

核心CPI的回落仍受滞后分项的阻碍

--美国2月CPI数据

核心要点:

CPI和核心CPI增速再度高于预期，居住成本和能源价格贡献突出：美国劳工数据局（BLS）公布2月消费者价格指数（CPI），其同比增速从1月的3.1%升至3.2%，高于3.1%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.8%，比1月的3.9%稍有下降，同样高于3.7%的市场预期。季调环比方面，CPI增速升至0.4%，核心CPI增速维持0.4%。CPI数据已经连续3个月强于预期，这其中不仅有年度调整、季调因子变动和居住成本统计方式的影响，也反映服务部分的粘性在劳动缺口和实际薪资的支持下偏强。

通胀数据反映的5个要点：（1）2月CPI增速超预期的核心原因一方面是能源商品环比增幅在连续4个月负增长后转正，另一方面居住成本的粘性仍强，增幅略高于预期；此外运输、休闲、教育和通信等服务的环比也不弱。通胀的下行动能尚在，但在三季度快速向2%靠拢存在一定难度。对于通胀的整体路径需要上修。（2）核心CPI方面，我们此前认为前三季度其将顺利向3%靠拢，但提示如果居住成本粘性高则需要警惕；目前来看，居住成本统计相关的问题可能会拖累核心CPI降低的进程，需要开始注意核心年末仍在3%以上的风险。（3）居住成本所体现的信息喜忧参半，好消息是业主等价租金（OER）1月份异常的0.6%环比增速没有继续维持，后续居住成本有望降低；令市场担忧的是，权重高达36.2%的居住成本项环比增速近期主要在0.4%~0.5%的范围内，并未如同领先租金和房价指数预示的一般逐渐向0.3%~0.4%靠近，这可能表明CPI对实际租金成本的统计与市场数据有偏差。虽然居住成本的实际涨价情况并不严峻，但CPI的统计滞后和对OER中价格更高的独户住宅权重上调意味着居住成本目前是通胀靠近2%的最大阻碍之一。（4）不含租金的未季调服务环比增速从0.9%回落至0.6%，显示服务价格压力较1月下行，但依然处于偏高水平。从同日公布的NFIB美国小企业调查来看，未来劳动市场有望边际弱化，失业率可能开始向4%靠近，这意味着对利率反应十分滞后的服务价格终将弱化。（5）从美联储的视角来看，CPI居住成本的异常与实际情况和PCE通胀情况有所偏离，可能无需过虑，但其四季度潜在的回升与服务价格粘性的结合限制了美联储年内降息的空间。以目前数据和实际利率的框架来看，年中进行首次降息仍有较高的概率，但对全年的降息幅度预期需要进一步降低。因此，将全年降息次数修正为3次75BP。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的9月和12月进行第二和第三次降息；而如果四季度CPI快速回升至3%以上，核心CPI仍未降至3%附近，则美联储可能选择在12月不降息，全年仅降息2次。我们的基准假设认为核心CPI年内仍会降至3%左右，但如果CPI降幅不及预期，美联储可能压缩降息幅度。目前对3月的CPI同比增速预测为3.2%，核心3.7%左右

市场对CPI超预期的交易并不剧烈：市场没有对超预期的CPI做出强烈反应，CME数据显示联邦基金利率期货交易者依然维持了6月首次降息、全年75-100BP的押注。10年期美债收益率上行5.9BP至4.160%，美元指数跳升后回落，收102.9321，美国三大股指集体收涨，伦金下跌至2158美元/盎司。在通胀粘性因诸多原因而偏强的情况下，目前的降息预期稍显乐观，可能有进一步降低的空间。同日NFIB小企业调查公布的领先于劳动市场的招聘指标等暗示就业可能弱化，也是市场没有猛烈交易CPI超预期的潜在因素。在拜登政府的美国财政赤字2024和2025年希望为6.6%和6.1%的情况下，长端美债受到的压力仍然明显，同时在美联储考虑的“买短卖长”的情况下，短端国债显得更为安全。

分析师

章俊

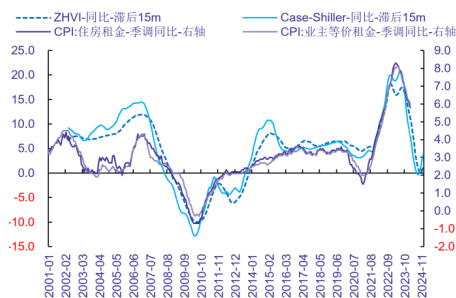
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

居住成本统计问题成为CPI下行的阻碍（%）



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

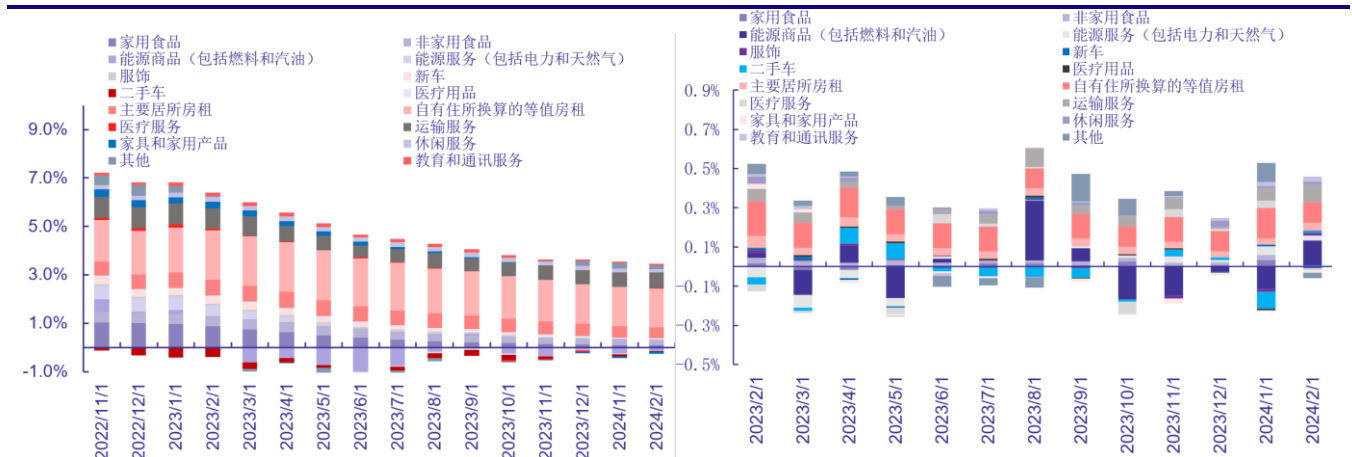
风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 地缘政治冲突加剧的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

美国劳工数据局（BLS）公布 2 月消费者价格指数（CPI），其同比增速从 1 月的 3.1% 升至 3.2%，高于 3.1% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 3.8%，比 1 月的 3.9% 稍有下降，同样高于 3.7% 的市场预期。季调环比方面，CPI 增速升至 0.4%，核心 CPI 增速维持 0.4%。CPI 数据已经连续 3 个月强于市场预期，这其中不仅有年度调整、季调因子变动和居住成本统计方式的影响，也确实反映服务部分的粘性在劳动缺口和实际薪资的支持下偏强。相对的好消息是去除离群值的克利夫兰截尾均值 CPI 显示通胀的大趋势仍在下降，暂未有明显的再加速风险。虽然通胀在前三季度有望延续曲折回落的路径，但在四季度面临的潜在回升可能限制美联储的降息幅度。目前市场对全年 4 次共计 100BP 的降息以当前的证据来看仍稍显乐观，我们将基准预测下调为 3 次 75BP，分别在 6、9、12 月进行；同时需要警惕四季度名义 CPI 反弹超过 3%、核心通胀仍未接近 3% 的情况下，降息幅度可能只有 50BP 的情况。

图 1：2 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分

图 2：2 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

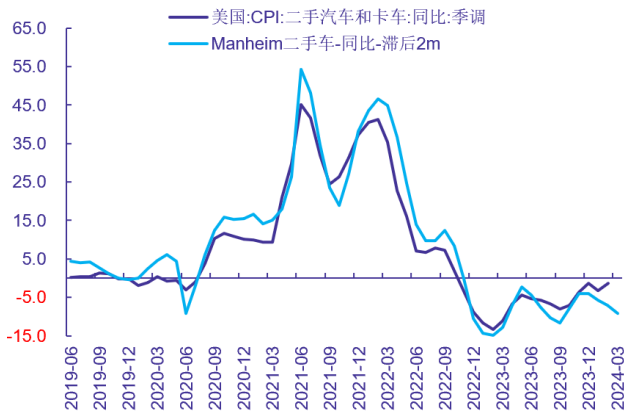
我们倾向于（1）2 月 CPI 增速超预期的核心原因一方面是能源商品环比增幅在连续 4 个月负增长后转正，另一方面居住成本的粘性仍强，增幅略强于预期；此外运输、休闲、教育和通信等服务的环比也不弱。虽然结合克利夫兰截尾均值 CPI 来看，其 2 月 16% 截尾均值降低至 3.51%，中位值降至 4.58%，反映通胀的下行动能尚在，但在三季度快速向 2% 靠拢存在一定难度。对于通胀的整体路径需要上修。（2）核心 CPI 方面，我们此前认为前三季度其将顺利向 3% 靠拢，但提示如果居住成本粘性高则需要警惕；目前来看，居住成本统计相关的问题可能会拖累核心 CPI 降低的进程，需要开始注意核心 CPI 年末仍在 3% 以上的风险。（3）居住成本所体现的信息喜忧参半，好消息是业主等价租金（OER）1 月份异常的 0.6% 环比增速没有继续维持，而是向主要居所租金收敛，这意味着业主等价租金 1 月的攀升确实不是持续情况，后续居住成本仍有望降低；令市场担忧的是，权重高达 36.2% 的居住成本项环比增速近期主要在 0.4%–0.5% 的范围内，并未如同领先租金和房价指数预示的一般逐渐向 0.3%–0.4% 靠近，这可能表明 CPI 对实际租金成本的统计与市场数据有偏差。相比之下，美联储更关注的 PCE 通胀对居住成本权重约为 18%，拉动率约 1% 左右（CPI 居住成本接近 2.1%），使 PCE 通胀更具参考性。虽然居住成本的实际涨价情况并不严峻，但 CPI 的统计滞后和对 OER 中价格更高的独户住宅权重上调意味着居住成本目前是通胀靠近 2% 的最大阻碍之一。（4）不含租金的未季调服务环比增速从 0.9% 回落至 0.6%，显示服务价格压力较 1 月下行，但依然处于偏高水平。对于核心服务部分来说，劳动市场缺口和薪资增速应是核心变量，薪资的粘性对服务价格韧性有贡献；但从同日公布的 NFIB 美国小企业调查来看，未来劳动市场有望边际弱化，失业率可能开始向 4% 靠近，这意味着对利率反应十分滞后的服务价格终将弱化。（5）2 月短期消费者通胀预期从 2.9% 略抬升至 3.0%，5 年期通胀预期维持 2.9%，5 年期盈亏平衡通胀率稍抬升至 2.3%，这表明通胀形成内部预期螺旋并引发明显的二次通胀概率较低。不过，持续高于疫情前的预期可能助力通胀中枢小幅抬升。（6）从美联储的视角来看，CPI 居住成本的异常和实际情况与 PCE 通胀情况有所偏离，可能无需过虑，但其四季度潜在的回升与服务价格粘性的结合限制了美联储年内降息的空间。以目前数据和实际利率的框架来看，年中进行首次降息仍有较高的概率，但对全年的降息幅度预期需要进一步降低。因此，

将全年降息次数修正为 3 次 75BP。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的 9 月和 12 月进行第二和第三次降息；而如果四季度 CPI 快速回升至 3% 以上，核心 CPI 仍未降至 3% 附近，则美联储可能选择在 12 月不降息，全年仅降息 2 次。

可以继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析¹。**能源方面**，能源商品环比增 3.6%，同比收窄至-4.2%，为通胀回升提供动力；能源服务同比也结束 8 个月负增长并回升至 0.5%。不过，从能源的供需格局考虑，在美国产量偏高，OPEC+ 进一步减产意愿有限的情况下，油价继续上行的动力可能不足，短期不会给通胀造成更大的压力。**食品 2 月增速明显缓和**，家用食品环比零增长，非家用食品环比从 0.5 放缓至 0.1%，是 2 月下行最为顺利的主要项目；虽然其未来有同比小幅回升的可能但可持续性不强，亦不需要担忧。**商品方面出现回升**，非季调环比结束 5 个月负增长至 1.1%，但季调后仍平稳；商品上行部分受到二手车环比增长的拉动，但从领先的曼海姆指数来看可持续性同样不强，服装 0.6% 的环比也是同理，商品依然不是通胀的主要忧虑。**居住成本虽然同比降低，但环比仍略高于预期**，我们在《探讨美联储降息的多重演绎路径》中也指出业主等价租金（OER）对价格更高的独栋住宅权重进行了 5% 的上调，后期 OER 增幅可能会整体小幅高于主要居所租金，需要注意。尽管领先房价和租金指标表明居住成本还会降低，但统计方式带来的问题会导致降幅不如此前的预期，为通胀下行带来阻力，因此要密切观察。**核心服务价格仍具有粘性**，运输服务环比在能源成本回升和保险价格的带动下明显提升至 1.4%，休闲以及教育和通信服务环比也有 0.5%，整体偏强。预计随着劳动市场的缓和和薪资逐步降低，服务价格仍会慢慢弱化，但其粘性也可能削弱美联储进行更多次降息的欲望。**我们的基准假设认为核心 CPI 年内仍会降至 3% 左右，但如果 CPI 降幅不及预期，美联储可能考虑仅 50BP 的全年降息幅度。目前对 3 月的 CPI 同比增速预测为 3.2%，核心 3.7% 左右²。**

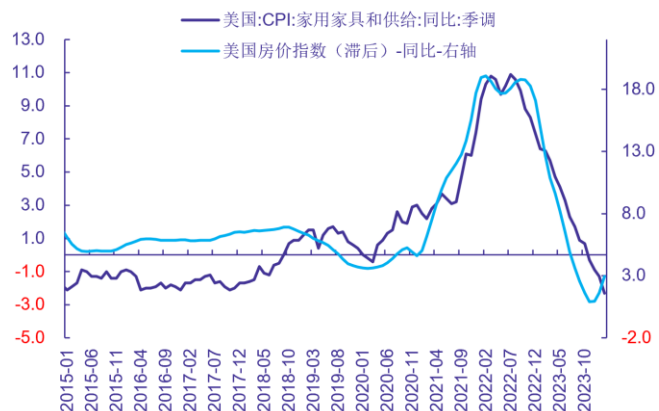
市场方面没有对超预期的 CPI 做出强烈反应，CME 数据显示联邦基金利率期货交易者依然维持了 6 月首次降息、全年 75-100BP 的押注。10 年期美债收益率上行 5.9BP 至 4.160%，美元指数跳升后回落，收 102.9321，美国三大股指集体收涨，伦金下跌至 2158 美元/盎司。在通胀粘性因诸多原因而偏强的情况下，目前的降息预期稍显乐观，可能有进一步降低的空间。同日 NFIB 小企业调查公布的领先于劳动市场的招聘指标等暗示就业可能弱化，也是市场没有猛烈交易 CPI 超预期的潜在因素。在拜登政府的美国财政赤字 2024 和 2025 年希望为 6.6% 和 6.1% 的情况下，长端美债受到的压力仍然明显，同时在美国联储考虑的“买短卖长”的情况下，短端国债显得更为安全。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）



资料来源：Wind、Manheim，中国银河证券研究院整理

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落，但未来可能止跌（%）

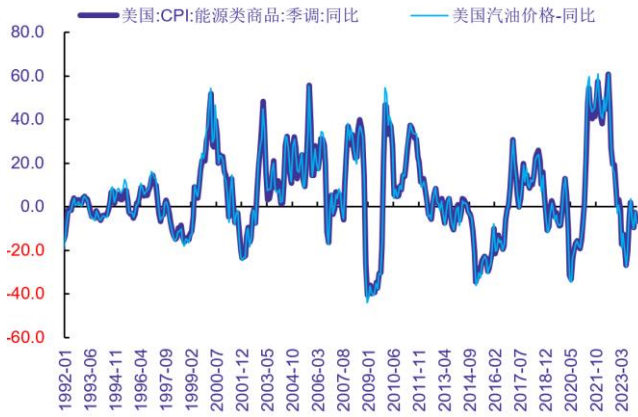


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

¹ 以下按 BLS 格式，为季调环比和非季调同比，除非特别注明。

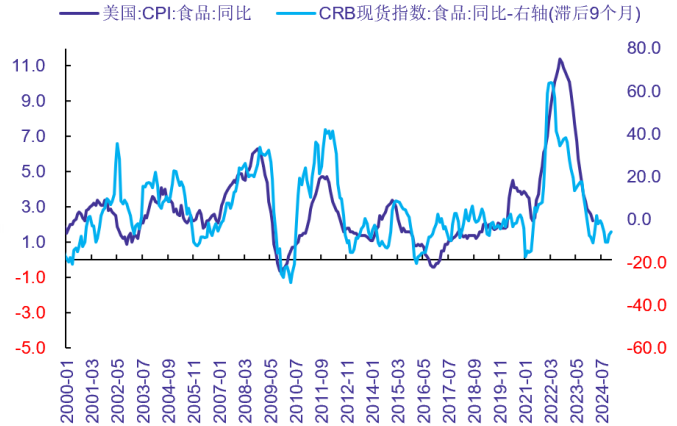
² 以上数字会随更多高频数据的更新而发生变化

图 5：能源成本同比降幅有所收窄（%）



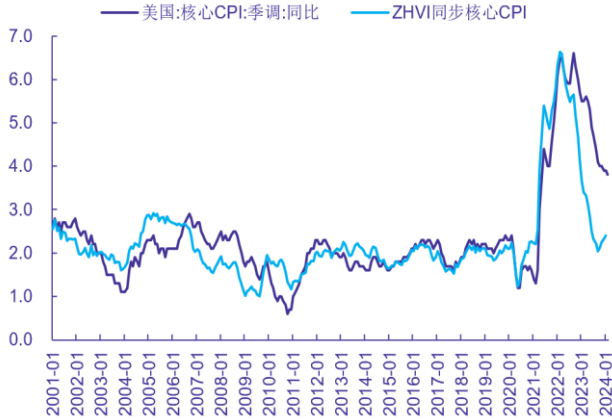
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：二月食品降幅较好，未来压力有限（%）



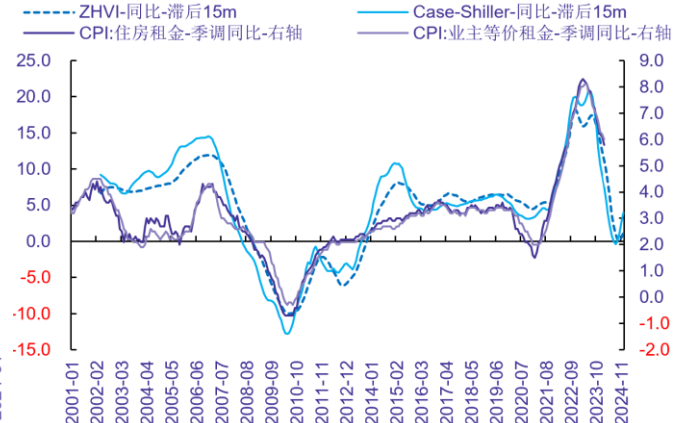
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：去除居住成本滞后效应后，核心回升但有限（%）



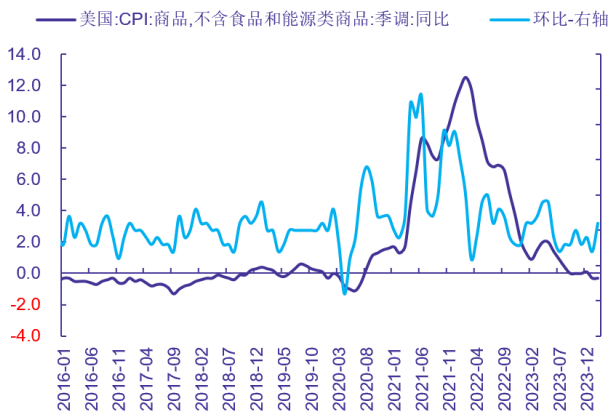
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 8：居住成本下行斜率放缓，四季度可能回升（%）



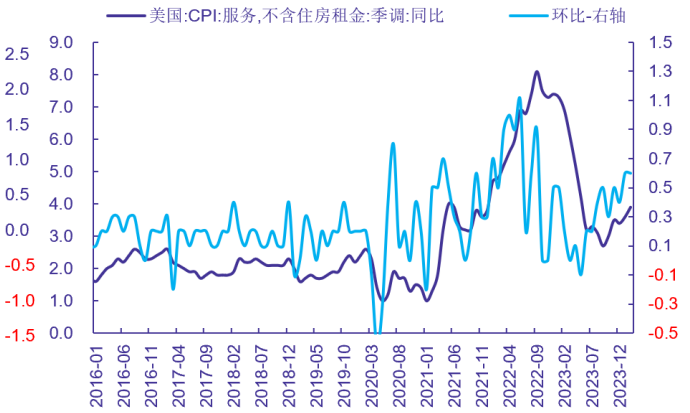
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 9：核心商品环比回升，但整体压力仍然不大（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：服务部分的环比略降但处于偏高位置（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn