



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《从美国 CPI 结构变化观察 PCE 的边际回落》 - 2024. 03. 13

宏观观点

通胀下降难以一帆风顺

● 核心观点

2月美国 CPI 略超预期的主要因素在于能源价格降幅的收窄，其他主要分项，尤其是核心 CPI 同比较上月走低。但我们认为，美国通胀未来仍然存在隐忧。首先是就业市场并未出现明显的松动，时薪增速和工作时长增速一降一升尚无明确方向。其次房价和房租的反弹后续或延迟传递至持续走低的住房租金分项。最后，当前生产资料价格指数环比出现小幅回升，叠加 2023 年 2 季度 PPI 基数较低，我国“再通胀”有望实现，那么美国未来商品价格的下降将面临更大的阻力。短期数据的好坏不易线性外推，定价通胀顺势下行或为时过早。

● 风险提示：

美国就业市场超预期走弱；我国经济基本面再次走弱；国家大宗商品价格超预期下降；美国房价超预期回落；我国稳增长政策力度和效果不及预期。

目录

1 核心观点.....	4
2 通胀增速超预期.....	4
3 通胀下降前景并不乐观.....	6
4 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 2022 年 1 月-24 年 2 月美国 CPI 和核心 CPI 同比增速	4
图表 2: 2022 年 1 月-24 年 2 月美国 CPI 结构	5
图表 3: 2024 年 1-2 月美国 CPI 同比和环比结构	5
图表 4: 2022 年 1 月-24 年 2 月美国除房租外核心通胀同比增速	6
图表 5: 2010 年 1 月-24 年 2 月美国进口价格指数同比、CPI 商品同比和我国 PPI 同比	6
图表 6: 2016 年 8 月-24 年 3 月生产资料价格指数和 PPI 环比	7
图表 7: 2019 年 1 月-24 年 2 月美国非农企业员工平均时薪以及核心通胀（不含房租）增速	7
图表 8: 2016 年 1 月-24 年 2 月美国 Zillow 房租指数同比、标普房价指数同比以及 CPI 住房租金同比	8

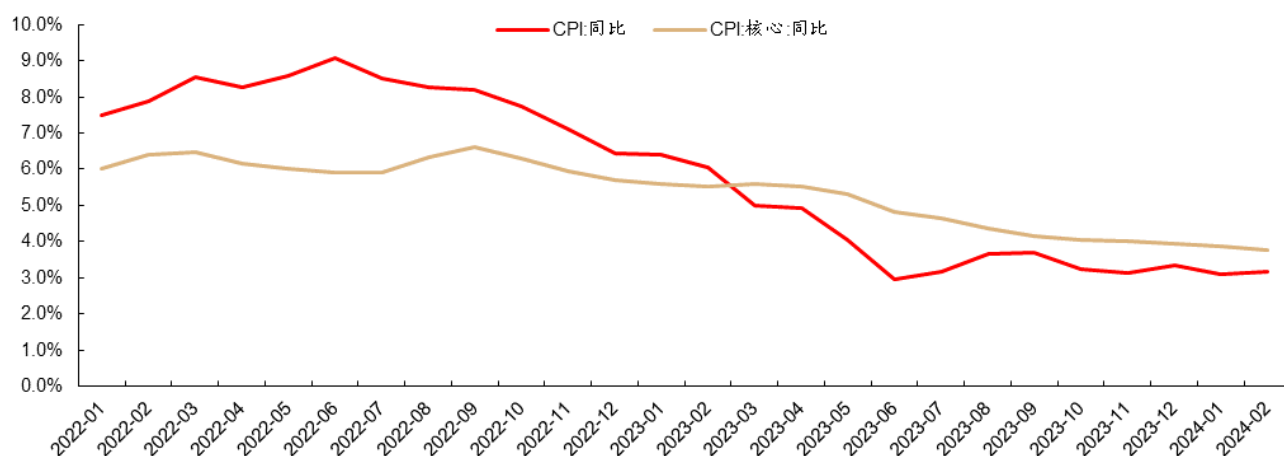
1 核心观点

2月美国CPI略超预期主要因素在于能源价格降幅的收窄,其他主要分项,尤其是核心CPI同比较上月走低。但我们认为,美国通胀未来仍然存在隐忧。首先是就业市场并未出现明显的松动,时薪增速和工作时长增速一降一升尚无明确方向。其次房价和房租的反弹后续或延迟传递至持续走低的住房租金分项。最后,当前生产资料价格指数环比出现小幅回升,叠加2023年2季度PPI基数较低,我国“再通胀”有望实现,那么美国未来商品价格的下降将面临更大的阻力。短期数据的好坏不易线性外推,定价通胀顺势下行或为时过早。

2 通胀增速超预期

整体通胀增速较上月抬升,核心延续下行趋势。2月美国CPI同比上涨3.2%,高于市场预期的3.1%,前值3.1%。核心CPI同比录得3.9%,同样高于市场预期的3.7%,前值3.9%。环比来看2月CPI较上月上涨0.4%,预期0.3%,与前值持平(图1)。

图表1: 2022年1月-24年2月美国CPI和核心CPI同比增速

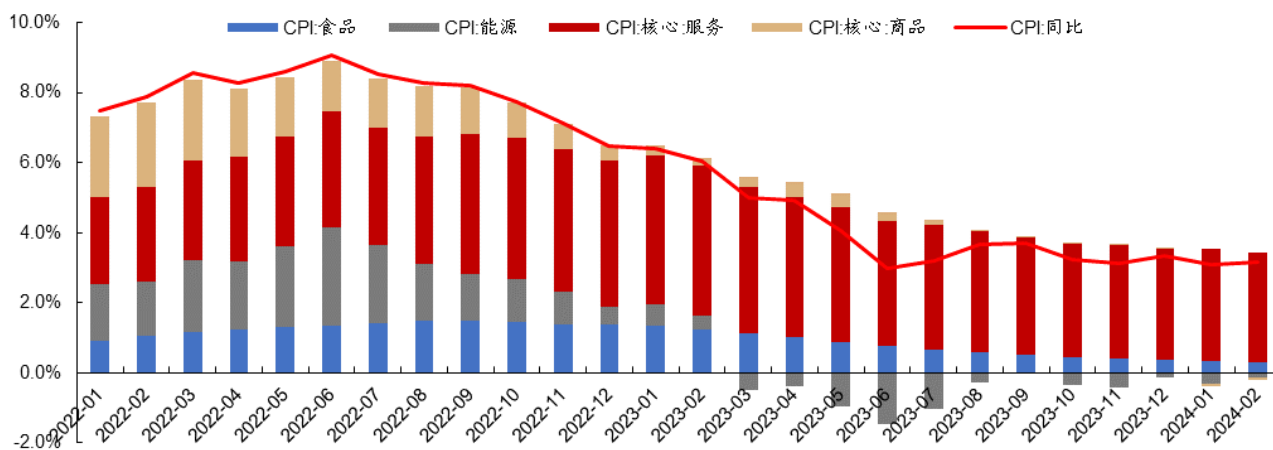


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

能源价格降幅收窄贡献CPI上行动力。从结构来看,核心服务仍是主要贡献项,拉动2月整体CPI增速3.1个百分点。而整体CPI增速较上月上行的原因主要“归咎”于能源价格降幅收窄,同比来看,能源(包括能源产品和能源服务)

价格降幅由 1 月的-4.6%收窄至 2 月的-1.9%，对 CPI 的负向拉动也由-0.3 个百分点收窄至-0.1 个百分点。环比来看，能源价格降幅同样减弱，环比增速由-0.9%上行至 2.3%，对环比增速的拉动也由-0.1 个百分点上行至 0.1 个百分点（图 2、图 3）。

图表2：2022 年 1 月-24 年 2 月美国 CPI 结构



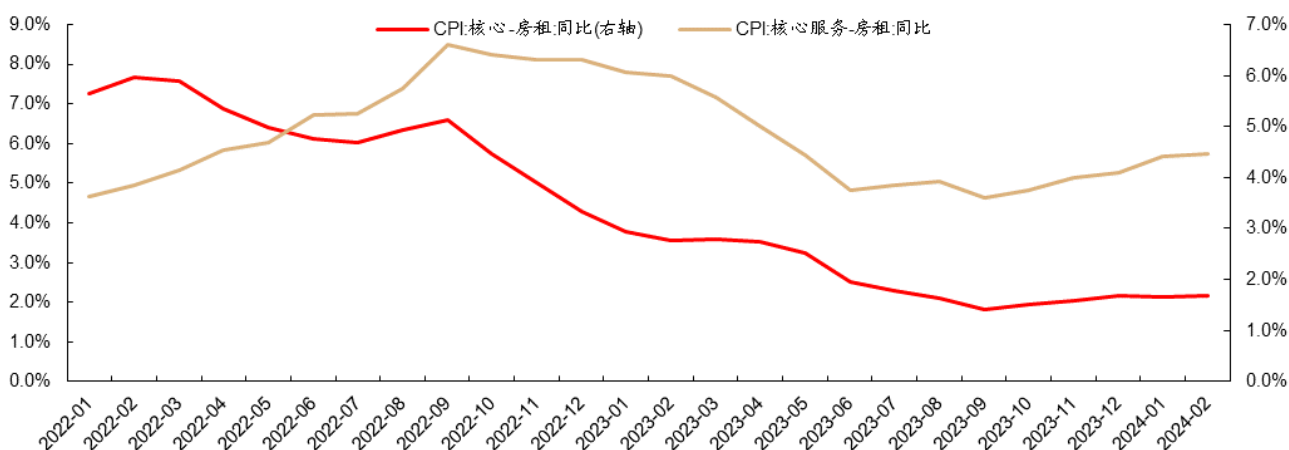
资料来源：美国劳工部，中邮证券研究所

图表3：2024 年 1-2 月美国 CPI 同比和环比结构

	同比(未季调)					环比(季调)				
	去年同期权重	2024-02	同比拉动	2024-01	同比拉动	上月权重	2024-02	环比拉动	2024-01	环比拉动
CPI	100.0%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	100.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
CPI:食品	13.6%	2.2%	0.3%	2.6%	0.3%	13.6%	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%
CPI:能源	7.1%	-1.9%	-0.1%	-4.6%	-0.3%	6.6%	2.3%	0.1%	-0.9%	-0.1%
其中:能源品	3.9%	-4.2%	-0.2%	-6.9%	-0.3%	3.4%	3.6%	0.1%	-3.2%	-0.1%
能源服务	3.2%	0.5%	0.0%	-2.0%	-0.1%	3.2%	0.8%	0.0%	1.4%	0.0%
CPI:核心	79.3%	3.8%	3.0%	3.9%	3.1%	79.9%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
CPI:核心:服务	59.8%	5.2%	3.1%	5.4%	3.2%	61.1%	0.5%	0.3%	0.7%	0.4%
其中:住房租金	34.9%	5.8%	2.0%	6.1%	2.1%	35.9%	0.4%	0.1%	0.6%	0.2%
CPI:核心:商品	19.5%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	18.8%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.1%
其中:新车和二手车	5.8%	-0.3%	0.0%	-0.7%	0.0%	5.6%	0.1%	0.0%	-1.2%	-0.1%

资料来源：美国劳工部，中邮证券研究所

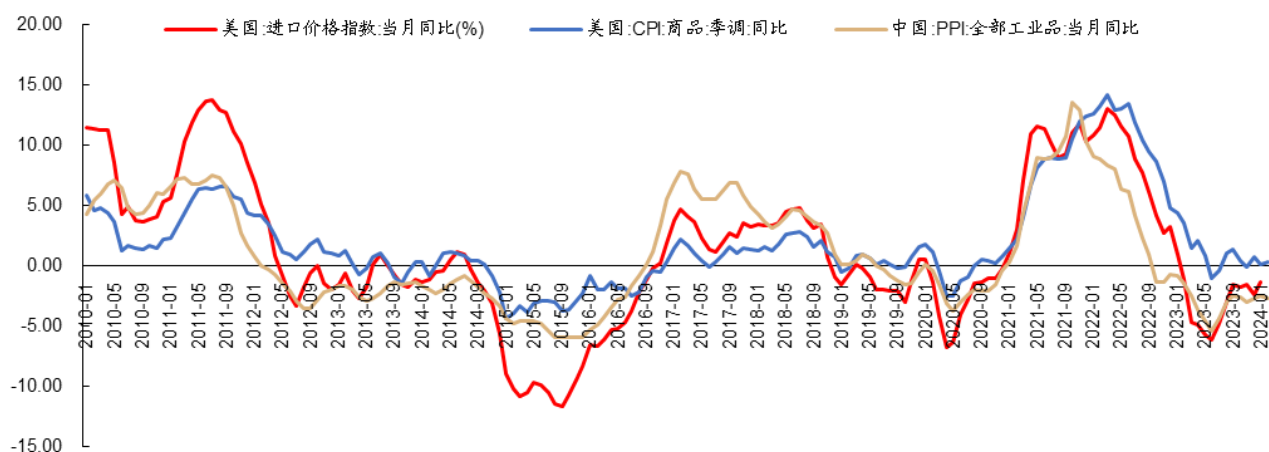
剔除房租外核心通胀仍有粘性。我们将 2 月住房租金分项从核心通胀和核心服务中剔除后，剩余项同比增速在 2 月均出现抬头，其中剔除房租后的核心通胀同比升至 2.2%，前值 2.1%，剔除房租后的核心服务价格同比升至 4.5%，前值 4.4%。不含房租的服务价格与薪资更加相关，尽管 2 月薪资增速回落，但工作时长增速提升，当前美国较为紧张的就业市场仍将为服务价格提供支撑（图 4）。

图表4：2022年1月-24年2月美国除房租外核心通胀同比增速


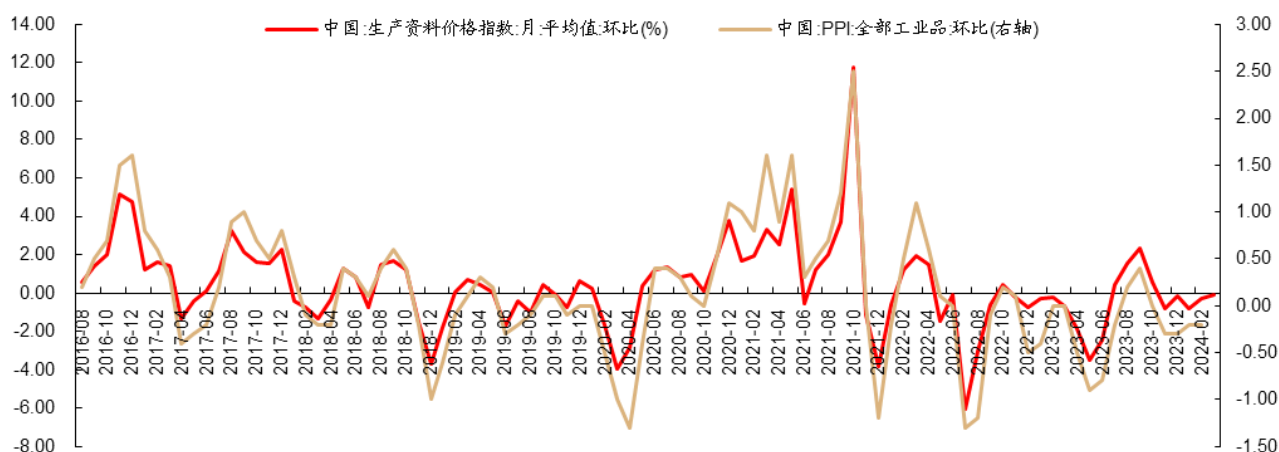
资料来源：美国劳工部，中邮证券研究所

3 通胀下降前景并不乐观

我国再通胀或带动美国商品通胀再起。从数据关系上看，我国PPI当月同比与美国进口价格指数同比、CPI商品同比走势同步（图5）。当前我们也观察到了一些“再通胀”的迹象，与PPI环比走势较为相关的生产资料价格指数环比在3月出现一定幅度的回升（图6），而2023年2季度PPI基数较低。因此后续我国PPI同比或存在短暂回升的可能，而这也将增加美国商品通胀的上行压力。

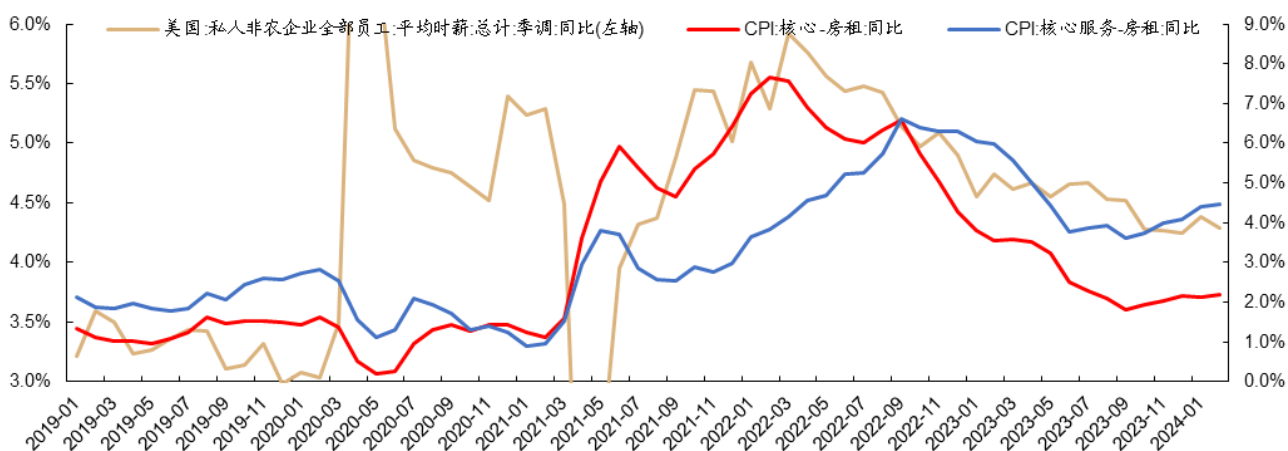
图表5：2010年1月-24年2月美国进口价格指数同比、CPI商品同比和我国PPI同比


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：2016年8月-24年3月生产资料价格指数和PPI环比


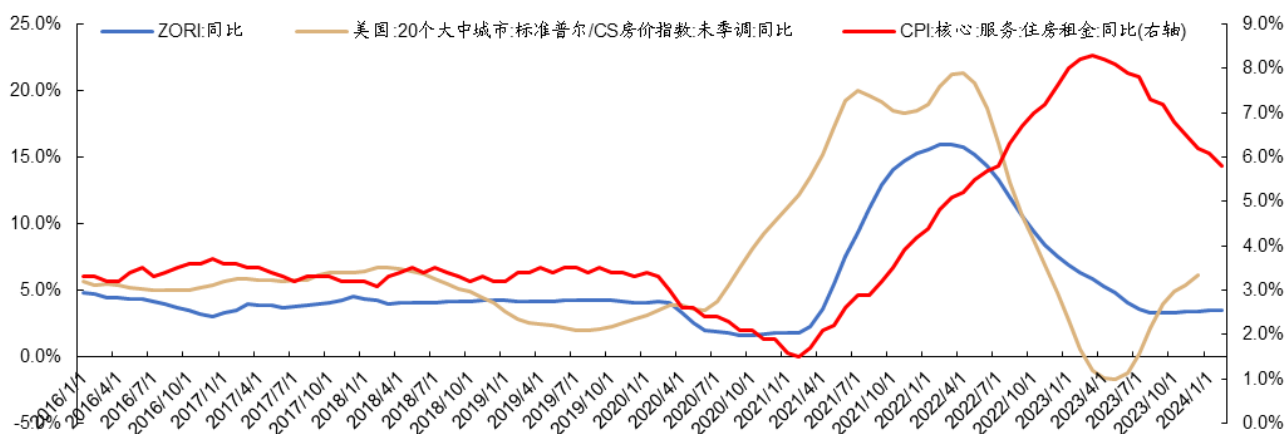
资料来源：Wind，中邮证券研究所

强劲就业市场支撑服务价格。正如我们在上一段中提到的，剔除房租后，美国核心通胀和核心服务价格与美国企业的时薪增速有关(图7)。在就业市场尚未明显走弱的情况下，服务价格下降动力不强。

图表7：2019年1月-24年2月美国非农企业员工平均时薪以及核心通胀（不含房租）增速


资料来源：美国劳工部，Wind，中邮证券研究所

房租房价仍有隐患。自2023年2季度以来，美国CPI中住房租金同比持续下降，但我们认为这种趋势并不宜线性外推。从Zillow和标普提供的房租、房价指数同比来看，二者领先CPI住房租金同比约13-14个月，目前房价已经反弹，而从具体读数上来看，Zillow房租指数同比也较上月小幅抬升(图8)。展望后市，房价或成为制约通胀下行的隐患。

图表8：2016年1月-24年2月美国 Zillow 房租指数同比、标普房价指数同比以及 CPI 住房租金同比


资料来源：Zillow, Wind, 中邮证券研究所

4 风险提示

美国就业市场超预期走弱；我国经济基本面再次走弱；国家大宗商品价格超预期下降；美国房价超预期回落；我国稳增长政策力度和效果不及预期。

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