

2024 年 03 月 13 日

通胀水平略有反弹，但对 2024 降息时点影响或有限 ——美国 2 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布 2 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.2%，略超过市场预期，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上升 3.8%，环比上升 0.4%，均略超过市场预期。

● 通胀水平略超预期反弹，去通胀之路“前路仍漫漫”

1. 总体通胀略超预期反弹，核心通胀略有下行。美国 2 月 CPI 同比上升 3.2%，略超过市场预期。环比增速较 1 月上漲 0.1 个百分点至 0.4%。核心 CPI 同比上漲 3.8%，环比上升 0.4%。总的来看，美国去通胀进程中短期内或处于“攻坚期”，当前通胀水平虽然正在向着美联储的目标前行，但所需时长或仍存在较多的不确定性。

2. 分项看，能源通胀降幅收窄，核心通胀缓慢下行。具体而言，2 月能源项同比下降 1.9%，跌幅较 1 月份收窄 2.7 个百分点；食品方面，2 月份食品项同比上升 2.2%，较 1 月份下降 0.4 个百分点，连续 19 个月下降；核心 CPI 方面，2 月核心 CPI 同比上升 3.8%，环比上升 0.4%。同比与环比增速分别较 1 月下降 0.1 个百分点、持平。房租通胀 2 月录得较大幅度放缓。

3. 去通胀进程仍在持续中，但“前路仍漫漫”。2 月的通胀数据显示美国去通胀进程存在着一定的“波动性”，目前仍在“攻坚期”。虽然去通胀进度较慢，但我们认为美国去通胀进程仍在持续中。往后看，后续通胀水平的下行将更加依靠核心服务的变动，从当前的情况来看，核心服务大概率将继续缓坡下行。我们认为美国去通胀进程整体还在持续，其问题在于本轮去通胀所需时间可能较长，且后续货币政策对通胀水平的影响亦需要密切注意。

● 美联储或需更多数据对降息时点进行确定

从 2 月份数据来看，当前通胀进程处于缓坡下行的阶段，虽然距离美联储的目标区间仍存在一定的距离，但结合前期美联储主席鲍威尔表示不需要等到通胀下降至 2% 才开始放松货币政策，美联储距离对降息有信心已经不远。只要通胀走势符合预期，降息的过程“可以而且将会在今年开始”。因此联储 2024 年降息是一个大概率事件，当月通胀数据或会对降息时点影响有限，通胀趋势的变动对当前联储的判断才是最重要的。结合 2 月非农数据来看，美国劳动力市场仍处于再平衡的过程之中，劳动力市场的供需关系亦在逐渐改善，这意味着对通胀水平的支撑力度将会逐渐放缓。

综合上述两点来看，本轮美国去通胀进程可能是一个较为长期的过程，但随着去通胀进程的继续，实际利率水平也在提升，我们认为只要去通胀进程不发生大幅波动，美联储或将会更倾向于进行“预防式降息”，以避免经济在具有限制性的利率水平下持续承压。基准条件下，在去通胀进程未发生逆转的情况下，我们仍倾向于认为美联储将会在 6 月份进行第一次降息，但再后的降息节奏与幅度会相对较灵活，整体幅度也不会很大。不过从中期角度看，美联储的利率水平可能会较大幅度的高于疫情前水平。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《2024 年计划报告的五大信号—宏观经济点评》-2024.3.12

《出行消费火热带动服务与核心 CPI 超季节性回升—宏观经济点评》-2024.3.9

《单月失业率上升对联储当前决策影响或有限—美国 2 月非农就业数据点评》-2024.3.9

目录

1、 通胀水平略超预期反弹，去通胀之路“前路仍漫漫”.....	3
1.1、 总体通胀略超预期反弹，核心通胀略有下行.....	3
1.2、 能源通胀降幅收窄，核心通胀缓慢下行.....	4
1.3、 去通胀进程仍在持续中，但“前路仍漫漫”.....	5
2、 美联储或需更多数据对降息时点进行确定.....	7
3、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美国 2 月通胀水平略有反弹.....	4
图 2： 2 月通胀环比增速较 1 月有所上升.....	4
图 3： 2 月能源通胀降幅收窄.....	4
图 4： 食品通胀继续下行.....	4
图 5： 2 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反.....	5
图 6： 美国汽油零售价格近期录得一定涨幅.....	5
图 7： 粮食期货价格近期大多下跌.....	5
图 8： 美国二手车价格短期下行压力不大.....	6
图 9： 美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10： 2 月美国非房核心服务通胀同比微升、环比一定幅度下行.....	6

事件：美国公布 2 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.2%，略超过市场预期，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上升 3.8%，环比上升 0.4%，均略超过市场预期。

1、通胀水平略超预期反弹，去通胀之路“前路仍漫漫”

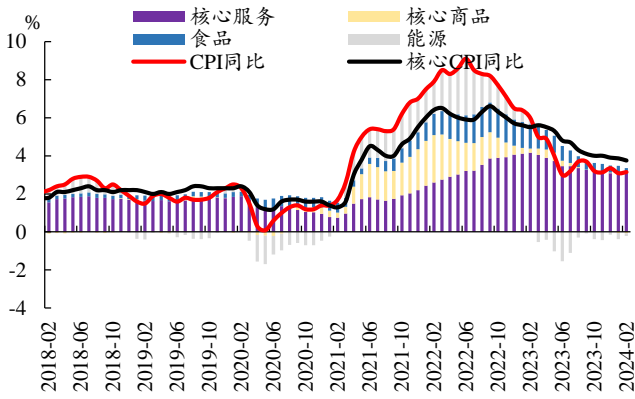
1.1、总体通胀略超预期反弹，核心通胀略有下行

美国 2 月 CPI 同比上升 3.2%，增速较 1 月上涨 0.1 个百分点，略超过市场预期。环比增速较 1 月上涨 0.1 个百分点至 0.4%。核心 CPI 同比上涨 3.8%，环比上升 0.4%，同比增速较 1 月份下降 0.1 个百分点，环比增速较 1 月持平。2 月份 CPI 与核心 CPI 走势再度背离，且与 1 月方向相反，主因核心服务出现一定程度下降，叠加能源价格近期有所上行。总的来看，美国去通胀进程中短期内或处于“攻坚期”，一则能源价格近期未出现较大幅下行，对通胀的拖累作用或难再继续提升；二则核心商品的去通胀贡献亦未有进一步提升，核心服务或仍需时间才能出现降温。当前通胀水平虽然正在向着美联储的目标前行，但所需时长或仍存在较多的不确定性。

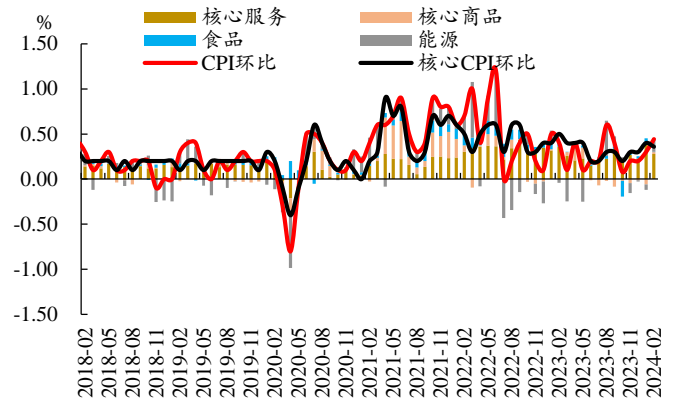
表1：美国 2 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-02	2024-02	2024-01	2023-12	2024-02	2024-02	2024-01	2023-12
100	全部	3.2	3.2	3.1	3.4	0.4	0.4	0.3	0.2
13.56	食品	0.30	2.2	2.6	2.7	0.00	0	0.4	0.2
8.17	居家食品	0.08	1	1.2	1.3	0.00	0	0.4	0.1
5.39	外带食品	0.22	4.5	5.1	5.2	0.01	0.1	0.5	0.3
6.66	能源	-0.13	-1.9	-4.6	-2	0.15	2.3	-0.9	-0.2
3.54	能源商品	-0.14	-4.2	-6.9	-2.9	0.12	3.6	-3.2	-0.7
3.12	能源服务	0.01	0.5	-2	-1.1	0.02	0.8	1.4	0.3
18.89	核心商品	-0.08	-0.3	-0.3	0.2	0.02	0.1	-0.3	-0.1
3.52	家居	-0.11	-2.3	-1.3	-0.9	-0.01	-0.3	-0.1	-0.3
2.51	服装	0.00	0	0.1	1	0.01	0.6	-0.7	0
3.68	新车	0.02	0.4	0.7	1	0.00	-0.1	0	0.2
2.01	二手车	-0.03	-1.8	-3.5	-1.3	0.01	0.5	-3.4	0.6
1.49	医疗保健	0.04	2.9	3	4.7	0.00	0.1	-0.6	-0.1
0.85	含酒精饮料	0.02	2.4	2.3	2.5	0.00	0	0.3	0.1
1.372	其它商品	0.06	4.4	4.4	4.6	0.01	0.7	0.3	-0.5
60.9	核心服务	3.06	5.2	5.4	5.3	0.28	0.5	0.7	0.4
7.67	主要居所租金	0.43	5.8	6.1	6.5	0.04	0.5	0.4	0.4
26.77	业主等价租金	1.52	6	6.2	6.3	0.12	0.4	0.6	0.4
6.52	医疗服务	0.07	1.1	0.6	-0.5	0.00	-0.1	0.7	0.5
6.29	交通运输服务	0.58	4.5	5.3	5.6	0.09	0.5	0.4	1.1
3.27	休闲服务	0.14	9.9	9.5	9.7	0.02	1.4	1	0.1
5.04	教育与通讯服务	0.08	1.5	1.3	1.3	0.02	0.5	0.4	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国2月通胀水平略有反弹


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

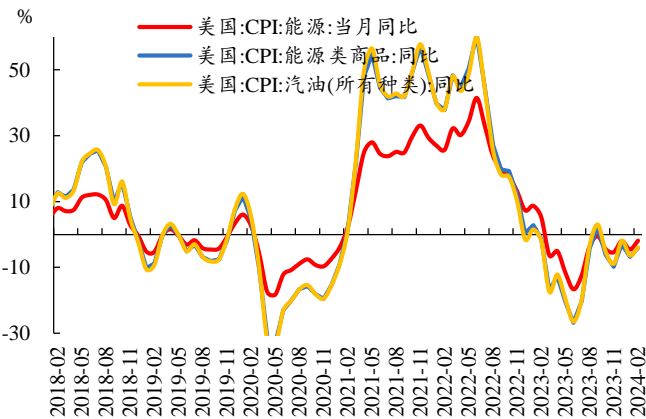
图2：2月通胀环比增速较1月有所上升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

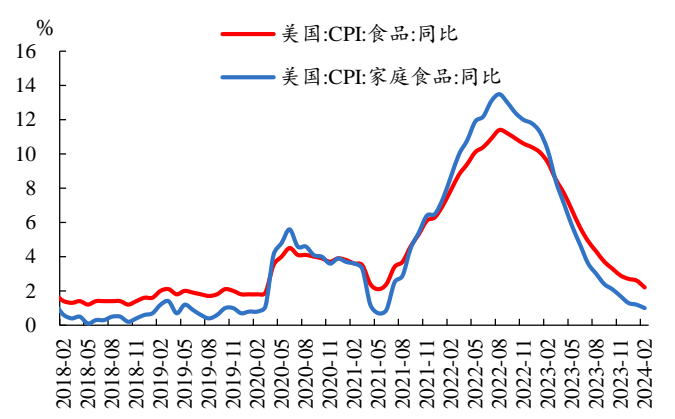
1.2、能源通胀降幅收窄，核心通胀缓慢下行

(1) 能源方面，2月能源项同比下降1.9%，跌幅较1月份收窄2.7个百分点；环比上升2.3%，环比增速较1月份上升3.2个百分点。其中汽油项环比上升3.8%，环比增速较1月份上升7.1个百分点；燃油项环比上升1.1%，较1月份提升5.6个百分点。2月能源通胀同比跌幅有较大幅度收窄，我们认为主要是2月中下旬国际原油价格有一定程度反弹，基数上来看，2023年2月份美国汽油价格基本稳定，与2024年基本处于相当水平，高基数效应已消失。2月末美国汽油价格从1月底的2.98美元/加仑上升至3.15美元/加仑，整体提升约5.6%，与通胀数据表现较为一致。

(2) 食品方面，2月份食品项同比上升2.2%，较1月份下降0.4个百分点，连续19个月下降；环比与1月份持平。其中居家食品（Food at home）同比上升1.0%，较1月份下降0.2个百分点。食品项的同比增速有较大幅度的下行，显示粮食期货价格2月持续下跌向居民消费端传导基本稳定。

图3：2月能源通胀降幅收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

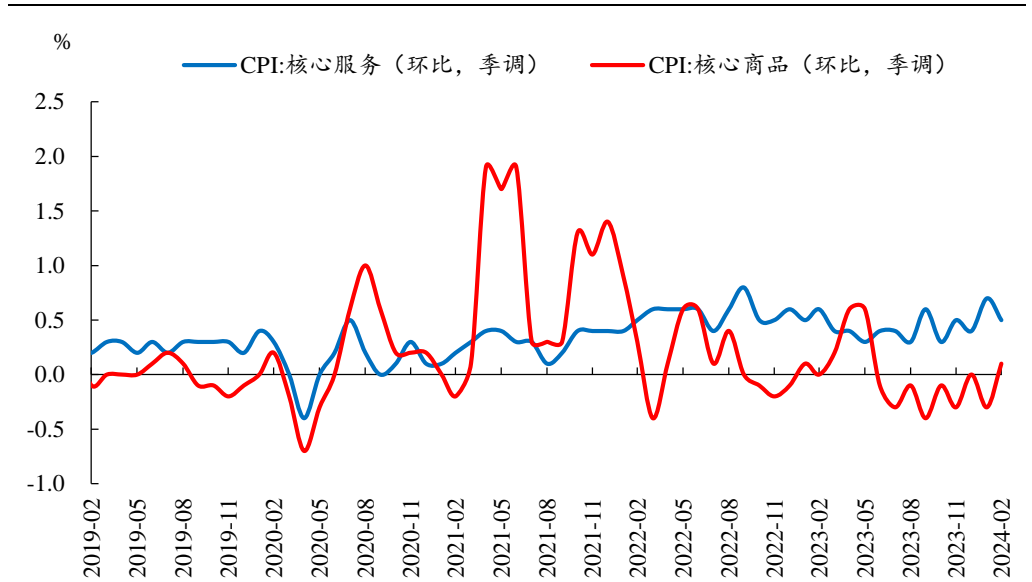
图4：食品通胀继续下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 核心CPI方面，2月核心CPI同比上升3.8%，环比上升0.4%。同比与环比增速分别较1月下降0.1个百分点、持平。**分项来看**，核心商品环比增速较1月上升0.4个百分点至0.1%；其中二手车项环比上升0.5%，较1月份提升3.9个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势逐渐统一；新车方面，环比下降0.1%，环比增速较1月份下降0.1个百分点。核心服务环比上升0.5%，较1月份下降0.2个百分点。其中住房项同比上升5.7%，较1月份下降0.3个百分点；环比上升0.4%，

较1月下降0.2个百分点，房租通胀2月录得较大幅度放缓。交通运输服务环比上升1.4%，较1月份提升0.4个百分点。总的来看，2月核心CPI同比增速略有下降，但环比增速维持0.4%相对高位，显示去通胀进程还需更多时间。

图5：2月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反



数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、去通胀进程仍在持续中，但“前路仍漫漫”

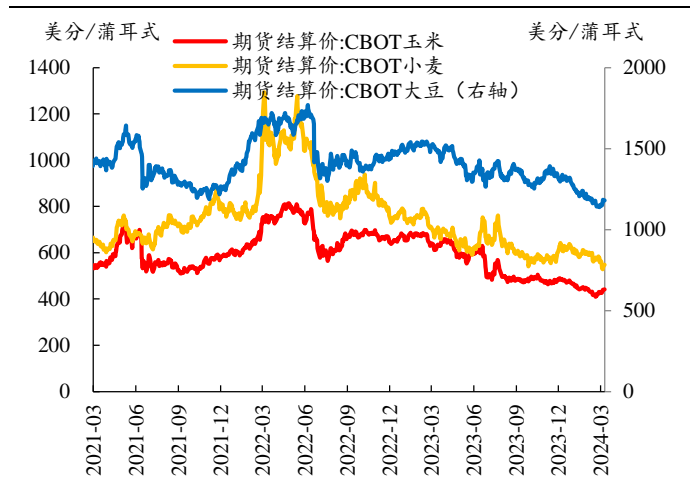
(1) 能源与粮食项短期内对通胀或有一定程度拖累。能源方面，截至3月11日，美国汽油价格为3.27美元/加仑，较2月底汽油价格上升约3.97%。从近期原油价格表现来看，随着地缘政治局势的企稳，短期内油价或难有较大幅度上行。食品方面，由于总体需求相对疲软，粮食价格或也难有所表现。总的来看，原油、粮食等价格或将维持一定范围的区间波动，短期内能源与食品项或对整体通胀有望形成一定拖累，但程度或相对较小。

图6：美国汽油零售价格近期录得一定涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：粮食期货价格近期大多下跌



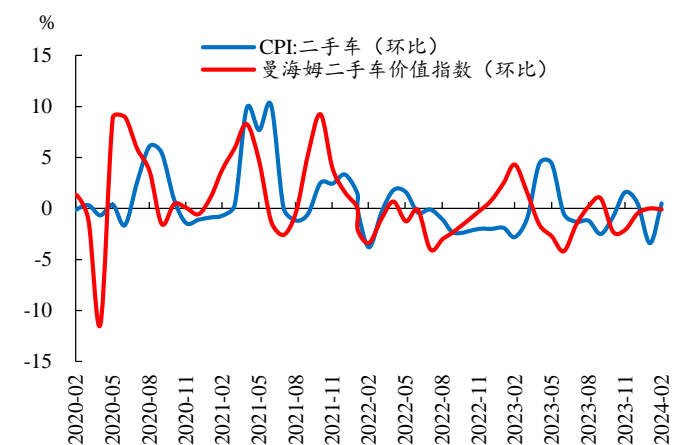
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀或将维持缓慢下行趋势。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 2月环比下降0.1%，预计二手车通胀后续环比增速转负，但空间较小；新车方面，随着汽车工人罢工影响逐渐消失，环

比增速或难有提升；核心服务方面，住房通胀仍是 2 月核心服务通胀的关键所在，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落，下行幅度或将会较为稳定。往后看，由于核心商品通胀可能下行，核心服务缓慢下行，核心通胀降幅或将延续，但斜率或比较平坦，延续 2023 年 8 月以来的趋势。

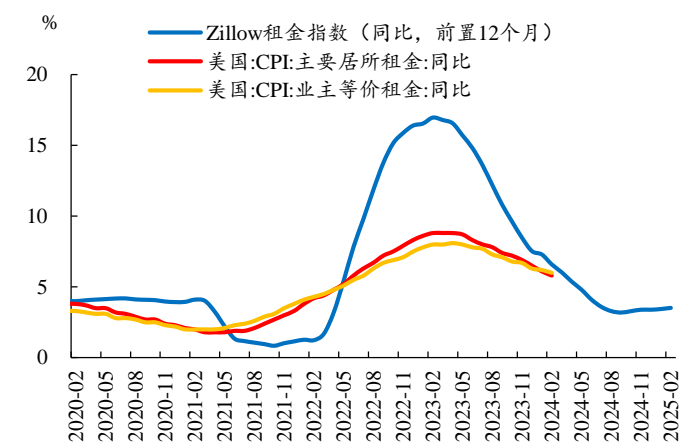
(3) 总的来看，2 月的通胀数据显示美国去通胀进程存在着一定的“波动性”，目前仍在“攻坚期”。虽然去通胀进度较慢，但我们认为美国去通胀进程仍在持续中。一则能源与粮食项对通胀的支撑作用逐渐减小；二则核心服务仍在下行，虽然整体速度较缓，但下行趋势并未逆转。核心商品去通胀虽然有放缓趋势，但亦难有反弹。从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，2 月份同比、环比增速分别较 1 月份基本持平、下降 0.38 个百分点。往后看，**后续通胀水平的下行将更加依靠核心服务的变动**，从当前的情况来看，**核心服务大概率将继续缓坡下行**。我们认为美国去通胀进程整体还在持续，其问题在于本轮去通胀所需时间可能较漫长，且后续货币政策对通胀水平的影响亦需要密切注意。

图8：美国二手车价格短期下行压力不大



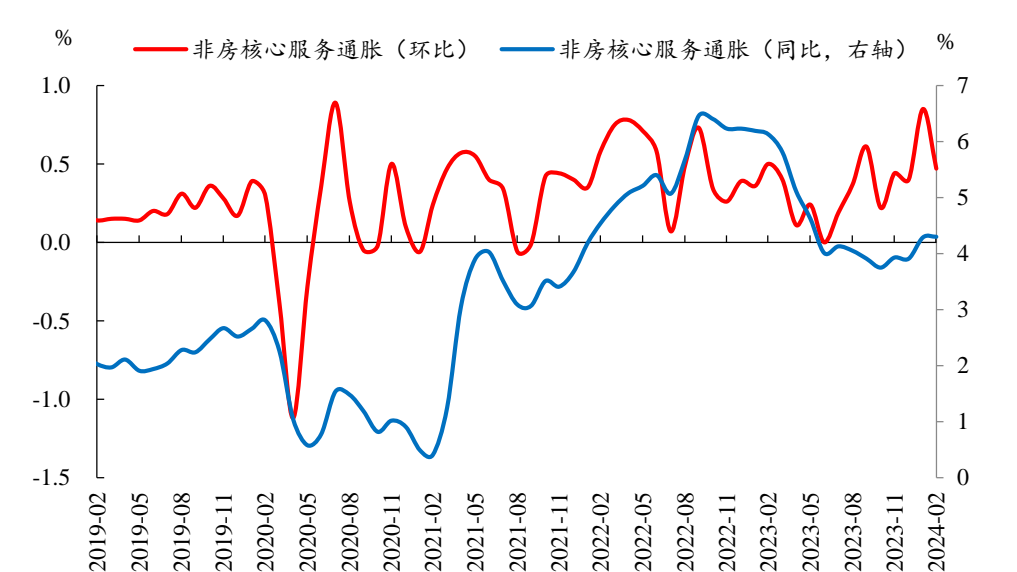
数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行



数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

图10：2月美国非房核心服务通胀同比基本持平、环比一定幅度下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储或需更多数据对降息时点进行确定

如何理解当前通胀数据对美联储后续降息时点的影响？

从 2 月份数据来看，当前通胀进程处于缓坡下行的阶段，虽然距离美联储的目标区间仍存在一定的距离，但结合前期美联储主席鲍威尔在国会上的证词来看，其表示不需要等到通胀下降至 2% 才开始放松货币政策¹，确定降息的时点需要其对通胀降到 2% 更有信心时，且美联储距离对降息有信心已经不远。只要通胀走势符合预期，降息的过程“可以而且将会在今年开始”。且美联储很清楚等待太久才降息的风险，预计将“谨慎地撤除”限制性的货币立场²。因此我们认为，**美联储 2024 年降息是一个大概率事件，当月通胀数据或会对降息时点影响有限，通胀趋势的变动对当前联储的判断才是最重要的。**

结合 2 月非农数据来看，亦可观察到相似情况。2 月新增非农就业数量虽相对较高，但失业率已经提升至 3.9%，后续两个数据的走势仍需要继续观察。总的看，美国劳动力市场确实仍处于再平衡的过程之中，劳动力市场的供需关系亦在逐渐改善，这意味着对通胀水平的支撑力度将会逐渐放缓。

综合上述两点来看，本轮美国去通胀进程可能是一个较为长期的过程，但随着去通胀进程的继续，实际利率水平也在提升，我们认为只要去通胀进程不发生大幅波动，美联储或将会更倾向于进行“预防式降息”，以避免经济在具有限制性的利率水平下持续承压。基准条件下，在去通胀进程未发生逆转的情况下，我们仍倾向于认为美联储将会在 6 月份进行第一次降息，但再后的降息节奏与幅度会相对较灵活，整体幅度也不会很大。不过从中期角度看，美联储的利率水平可能会较大幅度的高于疫情前水平。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3709828>

² <https://wallstreetcn.com/articles/3709935>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年2月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn