

# 薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟

## 事件点评

### 美国 CPI 点评（2024.2）

#### 投资要点

- ◆ **美国 2 月 CPI、核心 CPI 涨幅均超预期，其中总体 CPI 受能源价格上涨的推升作用幅度较大。**据美国劳工统计局当地时间 3 月 12 日上午公布的数据，美国 2 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别增长 3.2%、3.8%，分别较 1 月反弹 0.1 个百分点和大幅回落 0.1 个百分点，均明显强于市场预期。通胀能否稳定较快向 2% 的长期目标区间回落是当前美联储何时进行首次降息决策的最重要决定因素，2 月数据的超预期表现或将令美联储更加犹豫谨慎。从总体 CPI 的角度来看，年初以来原油价格的上涨正在以较为直接的路径向能源 CPI 传导，后者 2 月环比涨幅高达 2.3%，创出近 6 个月以来新高。当前加沙地区和红海区域地缘政治冲突严峻、复杂难解，沙特等 OPEC 重点产油国延长自愿减产协议，预计国际油价仍将维持高位，在连续 5 个月粘滞于 3.1%-3.3% 的狭窄区间之后，美国总体 CPI 同比增速的回落之路仍非坦途。
- ◆ **同样超预期的核心 CPI 则呈现出三大结构性特征：1）新一轮薪资高位向通胀的传导效应成型；2）本轮美联储加息并未对房价和房租形成大幅抑制；3）美国居民消费意愿强劲。三大结构性强劲表现一旦持续数月，美联储“首降”的时点都将被迫推迟。**2 月美国核心 CPI 同比高达 3.8%，仅较 1 月小幅回落 0.1 个百分点，过去 5 个月累计仅下行 0.3 个百分点，下行速度大幅放缓，环比涨幅更高达 0.36%，为过去 10 个月次高水平，并呈现三大结构性走强的特征。1）两大主要受数月前薪资增速传导效应决定的分项：核心非耐用消费品和除房租外的核心服务 CPI 环比均大幅反弹，2 月环比分别增长达 0.32% 和 0.52%，涨幅均显著高于过去 12 个月平均水平，显示美国薪资增速在过去数个月中所呈现的高位黏性已经开始滞后地向美国核心 CPI 形成传导，美国的“薪资通胀螺旋”在薪资向通胀传导一侧不但未有缓解，甚至有所强化。2）2 月房租环比涨幅仍超过 0.4%，大幅高于疫情前数年的正常均值涨幅；考虑到房租往往是此前 5 个月房价的滞后、平均意义上的综合体现，本轮美联储的迅速加息路径实际上并未对美国房价和租金造成实质性的抑制效果，而这一点也将阻碍美国核心 CPI 的下行。3）2 月美国耐用消费品环比跌幅仅 -0.06%，较 1 月收窄达 0.4 个百分点，是过去 9 个月的连续环比下跌过程至今跌幅最小单月，该分项与美国居民消费需求的关联度较高，显示美国当前仍处于财政扩张、居民收入高增驱动的需求偏热周期阶段，强劲的消费需求也将对美国“薪资通胀螺旋”形成强化作用。我们小幅上修美国核心 CPI 预测，预计在 5 月同比降至 3.4% 之后，将基本维持在这一“平台”水平直至 10 月，唯有在 11-12 月预计才可小幅下行至 3.3% 左右，仍远高于美联储 2% 的长期通胀目标。加之美国潜在劳动力供给空间有限，年内失业率可能将再度有所下行，我们维持美联储首次降息预计发生在 9 月的相对市场更为谨慎的预测不变。
- ◆ **非美发达经济体经济增长前景普遍趋于恶化，核心通胀回落已经并预计将持续快于美国，欧英央行被迫提前于美联储在 6 月实施降息的概率提升，年初至今美元指数的上行趋势或远未完结，不可低估其所带来的全球流动性紧缩效应，我国货币政策宽松性操作年内仍可能持续受到人民币被动贬值压力的牵制，财政政策维持或超出两会年度预算的扩张规模对于今年 5% 左右高质量增长目标的重要性进一步提升。**
- ◆ **风险提示：**美联储降息晚于预期导致美元指数上冲、限制我国货币宽松空间风险。

分析师

秦泰

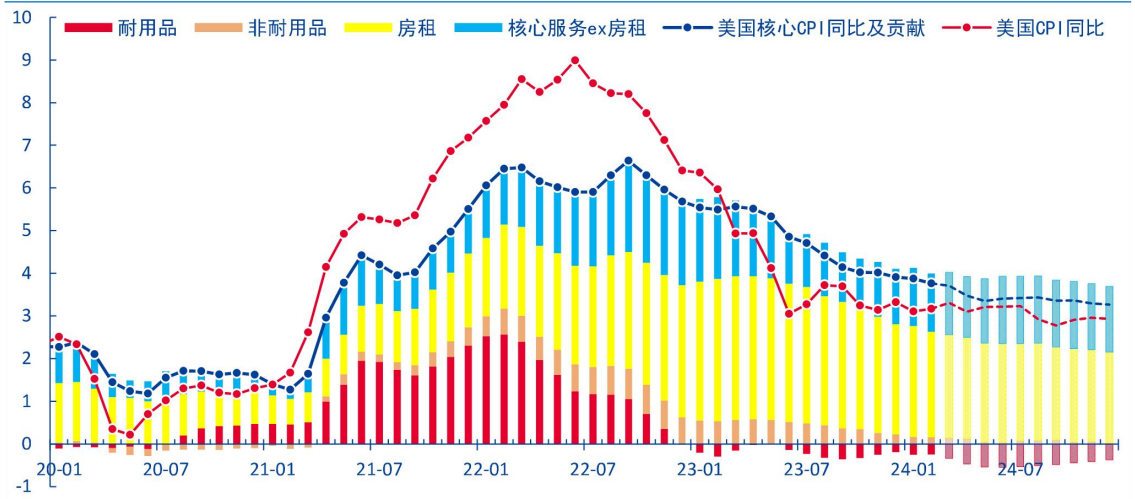
 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

#### 相关报告

- CPI 改善能否持续？欧美谁将率先降息？——华金宏观·双循环周报（第 48 期）  
2024.3.9
- 剔除闰年春节效应，出口难言强劲——进出口数据点评（2024.1-2）  
2024.3.7
- 《政府工作报告》解读：兼具灵活性的主动出击  
2024.3.5
- 两会前瞻：新质生产力、以旧换新、财政扩张  
2024.3.3
- 产需偏弱去库加速，亟需刺激有效内需——PMI 点评（2024.2）  
2024.3.1



图 1: 美国 CPI 同比及预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn