

宏观报告

证券研究报告

2024年03月12日

美国核心通胀反弹的两条线索

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-为什么小非农（ADP）与非农（NFP）就业持续背离》2024-03-10
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年3月第2周》2024-03-10
- 3 《宏观报告：宏观点评-地产企稳的标志》2024-03-07

美国的通胀水平相较于本轮周期高点缓和明显。

核心商品快速去通胀，但核心服务通胀依然极具粘性，三个月平均环比折年率亦有明显反弹的趋势。

我们认为未来美国核心通胀或将进一步反弹。其背后有两条主要线索：

线索 1：去通胀进程本就极其有限的住房通胀，将随着房价的反弹带来新的通胀压力

最新数据中，业主等权租金远高于主要居所租金。随着房价持续反弹，OER 的高增或将缓慢向非主要居所租金传导，进一步推高住房租金分项。

23 年 6 月见底反弹的美国房价指向 24 年 6-7 月的住房通胀反弹，将对核心通胀带来新的压力。

线索 2：火热的低技能服务业与难弥合的劳动力供需缺口推动超级核心通胀反弹

难以弥合的低技能服务业供需缺口阻碍了去通胀进程，这也使得其薪资增速难以大幅缓和，增加超级核心通胀压力。

当前美国劳动力整体供需缺口为 270 万人左右，仍远高于 2019 年 110 万人的水平，薪资增速均难以实质性跌破 4%。

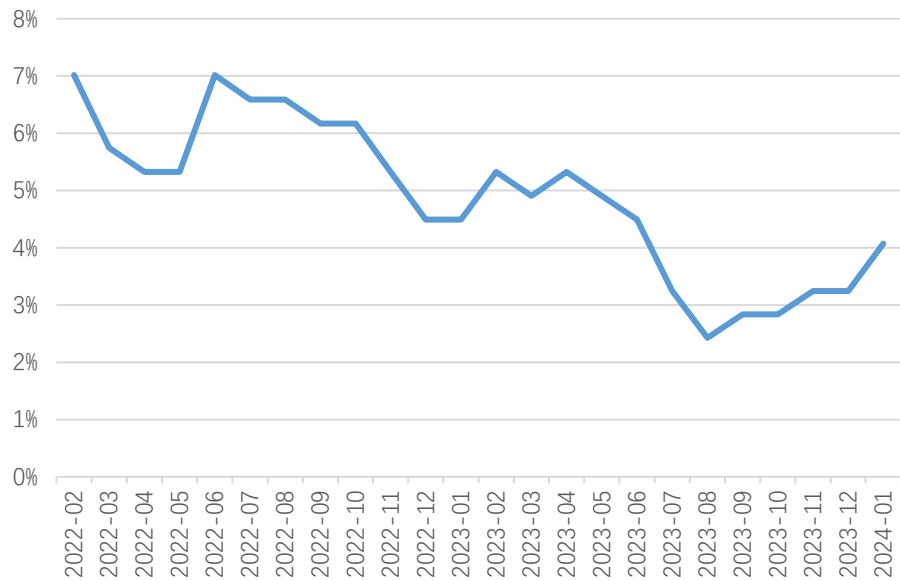
美国劳动力供给修复遇到瓶颈，供给偏紧的局面或将延续，托底薪资增速，间接支撑核心服务通胀反弹。

风险提示：美国抵押贷款风险暴露导致房价大幅下跌，美联储维持高利率时间高于预期，美国海外劳动力供给超预期。

美国的通胀水平相较于本轮周期高点缓和明显。总体 CPI 从 2022 年 6 月 9.0% 的高点下降至 2024 年 1 月的 3.1%；核心 CPI 也从 2022 年 9 月的 6.6% 下降至 2024 年 1 月的 3.9%。

但近半年来通胀的下降速率趋缓，核心 CPI 三个月平均环比折年率更是自 2023 年 8 月起持续反弹，并有进一步上升的趋势。

图 1：核心 CPI 三个月平均环比折年率持续反弹，并有进一步上升的趋势。



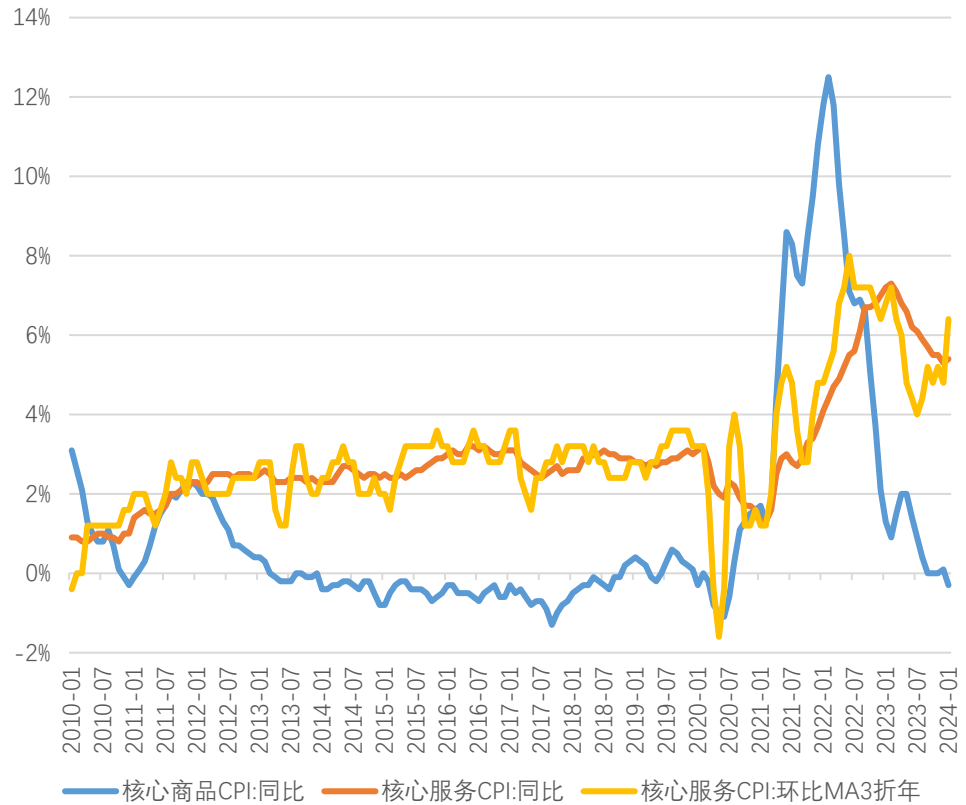
资料来源：Wind，天风证券研究所

此前美国核心通胀的快速降温主要是依靠核心商品的持续去通胀。核心商品同比已从 2022 年 2 月 12.5% 的峰值下降至 2024 年 1 月的 -0.3%，进入与疫情前类似的负区间水平。

核心商品持续去通胀的背后有三个原因：供应链瓶颈的持续修复，非燃料（nonfuel）进口价格同比的持续放缓以及 PPI 的持续下行。

我们认为这三点在未来的改善幅度已相当有限，对核心通胀的改善贡献变弱。

图 2：核心商品去通胀进程明显，而核心服务仍极具粘性



资料来源：Wind，天风证券研究所

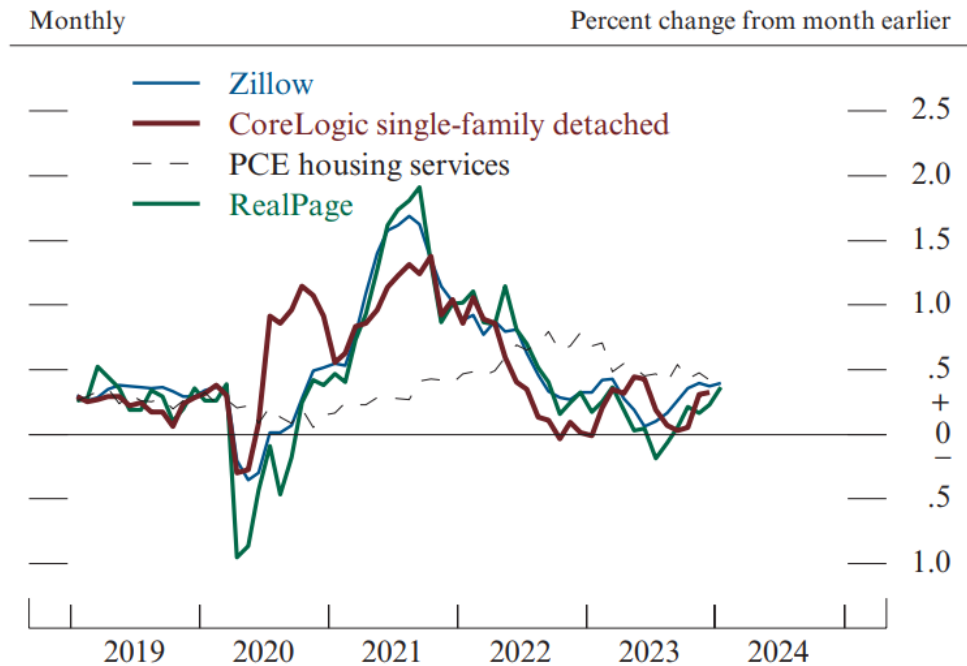
而核心服务通胀依然极具粘性，2024年1月同比录得5.4%，较最高点回落不足2个百分点，也远高于疫情前2011-2020年10年间2.6%的平均水平；三个月平均环比折年率亦有明显反弹的趋势。

我们认为未来美国核心通胀或将进一步反弹。其背后有两条主要线索：

线索 1：去通胀进程本就极其有限的住房通胀，将随着房价的反弹带来新的通胀压力

住房去通胀进程程度极为有限。在近半年的时间内，美国租金价格环比稳定在0.3%左右，且自2023年年中以来持续反弹。

图 3：自 2023 年年中以来，不同口径下住房租金价格环比不断升高

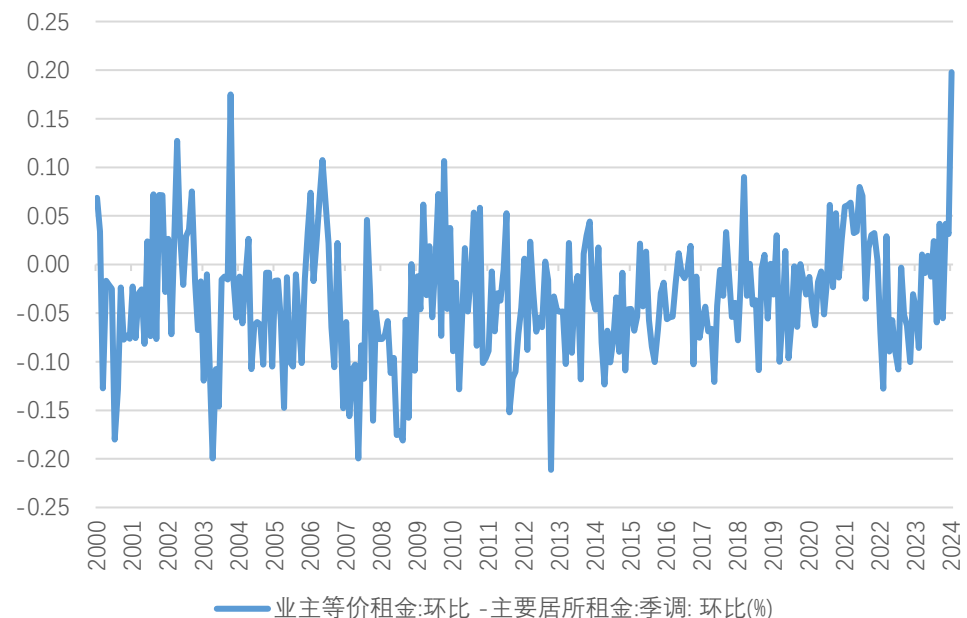


资料来源：BEA, CoreLogic, Inc., Zillow, Inc., RealPage, Inc., FED, 天风证券研究所

住房去通胀进程相对缓慢的背后固然有指标编纂的因素：其衡量的是“全部租客成本（包含实际租金和业主隐含租金）”，而新租金的放缓在价格分项的更新中有所滞。

但更令人担忧的是，美国住房通胀是否已经完整地反应了此前一段时间美国地产价格的调整；如果是的话，未来住房分项或将带来更大的核心通胀压力。

图 4：业主等价租金增速远高于租金增速，或指向住房通胀进一步加速



资料来源：Wind, 天风证券研究所

我们提出这个担忧主要基于以下两个原因：

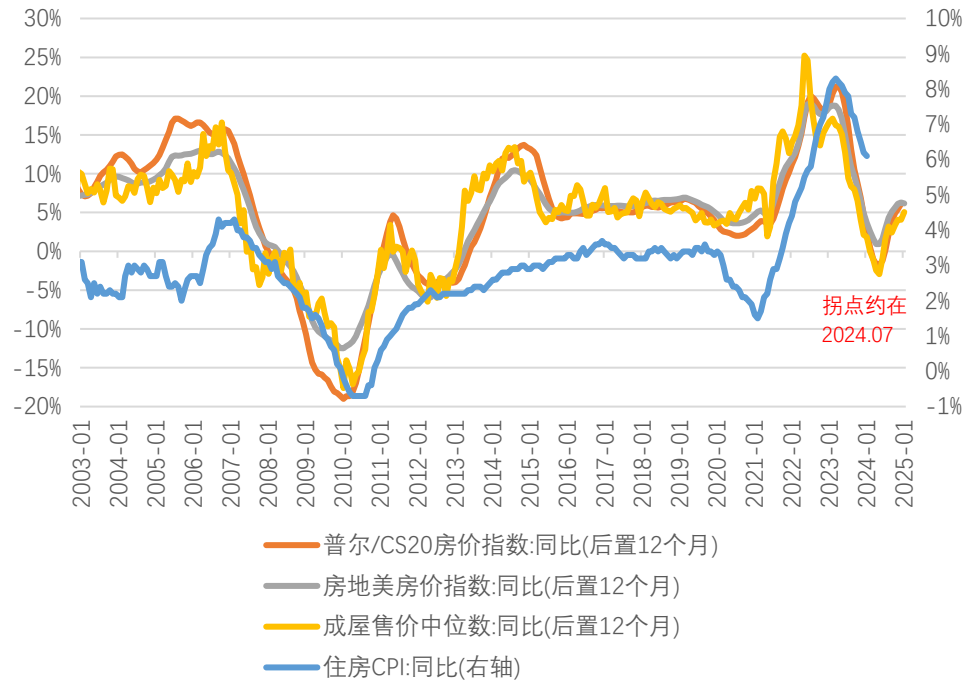
首先，最近数据的住房通胀分项环比中-业主等权租金（OER）要远远高于主要居所租金（rent of primary residence），两者之差处于 2000 年以来极值水平。

