

通胀数据让降息预期的抢跑或落空

——美国1月CPI数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美国1月CPI同比增长3.1%，超预期，前值3.4%，环比增长0.3%。1月核心CPI同比3.9%，预期3.7%，前值3.9%，环比增长0.4%，上月0.3%。通胀数据或显示美联储降低通胀的任务仍未完成，特别是住宅通胀仍然偏强，且未来或仍有韧性。数据公布后美联储3月降息概率已经不到10%，国债利率上行，三大股指下行，市场调低降息预期。我们继续维持美联储降息在6月或以后的判断。

事件点评

➤ CPI数据略超预期，美联储3月或不会降息

CPI略超预期，虽然较上月回落，但速度慢于预期，同比从上个月的3.4%回落到3.1%（预期2.9%）。而核心CPI同比持平上月，也略高于预期。数据表明通胀或仍有韧性，降息或还不宜操之过急。数据公布后美联储3月降息概率已经不到10%，关于降息时点的争论或已经推迟到6月，国债利率上行，三大股指下行，市场调低降息预期。

➤ 核心服务通胀环比加速，同比回升

核心CPI的韧性主要体现在服务上。服务的通胀环比0.7%，较上月大增0.3pct，同比增长5.4%，也较上月回升。核心服务的主要一些分项，包括居所、运输服务、医护服务环比增长都较上月扩大。从核心CPI的权重来看，由于核心商品占比仅为核心服务大概一半，尽管商品通胀已经不是通胀的主要问题，但核心服务价格的韧性可能仍影响整体核心CPI，核心CPI可能仍然会表现出韧性。

➤ 住宅通胀仍是主要拖累项，房价增速继续加快

住宅的通胀目前仍然是每月服务通胀增长的最大贡献者，同比4.6%，上月4.8%。住宅通胀中，居所通胀仍处于高位，1月同比增长6.1%，上月6.2%。从目前的趋势看，未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。值得关注的是房价增速近期上行趋势仍在持续。美联储的研究发现房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在16个月后达到0.75左右的峰值。这说明居所通胀仍有反复可能，货币政策不宜过早放松。

风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《美联储对“通胀下降更强的信心”是降息的前提：——美联储1月议息会议点评》2024.02.01
- 2、《“双降”传递“双稳”信号：——潘行长1月24日宣布降准结构性降息点评》2024.01.24

正文目录

1. CPI超预期, 降通胀还未完成	3
1.1 CPI继续回落, 核心CPI持平	3
1.2 服务通胀回升, 降通胀还未完成	6
1.3 自有房等价租金支撑居所通胀	10
2. 通胀让美联储降息或比较谨慎	14
2.1 美联储降息时点的争论或推迟到6月	15
2.2 资产价格对降息概率重新定价	16
3. 风险提示	17

图表目录

图表 1: CPI 和核心 CPI (%)	3
图表 2: CPI 分项贡献分解 (%)	3
图表 3: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)	4
图表 4: 近 12 个月能源分项同比和环比 (%)	5
图表 5: CPI 的主要分项同比 (%)	5
图表 6: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)	6
图表 7: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	7
图表 8: 近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	7
图表 9: 核心商品 CPI 的主要分项同比 (%)	8
图表 10: Manheim 价格指数	8
图表 11: Manheim 和 CPI 二手车	8
图表 12: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%)	9
图表 13: 商品/服务消费比(不变价)	10
图表 14: 商品/服务消费比(现价)	10
图表 15: 住宅和分项 CPI (%)	11
图表 16: 居所及其分项 CPI (%)	11
图表 17: S&P/Case-Shiller 美国房价指数	11
图表 18: 新房和二手房销售比例 (%)	12
图表 19: CPI 通胀剔除特定分项 (%)	13
图表 20: CPI 通胀同比不同分项的贡献率 (%)	13
图表 21: CPI 通胀 8 个主要类别 (%)	14
图表 22: CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比 (%)	14
图表 23: 美联储开始降息概率 (%)	15
图表 24: 当下 CPI 和历史上 60 年代 CPI 的对比 (%)	16
图表 25: 美国股市收盘的反应 (%)	17
图表 26: 美国国债利率收盘变化(基点)	17

1. CPI 超预期，降通胀还未完成

CPI 数据略超预期，美联储降低通胀的任务或仍未完成。核心通胀维持 3.9%，持平上月，略高于预期值。住宅通胀仍是通胀的主要拖累项，房价近期的上行也值得关注。

1.1 CPI 继续回落，核心 CPI 持平

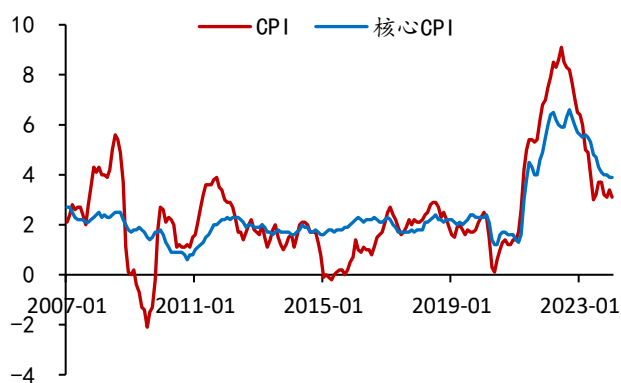
CPI 整体略超预期，虽然较上月回落，但速度慢于预期；核心 CPI 和上月持平，也略高于预期。

1.1.1 CPI 通胀整体呈现超预期

美国 1 月 CPI 环比上升 0.3%，上月 0.3%，超预期 0.2%；由于基数方面的原因，CPI 同比从上个月的 3.4% 回落到 3.1%（预期 2.9%），

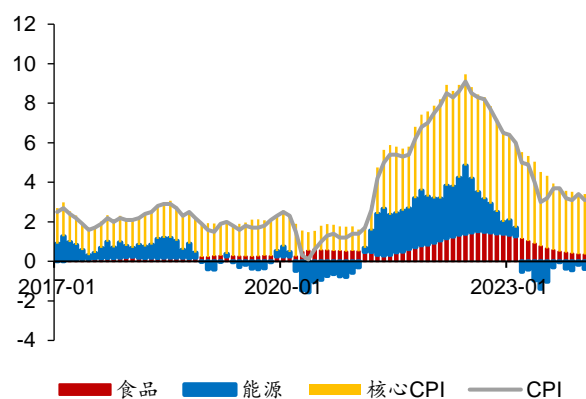
1 月核心 CPI 总体也略超预期，环比上升 0.4%，高于预期 0.3%，上月 0.3%，是近 7 个月的最高；同比增长 3.9%，预期 3.7%，前值 3.9%，核心 CPI 未进一步回落。

图表1：CPI 和核心 CPI (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：CPI 分项贡献分解 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.2 CPI 通胀和能源

从 CPI 分成食品、能源和核心 CPI 的三分角度来看，能源通胀环比继续负增长，且同比负增长继续扩大，是本月 CPI 同比较上月继续回落的重要驱动因素之一，但是回落的速度略慢于一致预期。具体而言，1 月能源通胀环比负增长 0.9%，同比负增长 4.6%，较上月的-2%进一步回落。

图表3：近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比(%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年1月	6.4	10.1	8.7	5.6	0.5	0.6	1.7	0.4
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.3	0.4	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0.1	-2.7	0.3
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.7	0.5
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.2	0.5	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.6	0.2	4.4	0.2
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.2	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.1	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.3	0.2	0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源分项下的细分中，能源类商品的 1 月同比负增长也扩大，1 月同比负增长 6.8%，上月负增长 2.6%，其中汽油同比负增长 6.4%，上月同比负增长 1.6%，燃油负增长的幅度基本没变，从上月负增长 14.6%，变成 1 月的负增长 14.2%。

图表4：近12个月能源分项同比和环比(%)

时间	同比		环比	
	能源类商品	能源服务	能源类商品	能源服务
2023年1月	3.2	15.4	1.1	2.4
2023年2月	-1.3	13.2	0.7	-1.6
2023年3月	-17.2	9.1	-3.6	-1.8
2023年4月	-12.6	6	2.5	-1.2
2023年5月	-20.3	1.7	-4.5	-1.2
2023年6月	-26.9	-1.1	0.6	0.3
2023年7月	-20.6	-1.2	-0.1	0.1
2023年8月	-4.5	-2.7	8.3	0.1
2023年9月	2	-3.5	1.8	0.3
2023年10月	-6.1	-2.2	-4.3	0.4
2023年11月	-9.6	0	-3.8	1
2023年12月	-2.6	-0.9	-0.7	0.3
2024年1月	-6.8	-1.8	-3.2	1.4

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源服务1月同比负增长1.8%，12月负增长0.9%，负增长幅度同样扩大。其中电力1月同比增长3.8%，上月3.3%，公共事业同比负增长17.8%，上月负增长13.8%，负增长的幅度扩大。

图表5：CPI的主要分项同比(%)

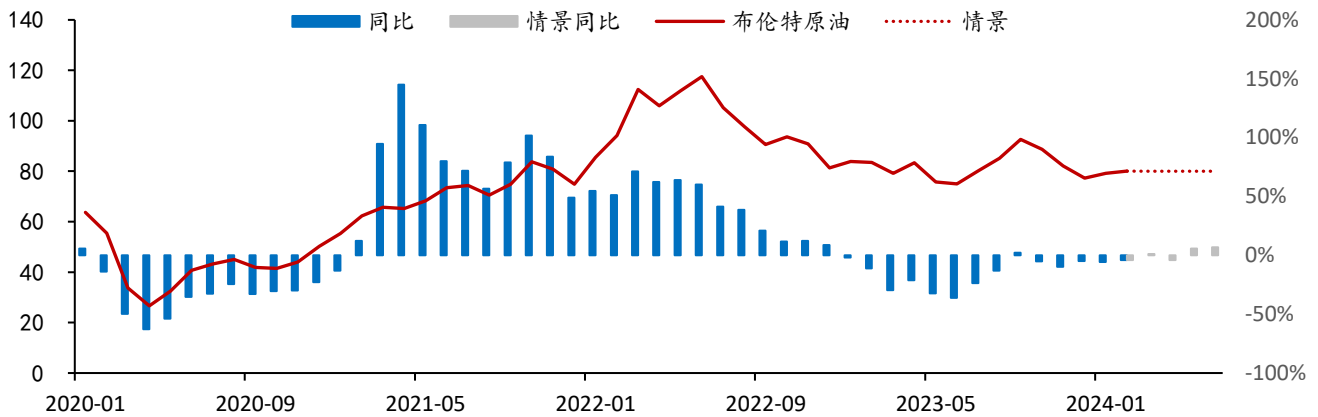
同比	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01
CPI	6.4	6	5	4.9	4	3	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1
食品	10.1	9.5	8.5	7.7	6.7	5.7	4.9	4.3	3.7	3.3	2.9	2.7	2.6
家庭食品	11.3	10.1	8.4	7.2	5.8	4.7	3.6	2.9	2.4	2.1	1.6	1.3	1.2
非家用食品	8.2	8.4	8.8	8.6	8.3	7.7	7.1	6.5	6	5.4	5.3	5.2	5.1
能源	8.7	5.2	-6.4	-5.1	-11.7	-16.7	-12.5	-3.6	-0.5	-4.5	-5.4	-2	-4.6
能源类商品	3.2	-1.3	-17.2	-12.6	-20.3	-26.9	-20.6	-4.5	2	-6.1	-9.6	-2.6	-6.8
汽油(所有种类)	2	-1.9	-17.6	-12.2	-19.6	-26.6	-20.2	-3.6	2.9	-5.2	-8.7	-1.6	-6.4
燃油	28	9.3	-14.3	-20.2	-36.9	-36.6	-26.6	-14.9	-5	-21.6	-24.8	-14.6	-14.2
能源服务	15.4	13.2	9.1	6	1.7	-1.1	-1.2	-2.7	-3.5	-2.2	0	-0.9	-1.8
电力	11.6	12.7	10.1	8.5	6.1	5.4	3.1	2.2	2.6	2.4	3.4	3.3	3.8
公共事业(管道)燃气服务	26.7	14.2	5.7	-1.9	-10.9	-18.5	-13.6	-16.5	-19.9	-15.8	-10.5	-13.8	-17.8
核心CPI	5.5	5.5	5.6	5.5	5.3	4.9	4.7	4.4	4	4	4	3.9	3.9
核心商品	1.3	0.9	1.5	2	2	1.4	0.9	0.4	0	0	0	0.1	-0.3
新交通工具	5.8	5.9	6.1	5.5	4.7	4	3.5	2.9	2.5	1.9	1.4	1	0.7
二手汽车和卡车	-11.6	-13.4	-11	-6.6	-4.3	-5.3	-5.7	-6.7	-8	-7.1	-3.7	-1.3	-3.3
服装	3.1	3.3	3.3	3.6	3.5	3.1	3.2	3.1	2.3	2.6	1.1	1	0.1
医疗护理商品	3.4	3.2	3.6	4	4.4	4.2	4.1	4.5	4.2	4.7	5	4.7	3
核心服务	7.2	7.3	7.1	6.8	6.6	6.2	6.1	5.9	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4
居所	7.9	8.1	8.2	8.1	8	7.8	7.7	7.3	7.2	6.7	6.5	6.2	6.1
运输服务	14.6	14.6	13.8	11	10.4	8.5	9.1	10.3	9	9.2	10.1	9.6	9.7
医疗护理服务	3	2.2	1.1	0.4	-0.1	-0.7	-1.5	-2.1	-2.7	-2	-0.9	-0.5	0.6

