

服务通胀仍高，降息预期或再推迟

——美国2月CPI数据点评

事件：

美国2月CPI同比增长3.2%，略微高于预期，前值3.1%，环比增长0.4%。2月核心CPI同比3.8%，预期3.7%，前值3.9%，环比增长0.4%，上月0.3%，预期0.3%。通胀数据仍有韧性，尤其是服务通胀环比仍维持高位，或仍有一点惯性。数据公布后美联储3月降息概率已经降到1%，国债利率上行，但市场未进一步调低6月降息预期，三大股指先跌后涨。我们继续维持美联储降息在6月或以后的判断，目前6月降息的不确定性仍大。

事件点评

➤ CPI数据略超预期，美联储降息或仍谨慎

CPI略高于预期，较上月微增，同比从上个月的3.1%上升到3.2%（预期3.1%）。而核心CPI同比较上月微升，也略高于预期。数据表明通胀或仍有韧性，降息或还不宜操之过急。数据公布后美联储3月降息概率已经降到1%，关于降息时点的争论或集中在6月，国债利率上行，但市场未进一步调低6月降息预期，三大股指先跌后涨。

➤ 核心服务通胀环比维持高位，同比仅微降

核心CPI的韧性主要体现在服务上。服务的通胀环比0.5%，仍维持高位，虽然较上月下降0.2pct，同比增长5.2%，较上月微降。核心服务的主要一些分项，包括居所、运输服务环比增长仍较高，短期或仍有惯性。运输服务可能对利率不敏感。从核心CPI的权重来看，由于核心商品占比仅为核心服务大概一半，尽管商品通胀已经不是通胀的主要问题，但核心服务价格的韧性可能仍影响整体核心CPI，核心CPI可能仍然会表现出韧性。

➤ 自有房等价租金微降，房价增速还在加快

住宅的通胀目前仍然是每月服务通胀增长的最大贡献者，同比4.5%，上月4.6%。住宅通胀中，居所通胀仍处于高位，2月环比0.4%，较上月下降0.2pct，2月同比增长5.8%，上月6.1%。从目前的趋势看，未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。值得关注的是房价增速近期上行趋势仍在持续。美联储的研究发现房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在16个月后达到0.75左右的峰值。这说明居所通胀仍有反复可能，货币政策不宜过早放松。

风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

1、《政策目标基本符合预期：——2024年全国两会点评》2024.03.05

2、《通胀数据让降息预期的抢跑或落空：——美国1月CPI数据点评》2024.02.16

正文目录

1. 通胀让美联储3月不会降息更确定	3
1.1 资产价格的反应一开始有波动	3
1.2 美联储降息时点的争论或推迟到6月	4
2. CPI略超预期，服务通胀仍高	6
2.1 CPI同比微升，核心CPI同比微降	6
2.2 服务通胀环比维持高位，降通胀还未完成	11
2.3 自有房等价租金略微下降	15
3. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 美国股市收盘的反应 (%)	4
图表 2: 美国国债利率收盘变化(基点)	4
图表 3: 美联储开始降息概率 (%)	5
图表 4: 当下CPI和历史上60年代CPI的对比 (%)	6
图表 5: CPI和核心CPI (%)	7
图表 6: CPI分项贡献分解 (%)	7
图表 7: 华尔街主要投行对2月CPI的预测	8
图表 8: 近12个月CPI四个分项同比和环比 (%)	9
图表 9: 近12个月能源分项同比和环比 (%)	9
图表 10: CPI的主要分项同比 (%)	10
图表 11: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)	10
图表 12: 核心CPI商品和服务的价格变化 (%)	11
图表 13: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化 (%)	12
图表 14: 核心商品CPI的主要分项同比 (%)	12
图表 15: Manheim价格指数	13
图表 16: Manheim和CPI二手车	13
图表 17: 核心服务CPI的主要分项同比 (%)	14
图表 18: 商品/服务消费比(不变价)	14
图表 19: 商品/服务消费比(现价)	14
图表 20: 住宅和分项CPI (%)	15
图表 21: 居所及其分项CPI (%)	15
图表 22: S&P/Case-Shiller美国房价指数	16
图表 23: 新房和二手房销售比例 (%)	17
图表 24: CPI通胀剔除特定分项 (%)	17
图表 25: CPI通胀同比不同分项的贡献率 (%)	18
图表 26: CPI通胀8个主要类别 (%)	18
图表 27: CPI住房租金通胀和Zillow租金同比 (%)	19

1. 通胀让美联储 3 月不会降息更确定

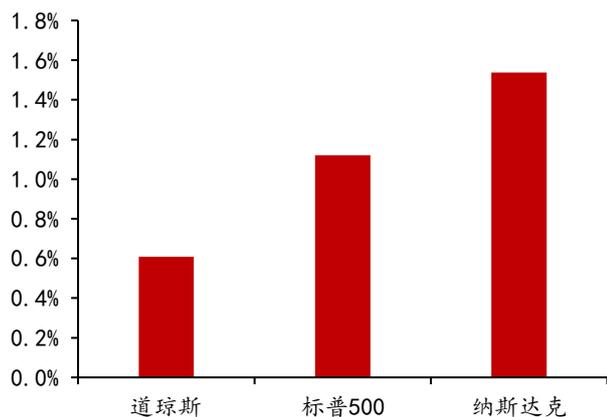
通胀数据略超预期的情况下，市场关于美联储 3 月降息的预期进一步降温。期货市场预期 3 月美联储就降息的概率跌到 1%；6 月降息的概率虽仍然在 70% 左右，但中间还有很多份数据，6 月份降息还存在较大不确定性。今年虽然大概率降息，但是因为经济的韧性和通胀的风险，我们仍然认为美联储降息的时点或偏晚。市场的反应一开始有些波动，但是后续走势基本还是符合降息或推迟方向，国债利率上行，美元指数走强。三大股指先跌后涨，2 月的就业数据不弱，通胀本身短期对股市并不是坏消息，通胀对股市的下行作用需要通过影响美联储利率政策，3 月或不降息的信息其实之前就已经消化。

