

宏观点评 20240312

2月通胀：超预期，但含量不足

2024年03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

相关研究

《“紧日子”怎么过？地方财政看“门道”》

2024-03-10

《2月通胀：春节效应助力CPI率先回正》

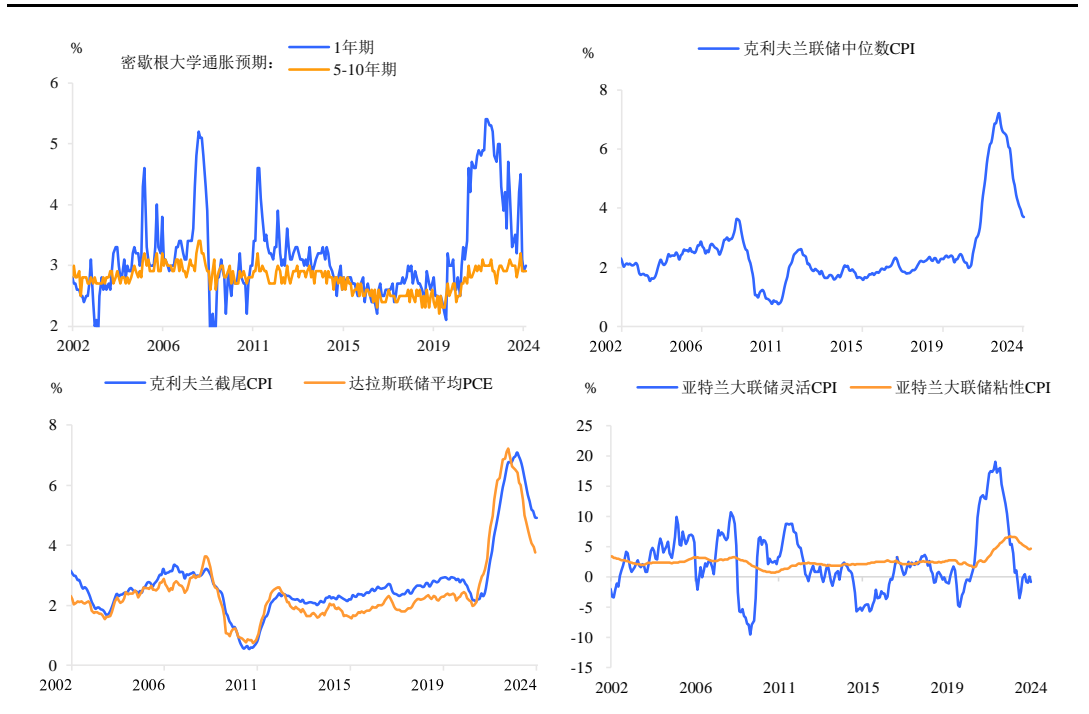
2024-03-09

- **美国通胀“1月特例论”不攻自破，2月数据很“不给面子”。**美国2月通胀和核心通胀双双超预期，这似乎和各联储密切跟踪的通胀指标的回落有些“背道而驰”。评估美国通胀指标显示潜在的通胀在不断“迈”向2%，剔除异常波动后的通胀持续回落。但我们认为当前最核心的佐证通胀前景的指标亚特兰大联储粘性CPI回落缓慢，显现出通胀更具有持续性。这也是通胀所需要走的“最艰难、最后一段路”。
- **最后一段路，谁在“拖后腿”？**根据旧金山联储，很明显通胀回落的堵点在于“**需求型通胀**”和“**周期型通胀**”。具体来说，需求型通胀被定义为同月价格和数量的实际值高于预测值；周期型通胀则是把价格对整体经济状况更为敏感的类别归纳于此。更直白的说，**当前的通胀几乎完全是由住房租金及住宿、医疗保健和交通等服务推动的。**
- **从细项上来看2月通胀数据，住房和汽油价格是导致指数上升的主要原因，两者占2月增幅的60%以上。**食品和家庭食品价格整体与上月保持不变。核心商品方面，新车和二手车的价格走势脱节。那么具体来看：
- **能源价格是推动本次整体CPI上涨的重要推手。**2月能源通胀掉头加速，根据美国汽车协会数据，普通汽油价格较一个月前上涨约20美分，涨幅超过6%，成为能源价格反弹的主要原因。虽然能源在一揽子CPI中占比并不是最大的，但是油价不仅影响着商品价格，也会延伸到其他服务价格，这也将抬升通胀预期从而加剧通胀风险。
- **住房租金仍是最大“贡献者”，但增速有所放缓。**2月住房分项CPI环比上升0.5%，住房通胀的韧性仍是核心CPI的主要拉动。但相对于1月住房分项增速的跳涨，2月增速明显有所放缓。房租环比也从1月0.6%下降至0.4%，住房通胀有所降温。但当前住房类通胀的居高不下仍使得通胀目标的实现面临重重阻碍，近期美国房价指数同比增速有所回升，谨防后续对住房类CPI的持续传导。
- **超级核心通胀使美联储政策转向更加“纠结”。**2月美联储钟爱的指标—超级核心通胀（剔除了住房的核心CPI服务分项）环比上涨0.5%，虽然相较于1月环比上涨的0.85%有所放缓，但仍旧高于疫前水平。且同比上涨高达4.5%，创下近一年以来的最大上涨幅度。服务业的韧性依然是美联储抗通胀路上的最大“绊脚石”。从分项上来看，2月除医疗护理服务环比下降外，运输服务（环比1.4%）、休闲服务（环比0.5%）、教育和通讯服务环比增速（环比0.5%）均呈现加速趋势。
- **不过环比薪资上涨动能放缓，缓解通胀粘性。**2月非农报告显示薪资环比大幅降温至0.1%，这对于通胀来说无疑是“好消息”。不过鉴于劳动力供给紧俏情况尚未完全好转，美国企业涨薪的趋势在短期内快速逆转仍有待观察。2月薪资同比增速达4.3%，距离目标水平仍有距离。且从行业来看，采矿业、制造业、运输业、金融业及其他服务业的同比薪资增速仍高达5%的水平。
- **再者，核心商品环比增速的转正也是后续通胀回升的一大“隐患”。**虽然2月核心商品同比增速延续负增长，助力核心CPI继续下行。但从环比增速上来看，2月在二手车（环比0.5%）的带动下，核心商品环比增速一度结束了去年6月以来持续的负增长，给后续核心通胀的回升埋下隐患。尤其是近两个月Manheim二手车价格指数环比呈现回升趋势，二手车分项通胀。
- **通胀不仅扰动着美联储，同样是拜登的一大“心结”。**因为从通胀和失业角度来看，当总统任期内发生高通胀和高失业率时，一般连任失败。截至目前，虽然拜登四年任期内失业率控制的较好，但平均物价水平却仍旧与连任成功的2.9%有差距。因此若想要连任成功，通胀还需要再加把劲儿。而相比于美联储“无法保证通胀会持续降至联储目标2%”，拜登显得更有“信心”，他在费城竞选活动上公开“打赌”预测降息，这在

历史上还是头一次。

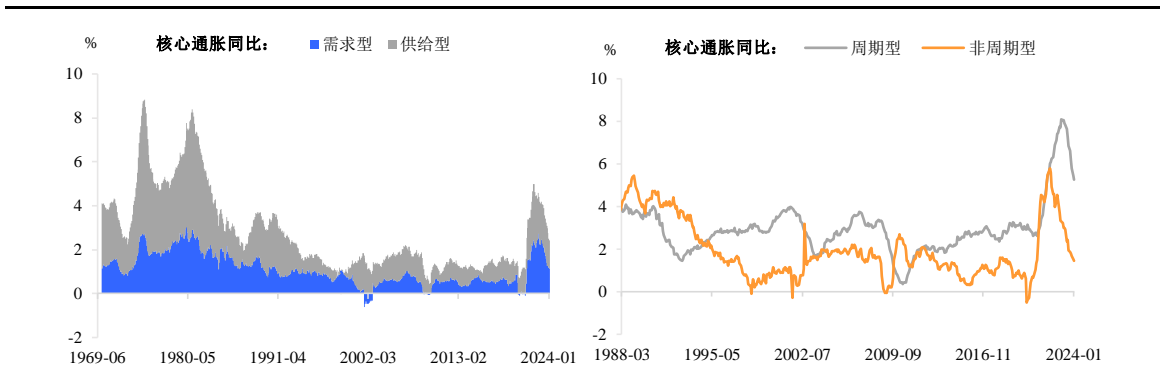
- **鉴于通胀当前对美联储加息的指引性更强**，根据此前我们的测算，通胀如果不能连续保持“好”的环比下降标准，那么将在上半年小幅反弹。**这也符合鲍威尔及其他票委此前的判断：通胀将以一种崎岖的方式回落。因此需要物价以“令人信服”的方式放缓**，这一要求便是环比稳定在0.3%的增幅以下，或者更低。显然本月核心通胀环比上涨的0.4%，离着“好”的方向远了一步。
- **至于降息何时开启？**上周鲍威尔曾表示，如果通胀走势符合预期，降息的过程“将会在今年开始”。**我们认为这一标准是CPI至少要持续下降3个月，美联储才会认可通胀的下降趋势。**由于本月通胀的小幅反弹，美联储需要跟多份数据的支持才能对降息更有“信心”，6月降息越来越难。
- **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: 美国潜在通胀指标纷纷下降



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 需求型、周期型通胀在“拖后腿”



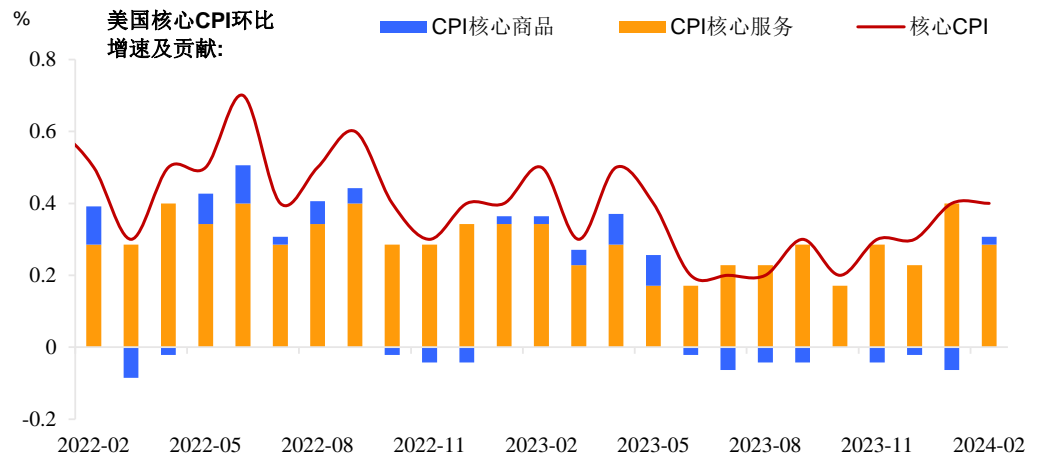
数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

图3: 美国 CPI 各分项数据

2024年2月美国CPI数据一览										
	同比, 季调 (%)					环比, 季调 (%)				
	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
CPI	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
食品	2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3
家庭食品	1.0	1.2	1.3	1.6	2.1	0.0	0.4	0.1	0.0	0.3
非家用食品	4.5	5.1	5.2	5.3	5.4	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4
能源	-1.9	-4.6	-2.0	-5.4	-4.5	2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1
能源类商品	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3
汽油(所有种类)	-3.9	-6.4	-1.6	-8.7	-5.2	3.8	-3.3	-0.6	-4.0	-4.3
燃油	-5.4	-14.2	-14.6	-24.8	-21.6	1.1	-4.5	-3.3	-1.1	-6.4
能源服务	0.5	-1.8	-0.9	0.0	-2.2	0.8	1.4	0.3	1.0	0.4
电力	3.6	3.8	3.3	3.4	2.4	0.3	1.2	0.6	1.0	0.4
公共事业(管道)燃气服	-8.8	-17.8	-13.8	-10.5	-15.8	2.3	2.0	-0.6	1.2	0.3
核心CPI	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
商品,不含食品和能源类商品	-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0
新汽车和卡车	0.4	0.7	1.0	1.4	1.9	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1
二手汽车和卡车	-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-7.1	0.5	-3.4	0.6	1.4	-0.4
服装	0.0	0.1	1.0	1.1	2.6	0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0
医疗护理商品	2.9	3.0	4.7	5.0	4.7	0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4
服务,不含能源服务	5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3
收容所	5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
运输服务	10.0	9.7	9.6	10.1	9.2	1.4	1.0	0.1	1.0	0.9
医疗护理服务	1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2.0	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2

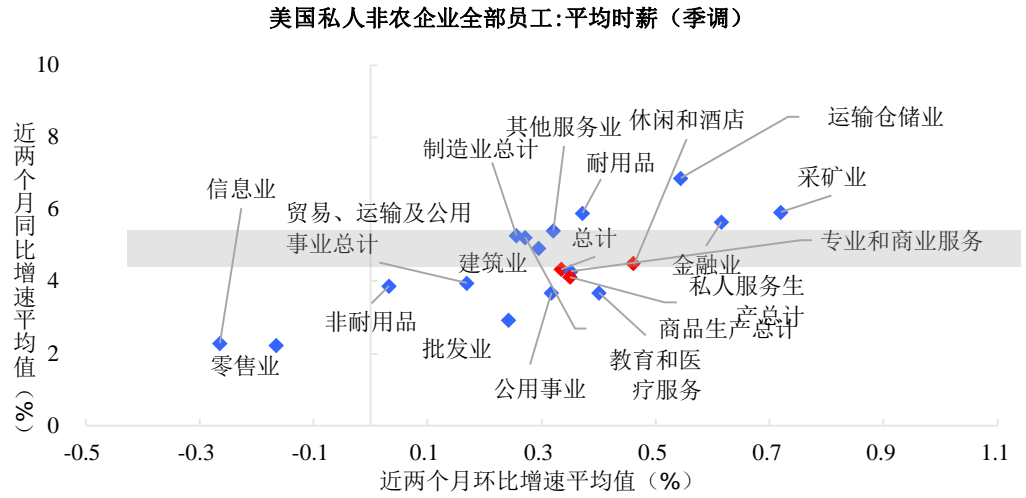
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2月核心商品环比转正



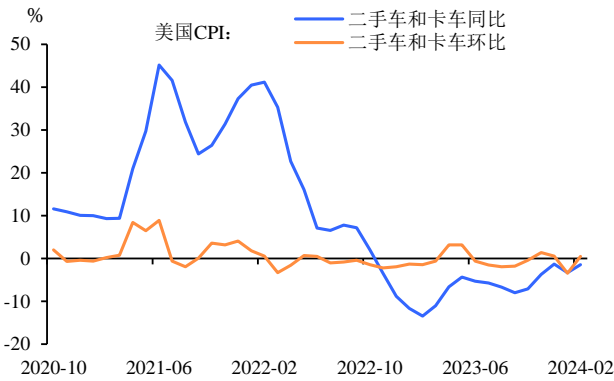
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 仍有部分行业的薪资增速在高位运行



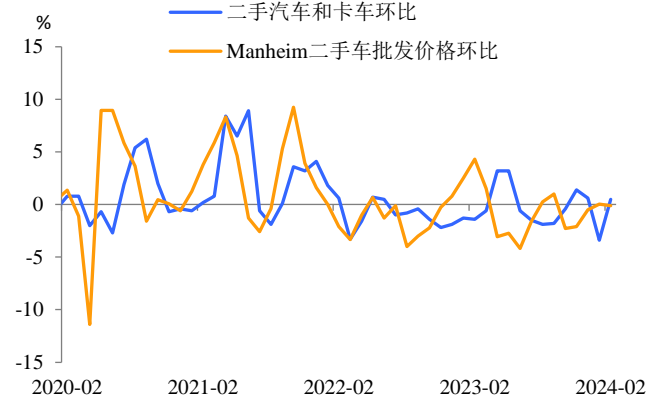
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 2月美国二手车通胀带动核心商品环比转正



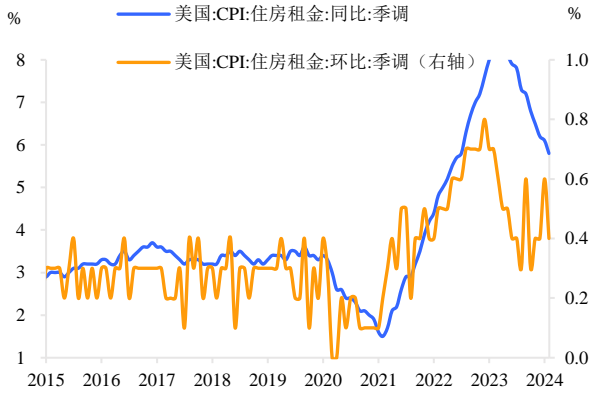
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 二手车批发价格环比回升



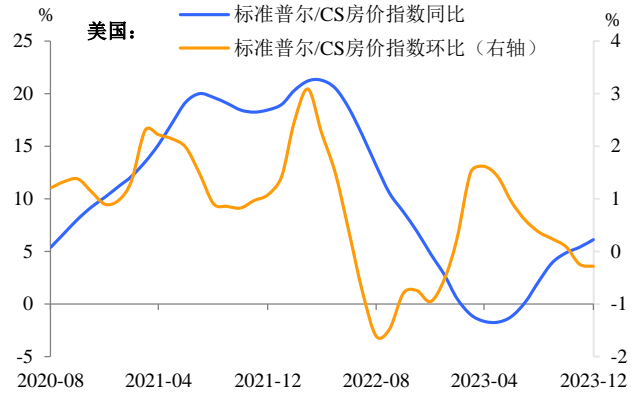
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 房租通胀环比有所下滑, 但粘性仍高



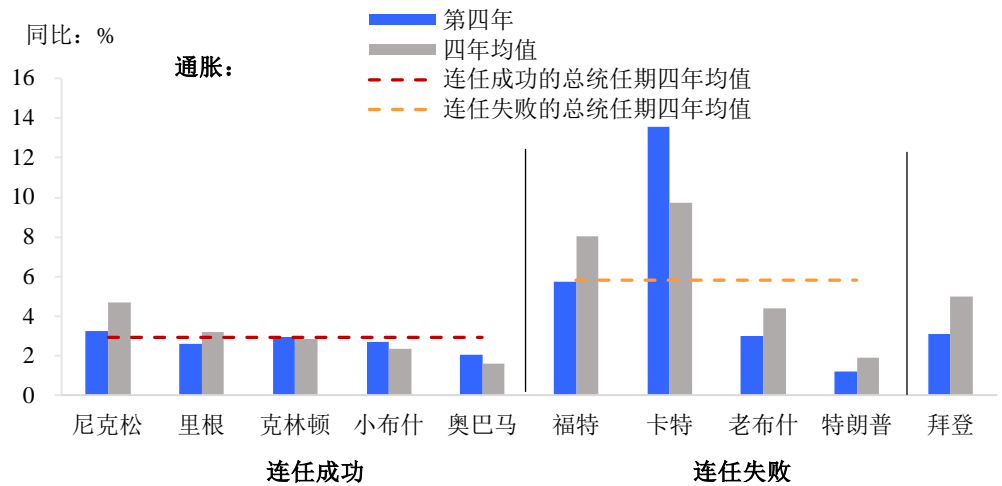
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 美国房价指数有回升趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 控制好通胀对于大选能否连任至关重要



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 美联储官员们判断通胀将以一种崎岖的方式回落

官员	日期	美联储官员表态	职位	2024FOMC投票权	2025FOMC投票权
鲍文	2024/2/27	通胀进展放缓: 经济活动和消费支出强劲, 劳动力市场紧张。如果通胀进展停滞或逆转, 仍愿意提高政策利率。尚未抵达开始降息的时间节点, 过早降低政策利率可能导致未来需要加息。如果通胀持续达到2%目标, 最终降息将是适当的。	美联储理事	有	有
柯林斯	2024/2/28	基准情景是美联储将于今年降息, 现在就说美联储是否可能在5月份降息为时尚早。联储不应就通胀的一个数据点做过度反应。	波士顿联储行长	无	无
威廉姆斯	2024/2/28	降息时点将取决于通胀朝着2%回落的信心。今年稍晚可以考虑降息, 强劲的经济使美联储有时间分析数据。	纽约联储主席	有	有
博斯蒂克	2024/2/29	最新通胀数据显示, 抗击高通胀的道路将是崎岖不平的。 通胀尚未达到目标, 宣布胜利为时尚早。重申今年夏季开始降息可能是合适的。	亚特兰大联储行长	无	有
梅斯特	2024/2/29	需求将适度下降, 今年的经济增长不会像去年那样强劲。PCE数据没有改变政策利率决策, 眼下认为今年三次降息是合适的。	克利夫兰联储行长	无	有
博斯蒂克	2024/3/4	通胀有望缓慢回归2%的目标, 但宣布胜利为时尚早: 降息存在释放新需求并加剧通胀的风险; 预计首次降息之后将按下暂停键, 以进行评估; 希望缩表步伐能够尽可能长久维持。	亚特兰大联储行长	有	无
鲍威尔	2024/3/6	重申可能适合在今年某个时候开始降息, 但美联储需要对通胀回落至目标更有信心才能降息。 降息取决于经济发展方向, 对通胀降至2%目标有一定信心。	美联储主席	有	有
鲍威尔	2024/3/7	美联储很清楚等待太久才降息的风险, 预计美联储将谨慎地撤除限制性的货币立场。	美联储主席	有	有
梅斯特	2024/3/7	今年晚些时候会降息, 目前没有紧迫性; 预计今年通胀率将继续向2%回落, 或许速度会比去年更慢; 美联储希望随着时间的推移使利率趋于中性, 不太担心降息将推动通胀; 当美联储开始降息时, 经济活动不会有太大提振; 可能会以渐进的方式降息, 美联储政策处于良好位置, 可以对下一步行动进行审慎考虑。	克利夫兰联储行长	有	无
古尔斯基	2024/3/8	美联储关注通胀率而非价格水平, 期望价格水平回到疫情前的水平是不现实的: 美联储的通胀目标是2%, 预计随着今年通胀的下降, 利率将不再那么严格。	芝加哥联储行长	无	有

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>