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

CPI 能源分项的波动与布伦特油价密切相关，从目前的情况来看，未来能源分项能否持续帮助压低CPI 同比仍有不确定性。布伦特原油价格在2023年5月左右达到低点后开始反弹，到9月回到了90美元以上的区间，9月同比的增长转正，但是2024

年 2 月又回到 80 美元左右，同比也转负。如果油价未来维持在 80 美元左右，由于基数效应的影响，那么油价的同比变化未来 2 个月仍将是负增长。但是，油价到 2024 年 5 月或能回到正增长。地缘政治等风险还可能进一步推高油价，CPI 能源分项同比超预期上行的可能也仍然存在。

图表6：原油价格(美元/桶)和同比 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

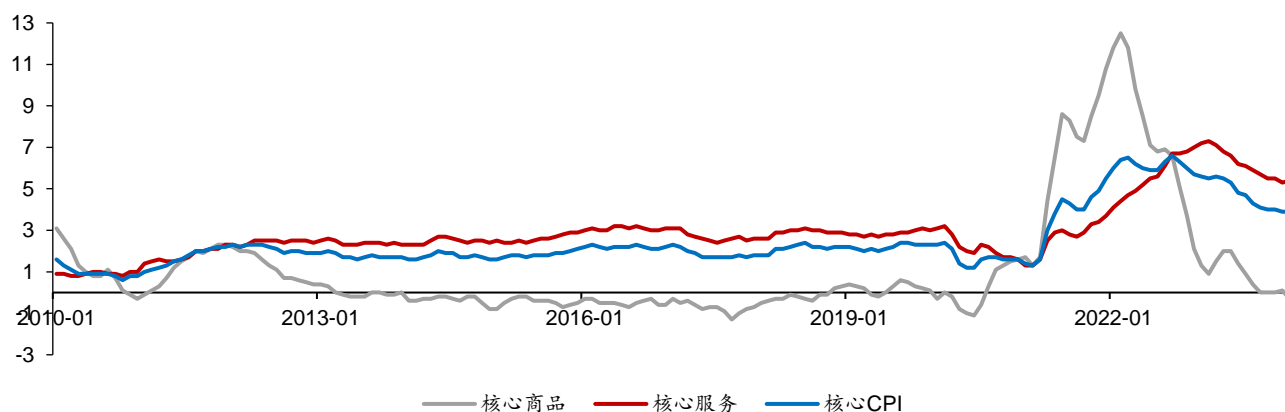
1.2 服务通胀回升，降通胀还未完成

商品通胀已不是问题，服务通胀略微上行，但是环比加速，表现出明显韧性。

1.2.1 核心商品通胀和服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。核心商品的通胀已经较低。

图表7：核心CPI商品和服务的价格变化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

具体数字上来看，1月核心商品的通胀环比负增长0.3%，已经连续3个月负增长；同比负增长0.3%，上月增长0.1%。商品通胀在2022年初的高点达到12.4%之后迅速下行，商品通胀已经不是通胀的主要问题。

1月核心服务的环比0.7%，较上月大增0.3pct，环比数据出现加速；核心服务通胀同比增长5.4%，也较上月上升，上月5.3%。

图表8：近1年核心CPI商品和服务的价格变化（%）

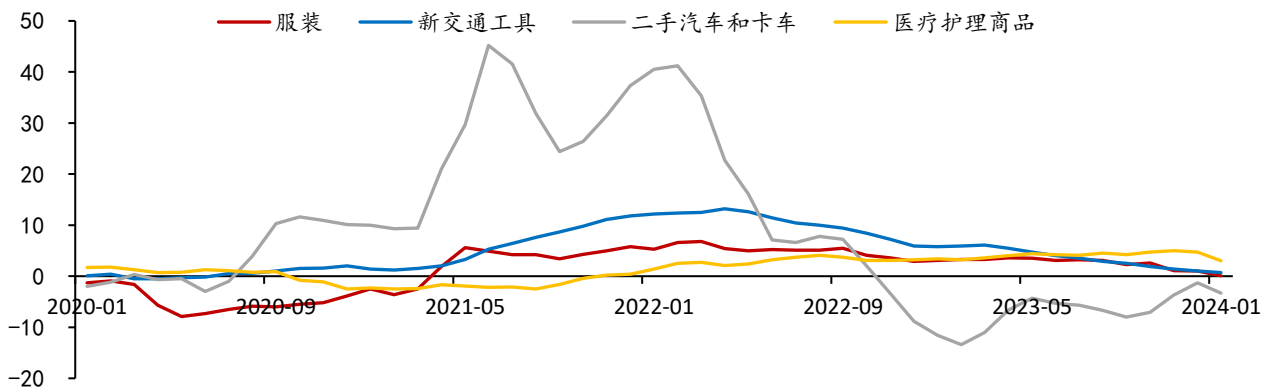
时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年1月	1.30	7.20	0.10	0.60
2023年2月	0.90	7.30	0.10	0.60
2023年3月	1.50	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.00	6.80	0.40	0.50
2023年5月	2.00	6.60	0.40	0.30
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.20	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.20	0.50
2023年10月	0.00	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.10	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.2.2 核心商品通胀和服务通胀再细分

