

# 美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温

## ——美国1月CPI点评

2023年2月15日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国1月CPI环比0.5%，预期0.5%，前值-0.1%；同比6.4%，预期6.2%，前值6.5%。

核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.3%；同比5.6%，预期5.5%，前值5.7%。

### 主要观点：

- 1、住宅同比继续加速，对CPI和核心CPI均有扰动；住宅以外的核心通胀加速回落，态势良好。基于基数效应，上半年通胀同比处于加速回落的趋势没有改变。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、市场已开始计入6月加息至5.5%的预期。我们认为若未来住宅价格分项回落，6月加息预期应该会有反复。
- 4、美国上半年陷入衰退概率不大，一季度美股具备反弹条件，长期趋势仍保持中性。
- 6、若无降息预期，美十债下限为3%~3.15%，正常波动范围为3.4%~3.9%，上限上移回升至3.9~4.1%。

**能源各分项均上涨，同比小幅回升。**汽油价格环比上涨，2.4% vs -9.4%；天然气6.7%，电力0.5%。随着原油价格回升至80美元附近，能源对通胀的对冲作用减弱，后续通胀回落将主要依靠核心通胀分项。但同比方面，能源基数效应在5月前仍有带动CPI下降的条件。

**食品通胀环比回升，同比继续回落。**食品环比0.5% vs 0.3%。居家食品6大分项中2项环比下跌（前值为3项）。上涨的4类分别为肉蛋鱼0.7% vs 1%（其中鸡蛋8.5% vs 11%），谷物烘焙类1% vs 0，非酒精饮料0.4% vs 0.1%，其他居家食品0.7% vs 0.4%；下降的为果蔬-0.5% vs -0.6%，日用品0 vs -0.3%。非居家食品环比增速亦有回升，其中外卖食品0.7% vs 0.4%。总体看，除受禽流感影响的鸡蛋价格外，其余食品分项虽环比略有回升，但价格基本处于正常波动范围。

**住宅分项迟迟不见顶拖累核心通胀回落速度，租金以外的核心通胀同比持续明显回落。**住宅是核心通胀中最显著的分项，这次权重调整后比重略有上升。住宅环比0.7% vs 0.8%，其中租金和等价租金均环比0.7% vs 0.8%，外宿1.2% vs 1.5%。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计房价小幅回落；随着租房合约高峰过去，租金上涨速度已有所下降。其他成分继续有涨有跌，连续五个月未出现普涨。上涨的有家装0.3% vs 0.3%，车险1.4% vs 0.6%，娱乐0.5% vs 0.2%，服装0.8% vs 0.5%，通讯0.3%。下降的有医疗保健-0.4% vs 0.1%，二手车-1.9% vs -2.5%，连续第6个月下跌，机票-2.1% vs -3.1%。医疗保险有其固定的上涨周期，与经济周期相关性不强，对CPI的扰动已消退。服装上涨表明可选商品消费有止跌回升的迹象，4季度GDP中商品消费环比也止跌小幅回升，均表明消费整体尚可。

同比方面，住宅同比7.9%，前值7.5%，继续新高，贡献了60%的核心通胀，其他显著增加的是家装5.9%，医疗3.1%，新车5.8%，娱乐4.8%。除住宅同比继续上涨外，其他均见顶回落。我们一直强调与08年地产泡沫破裂后低利率无法刺激地产市场不同，本轮宽松刺激了地产市场的加速恢复，这是本轮通胀走势偏离原油走势的重要原因。而租金明显上涨始于2021年下半年疫情期间租金管控结束之后，管控措施抑制了2021年租金的通胀表现，**租金通胀集中体现在了2022年以后**。虽然住宅同比仍在加速，住宅的领先指标均显著的见顶回落，因此住宅贡献的通胀部分见顶回落仍是大概率事件，可支撑后期核心通胀进一步回落。此外，扣除住宅的核心通胀同比继续显著回落，显示实际通胀压力并未像1月总体数据那么大。

**基于基数效应，上半年同比将继续回落；真正的挑战在于是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。**我们从2020年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢

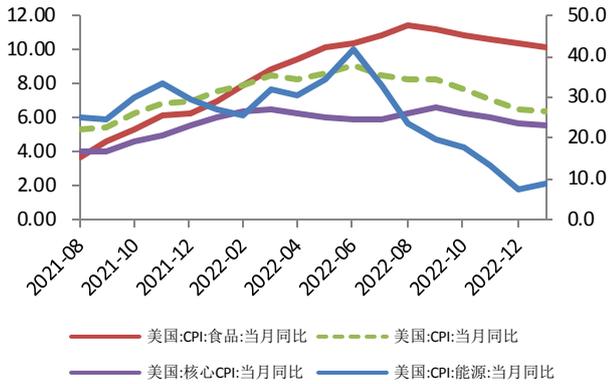
上移 50bp 至 2.3% 附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。在薪资增速同比没有降至 4% 以下前（现值 4.4%），服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观。

**市场已开始计入 6 月加息至 5.5% 的预期，我们认为若未来住宅价格分项回落，6 月加息预期应该会有反复。**三月加息至 5% 已无悬念，5 月升至 5.25% 也在承受范围之内。**若利率终点高于 5.25%，我们认为衰退风险加大。**我们在去年 11 月点评中指出从去年 12 月起加息最佳路径为 50,25,25，这一点得到印证。本周美联储官员讲话基本一致支持升至 5~5.25% 这一最低水平，并对 5~5.5% 不排除可能。无论从美十债利率和联邦基金利率期货价格来看，市场已开始计入 6 月加息至 5.5% 的预期。但考虑到未来住宅价格分项回落是确定性事件，只是时间节点不确定，我们认为 5 月继续加息是大概率事件，但 6 月加息预期仍有反复的可能。鉴于美国劳动力市场空缺岗位虽然回落但仍在高位，劳动力市场紧绷至少需要半年才能缓解，上半年陷入衰退概率不大。

**若无降息预期，美十债下限为 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限上移至 3.9~4.1%。**我们的模型显示，美十债利率已经开始计入 6 月加息 25bp 的预期，目前 3.7% 附近属于基于这一预期的公允价格，没有偏高也没有偏低。这意味着未来如果 6 月加息预期有变化，或住宅分项终于见顶回落，美十债利率亦会有波动。美股方面，一季度短线反弹受到利率终点预期上升的压制。但由于上半年陷入衰退概率不大，整体仍维持一季度反弹的判断，长期趋势仍保持中性。

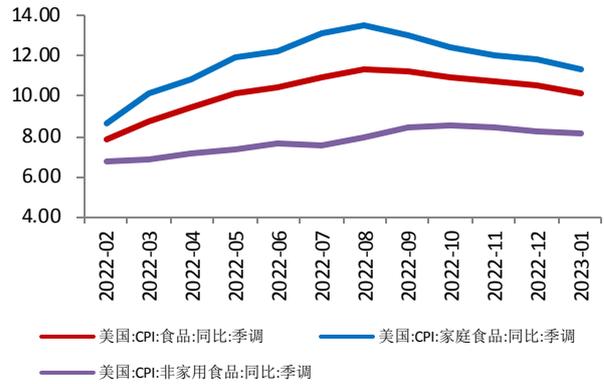
**风险提示：**海外通胀超预期，海外经济衰退。

**图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比**



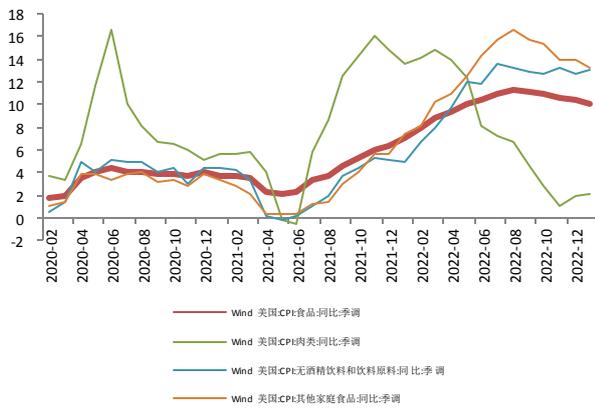
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图2: 居家食品持续上涨带动食品分项, 但同比见顶**



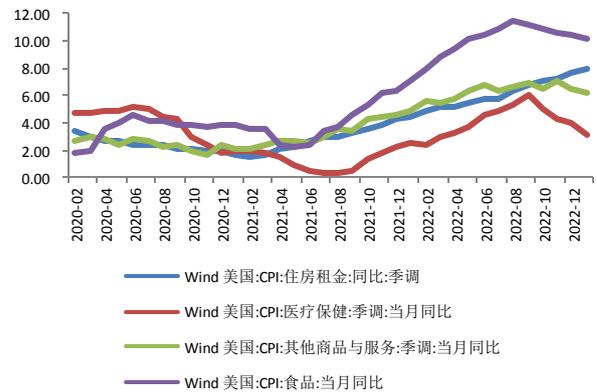
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图3: 食品分项同比见顶**



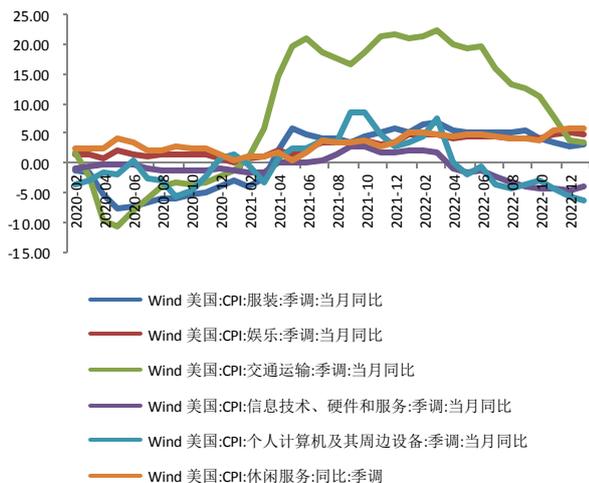
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图4: 前期引领通胀上涨的分项出现分化(同比)**



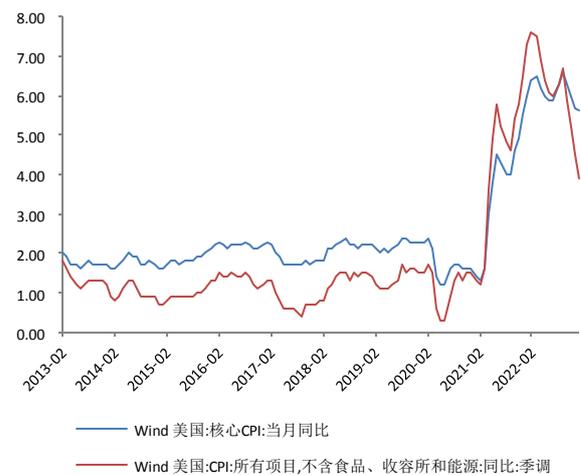
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图5: 可选消费通胀温和(同比)**



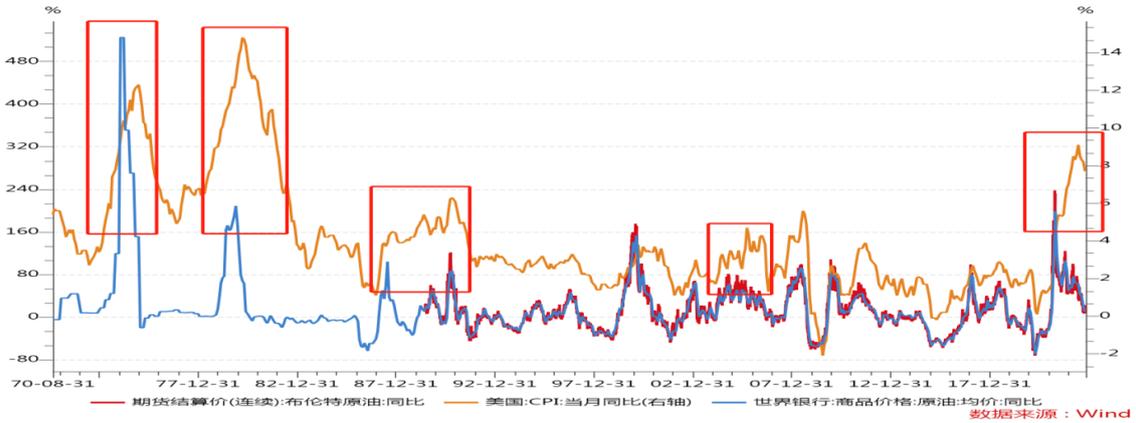
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图6: 扣除住宅的核心通胀回落明显(同比)**



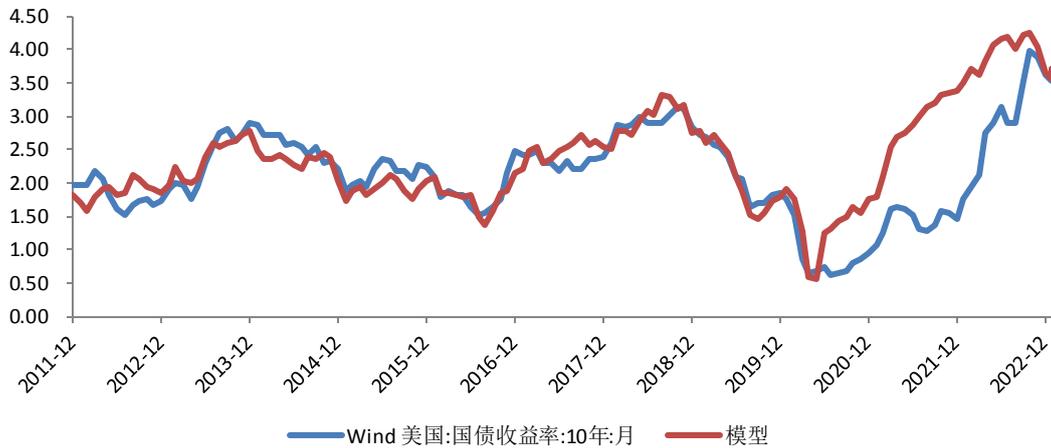
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



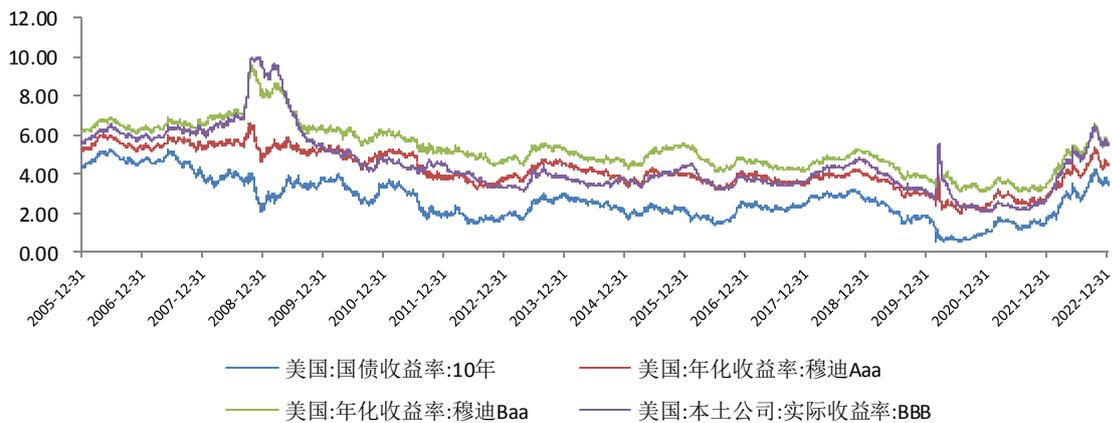
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图8：美十债模型



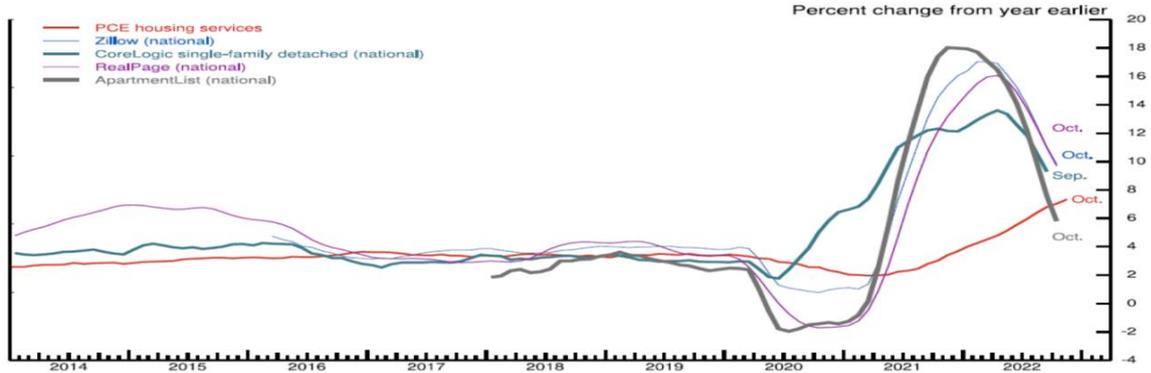
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：垃圾债市及收益率与投资级别利差没有缓和



资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图10: 住宅领先指标已先行回落**



资料来源: FED, 东兴证券研究所

**图11: 平均周薪回落快于时薪，周薪同比已回落至正常周期高位区间，至少还需半年时间验证是否有效回落**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图12: 岗位空缺历史高位，劳动力紧绷至少需要半年才能缓解**



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息 25bp，美十债中枢下移	2023-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度 GDP 略超预期，美联储或加息 25bp	2023-01-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示 2023 年不会降息	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美经济数据不及预期	2022-12-16
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：2023 年海外宏观展望	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。	2022-12-09

资料来源：东兴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_52294](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52294)