这意味着，美国业主对自身房屋价值增速的估计要远高过实际的租金价格变动。若房价

反弹的趋势延续，OER 的高增或将向主要居所租金传导，进一步推高住房租金分项。

其次，美国住房通胀滞后房价变动约 12 个月。因此 2023 年 6 月见底反弹的美国房价或将在 2024 年第二季度末对核心通胀带来新的压力。

图 5：美国房价从 2023 年 6 月开始反弹，住房通胀滞后月 12-15 个月

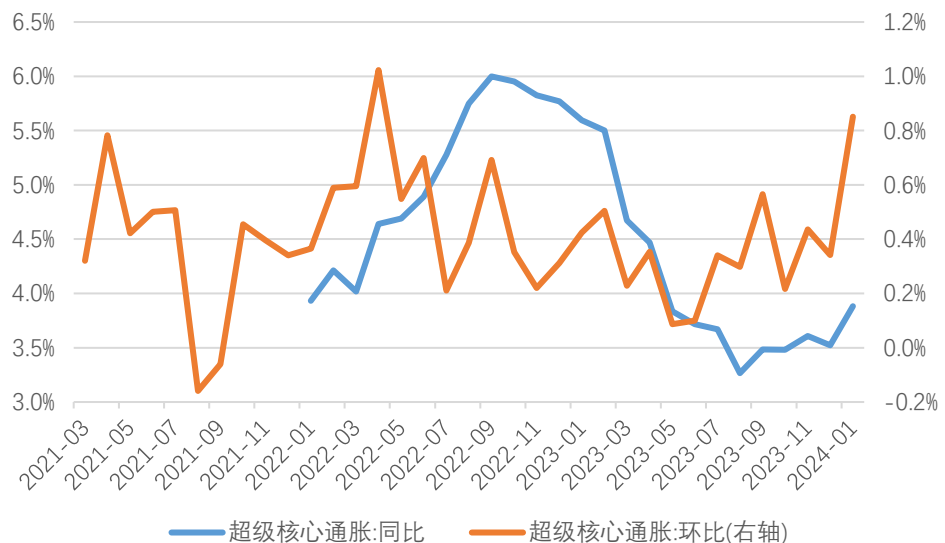


资料来源：Wind，天风证券研究所

线索 2：火热的低技能服务业与难弥合的劳动力供需缺口将推动超级核心通胀反弹

超级核心通胀（非房核心服务通胀）与住房通胀类似，自 2023 年第三季度以来持续反弹。环比读数在 2024 年 1 月更是冲高至 0.85%，同比也回到近 4%水平。

图 6：美国超级核心通胀依然火热

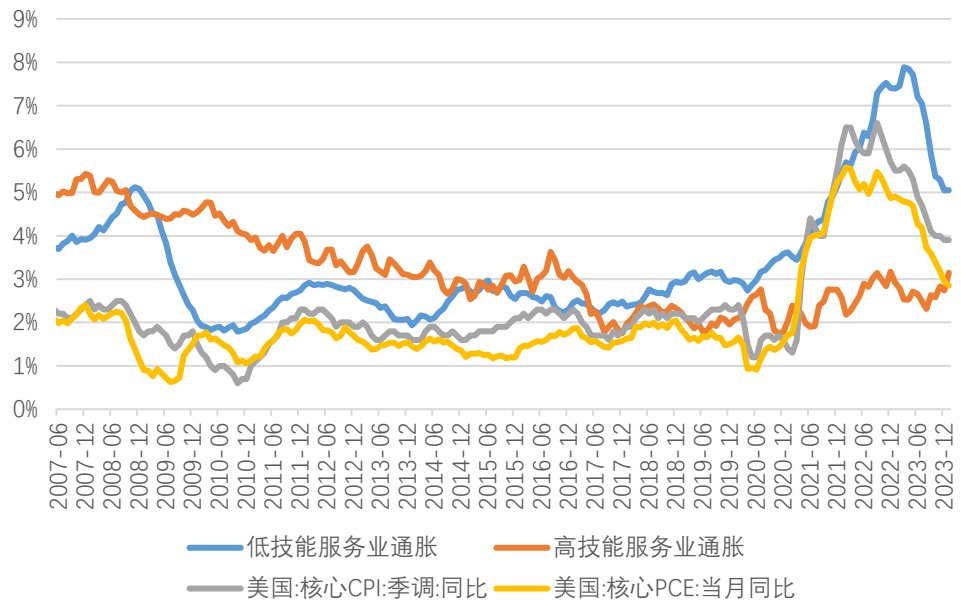


资料来源：Wind，天风证券研究所

从高技能与低技能服务通胀的角度看，疫情期间大幅升高的低技能服务通胀的回落进程

明显放缓；而高技能服务通胀再次反弹至 3.1% 的疫情以来高点。

图 7：美国低技能服务业去通胀进程放缓，高技能服务业通胀反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

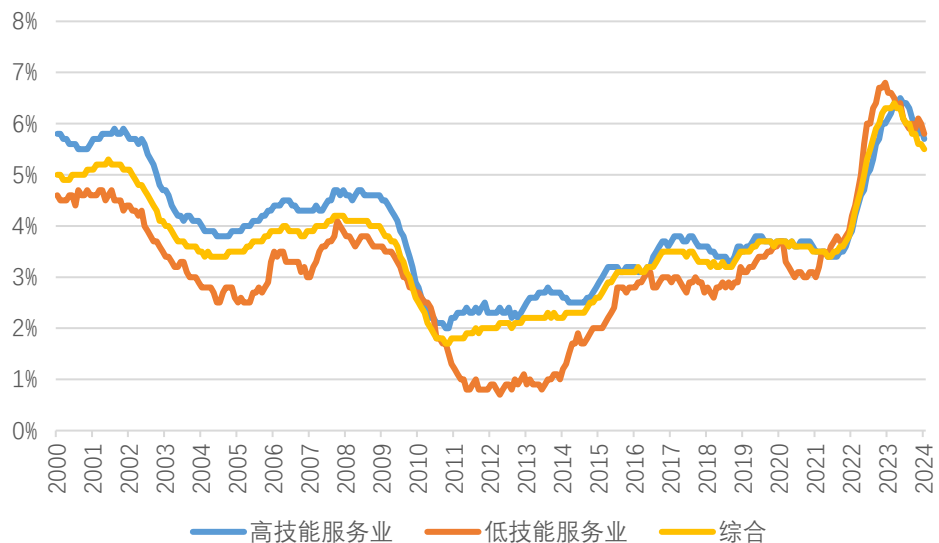
我们认为低技能服务通胀回落斜率放缓的主要原因依然是劳动力供需缺口难以弥合。这些低学历/低技能劳动力相较于疫情前仍存在约 190 万人的供给缺口，且主要集中在 25-34 岁的低学历青年供给缺失。

1 月 JOLTS 和 2 月的非农就业报告也再次印证的这一点。“教育与医疗保健”和“休旅酒店业”的职位空缺数再次反弹，反映出强劲的劳动力需求。

就业人数方面，“教育与医疗保健业”新增就业依然稳定在 9 万人左右，而“休旅酒店业”新增就业大幅反弹至 5.8 万人，两者合计贡献超过一半的非农私人部门新增就业。

低技能服务业就业市场的火热也使得其薪资增速难以大幅缓和，增加超级核心通胀压力。

图 8：美国低技能服务业薪资增速依然远高于疫情前水平



资料来源：亚特兰大联储，天风证券研究所

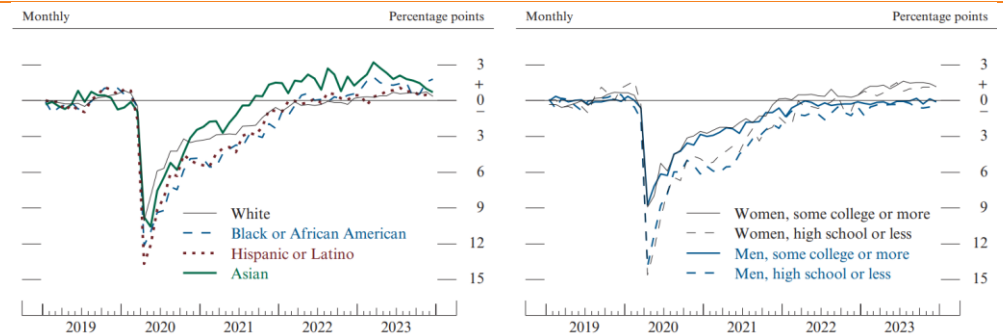
美国劳动力供不应求的问题仍然在延续。当前供需缺口约 270 万人，仍远高于 2019 年

115 万人的平均水平，各口径下薪资增速也难以实质性跌破 4%。

25-54 岁劳动参与率也修复至 83.5% 水平，高出疫情前水平 0.4 个百分点。

这意味着当前美国劳动力供给的潜在增量空间已很有限。

图 9：美国疫后劳动参与率修复已比较充分，壮年参与率水平已高于疫情前水平



资料来源：BLS, US Census Bureau, FED, 天风证券研究所

尽管近期美国的移民数据带来了一些“好消息”，例如根据美国调查局的测算，2023 年美国移民人数约为 120 万人；以及美国 2 月非农报告中未季调的移民劳动力（海外出生的劳动力）环比增加 127.7 万人，这是自 2007 年有统计以来单月最高增长水平。

且当前美国移民劳动力与疫情前相比高出约 380 万人。

但整体来看，我们认为美国劳动力市场供给偏紧的局面或将延续，托底薪资增速，间接支撑核心服务通胀反弹。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com