核心商品中负增长的分项仍然是二手车，同比降幅略有扩大，1月同比-3.3%，上月-1.3%。二手车的通胀指数在2022年2月达到顶峰，高基数的影响基本退出。对比Manheim的二手车价格指数变化，Manheim的同比最高点领先CPI同比最高点2个月，二手车通胀或继续维持低位运行。

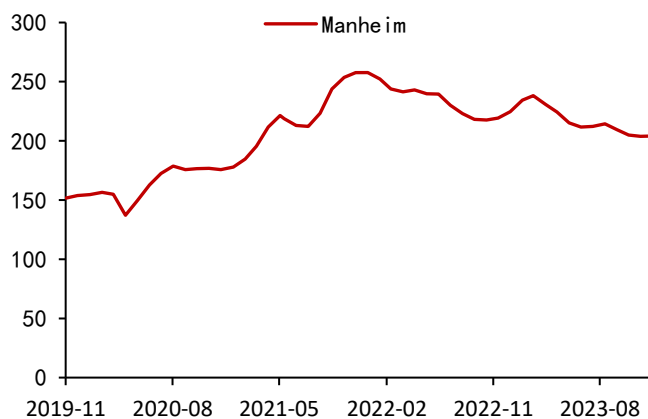
图表9：核心商品CPI的主要分项同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

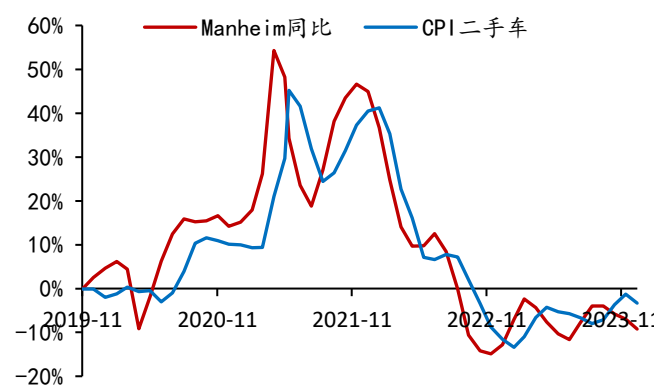
从核心商品中其他分项来看，服装同比增长0.1%，新交通工具同比增长0.7%，都较上月下降，且也都较低。在商品通胀中，只有医疗护理商品的通胀还略高，但也继续回落，1月同比增长3%，较上月下降1.7pct。

图表10：Manheim 价格指数



资料来源：Manheim，国联证券研究所

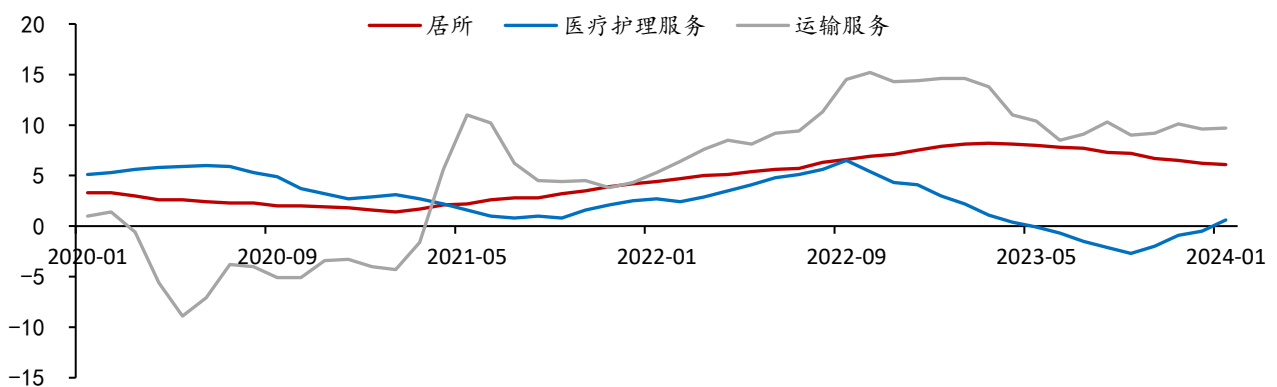
图表11：Manheim 和 CPI 二手车



资料来源：Manheim，国联证券研究所

核心服务总体环比1月高增长，同比也没有回落而是回升。从核心服务中的主要分项看，居所、医疗护理服务和运输服务环比都较上月增长，居所环比增长0.6%，上月0.4%，医疗护理服务环比增长0.7%，上月0.5%，运输服务环比增长1%，上月0.1%。同比较低的分项是医疗护理服务，1月同比增长0.6%，也结束了连续8个月的负增长。总体而言，核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高，离2%还有距离。居所1月同比增长6.1%，较上月略微回落¹。

图表12：核心服务CPI的主要分项同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

展望未来，服务消费需求恢复弹性较大可能仍是支撑服务业通胀的原因之一。这是因为疫情扰动导致的商品和服务消费的波动还没有完全恢复正常，从商品消费和服务消费的比例来看，目前商品消费的比重仍然显著高于疫情前的正常状态，服务或还存在超额需求没有得到满足。

由于疫情的限制，疫情期间美国的消费结构中商品消费的比重显著增加了。如下图所示截止到2023年4季度的数据，商品/服务消费比仍然较疫情前高出不少。另外，恢复到常态的比例可能需要不短的时间。对比2008年的危机，当时商品/服务消费比也出现了较大的波动，不过方向与这次不同，商品的占比显著下降，2008年危机后商品/服务消费比恢复到冲击之前的趋势水平花费了较长的时间。