1.1 资产价格的反应一开始有波动

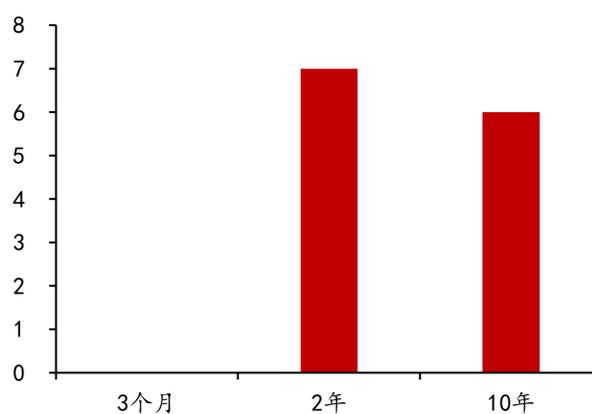
通胀数据公布后，美国三大股指都是先跌后涨，到收盘纳斯达克上涨 1.54%，标普上涨 1.12%，道琼斯上涨 0.61%。股票市场的整体反映市场认为美联储 3 月降息预期已经计入价格，通胀短期本身并不是坏事，就业市场 2 月数据并不弱。

美元指数走高，超过 103，在数据公布后的走势是先冲高，然后回落，再接着才逐步走高；现货黄金走低。

国债利率走高，但是在数据公布后都呈现先冲高回落，然后再走高的模式。3 个月的国债收益率收盘不升不降，2 年国债收益率上升 7 个基点，10 年期国债收益率上升 6 个基点，美联储降息的时点或不会太早。

图表1：美国股市收盘的反应(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国国债利率收盘变化(基点)


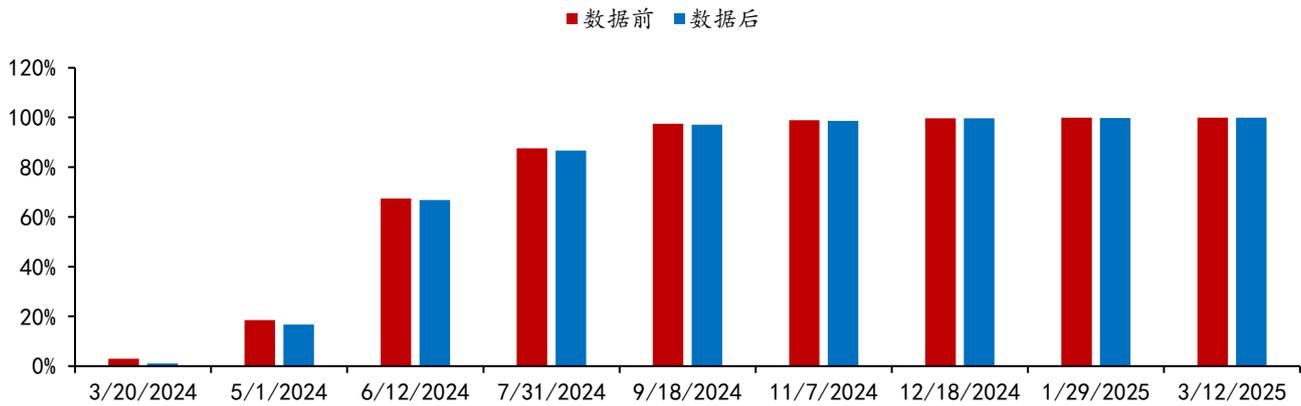
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 美联储降息时点的争论或推迟到6月

CPI 通胀数据略超预期，美联储或不会过早降息，数据公布后国债利率走高，市场在波动后，重新定价降息可能性。

美联储3月会议降息的概率在通胀数据公布进一步下降，已经只有1%。期货市场降息争议的焦点主要是在6月，通胀数据公布后6月降息的概率仍然在70%左右。期货市场关于6月降息的交易一度有些波动，6月降息的概率一度小幅上行，然后才回落。我们认为目前6月是否会降息还有很大不确定性，市场关于6月降息的预期可能比较乐观，通胀的韧性仍然明显。

图表3：美联储开始降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。2月的就业数据显示就业市场并不弱，我们在《失业率上升但非农新增仍高》报告中指出虽然失业率上升但是非农较强。这次的通胀报告显示降通胀的任务可能仍有些不确定性，两者加起来让美联储或不会太早降息。美联储1月会议上鲍威尔说3月降息不是他的基准预测，目前的数据基本上支持他的说法。

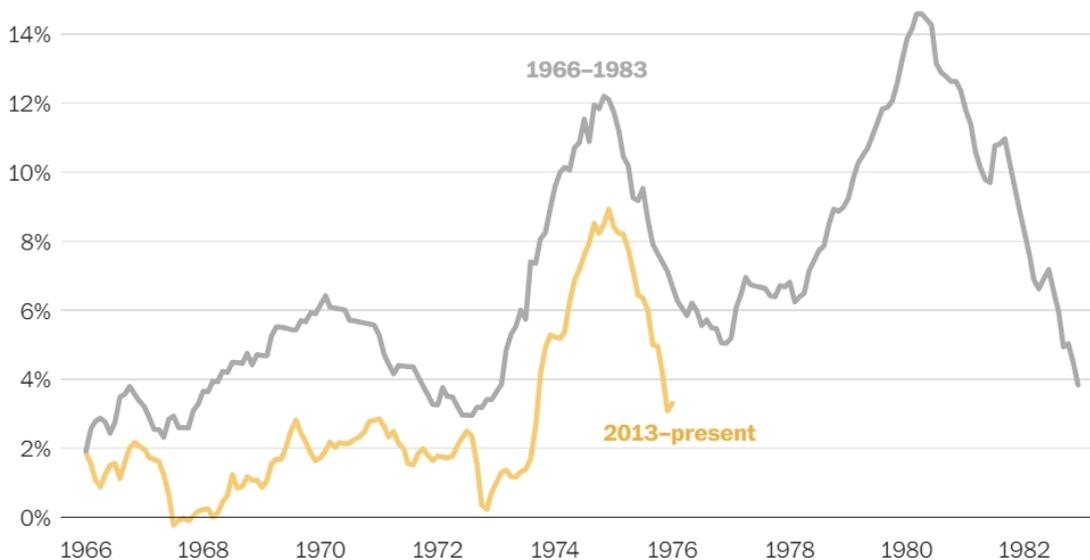
前财政部部长拉里·萨默斯(Larry Summers)在他2023年8月的文章里面画了这样的一张图¹，把2013年以来的CPI走势和1966年的CPI走势画到一起，可以看到2023年8月截止，通胀的回落似乎像极了70年代大通胀时期通胀从74年开始回落的那部分轨迹。

¹ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/08/24/federal-reserve-jerome-powell-inflation/>

图表4: 当下CPI和历史上60年代CPI的对比(%)

The last decade of U.S. inflation mirrors 1966 to 1976

Consumer Price Index year-over-year percent change



Monthly data; seasonally adjusted.

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

THE WASHINGTON POST

资料来源: 华盛顿邮报, 国联证券研究所整理

近 10 年的 CPI 通胀走势确实和 1966-1976 年通胀的走势有几分相似, 但是仅仅从这个曲线图的对比, 并不足以说明接下来通胀的走势也将重蹈 70 年代的覆辙。

但是图 4 至少是一个重要的提醒, 通胀卷土重来的风险或仍是美联储目前降息的重要担忧。

2. CPI 略超预期, 服务通胀仍高

具体数字上看, CPI 数据略超预期, 美联储降低通胀的任务或仍未完成。核心通胀同比 3.8%, 虽较上月回落, 但略高于预期值。住宅通胀仍是通胀的主要拖累项, 房价近期的同比上行还在扩大尽管环比走弱。

2.1 CPI 同比微升, 核心 CPI 同比微降

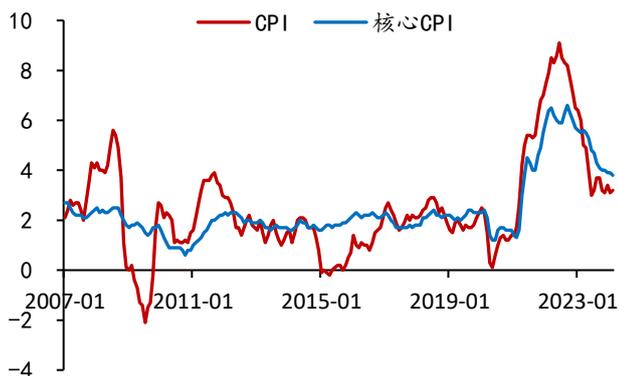
CPI 整体略超预期，较上月微升；核心 CPI 较上月微降，但略高于预期。

2.1.1 CPI 通胀整体呈现超预期

美国 2 月 CPI 环比上升 0.4%，上月 0.3%，符合预期；由于基数方面的原因，CPI 同比从上个月的 3.1% 微升到 3.2%（预期 3.1%）。

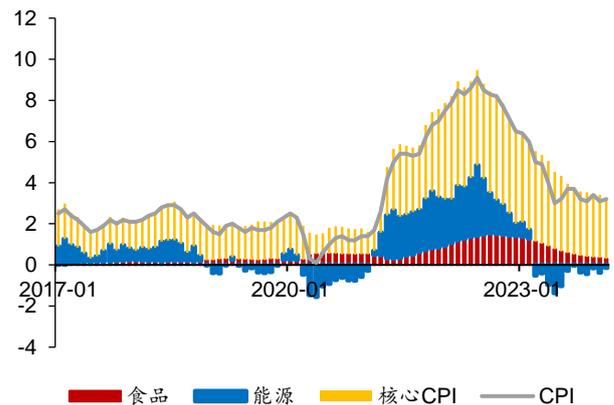
2 月核心 CPI 总体也略超预期，环比上升 0.4%，高于预期 0.3%，与上月 0.4% 持平，仍是近 8 个月的最高；同比增长 3.8%，预期 3.7%，前值 3.9%，核心 CPI 小幅回落。

图表5: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: CPI 分项贡献分解 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

华尔街主要投行对 2 月 CPI 的预测主要集中在 3.1% 或者 3.2%，和实际数据还是比较接近的，能源通胀从此前的环比负增长转为正增长可能是 CPI 同比增长略超预期的主要因素。

核心 CPI 的预期主要是 3.7%，预测 3.6% 的只有 3 家，预测 3.8% 的只有 2 家。实际的数据略高于预期，核心 CPI 的超预期可能更值得关注，它说明通胀仍具有韧性。

图表7：华尔街主要投行对2月CPI的预测

华尔街主要投行2月CPI预测				
投行名称	整体CPI同比	整体CPI环比	核心CPI同比	核心CPI环比
加拿大丰业银行	3.00%	0.30%	3.60%	0.20%
摩根士丹利	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
野村证券	3.20%	0.50%	3.80%	0.40%
富国银行	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
法国兴业银行	3.10%	0.40%	3.60%	0.20%
凯投宏观	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
美银美林	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
加拿大皇家银行	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
道明证券	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
汇丰	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
法国巴黎银行	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
巴克莱	3.20%	0.50%	3.70%	0.30%
花旗	3.10%	0.50%	3.70%	0.30%
瑞银	3.20%	0.50%	3.70%	0.40%
桑坦德银行	3.20%	0.50%	3.80%	0.40%
高盛	3.20%	0.40%	3.70%	0.30%
摩根大通	3.10%	0.40%	3.60%	0.20%
德意志银行	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
综合预期	3.10%	0.40%	3.70%	0.30%
前值	3.10%	0.30%	3.90%	0.40%

制表：华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

2.1.2 CPI 通胀和能源

从CPI分成食品、能源和核心CPI的三分角度来看，能源通胀环比从负增长转正，是本月CPI同比较上月微升的驱动因素之一。具体而言，2月能源通胀环比增长2.3%，同比负增长1.9%，较上月的-4.6%进一步收窄。

图表8：近12个月CPI四个分项同比和环比(%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.3	0.4	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0.1	-2.7	0.3
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.7	0.5
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.2	0.5	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.5	0.2	4.4	0.2
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.2	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0.1	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.2	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.2	0.2	0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4
2024年2月	3.2	2.2	-1.9	3.8	0.4	0	2.3	0.4

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源分项下的细分中，能源类商品的2月环比从负增长转正，同比负增长收窄，2月同比负增长4.1%，上月负增长6.8%，其中汽油同比负增长3.9%，上月同比负增长6.4%，燃油负增长的幅度也收窄，从上月负增长14.2%，变成2月的负增长5.4%。

图表9：近12个月能源分项同比和环比(%)

时间	同比		环比	
	能源类商品	能源服务	能源类商品	能源服务
2023年2月	-1.3	13.2	0.7	-1.6
2023年3月	-17.2	9.1	-3.6	-1.8
2023年4月	-12.6	6	2.5	-1.2
2023年5月	-20.3	1.7	-4.5	-1.2
2023年6月	-26.9	-1.1	0.6	0.3
2023年7月	-20.6	-1.2	-0.1	0.1
2023年8月	-4.5	-2.7	8.3	0.1
2023年9月	2	-3.5	1.8	0.3
2023年10月	-6.1	-2.2	-4.3	0.4
2023年11月	-9.6	0	-3.8	1
2023年12月	-2.6	-0.9	-0.7	0.3
2024年1月	-6.8	-1.8	-3.2	1.4
2024年2月	-4.1	0.5	3.6	0.8

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源服务2月环比增长0.8%，同比增长0.5%，1月负增长1.8%。其中电力1月同比增长3.6%，上月3.8%，公共事业同比负增长8.8%，上月负增长17.8%，负增长的幅度下降。

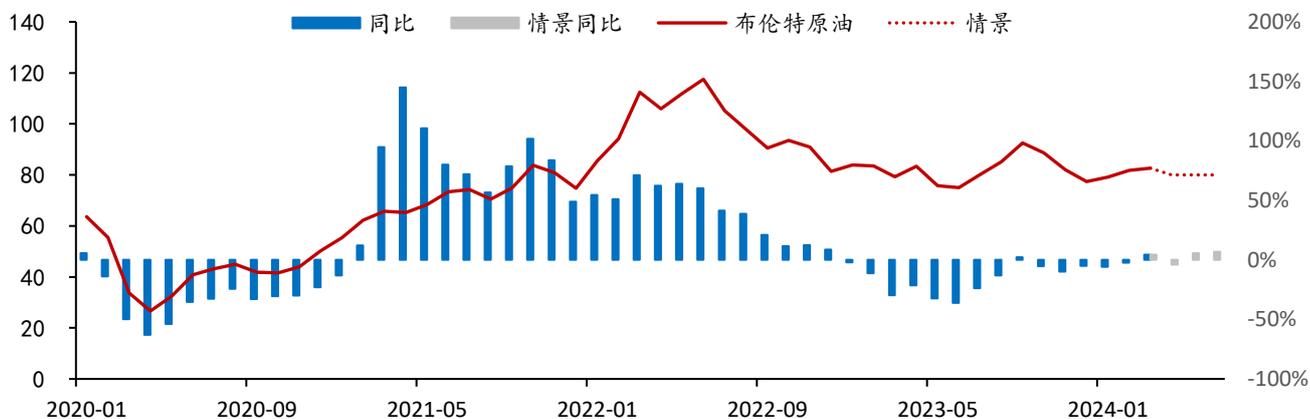
图表10: CPI 的主要分项同比(%)

同比	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
CPI	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3	4	4.9	5	6
食品	2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	7.7	8.5	9.5
家庭食品	1	1.2	1.3	1.6	2.1	2.4	2.9	3.6	4.7	5.8	7.2	8.4	10.1
非家用食品	4.5	5.1	5.2	5.3	5.4	6	6.5	7.1	7.7	8.3	8.6	8.8	8.4
能源	-1.9	-4.6	-2	-5.4	-4.5	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4	5.2
能源类商品	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	2	-4.5	-20.6	-26.9	-20.3	-12.6	-17.2	-1.3
汽油(所有种类)	-3.9	-6.4	-1.6	-8.7	-5.2	2.9	-3.6	-20.2	-26.6	-19.6	-12.2	-17.6	-1.9
燃油	-5.4	-14.2	-14.6	-24.8	-21.6	-5	-14.9	-26.6	-36.6	-36.9	-20.2	-14.3	9.3
能源服务	0.5	-1.8	-0.9	0	-2.2	-3.5	-2.7	-1.2	-1.1	1.7	6	9.1	13.2
电力	3.6	3.8	3.3	3.4	2.4	2.6	2.2	3.1	5.4	6.1	8.5	10.1	12.7
公共事业(管道)燃气服务	-8.8	-17.8	-13.8	-10.5	-15.8	-19.9	-16.5	-13.6	-18.5	-10.9	-1.9	5.7	14.2
核心CPI	3.8	3.9	3.9	4	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6	5.5	5.5
核心商品	-0.3	-0.3	0.1	0	0	0	0.4	0.9	1.4	2	2	1.5	0.9
新交通工具	0.4	0.7	1	1.4	1.9	2.5	2.9	3.5	4	4.7	5.5	6.1	5.9
二手汽车和卡车	-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-7.1	-8	-6.7	-5.7	-5.3	-4.3	-6.6	-11	-13.4
服装	0	0.1	1	1.1	2.6	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	3.6	3.3	3.3
医疗护理商品	2.9	3	4.7	5	4.7	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	4	3.6	3.2
核心服务	5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	6.8	7.1	7.3
居所	5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2	7.3	7.7	7.8	8	8.1	8.2	8.1
运输服务	10	9.7	9.6	10.1	9.2	9	10.3	9.1	8.5	10.4	11	13.8	14.6
医疗护理服务	1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2	-2.7	-2.1	-1.5	-0.7	-0.1	0.4	1.1	2.2

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

CPI 能源分项的波动与布伦特油价密切相关, 从目前的情况来看, 未来能源分项能否持续帮助压低 CPI 同比仍有不确定性。布伦特原油价格在 2023 年 5 月左右达到低点后开始反弹, 到 9 月回到了 90 美元以上的区间, 9 月同比的增长转正, 但是 2024 年 2 月又回到 80 美元左右, 同比也转负。如果油价未来维持在 80 美元左右, 由于基数效应的影响, 那么油价的同比变化未来 2 个月仍将是负增长。但是, 油价到 2024 年 5 月或能回到正增长。地缘政治等风险还可能进一步推高油价, CPI 能源分项同比超预期上行的可能也仍然存在, 或带动整体 CPI 上行。

图表11: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

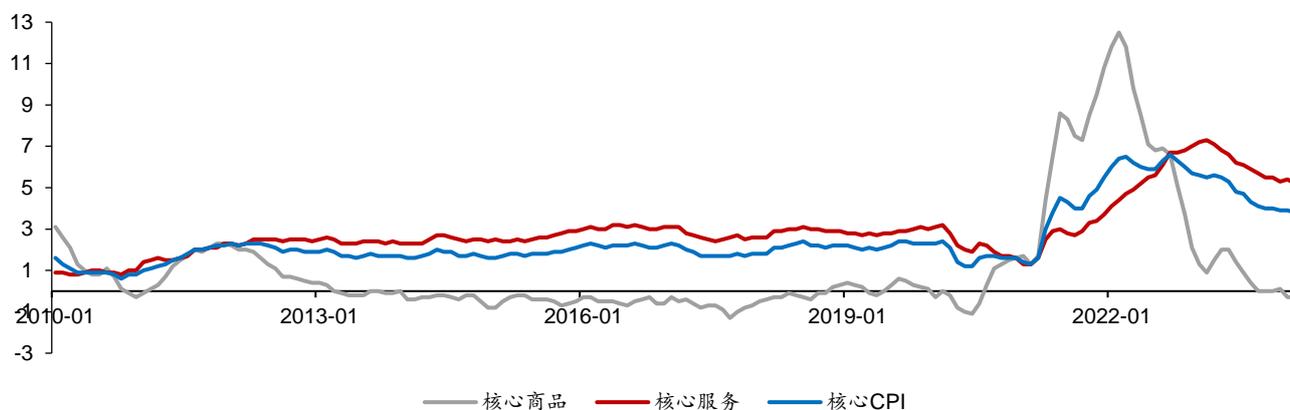
2.2 服务通胀环比维持高位，降通胀还未完成

商品通胀已不是问题，服务通胀虽然同比回落，但是环比仍维持高位，表现出明显韧性。

2.2.1 核心商品通胀和服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。核心商品的通胀已经较低。

图表12：核心 CPI 商品和服务的价格变化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

具体数字上来看，2月核心商品的通胀环比微增0.1%，之前已经连续8个月负增长或0增长；同比负增长0.3%，持平上月。商品通胀在2022年初的高点达到12.4%之后迅速下行，商品通胀已经不是通胀的主要问题，而且商品的通缩对整体通胀下行继续做贡献。

2月核心服务的环比增长0.5%，较上月回落0.2pct，环比数据仍为2023年3月以来次高位；核心服务通胀同比增长5.2%，主要由于基数原因较上月略下降，上月5.4%。

图表13：近1年核心CPI商品和服务的价格变化（%）

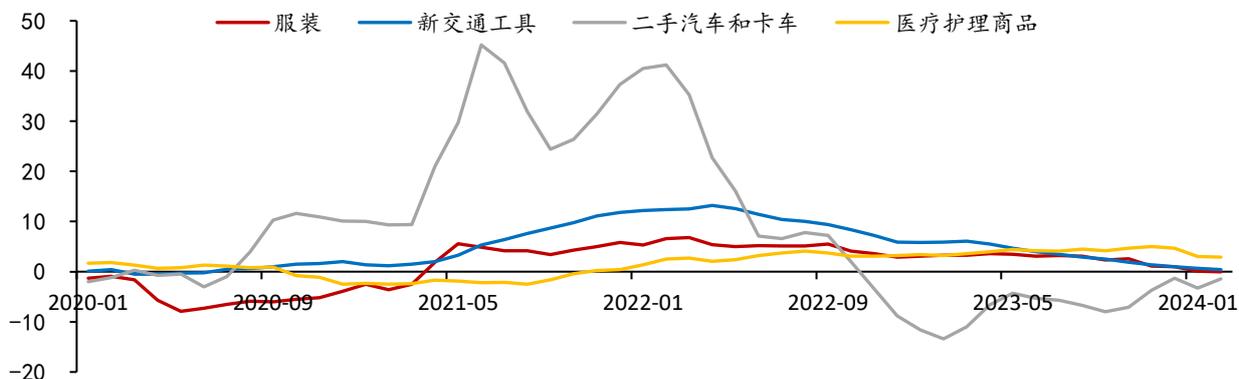
时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年2月	0.90	7.30	0.10	0.60
2023年3月	1.50	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.00	6.80	0.40	0.50
2023年5月	2.00	6.60	0.40	0.30
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.20	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.20	0.50
2023年10月	0.00	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.10	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70
2024年2月	-0.30	5.20	0.10	0.50

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.2 核心商品通胀和服务通胀再细分

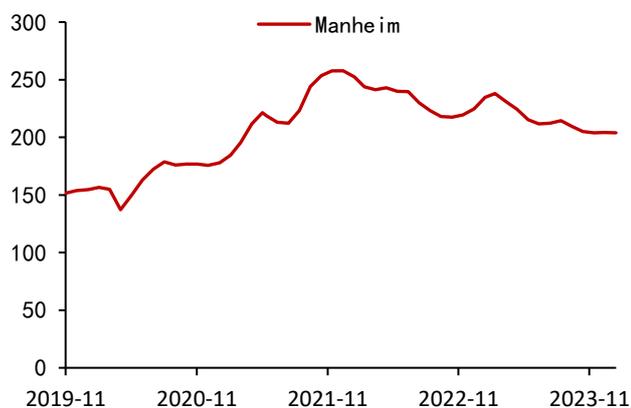
核心商品中负增长的分项仍然是二手车，同比降幅略有缩小，2月同比-1.4%，上月-3.3%；环比2月转正，增长0.5%。二手车的通胀指数在2022年2月达到顶峰，高基数的影响基本退出。对比Manheim的二手车价格指数变化，Manheim的同比最高点领先CPI同比最高点2个月，二手车通胀或继续维持低位运行。

图表14：核心商品CPI的主要分项同比（%）

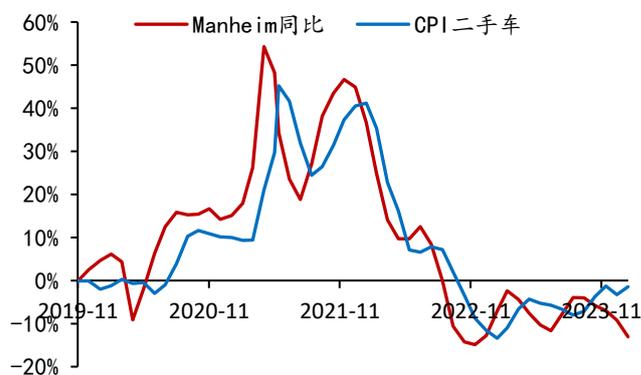


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从核心商品中其他分项来看，服装同比增长 0.0%，新交通工具同比增长 0.4%，都较上月下降，且也都较低。在商品通胀中，只有医疗护理商品的通胀还略高，但也继续回落，2月同比增长 2.9%，较上月下降 0.1pct，环比增长 0.1%，结束 2 个月的环比负增长。

图表15: Manheim 价格指数


资料来源: Manheim, 国联证券研究所

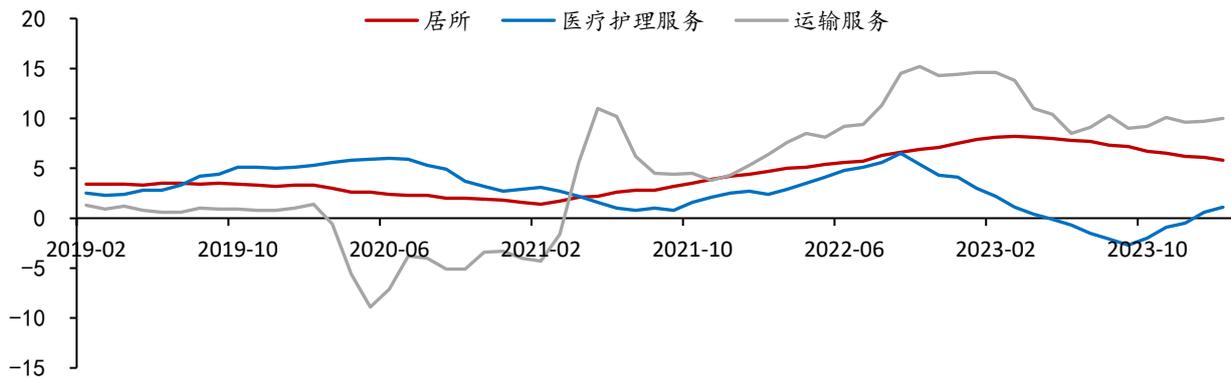
图表16: Manheim 和 CPI 二手车


资料来源: Manheim, 国联证券研究所

核心服务总体环比 2 月仍维持高位，同比略微回落。从核心服务中的主要分项看，居所环比增长 0.4%，上月 0.6%；居所 2 月同比增长 5.8%，较上月继续回落²。医疗护理服务环比负增长 0.1%，上月 0.7%，医疗护理服务仍然是服务中同比较低的分项，2 月同比增长 1.1%。运输服务 2 月环比增长 1.4%，上月 1%，同比也不降反升，增长 10%。运输服务成为 2 月所有分项中同比增长最高的分项，尽管它的权重只有 6%，但也成为通胀的一个重要贡献因素。总体而言，核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高，离 2% 还有距离。

² 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

图表17: 核心服务CPI的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

展望未来, 服务消费需求恢复弹性较大可能仍是支撑服务业通胀的原因之一。这是因为疫情扰动导致的商品和服务消费的波动还没有完全恢复正常, 从商品消费和服务消费的比例来看, 目前商品消费的比重仍然显著高于疫情前的正常状态, 服务或还存在超额需求没有得到满足。

由于疫情的限制, 疫情期间美国的消费结构中商品消费的比重显著增加了。如下图所示截止到 2023 年 4 季度的数据, 商品/服务消费比仍然较疫情前高出不少。另外, 恢复到常态的比例可能需要不短的时间。对比 2008 年的危机, 当时商品/服务消费比也出现了较大的波动, 不过方向与这次不同, 商品的占比显著下降, 2008 年危机后商品/服务消费比恢复到冲击之前的趋势水平花费了较长的时间。

图表18: 商品/服务消费比(不变价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 商品/服务消费比(现价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 自有房等价租金略微下降

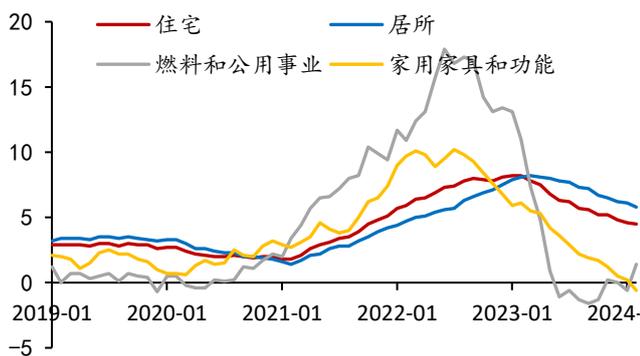
2月居所通胀环比略微下降，主要的贡献因素是自有房等价租金的下降。房价近期也有上行的迹象，而房价的上涨对租金未来的上涨有一定预测性。这可能也表明美国租金通胀仍有反复可能，并可能影响整体通胀，货币政策不宜过早宽松。

住宅通胀2月同比增长4.5%，1月4.6%。住宅通胀里面，主要包括三个分项，分别是居所、燃料和公用事业、家用家具和功能，其中居所的权重最高。

居所分项2月环比增长0.4%，较上月下降0.2pct；同比增长5.8%，较1月回落了0.3pct。从居所包含的主要分项看，自有房等价租金2月环比0.4%，也较上月下降0.2pct，或是本月居所通胀环比回落的主要贡献；主要住所租金环比0.5%，较上月略微上升。因为基数效应，两个主要分项同比仍继续回落，主要住所租金同比2月增长5.8%，上月为6.1%，自有房等价租金2月同比增长6%，较上月下降0.2pct。

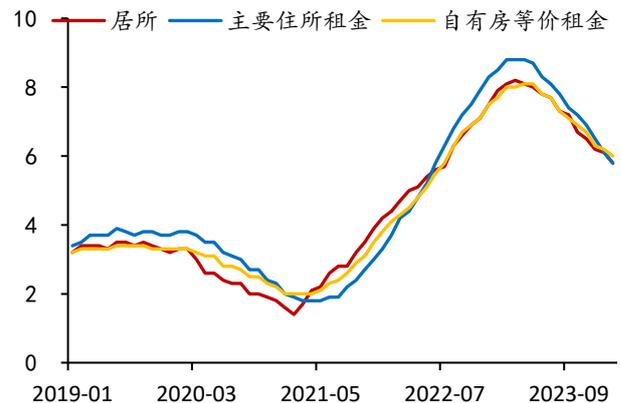
从近期的变动趋势看，燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落，其中燃料和公用事业在6月开始负增长，1月再次回到负增长，2月同比再转正。家用家具和功能2月同比增长转负，负增长0.6%，上月正增长0.2%。

图表20：住宅和分项CPI (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表21：居所及其分项CPI (%)

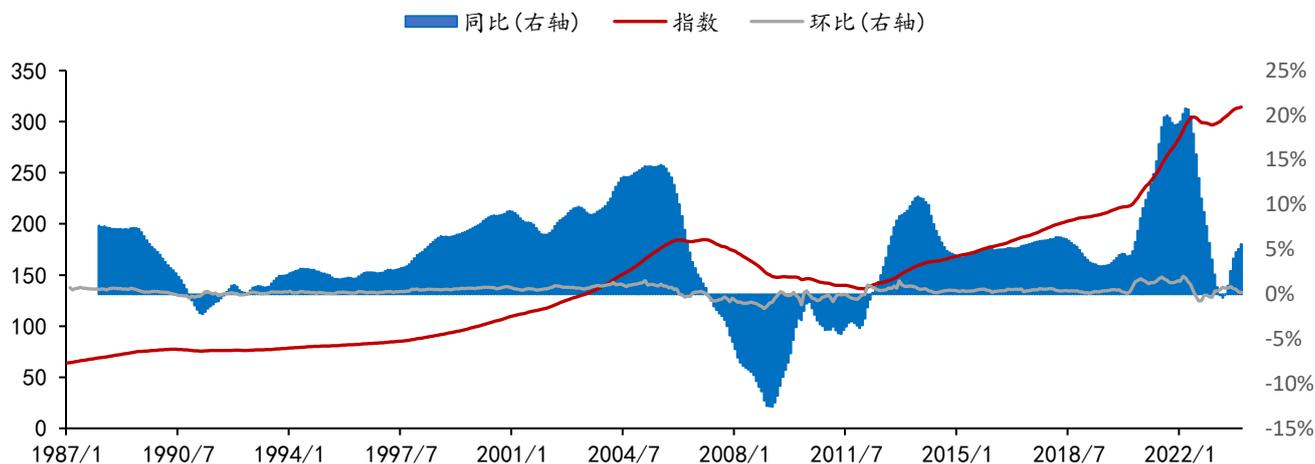


资料来源：Wind，国联证券研究所

S&P/Case-Shiller 美国房价指数显示房价上涨还在继续，但环比走弱。房价的增长或对住宅通胀下行造成障碍。房价同比虽然从2023年4月开始负增长，但2023

年7月同比恢复正增长，2023年12月继续扩大到5.57%。环比增速在2023年2月回正后，增速不慢，2023年12月环比0.19%，低于11月0.24%。

图表22: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



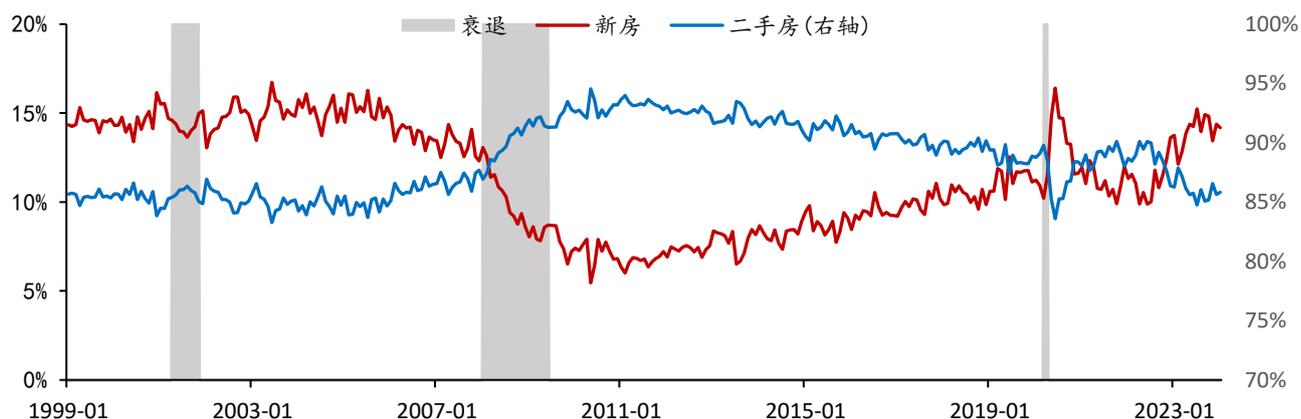
资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

房价的走势仍值得关注，其中二手房的交易是占比最高。成屋(二手房)市场上，在低利率时代购入的房屋购房者由于锁定了较低的房贷利率，并不愿意售房。由于二手房的供给较少，或助推价格的上涨，至少让价格较难下跌。

随着时间的推移，房价的变化确实可以预测租金的变化——尽管这种关系远非1:1，而且存在很长的滞后性。达拉斯联储的Xiaoqing Zhou和Jim Dolmas发现³，房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在16个月后达到0.75左右的峰值；与租金通胀的相关性在18个月后达到峰值。

³ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0824>

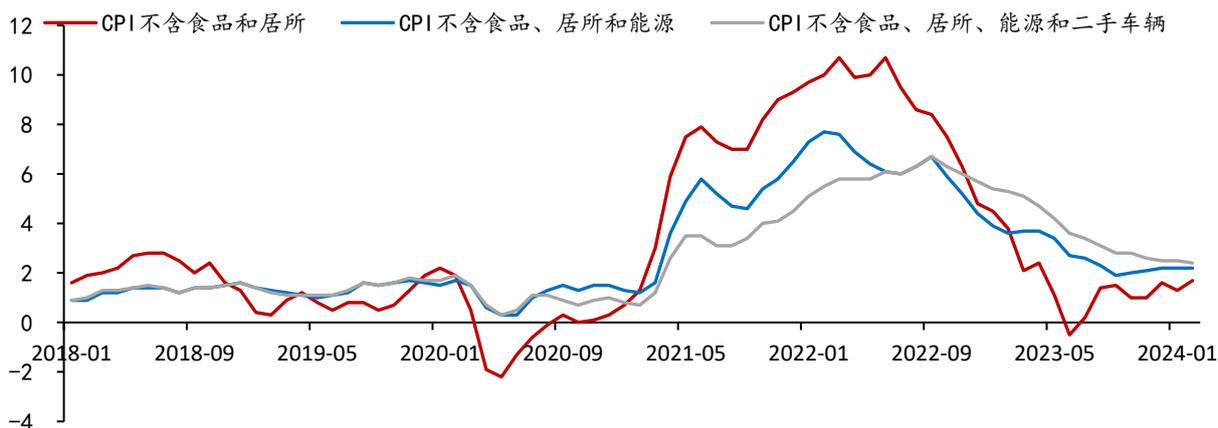
图表23：新房和二手房销售比例(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

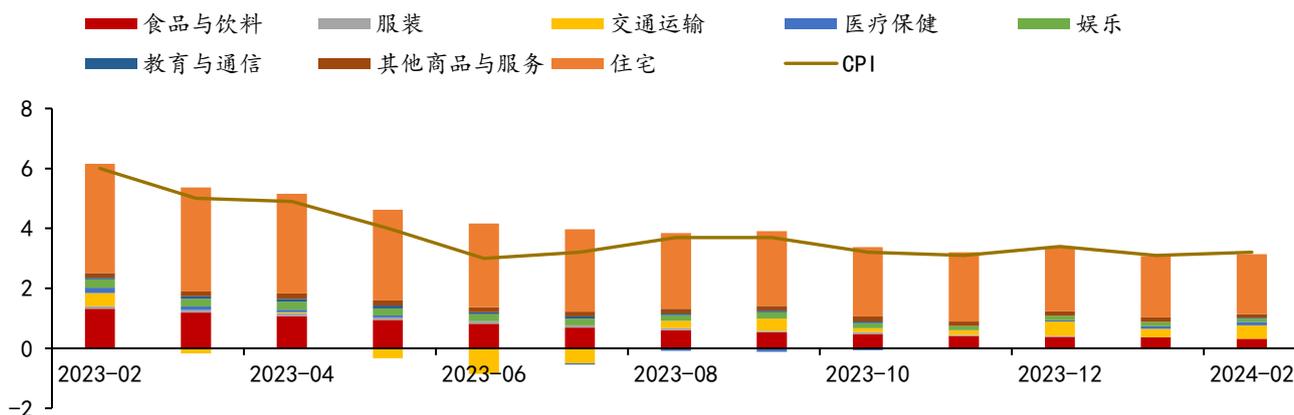
另外，CPI 不含食品、居所、能源和二手车 2 月同比增长 2.4%，上月 2.5%。从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所，而能源、二手车是主要驱动通胀下行的分项。CPI 不含食品和居所的同比 2 月增长 1.7%，上月 1.3%，把居所去掉的话通胀已经回到了美联储的目标之下。

图表24：CPI 通胀剔除特定分项(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表25: CPI 通胀同比不同分项的贡献率(%)



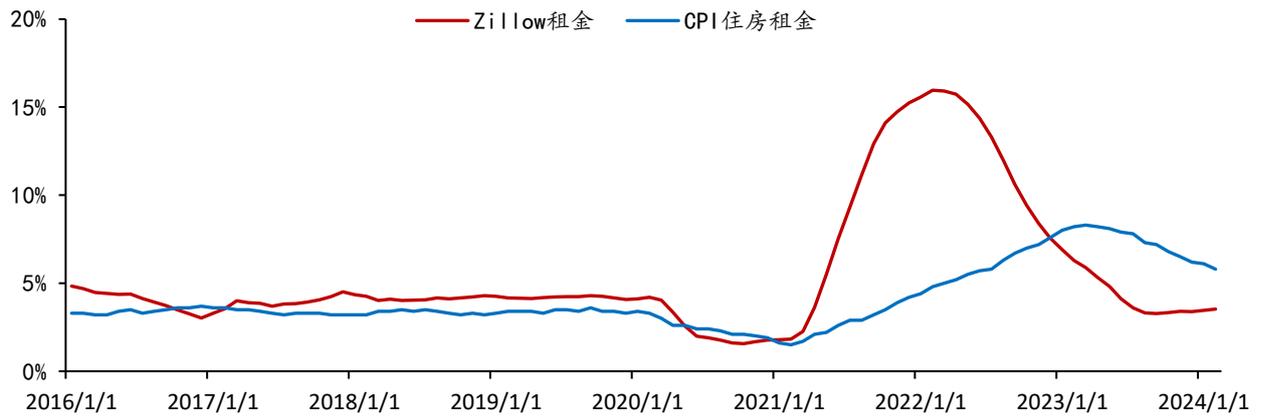
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表26: CPI 通胀 8 个主要类别(%)

时间	同比								环比							
	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务
2023年2月	9.2	8.2	3.3	2.6	2.3	5	1	6.1	0.4	0.5	3.3	0.7	-0.4	1.1	0	0.9
2023年3月	8.3	7.8	3.3	-1	1.5	4.8	1.4	6.1	0.1	0.3	0.8	0.9	-0.3	0.1	0.1	0.5
2023年4月	7.5	7.5	3.6	0.2	1.1	5	1.6	6.6	0.2	0.2	-1	2.1	-0.1	0.5	0	0.9
2023年5月	6.6	6.8	3.5	-2	0.7	4.5	1.5	6.7	0.2	0.3	-0.3	0.5	0	-0.1	-0.2	0.5
2023年6月	5.7	6.3	3.1	-5.1	0.1	4.3	1.1	6.3	0.1	0.6	-0.7	0.5	0	0	-0.2	0.2
2023年7月	4.8	6.2	3.2	-3	-0.5	4.1	1.2	6.1	0.3	0.3	-1	0.2	-0.1	0.1	0	0.1
2023年8月	4.2	5.7	3.1	1.4	-1	3.5	1	5.8	0.2	0.3	1.6	1.3	0.3	-0.2	0.2	0.4
2023年9月	3.7	5.6	2.3	2.4	-1.4	3.9	1	6	0.2	0.5	1.4	-0.6	0.1	0.4	0.3	0.6
2023年10月	3.3	5.2	2.6	0.8	-0.8	3.2	0.9	6.2	0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	0	-0.2	0.6
2023年11月	2.9	5.2	1.1	0.9	0.2	2.5	-0.1	5.6	-0.2	0.2	-3.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.4	0.2
2023年12月	2.7	4.8	1	2.9	0.5	2.7	-0.1	5.5	0.1	0.3	-1.8	-1.4	0.3	0.4	0	-0.2
2024年1月	2.6	4.6	0.1	1.6	1.1	2.8	0	5.7	0.6	0.8	1.7	-0.5	0.7	0.7	0.4	0.8
2024年2月	2.2	4.5	0	2.7	1.4	2.1	0.4	4.7	0.1	0.5	3.2	1.7	0	0.4	0.4	0

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表27: CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比(%)



资料来源: Wind, Zillow, 国联证券研究所整理

3. 风险提示

美联储鹰派超预期, 地缘政治风险超预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

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

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

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