

宏观报告

证券研究报告

2024年04月11日

美国二次通胀形成了吗？

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-中国房地产不会走日本的老路》2024-04-08
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第2周》2024-04-07
- 3 《宏观报告：宏观报告-非农强化美国二次通胀》2024-04-07

美国通胀数据再次超出预期，核心 CPI 与超级核心 CPI 延续着去年 8 月以来的反弹趋势。而近期上涨的油价推动美国零售汽油价格快速走高，使得美国 CPI 能源分项同比自去年 2 月后再次回正；叠加低基数效应，总体 CPI 亦大幅反弹。

总的来看，我们认为美国当下的通胀动态已不仅仅是鲍威尔口中的“颠簸”，而可能形成了温和的二次通胀趋势。

很长一段时间以来，市场参与者认为“二次通胀”仅仅是一种宏观视角下的“叙事”。然而随着核心通胀的持续反弹和非农新增就业的持续修复，降息预期在不断地被推后，幅度被不断地挤压。在强劲基本面的推动下，我们认为美国的二次通胀可能不再是“叙事”，或慢慢成为“现实”。

我们认为在没有上世纪 70 年代石油危机那种幅度的外生冲击下，当前美国更可能经历一轮温和的需求侧通胀，联储亦不需要大开大合的货币政策调整。本轮二次通胀背后是历史高位的企业盈利与居民收入增速间的良性循环。

我们依然延续此前观点（《非农强化美国二次通胀》（2024 年 4 月 7 日），《如何看待当前美国降息预期？》（2024 年 4 月 1 日），《美国核心通胀反弹的两条线索》（2024 年 3 月 12 日）等报告）：

因此，在居民薪资收入全面增长，叠加劳动力供给修复缓慢的背景下，我们认为美国当前核心通胀/超级核心通胀的反弹趋势或仍将延续。

此外，我们认为在当前联储视角下，维持美元流动性相对充裕的优先级要高于利率水平的调整，在 3 月会议纪要中联储也明确表达即将放缓缩表节奏（国债或从每月 600 亿减至 125 亿，MBS 或保持 300 亿不变）。

叠加当前非农高增与通胀反弹的延续，我们认为联储“没必要，没空间，没动力”做实质性降息操作。而近期能源价格持续走高，如果油价快速上涨导致通胀预期脱钩，叠加美国经济强劲，不排除联储再加息的可能。

风险提示：美元流动性超预期收紧，美国居民部门利息支出压力增加，美国劳动力需求突然收紧

美国通胀数据再次超出预期，核心 CPI 与超级核心 CPI 延续着去年 8 月以来的反弹趋势。而近期上涨的油价推动美国零售汽油价格快速走高，使得美国 CPI 能源分项同比自去年 2 月后再次回正；叠加低基数效应，总体 CPI 亦大幅反弹。

总的来看，我们认为美国当下的通胀动态已不仅仅是鲍威尔口中的“颠簸”，而可能形成了温和的二次通胀趋势。

很长一段时间以来，市场参与者认为“二次通胀”仅仅是一种宏观视角下的“叙事”。然而随着核心通胀的持续反弹和非农新增就业的持续修复，降息预期在不断地被推后，幅度被不断地挤压。在强劲基本面的推动下，我们认为美国的二次通胀可能不再是“叙事”，或慢慢成为“现实”。

我们认为在没有上世纪 70 年代石油危机那种幅度的外生冲击下，当前美国更可能经历一轮温和的需求侧通胀，联储亦不需要大开大合的货币政策调整。本轮二次通胀背后是历史高位的企业盈利与居民收入增速间的良性循环。

我们依然延续此前观点（《非农强化美国二次通胀》（2024 年 4 月 7 日），《如何看待当前美国降息预期？》（2024 年 4 月 1 日），《美国核心通胀反弹的两条线索》（2024 年 3 月 12 日）等报告）：

因此，在居民薪资收入全面增长，叠加劳动力供给修复缓慢的背景下，我们认为美国当前核心通胀/超级核心通胀的反弹趋势或仍将延续。

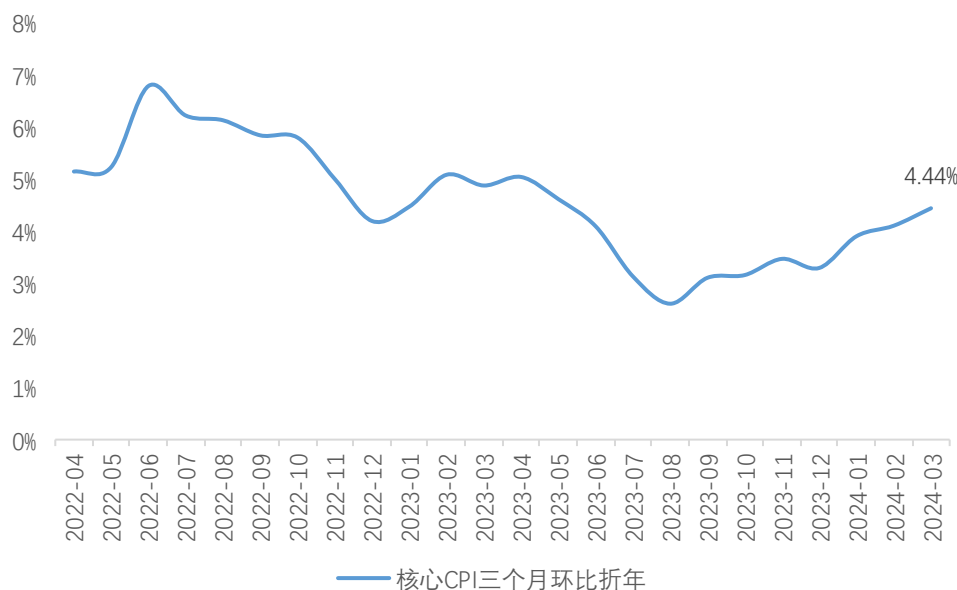
此外，我们认为在当前联储视角下，维持美元流动性相对充裕的优先级要高于利率水平的调整，在 3 月会议纪要中联储也明确表达即将放缓缩表节奏（国债或从每月 600 亿减至 125 亿，MBS 或保持 300 亿不变）。

叠加当前非农高增与通胀反弹的延续，我们认为联储“没必要，没空间，没动力”做实质性降息操作。而近期能源价格持续走高，如果油价快速上涨导致通胀预期脱钩，叠加美国经济强劲，不排除联储再加息的可能。

正文：

美国通胀数据再次超出市场预期，其中核心通胀环比录得 0.36%（预期 0.3%）。从三个月环比折年的角度看，美国核心通胀延续着去年 8 月以来的反弹趋势，距离联储 2% 的通胀目标愈来愈远。

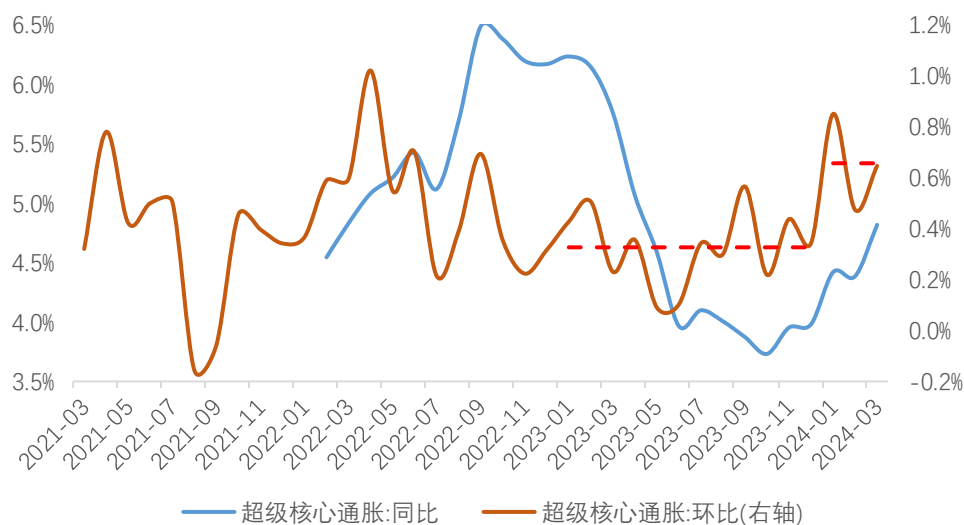
图 1：美国核心通胀延续自去年 8 月以来的反弹趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

而超级核心通胀从上月的 0.47% 反弹至 0.65%，进入 2024 年后平均环比增速高达 0.66%，是 2023 年平均环比增速 0.33% 的两倍。同比更是进一步反弹至 4.8% 的水平，凸显核心服务通胀的韧性。

图 2：美国核心通胀延续自去年 8 月以来的反弹趋势

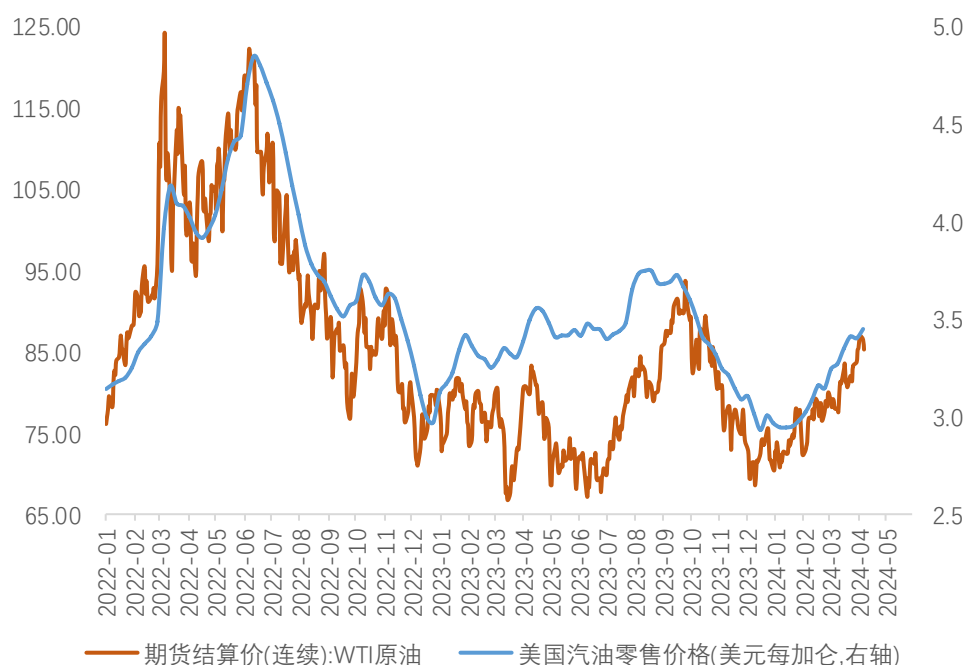


资料来源：Wind，天风证券研究所

总体 CPI 同比在低基数效应下也从 3.17% 大幅反弹至 3.48%，除了核心通胀分项外，能源分项也有所贡献。

尤其是 2 月以来美国零售汽油价格在全球油价走高的带动下持续回升，至今上涨约 14%，明显推升了美国 CPI 的能源分项。3 月能源通胀分项录得 2.1%，自 2023 年 2 月以来再度回正，或对通胀带来新的压力。

图 3：美国零售汽油价格持续上涨，或对通胀带来新的压力



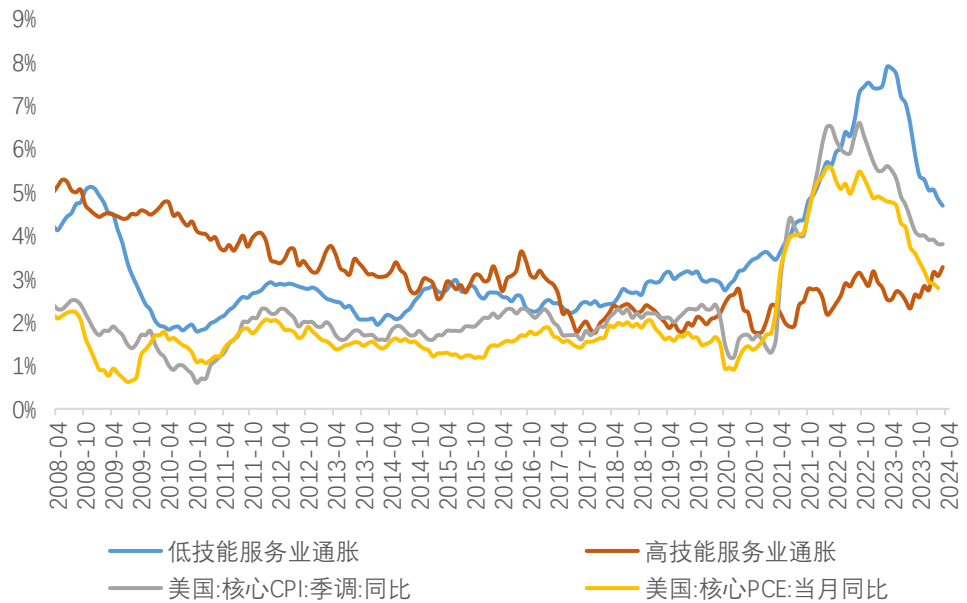
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们早在 3 月 12 日报告《美国核心通胀反弹的两条线索》中便明确表示，美国的核心通胀将在“去通胀受阻的住房通胀”以及“火热的低技能服务业与难弥合的劳动力供需缺口”共同推动下持续反弹；而本月数据也基本支持我们此前观点。

具体来看，本月住房通胀分项虽较上月小幅回落，但无论是业主等权还是主要居所租金环比都在 0.4% 以上水平，并未有明显降温的迹象。而服务业通胀方面，除了超级核心通

胀的持续反弹外，低技能服务业通胀同比依然录得 4.69%，环比 0.37% 的相对高位水平。

图 4：美国低技能服务业通胀依然处于相对高位



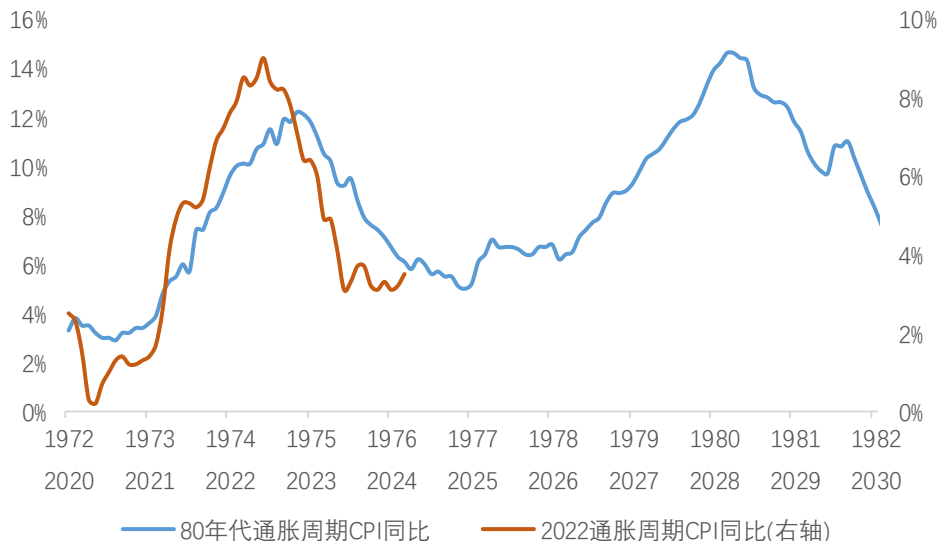
资料来源：Wind，天风证券研究所

通胀数据中唯一有所“宽慰”的是核心商品分项并未延续此前回升的趋势。核心商品环比录得 -0.15%；同比录得 -0.67%，创疫情以来新低。但我们认为核心商品通胀进一步改善空间不大，未来对美国去通胀进程的贡献或将十分有限。

总的来看，我们认为美国当下的通胀动态已不仅仅是鲍威尔口中的“颠簸”，而可能形成了温和的二次通胀趋势。

从 2022 年通胀同比读数回落开始，便有不少市场参与者刻舟求剑地将本轮美国通胀周期的动态与上世纪 70 年代的高通胀对比，从而得出一个“二次通胀”的叙事。但很长一段时间以来，这仅仅是一种宏观视角下的“叙事”。

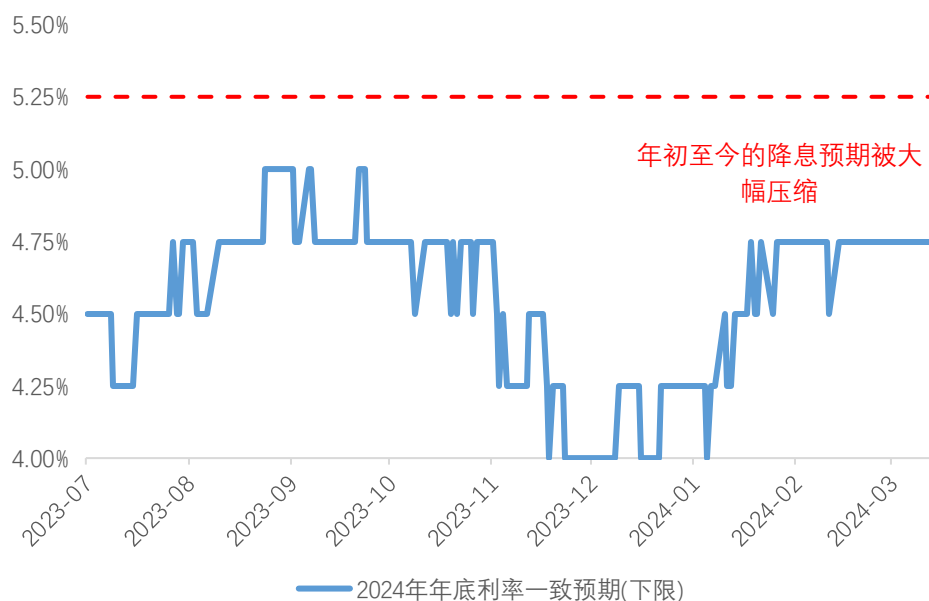
图 5：刻舟求剑的“二次通胀”叙事或慢慢成为现实



资料来源：Wind，天风证券研究所

然而随着（核心）通胀环比折年水平自去年 8 月以来见底反弹，非农新增就业自去年 10 月以来震荡修复，市场的降息预期在不断地被推后，幅度被不断地挤压。在强劲基本面的推动下，我们认为美国的二次通胀可能不再是“叙事”，或慢慢成为“现实”。

图 6：年内一致降息预期从年初的 125bp 压缩至 50bp

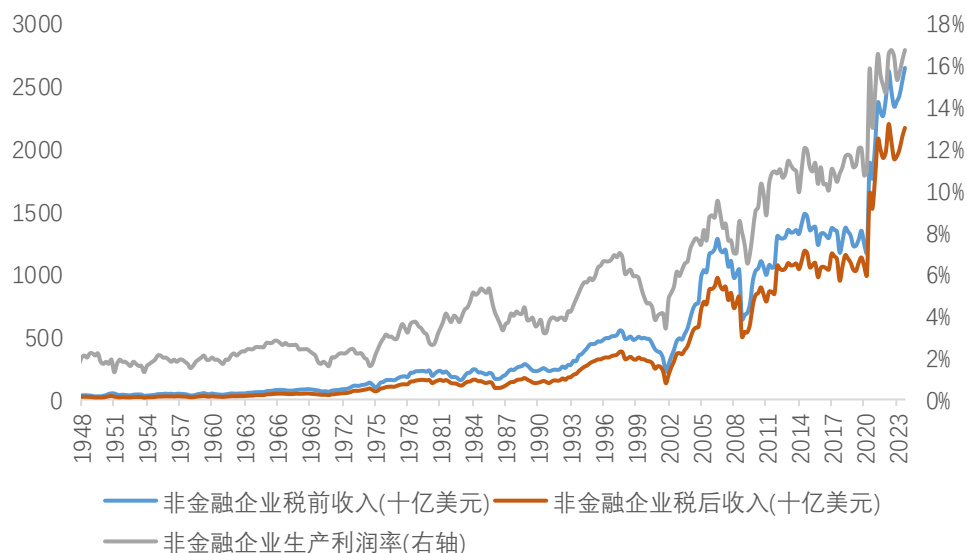


资料来源：CME，天风证券研究所

在没有上世纪 70 年代石油危机那种幅度的外生冲击的情况下，我们认为美国二次通胀的幅度大概率不会回升至 2022 年的峰值水平，而更可能经历一轮温和的需求侧通胀；联储亦不需要大开大合的货币政策调整，这也是与此前那轮“二次通胀”最大的不同。

我们认为本轮二次通胀的背后是企业盈利与居民收入良性循环的延续。当前美国非金融企业的税后收入连续四个季度反弹，生产利润率保持在 16.7%的水平，远高于 2020Q1 的 10.7%。历史高位的企业盈利或将继续支撑美国居民薪资收入的反弹。

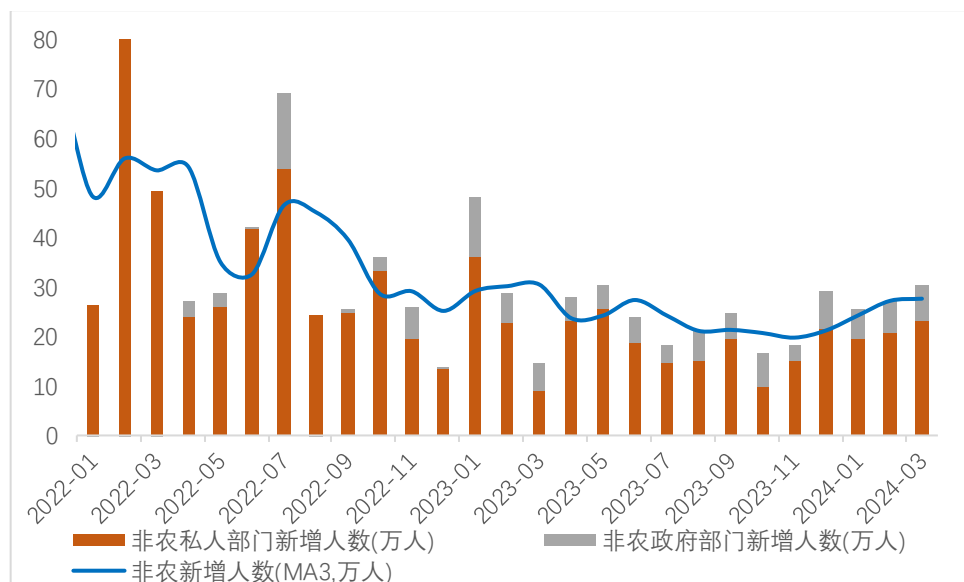
图 7：美国企业盈利保持高位水平



资料来源：FRED，天风证券研究所

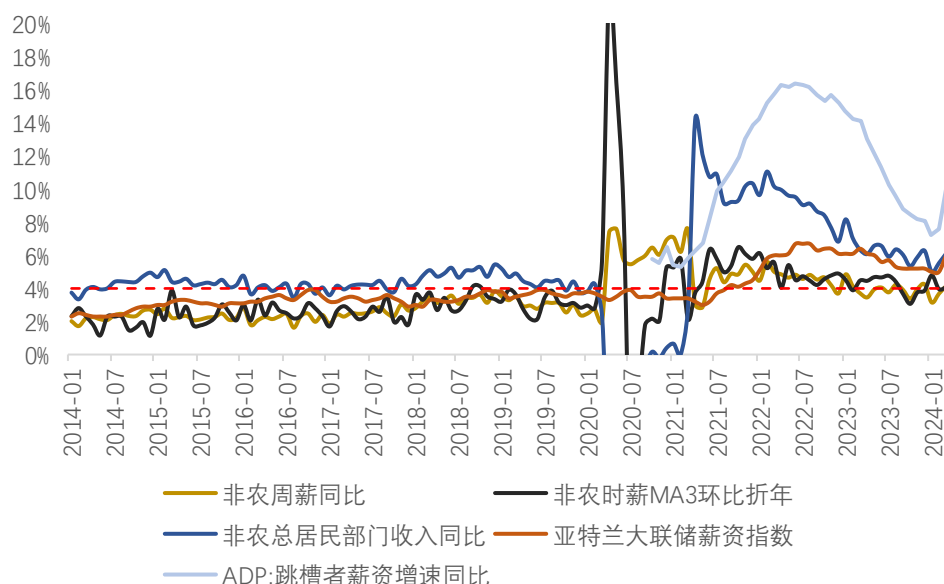
强劲的企业盈利下是美国火热的劳动力需求以及快速增长的薪资收入。2024 年 3 月美国非农就业录得 30.3 万人，大幅高于预期的 20 万人；3 个月月均视角下，新增非农就业进一步上行至 27.6 万人，整体非农新增就业持续修复的趋势仍在延续。

图 8：非农就业保持修复趋势



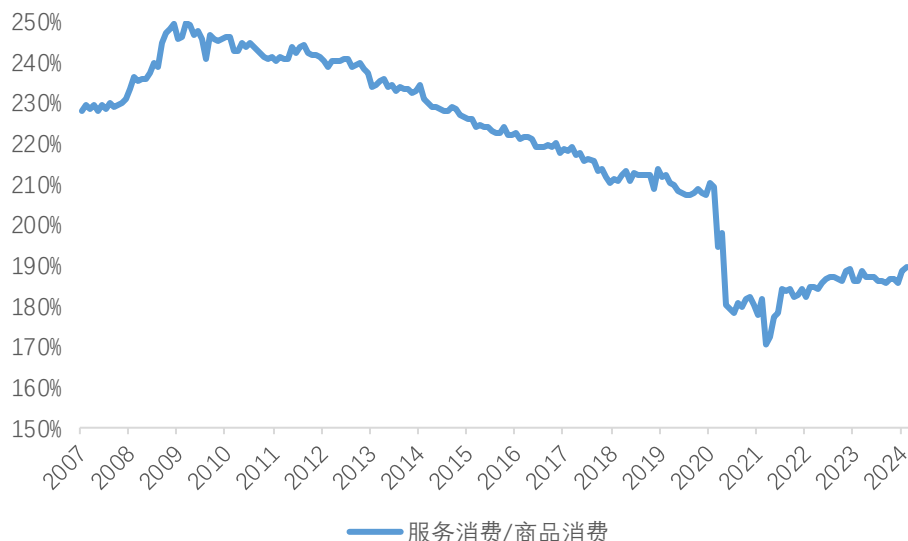
美国居民部门也正经历着收入的全面修复，各口径下薪资增速同比难以实质性跌破 4%，如果用总居民部门薪资收入来看，同比增速更是接近 6%。

图 9：美国居民部门收入全面修复



除此之外，美国当前消费结构（服务与商品消费比例）仍在向疫情前水平修复。2月美国PCE实际服务消费环比0.6%，创2021年7月以来最大增速，凸显美国服务消费需求的强劲。这些不可贸易的服务业消费，尤其是低技能服务业消费，或将带来更大的核心通胀压力。

图 10：美国服务消费仍有修复空间，或带来更大核心通胀压力



资料来源：Wind，天风证券研究所

如果说 3 月强劲的非农就业数据还有“移民对劳动力供给修复的预期”可盼，那 3 月的 CPI 数据则进一步降低了年内联储大幅宽松的可能，这也可能表明美国存在一个温和的二次通胀趋势。

正如我们 4 月 7 日报告（《非农强化美国二次通胀》）中提到的，“在居民薪资收入全面增长，叠加劳动力供给修复缓慢的背景下，我们认为美国当前核心通胀/超级核心通胀的反弹趋势或仍将延续。强劲的劳动力需求以及各口径下均保持在 4% 以上的薪资增速强化了居民的消费预期”。

此外，我们认为在当前联储视角下，维持美元流动性相对充裕的优先级要高于利率水平的调整，在 3 月会议纪要中联储也明确表达即将放缓缩表节奏（国债或从每月 600 亿减至 125 亿，MBS 或保持 300 亿不变）。随着当前非农高增与通胀反弹的延续，我们维持联储“没必要，没空间，没动力”做实质性降息操作的观点。

而近期能源价格持续走高，如果油价快速上涨导致通胀预期脱钩，叠加美国经济强劲，不排除联储再加息的可能。

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。

一般声明

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

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

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com