



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《温和通胀有望起步-2月通胀点评》
- 2024.03.10

宏观研究

从美国 CPI 结构变化观察 PCE 的边际回落

● 核心观点

能源、房租推升通胀超预期，核心通胀边际回落。继1月美国 CPI 超预期之后，2月 CPI 再次超预期回升，引发市场关注。但从结构来看，CPI 增速超预期回升主要是能源和房租分项贡献拉动，核心商品（不包括食品和能源）和核心服务（不包括能源）对 CPI 同比增速和环比增速的贡献均呈现边际回落趋势。这与1月美国 CPI 增速超预期存在结构性差异，后者超预期回升主要是核心服务（不包括能源）贡献边际回升带动，更体现核心通胀粘性较强，而2月 CPI 结构特征显示核心通胀有边际回落的可能。此外，考虑在核心 PCE 计算中，住房分项比重有所下调，医疗服务分项权重有所提高，减弱房租分项贡献，增大了2月 PCE 边际回落可能。

2月美联储更为关注的核心 PCE 价格指数有望呈现边际回落态势，但尚不能给出美联储降息与否的明显指示信号，短期更需要谨慎对待日本央行收紧货币政策，警惕各类资产价格的调整。美联储货币政策制定存在数据依赖，2月核心通胀有望边际回落，但趋势性特征有待进一步明确，尚不能给出明确指示信号。此外，日本已经上修了4季度 GDP 数据，本周将公布日本的“春斗”结果，如果薪资增长超预期，日本央行可能收紧货币政策，这是一个从零到一的过程，意味着全球阶段性融资成本较低的时段结束，应警惕各类资产价格的调整。

● 风险提示：

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 美国 2 月 CPI 变动情况 (%)	3
图表 2: 美国 2 月 CPI 和主要分项贡献 (%)	4
图表 3: 美国 2 月 CPI 同比增速及分项贡献 (%)	5
图表 4: 美国 2 月 CPI 环比增速及分项贡献 (%)	6
图表 5: 美国房价与住房租金环比增速 (%)	7
图表 6: 美国二手车批发价格 (%)	7

事件：美国 2 月末季调 CPI 同比升 3.2%，预期升 3.1%，前值升 3.1%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.3%。美国 2 月末季调核心 CPI 同比升 3.8%，预期升 3.7%，前值升 3.9%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。

1 美国 CPI 连续两月超预期

继 1 月美国 CPI 超预期之后，2 月 CPI 再次超预期回升，连续两个月超预期，引发市场关注。2 月末季调 CPI 同比升 3.2%，较预期高 0.1pct，较前值高 0.1pct；未季调核心 CPI 同比升 3.8%，较预期高 0.1pct，较前值回落 0.1pct。季调后 CPI 环比升 0.4%，持平预期，较前值高 0.1pct；季调后核心 CPI 环比升 0.4%，较预期高 0.1pct，持平前值。

图表1：美国 2 月 CPI 变动情况 (%)

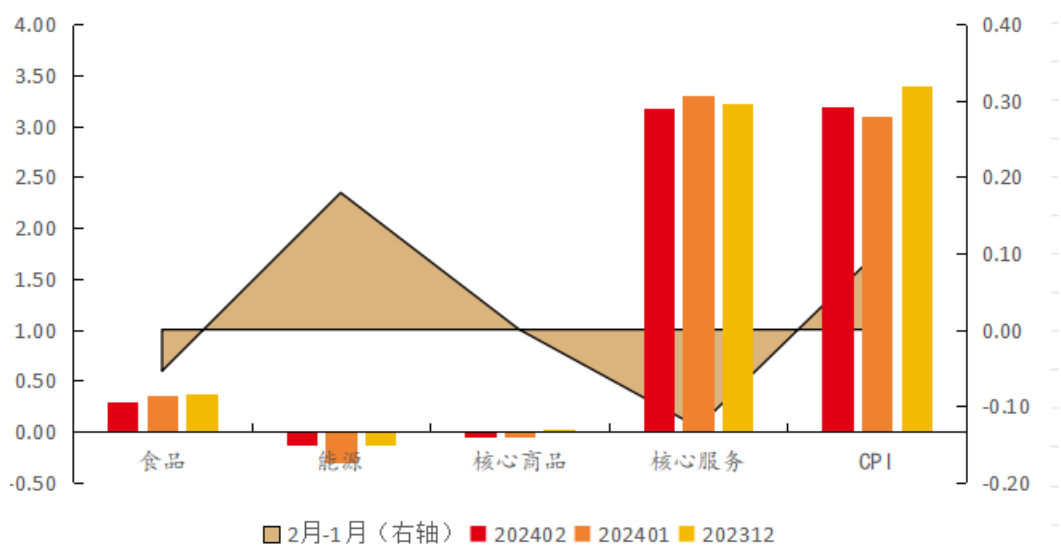
	权重	环比增速-季调			同比增速-未季调		
		202402	202401	202312	202402	202401	202312
CPI	100.00	0.4	0.3	0.2	3.2	3.1	3.4
食品	13.56	0.0	0.4	0.2	2.2	2.6	2.7
能源	6.64	2.3	-0.9	-0.2	-1.9	-4.6	-2.0
能源商品	3.47	3.6	-3.2	-0.7	-4.2	-6.8	-2.6
能源服务	3.18	0.8	1.4	0.3	0.5	-1.8	-0.9
核心 CPI (不包括食品和能源)	79.79	0.4	0.4	0.3	3.8	3.9	3.9
核心商品 (不包括食品和能源)	18.82	0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	0.1
服装	2.54	0.6	-0.7	0.0	0.0	0.1	1.0
新车	3.67	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.7	1.1
二手车	1.93	0.5	-3.4	0.6	-1.8	-3.3	-1.2
家具	3.53	-0.3	-0.1	-0.3	-2.3	-1.3	-0.9
药品	1.47	0.1	0.6	-0.1	2.9	3.0	4.7
娱乐商品	2.05	-0.2	0.8	-0.5	-1.3	-0.6	-1.2
核心服务 (不包括能源)	60.97	0.5	0.7	0.4	5.2	5.4	5.3
住房	36.22	0.4	0.6	0.3	4.5	4.6	4.8
房租	7.66	0.5	0.4	0.4	5.8	6.1	6.5
等价租金	26.77	0.4	0.6	0.4	6.0	6.2	6.3
医疗保健	6.54	0.0	0.5	0.4	1.4	1.1	0.5
交通运输	6.30	1.4	-0.6	0.1	2.7	1.6	2.9
娱乐服务	3.26	0.2	0.5	0.4	2.1	2.8	2.7
教育通讯	5.03	0.4	0.4	0.1	0.4	0.0	-0.1
其他服务	1.53	-0.3	0.5	0.0	4.7	5.7	5.5

资料来源：U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

2 能源、房租推高通胀，结构性特征明显

2月CPI增速超预期的重要原因是能源分项、房租分项贡献边际回升，而粘性较强的核心服务（不包括能源和房租）边际贡献有所回落，显示核心通胀有进一步回落的特点。值得注意的是，美国房租贡献在核心服务（不包括能源）贡献中仍高，边际回落趋势需进一步观察。

图表2：美国2月CPI和主要分项贡献（%）



资料来源：U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

从CPI同比增速分项结构来看，2月末季调CPI同比增速回升主要是能源分项贡献边际增大所致，而核心商品（不包括食品和能源）、核心服务（不包括能源）贡献均边际回落，特别是粘性较强的核心服务（不包括能源）边际回落更为明显。2月能源分项同比增长-1.9%，较前值回升2.7pct，对2月CPI同比增速贡献为-0.13pct，较1月贡献提升0.18pct。而食品、核心商品（不包括食品和能源）、核心服务同比增速为2.2%、-0.3%、5.2%，较前值变动分别为-0.4pct、-0.1pct、-0.2pct，对CPI同比增速的贡献分别为0.3pct、-0.06pct和3.17pct，较1月贡献分别下降0.05pct、0pct和0.13pct。

从CPI环比增速分项来看，亦呈现上述结构性特点。2月CPI环比升0.4%，较前值回升0.1pct，主要是来自能源和核心商品（不包括食品和能源）贡献，而食品和核心服务（不包括能源）贡献仍呈边际回落态势，并且降幅高于核心商品

（不包括食品和能源）的正向贡献。2月能源分项环比增长2.3%，较前值回升3.2pct，对CPI环比增长贡献0.15pct，由负转正，较1月贡献回升0.21pct；半粘性的核心商品（不包括食品和能源）环比增长0.1%，较前值涨0.4pct，对2月CPI环比增长贡献0.02pct，亦由负转正，较1月贡献回升0.08pct。但食品分项、核心服务（不包括能源）分项环比增速分别为0、0.5%，较前值变动分别为-0.4pct和-0.2pct，对2月CPI环比增速贡献分别为0、0.3%，较1月贡献下降0.05pct和0.12pct。

图表3：美国2月CPI同比增速及分项贡献（%）

	未季调CPI同比增速及分项贡献			
	202402	202401	202312	202402-202401
CPI	3.2	3.1	3.4	0.1
食品	0.30	0.35	0.37	-0.05
能源	-0.13	-0.31	-0.13	0.18
能源商品	-0.15	-0.24	-0.09	0.09
能源服务	0.02	-0.06	-0.03	0.07
核心CPI（不包括食品和能源）	3.03	3.11	3.11	-0.08
核心商品（不包括食品和能源）	-0.06	-0.06	0.02	0.00
服装	0.00	0.00	0.03	0.00
新车	0.01	0.03	0.04	-0.01
二手车	-0.03	-0.06	-0.02	0.03
家具	-0.08	-0.05	-0.03	-0.03
药品	0.04	0.04	0.07	0.00
娱乐商品	-0.03	-0.01	-0.03	-0.01
核心服务（不包括能源）	3.17	3.30	3.23	-0.13
住房	1.63	1.67	1.74	-0.04
房租	0.44	0.47	0.49	-0.02
等价租金	1.61	1.67	1.70	-0.06
医疗保健	0.09	0.07	0.03	0.02
交通运输	0.17	0.10	0.18	0.07
娱乐服务	0.07	0.09	0.09	-0.02
教育通讯	0.02	0.00	-0.01	0.02
其他服务	0.07	0.09	0.08	-0.02

资料来源：U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

图表4：美国 2 月 CPI 环比增速及分项贡献 (%)

	季调 CPI 环比增速及分项贡献			
	202402	202401	202312	202402-202401
CPI	0.40	0.30	0.20	0.1
食品	0.00	0.05	0.03	-0.05
能源	0.15	-0.06	-0.01	0.21
能源商品	0.12	-0.11	-0.02	0.24
能源服务	0.03	0.04	0.01	-0.02
核心 CPI (不包括食品和能源)	0.32	0.32	0.24	0.00
核心商品 (不包括食品和能源)	0.02	-0.06	-0.02	0.08
服装	0.02	-0.02	0.00	0.03
新车	0.00	0.00	0.01	0.00
二手车	0.01	-0.07	0.01	0.08
家具	-0.01	0.00	-0.01	-0.01
药品	0.00	0.01	0.00	-0.01
娱乐商品	0.00	0.02	-0.01	-0.02
核心服务 (不包括能源)	0.30	0.43	0.24	-0.12
住房	0.14	0.22	0.11	-0.07
房租	0.04	0.03	0.03	0.01
等价租金	0.11	0.16	0.11	-0.05
医疗保健	0.00	0.03	0.03	-0.03
交通运输	0.09	-0.04	0.01	0.13
娱乐服务	0.01	0.02	0.01	-0.01
教育通讯	0.02	0.02	0.01	0.00
其他服务	0.00	0.01	0.00	-0.01

资料来源：U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

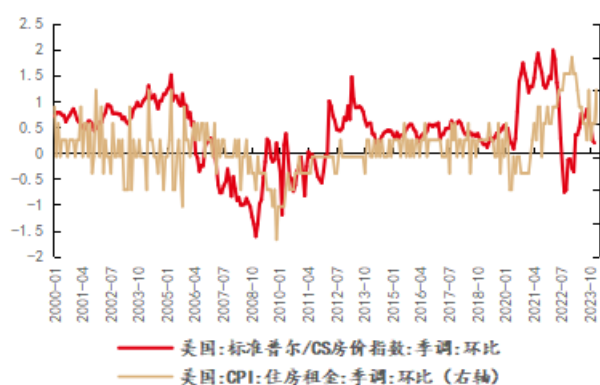
2 月房租分项和二手车分项贡献环比有较为明显回升，但短期或难以成为推升核心商品（不包括食品和能源）和核心服务（不包括能源）价格明显回升的因素，但趋势性特征有待进一步观察。

一是房租环比增速阶段性高点或将显现，或不会成为推升核心服务价格明显上涨的因素，但边际回落趋势有待进一步观察。住房分项权重较高，房租变动更易引起市场关注。2 月房租分项环比增长 0.5%，较前值升 0.1pct，对 2 月 CPI 环比增速贡献 0.04pct，较 1 月贡献回落 0.01pct，但较 2023 年 12 月回升 0.01pct；权重更高的等价租金环比贡献 0.11pct，较 1 月回落 0.05pct，但持平 12 月贡献水平。根据历史经验，美国房价下跌回升过程中，美国房价环比增速高点领先美国租金环比增速平均 9 个月左右。2023 年 8 月 31 日美国房价环比增速创阶段性

高点，之后逐步回落，指向美国房租高点预计在 2024 年 5 月出现，同时考虑房租增长处于后期阶段，或不会成为推升核心服务价格明显走高的因素，但边际回落趋势有待进一步观察。

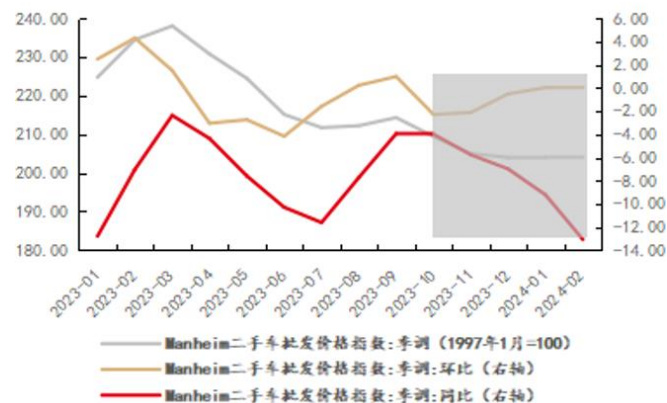
二是二手车批发价格持续回落，环比未呈现明显回升态势，短期未显示明显推升核心商品（不包括食品和能源）走高的信号。2 月二手车价格环比升 0.5%，由负转正，较 1 月环比上涨 3.9pct，但低于 2023 年 12 月环比增速水平。二手车对 2 月 CPI 环比增速贡献为 0.01%，较 1 月贡献回升 0.08pct，持平 2023 年 12 月水平。从美国二手车批发价格指数来看，二手车批发价格指数同比增速处于持续回落趋势，环比增速小幅波动，未呈现明显回升趋势。短期来看，亦不会成为推升核心商品（不包括能源和服务）价格明显回升的因素。

图表5：美国房价与住房租金环比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：美国二手车批发价格（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 月美联储更为关注的核心 PCE 价格指数有望呈现边际回落态势，但尚不能给出美联储降息与否的明显指示信号。美联储更为关注的是剔除食品和能源后的核心通胀水平。若剔除食品和能源分项贡献来看，2 月核心商品（不包括食品和能源）和核心服务（不包括能源）对 CPI 同比增速的贡献均呈现边际回落，对 CPI 环比增速虽有分化，但核心服务（不包括能源）贡献边际回落幅度大于核心商品（不包括食品和能源）贡献边际回升幅度，整体仍是边际回落。同时，在核心 PCE 计算中，住房分项比重有所下调，医疗服务分项权重有所提高，因此 2 月核心 PCE 价格指数有望边际回落。鉴于美联储货币政策制定存在高度数据依赖，美国 2 月通胀尚不能给出美联储降息与否的明确指示，市场对美联储降息预期未发生显著变化。数据发布后，据 CME “美联储观察”，美联储 3 月维持利率在 5.25%-5.5%

区间不变的概率为 99%，降息 25 个基点的概率为 1%。到 5 月维持利率不变的概率为 87.9%，累计降息 25 个基点的概率为 12%，累计降息 50 个基点的概率为 0.1%。6 月降息概率为 63%。

短期来看，更需要谨慎对待日本央行收紧货币政策，警惕各类资产价格的调整。日本已经上修了 4 季度 GDP 数据，第四季度 GDP 实际环比增长 0.1%，按年率计算增幅为 0.4%，此前分别为负 0.1%和负 0.4%。本周将公布日本的“春斗”结果，如果薪资增长超预期，日本央行可能收紧货币政策，这是一个从零到一的过程，意味着全球阶段性融资成本较低的时段结束，应警惕各类资产价格的调整。

风险提示

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048