¹ 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

图表13: 商品/服务消费比(不变价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 商品/服务消费比(现价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 自有房等价租金支撑居所通胀

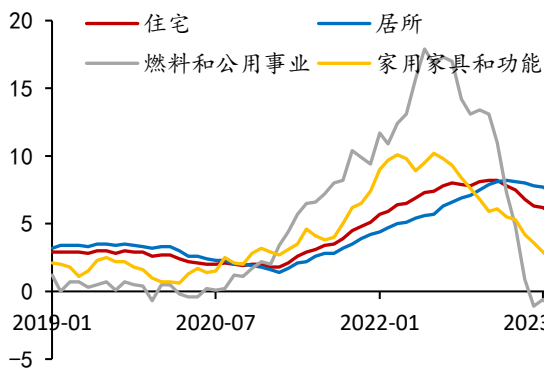
1月居所通胀环比上行,主要的贡献因素是自有房等价租金的上行。房价近期也有上行的迹象,而房价的上涨对租金未来的上涨有一定预测性。这可能也表明美国租金通胀仍有反复可能,并可能影响整体通胀,货币政策不宜过早宽松。

住宅通胀1月同比增长4.6%,12月4.8%。住宅通胀里面,主要包括三个分项,分别是居所、燃料和公用事业、家用家具和功能,其中居所的权重最高。

居所分项1月环比增长0.6%,较上月增长0.2pct;同比增长6.1%,只是由于基数原因较12月回落了0.1pct。从居所包含的主要分项看,自有房等价租金1月环比0.6%,也较上月增长0.2pct,或是本月居所通胀韧性的主要贡献;主要住所租金环比持平上月。同样因为基数效应,两个主要分项同比仍继续回落,主要住所租金同比1月增长6.1%,上月为6.5%,自有房等价租金1月同比增长6.2%,较上月下降0.1pct。

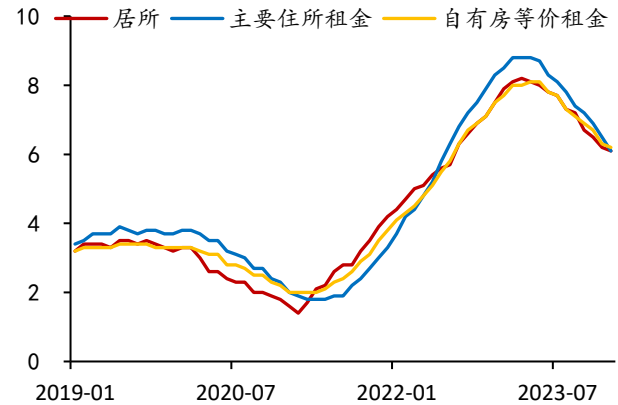
从近期的变动趋势看,燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落,其中燃料和公用事业在6月开始负增长,1月再次回到负增长,同比负增长0.6%。家用家具和功能1月同比增长0.2%。

图表15: 住宅和分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

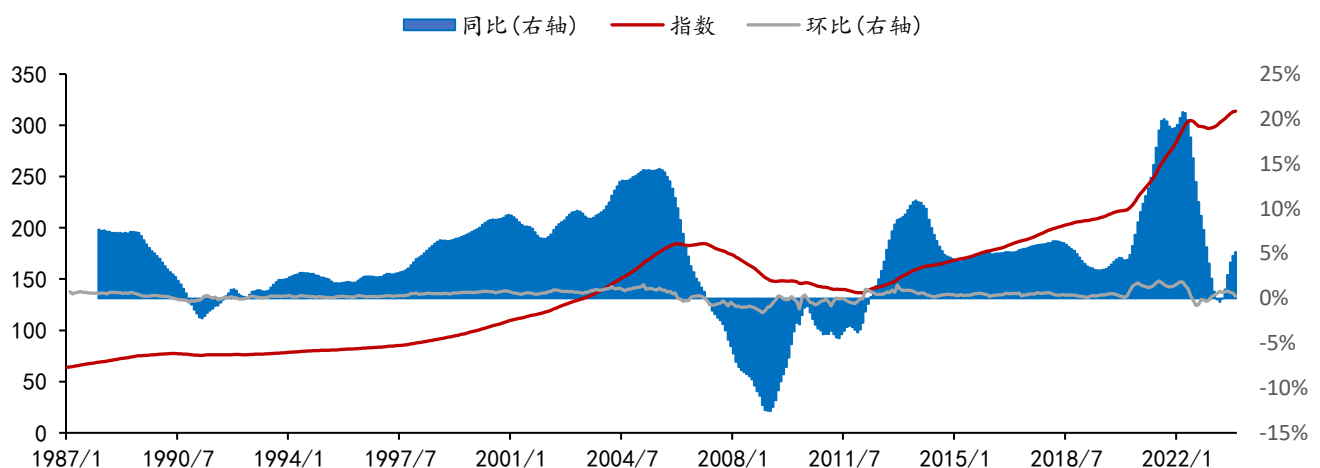
图表16: 居所及其分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

S&P/Case-Shiller 美国房价指数显示房价上涨还在继续。房价的增长或对住宅通胀下行造成障碍。房价同比虽然从 2023 年 4 月开始负增长, 但 2023 年 7 月同比恢复正增长, 2023 年 11 月继续扩大到 5.16%。环比增速在 2023 年 2 月回正后, 增速不慢, 2023 年 11 月环比 0.24%, 低于 10 月 0.59%。

图表17: S&P/Case-Shiller 美国房价指数

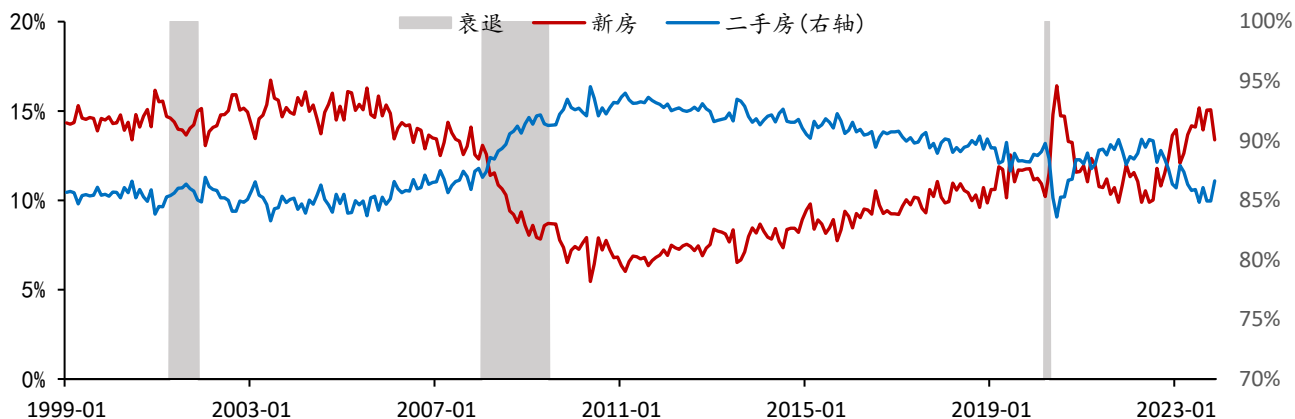


资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

房价的走势仍值得关注, 其中二手房的交易是占比最高。成屋(二手房)市场上, 在低利率时代购入的房屋购房者由于锁定了较低的房贷利率, 并不愿意售房。由于二手房的供给较少, 或助推价格的上涨。

随着时间的推移，房价的变化确实可以预测租金的变化——尽管这种关系远非 1:1，而且存在很长的滞后性。达拉斯联储的 Xiaoqing Zhou 和 Jim Dolmas 发现²，房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在 16 个月后就达到 0.75 左右的峰值；与租金通胀的相关性在 18 个月后就达到峰值。

图表18：新房和二手房销售比例(%)

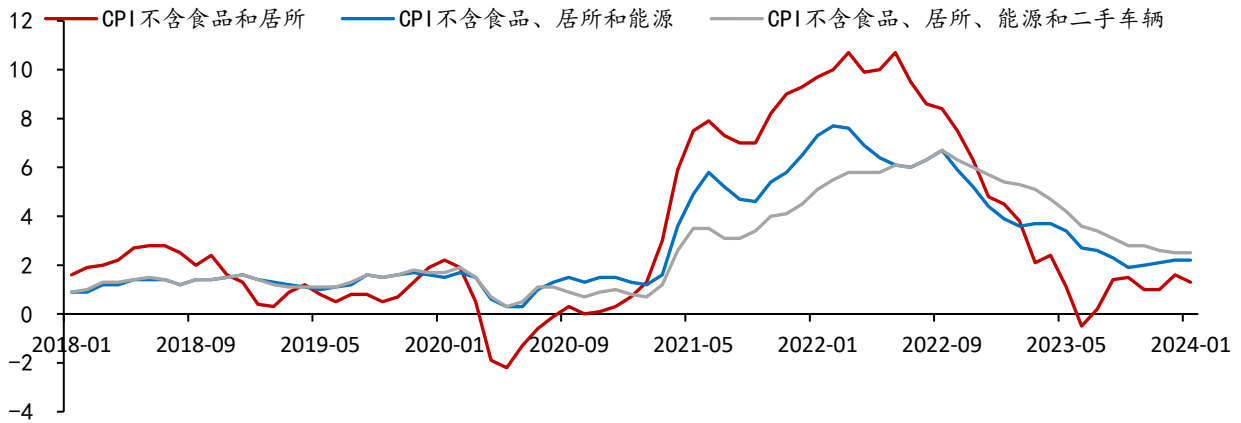


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

另外，CPI 不含食品、居所、能源和二手车 1 月同比增长 2.5%，和上月持平。从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所，而能源、二手车是主要驱动通胀下行的分项。CPI 不含食品和居所的同比 1 月增长 1.3%，上月 1.6%，把居所去掉的话通胀已经回到了美联储的目标之下。

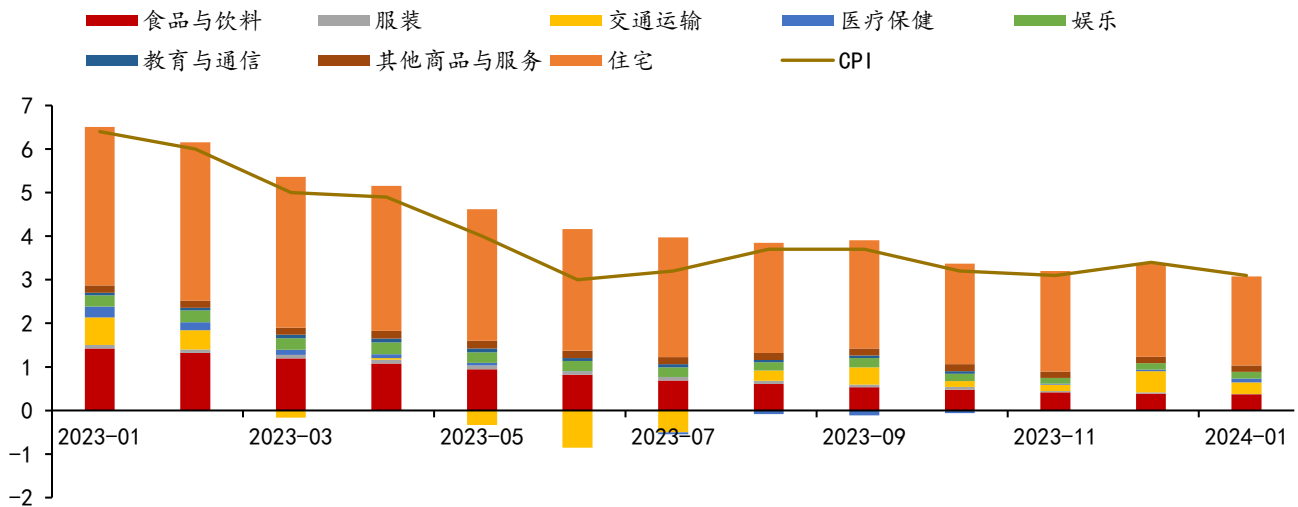
² <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0824>

图表19: CPI 通胀剔除特定分项 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表20: CPI 通胀同比不同分项的贡献率 (%)

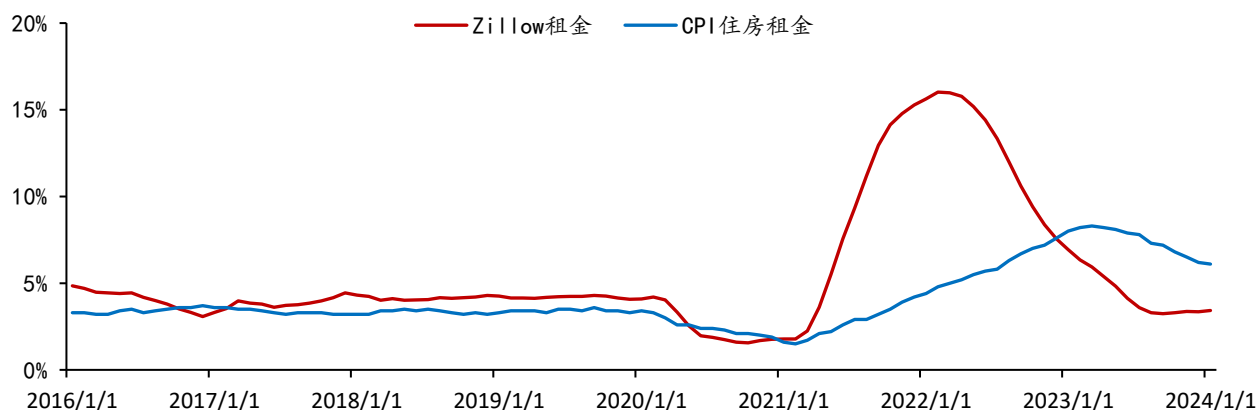


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表21: CPI 通胀 8 个主要类别 (%)

时间	同比								环比							
	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务
2023年1月	9.9	8.2	3.1	3.8	3.1	4.8	1	6.2	0.7	1	2.6	0.7	0.1	0.7	0.3	0.6
2023年2月	9.2	8.2	3.3	2.6	2.3	5	1	6.1	0.4	0.5	3.3	0.7	-0.4	1.1	0	0.9
2023年3月	8.3	7.8	3.3	-1	1.5	4.8	1.4	6.1	0.1	0.3	0.8	0.9	-0.3	0.1	0.1	0.5
2023年4月	7.5	7.5	3.6	0.2	1.1	5	1.6	6.6	0.2	0.2	-1	2.1	-0.1	0.5	0	0.9
2023年5月	6.6	6.8	3.5	-2	0.7	4.5	1.5	6.7	0.2	0.3	-0.3	0.5	0	-0.1	-0.2	0.5
2023年6月	5.7	6.3	3.1	-5.1	0.1	4.3	1.1	6.3	0.1	0.6	-0.7	0.5	0	0	-0.2	0.2
2023年7月	4.8	6.2	3.2	-3	-0.5	4.1	1.2	6.1	0.3	0.3	-1	0.2	-0.1	0.1	0	0.1
2023年8月	4.2	5.7	3.1	1.4	-1	3.5	1	5.8	0.2	0.3	1.6	1.3	0.3	-0.2	0.2	0.4
2023年9月	3.7	5.6	2.3	2.4	-1.4	3.9	1	6	0.2	0.5	1.4	-0.6	0.1	0.4	0.3	0.6
2023年10月	3.3	5.2	2.6	0.8	-0.8	3.2	0.9	6.2	0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	0	-0.2	0.6
2023年11月	2.9	5.2	1.1	0.9	0.2	2.5	-0.1	5.6	-0.2	0.2	-3.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.4	0.2
2023年12月	2.7	4.8	1	2.9	0.5	2.7	-0.1	5.5	0.1	0.3	-1.8	-1.4	0.3	0.4	0	-0.2
2024年1月	2.6	4.6	0.1	1.6	1.1	2.8	0	5.7	0.6	0.8	1.7	-0.5	0.7	0.7	0.4	0.8

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表22: CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比 (%)


资料来源: Wind, Zillow, 国联证券研究所整理

2. 通胀让美联储降息或比较谨慎

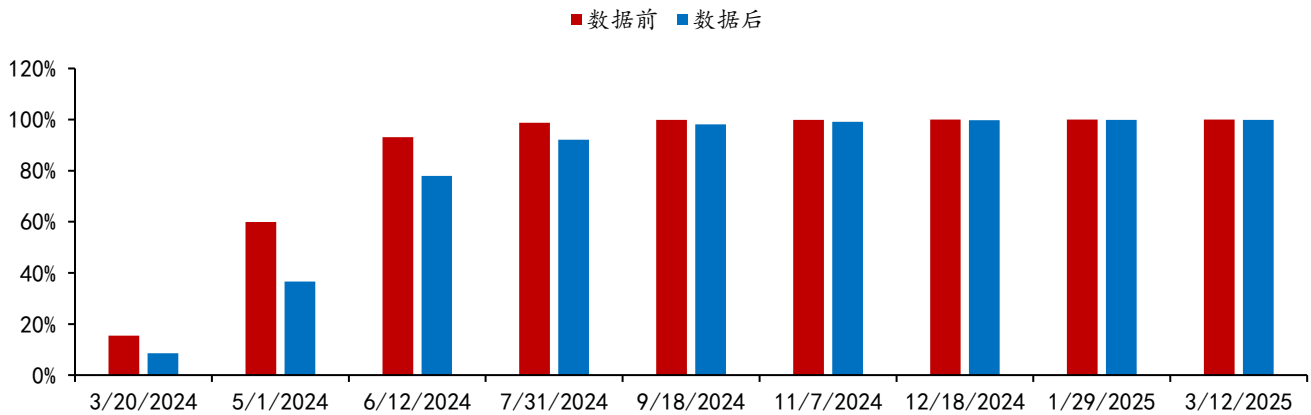
通胀数据略超预期的情况下, 市场关于美联储降息的预期明显降温。3 月美联储就降息的可能性不大, 6 月份降息也存在不确定性。今年虽然大概率降息, 但是因为经济的韧性和通胀的风险, 我们仍然认为美联储降息的时点或偏晚。三大股指收盘明显下行, 国债利率显著上行。

2.1 美联储降息时点的争论或推迟到6月

CPI 通胀数据略超预期，美联储或不会过早降息，数据公布后国债利率走高，市场也在重新定价降息可能性。

美联储3月会议降息的概率在通胀数据公布进一步下降，已经不足10%。期货市场一度认为6月大概率会降息，通胀数据公布后6月降息的概率也降到了不足80%。7月降息的概率也略微下降，但仍超过9成。

图表23：美联储开始降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。1月的就业数据显示就业市场仍然强劲，这次的通胀报告显示降通胀的任务可能仍有些不确定性，两者加起来让美联储或不会太早降息。美联储1月会议上鲍威尔说3月降息不是他的基准预测，目前的数据基本上支持他的说法。

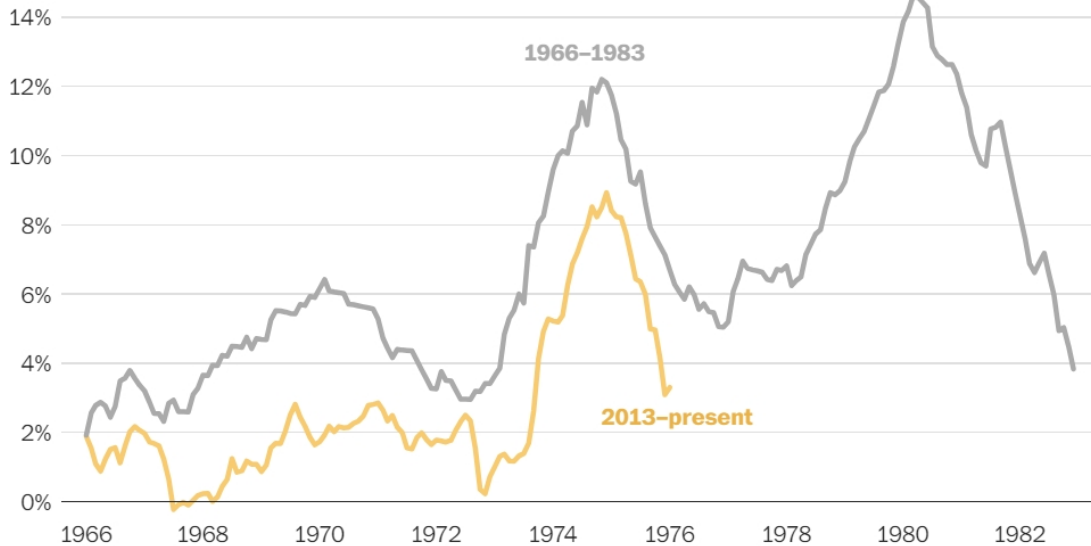
前财政部部长拉里·萨默斯(Larry Summers)在他2023年8月的文章里面画了这样的一张图³，把2013年以来的CPI走势和1966年的CPI走势画到一起，可以看到2023年8月截止，通胀的回落似乎像极了70年代大通胀时期通胀从74年开始回落的那部分轨迹。

³ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/08/24/federal-reserve-jerome-powell-inflation/>

图表24：当下CPI和历史上60年代CPI的对比(%)

The last decade of U.S. inflation mirrors 1966 to 1976

Consumer Price Index year-over-year percent change



Monthly data; seasonally adjusted.

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

THE WASHINGTON POST

资料来源：华盛顿邮报，国联证券研究所整理

近 10 年的 CPI 通胀走势确实和 1966-1976 年通胀的走势有几分相似，但是仅仅从这个曲线图的对比，并不足以说明接下来通胀的走势也将重蹈 70 年代的覆辙。

但是图 24 至少是一个重要的提醒，通胀卷土重来的风险或是美联储目前降息的重要担忧。

2.2 资产价格对降息概率重新定价

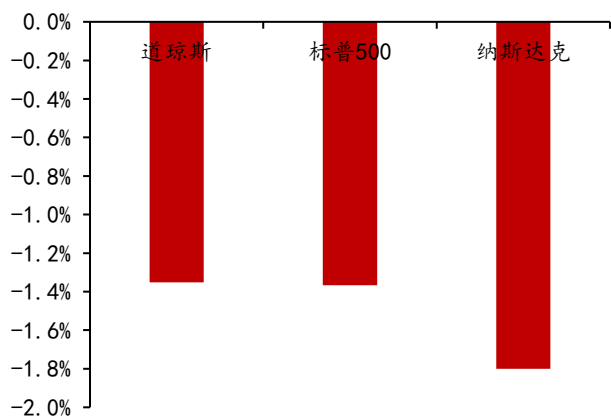
通胀数据公布后，美国三大股指均显著下行，到收盘纳斯达克下跌 1.8%，标普下跌 1.37%，道琼斯下跌 1.35%。股票市场的整体反映市场认为通胀数据让美联储降息预期降温。

美元指数走高，一度逼近 105；现货黄金走低，跌破 2000 美元，下行到 1990 美元附近波动。

3 个月的国债收益率收盘上升 2 个基点，2 年国债收益率上升 18 个基点，10 年

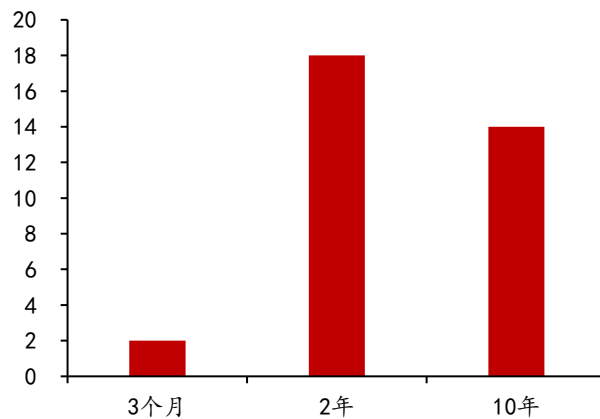
期国债收益率上升 14 个基点，美联储降息的时点或不会太早。

图表25：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：美国国债利率收盘变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 风险提示

美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