至二季度才可能逐渐显现。总体上，食品的同比增长依然在缓慢放缓中，能源的负增长幅度未来可能缩小，而核心商品将持续为通胀回落贡献力量。纽约联储的全球供应链压力指数仍然处于正常范围内，这也意味着非服务部分的价格压力有限，尽管地缘政治风险对能源和食品的扰动尚未平息。

¹ 以下同比、环比为季调值。

² Consumer Price Index Summary - 2024 M01 Results (bls.gov)

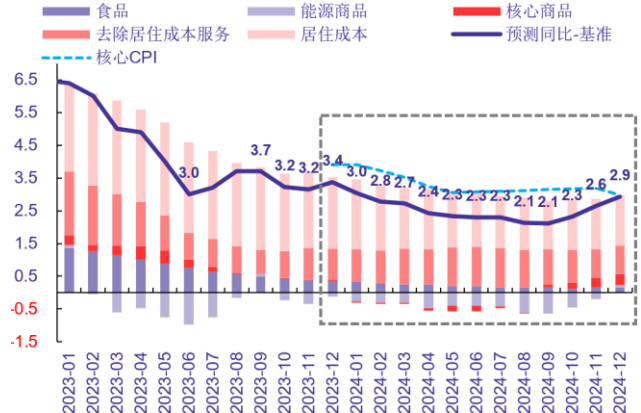
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 5：能源成本同比降幅有所收窄（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：核心 CPI 可能受到能源和居住成本的影响（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

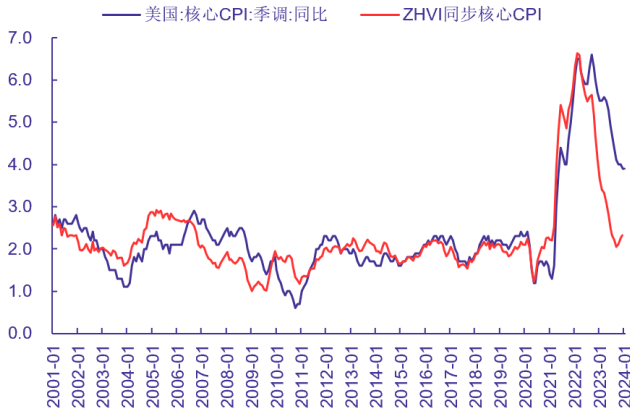
（二）居住成本和服务价格延续韧性，减缓通胀下行速度

1 月的非能源服务价格依然高于美联储目标，环比韧性偏强减缓了 CPI 同比回落的幅度，也加重了市场对美联储更晚更少的降息的担忧，使股债价格明显回落，美元延续反弹。尽管居住成本环比超出预期，但大概率是脉冲式的，0.5%以上的环比增长较难延续，因此居住成本同比仍会在波动中下行。美联储方面，虽然没有必要如此前激进的市场预期一般降息 6 次，但 75-100BP 的降息幅度在目前的经济数据和价格增速下依然合理。

1 月 CPI 中，季调租金和业主等价租金环比增速均为 0.6%，整体也是 0.6%。类似的环比增幅在 2023 年 9 月也曾出现，但回顾来看是脉冲效应，本次应该也不例外。虽然在考虑 CPI 居住成本滞后房价 15 个月左右的滞后效应后，居住成本的环比在 2024 年一季度存在一定小幅加速的压力，但仍应位于 0.3%-0.5% 之间，同比继续放缓的趋势没有发生改变；不过需要对一季度居住成本的环比增幅保持密切观察，注意其带动通胀在年末回升的风险。我们用 Zillow 的房价指数 ZHVI 调整的同步 CPI 显示 1 月名义和核心通胀都有边际加速，但依然与 2% 的价格目标相差不大，暂不需要忧虑出现“二次通胀”的情况。核心服务方面，交通运输成本环比回升且同比依然较高，医疗服务同比从 -0.6% 回升至 0.1%，娱乐服务环比加速至 0.5% 并带动同比回升，休闲服务有所放缓。从 CPI 和 PCE 的核心服务部分考虑，回落趋势已经形成，且居住成本权重更合理的 PCE 显示的去通胀进程更为顺利，因此通胀并不会显著制约美联储年内 3 到 4 次的降息。不过，如果通胀反弹的证据进一步增加，则需要警惕美联储再次转鹰。

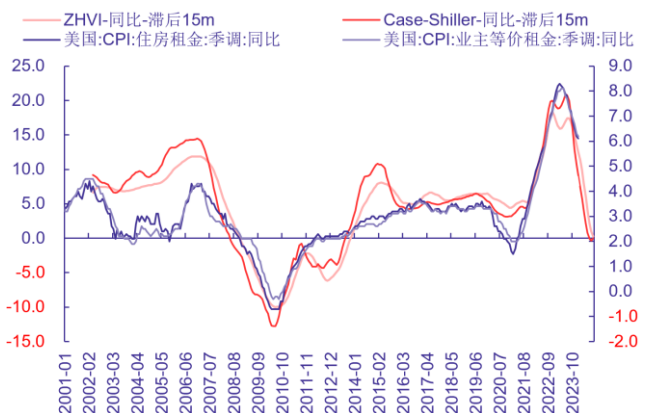
密歇根大学消费者通胀预期调查延续回落，短期通胀预期跌至 2.9%，5 年期通胀预期继续稳定在 2.9%；美债 breakeven 通胀率稍有回升，但仍在正常范围内。尽管通胀预期和未来实际通胀增速的关系并不稳定，通胀预期的回落利于通胀控制，关注这一指标的美联储也没有缩减降息幅度的动力。

图 7: 去除居住成本滞后效应后, 核心压力仍然有限 (%)



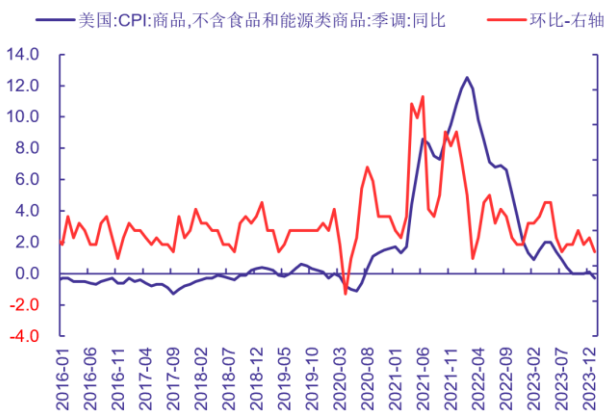
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 8: 居住成本下行斜率有所缓和, 四季度可能回升 (%)



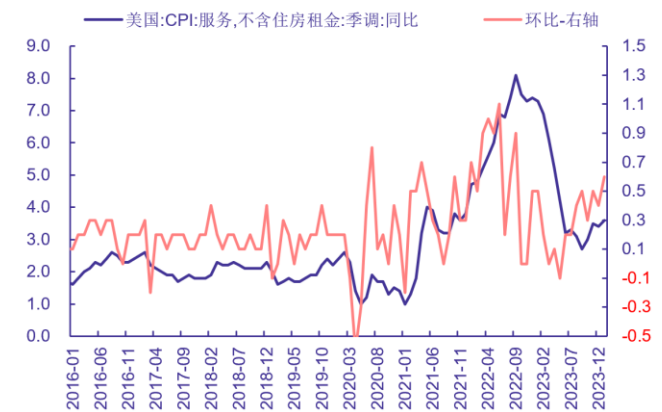
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 9: 核心商品环比延续弱势, 压力不大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 服务部分的环比回升值得警惕 (%)



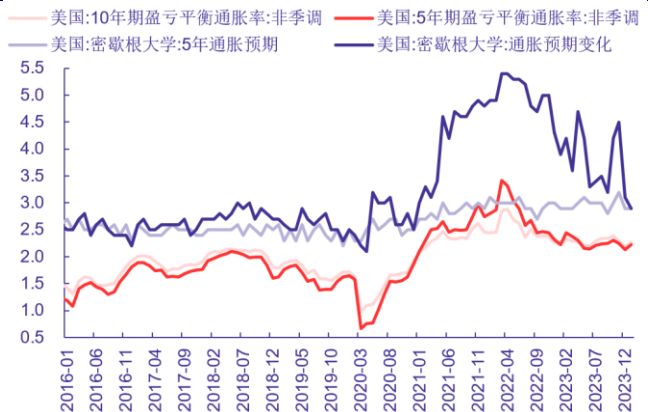
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: CME 数据显示该市场降低了降息预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	91.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	35.9%	61.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	24.2%	52.3%	21.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.6%	44.0%	30.8%	6.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	14.1%	38.4%	33.5%	11.5%	1.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.5%	8.0%	27.0%	35.8%	21.9%	6.2%	0.6%
2024/12/18	0.0%	0.4%	6.0%	21.9%	33.5%	25.6%	10.4%	2.1%	0.2%
2025/1/29	0.2%	3.7%	15.5%	28.8%	28.8%	16.5%	5.4%	0.9%	0.1%
2025/3/12	1.5%	8.1%	20.5%	28.8%	24.2%	12.4%	3.8%	0.6%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 12: 美国消费者通胀预期边际回落 (%)



资料来源: Wind, 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。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn