

去通胀的“最后一英里” 美国2月CPI数据点评

事件:

2月CPI同比3.2%，预期和前值均为3.1%；季调后CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.3%；核心CPI同比3.8%，预期3.7%，前值3.9%；核心CPI环比0.4%，预期0.3%，前值0.4%。

投资要点:

能源反弹+核心服务韧性较强，2月美国CPI同比回升且略超市场预期：2月美国CPI同比3.2%、核心CPI同比3.8%，均比预期值高0.1pct。1月底以来国际油价重回80美元关口，市场对2月美国CPI回升已有一定预期，但最后读数仍略偏高，反映美国通胀的韧性仍然相对较强。分项看，食品项环比明显回落（0.4%→0.0%），带动食品项同比（2.2%）降至2022年8月以来的新低；能源项大幅反弹（-0.9%→2.3%），主要源于1月以来国际油价温和上行，对2月美国CPI环比回升构成主要贡献；核心商品环比再度转正（-0.3%→0.1%），其中服装、运输产品（新车和二手车）、医疗护理贡献较大；核心服务环比略有回落（0.7%→0.5%），其中住房租金项环比虽然略有回落（0.6%→0.4%）但仍然构成主要贡献。

往后看，对于美联储而言，去通胀的“最后一英里”仍然充满挑战，离2%目标仍有一定距离：无论是按0.3%还是0.2%的环比假设计算，后续美国CPI大概率继续回落，到8月降至2.4%-2.5%区间，离美联储2%目标尚有一定距离，且不排除有反弹风险。其原因在于现阶段美国经济尤其是服务业韧性较强，11月以来金融条件放松带动股市、房地产等各类资产再度上涨，对居民消费构成支撑。

市场已计算入6月开启降息、全年降息100BP预期，但后续若通胀回落偏慢，意味着降息节点可能继续后延：通胀数据公布后，CME利率期货显示市场仍预期6月开启降息，但全年降息幅度降至75BP。过去8轮降息开启的节点，美国经济已处于持续下行中，非农就业、PMI降幅明显，通胀短期或仍在相对高位。因此美联储不需要等到通胀降到2%才开始降息，但需要看到经济有明显冷却迹象，尤其是PMI、非农就业等大幅度转冷，目前看仍然需要等待。而后续若通胀降幅低于预期，不排除降息节点继续后延，推迟到7月或更往后的9月。

流动性宽松交易短期或面临一定阻碍，重点关注下周FOMC会议：数据公布后，10年期美债利率上行7BP、美元指数重新回到103以上，但美股反而上涨，或源于此前2个交易日已有一定回撤。但往后看，美债利率的趋势性下行仍需等待，美股短期或阶段性面临压力，重点关注下周FOMC会议。

风险提示：一是美联储表态偏鹰；二是美国通胀下行偏慢。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

相关报告

- 《降息仍需等待：1月FOMC会议点评》— 2024.02.01
- 《美联储首次降息前后资产价格表现》— 2023.12.25
- 《美国经济：是与否》—2023.11.03

图表 1: 美国 CPI 细项拆分

	环比 (%)						同比 (%)					
	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09
CPI	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	3.2	3.1	3.3	3.1	3.2	3.7
核心CPI	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1
食品:	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7
家庭食品	0.0	0.4	0.1	0.0	0.3	0.1	1.0	1.2	1.3	1.6	2.1	2.4
非家用食品	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	4.5	5.1	5.2	5.3	5.4	6.0
能源:	2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1	1.2	-1.7	-4.3	-1.8	-5.3	-4.4	-0.6
能源商品	3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3	1.8	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	2.0
能源服务	0.8	1.4	0.3	1.0	0.4	0.3	0.5	-1.8	-0.9	0.0	-2.2	-3.5
核心商品:	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
家用家具和供给	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	-0.1	-0.3	-2.3	-1.3	-0.9	-0.3	0.7	0.9
服装	0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0	-0.3	0.0	0.0	1.2	1.4	2.7	2.4
运输产品	0.1	-1.1	0.3	0.5	-0.2	-0.6	-0.2	-0.8	-0.1	-1.0	-2.2	-2.3
医疗护理商品	0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.3	2.9	3.0	4.7	5.0	4.7	4.2
休闲商品	-0.2	0.8	-0.5	-0.6	0.2	0.3	-1.2	-0.6	-1.2	-0.6	-0.3	0.3
教育和通讯商品	0.2	0.6	-0.2	-2.6	-1.3	0.3	-5.6	-6.6	-7.2	-7.9	-7.1	-7.3
酒精饮料	0.0	0.3	0.1	-0.1	0.3	0.6	2.4	2.3	2.5	2.9	3.7	4.2
其他商品	0.7	0.3	-0.5	0.0	0.9	0.5	4.4	4.4	4.5	5.1	5.6	5.1
核心服务:	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.5	5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7
住房租金	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6	5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2
垃圾回收	0.5	1.1	0.1	0.4	0.2	0.3	5.3	5.6	5.2	5.4	5.3	5.2
搬运和运输费用	2.0	-1.0	-2.0	0.0	-3.1	-0.2	0.2	-4.9	-3.4	-2.7	-3.8	-0.7
医疗护理服务	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2	1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2.0	-2.7
运输服务	1.4	1.0	0.1	1.0	0.9	0.7	10.0	9.7	9.6	10.1	9.2	9.0
休闲服务	0.5	0.4	1.1	0.1	0.1	0.5	4.5	5.3	5.6	4.8	5.7	6.4
教育和通讯服务	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	1.5	1.3	1.3	1.4	2.3	2.5
杂项个人服务	-1.3	1.2	0.1	0.3	0.1	1.1	5.9	8.7	8.3	7.7	7.9	8.3

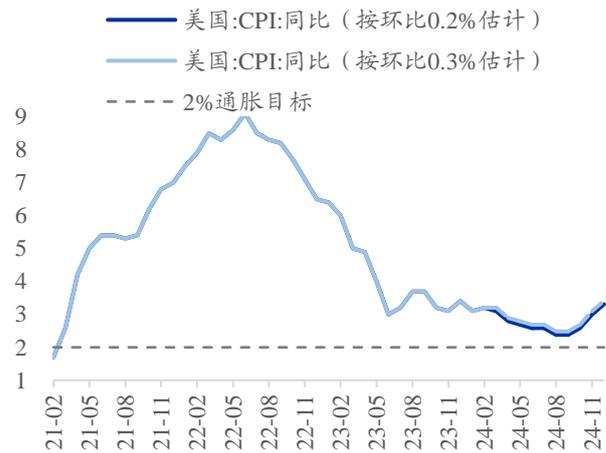
来源: Wind、华福证券研究所

图表 2: 油价上行带动能源项环比大幅转正



来源: Wind、华福证券研究所

图表 3: 美国 CPI 有望继续下探但保持在 2% 以上



来源: Wind、华福证券研究所

图表 4：市场隐含美联储 6 月降息、全年降息 75BP 预期

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	11.0%	88.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	7.3%	62.4%	30.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	38.1%	44.5%	13.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	29.9%	42.9%	20.8%	3.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	17.3%	36.8%	31.2%	11.5%	1.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.2%	13.1%	31.6%	32.7%	16.8%	4.2%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.7%	8.3%	24.2%	32.3%	23.2%	9.2%	1.9%	0.2%
2025/3/19	0.4%	5.3%	17.8%	29.0%	26.8%	14.9%	4.9%	0.9%	0.1%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

图表 5：历次降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)	非制造业PMI (%)	工业生产指数同比 (%)
T-6M	3.9	4.0	5.4	18	4.0	4.4	54.5	56.4	4.9
T-5M	3.9	3.9	5.3	20	4.0	4.6	53.9	58.0	5.0
T-4M	4.1	4.2	5.2	23	4.0	4.6	52.2	59.1	4.8
T-3M	4.1	4.2	5.3	13	4.0	4.6	51.5	58.7	4.4
T-2M	4.1	4.2	5.3	11	3.9	4.1	49.9	57.4	3.5
T-1M	4.0	4.2	5.4	13	3.8	4.0	47.9	54.8	2.9
T	3.9	4.1	5.5	10	3.9	3.9	46.9	55.3	2.1
T+1M	3.9	4.0	5.5	11	3.8	3.5	46.4	53.5	1.5
T+2M	3.8	3.9	5.5	10	3.8	3.4	46.5	53.4	1.2
T+3M	3.7	3.9	5.6	12	3.7	3.2	46.0	52.6	1.1
T+4M	3.7	3.8	5.6	7	3.5	2.8	46.2	51.7	0.5
T+5M	3.6	3.8	5.6	10	3.6	2.8	46.8	53.6	0.2
T+6M	3.6	3.8	5.6	7	3.6	2.5	46.3	53.6	-0.1

来源：Wind、华福证券研究所；T 为美联储首次降息当月，统计 1981 年以来的 9 次降息周期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn