



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

警惕下半年通胀难回 2%预期的前置交易 2023 年 1 月美国 CPI 数据点评

投资要点:

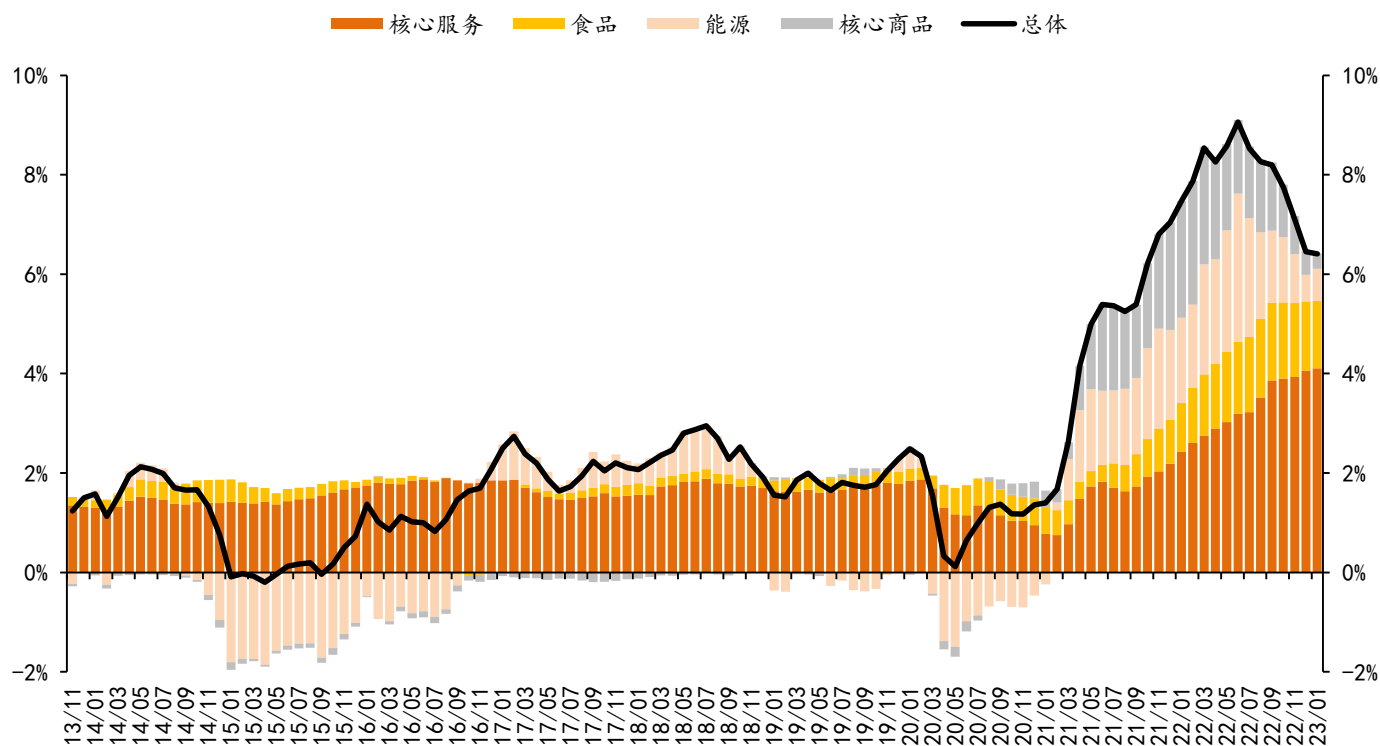
- **核心观点:** 基期权重调整与基数效应是造成 1 月 CPI 同比读数超预期的部分原因, 但超预期数据背后更多是居住通胀的滞后性和除居住外核心服务通胀的黏性。通胀数据的结构特征表明, 一方面上半年整体通胀下行的趋势仍未改变, 另一方面则需警惕市场出于对通胀持续性的担忧下, 对“下半年通胀难回 2%”预期的前置交易。2023 年美国 1 月 CPI 同比+6.4%, 预期+6.2%; 核心同比+5.6%, 预期+5.5%。环比+0.5%, 核心环比+0.4%, 均持平预期, 但受年度季调因子调整的影响数据均有上修, 环比由-0.1%上修至 0.1%, 核心环比由 0.3%上修至 0.4%。
- **市场预期与反应:** 由于基期权重和季调因子的年度调整, 市场此前已普遍担忧通胀的超预期风险, 但由于预期差在同比而非环比, 且通胀下行的结构趋势并未有显著变化, 因此市场在数据公布后的短暂交易较为纠结, 但最终仍确定通胀超预期背后的“增长强劲”与“紧缩加剧”两个预期。1 月 CPI 和核心 CPI 同比在时隔 3 个月后再现超预期增长, 环比增速回升, 前值上修, 引发市场对于通胀顽固性和下行趋势受阻的担忧。**2023 年 1 月通胀参数有两次年度更新:** ①CPI 分项权重更新频率由两年度变为年度, 2023 年参考新的 2021 年消费篮子编制权重参数; ②对季调因子进行年度更新, 而应用新季调因子的数据显示 2022 年 12 月 CPI 环比上修至 0.1%, 因此市场对于此次通胀数据的强劲表现已有预期。**但本次数据的结构特征与前几个月并无显著区别:** 核心商品同比在供应链改善下延续下行、居住通胀静待 Q2 回落、工资通胀(超级核心通胀)在移民政策的放宽下上半年也会有所改善。因此数据发布后市场一度反应不一, 但数据发布 3 小时后 10 年美债利率试探 3.8%, 美元指数触及 103.5, 联邦基金期货充分计价 3 月 25bps 加息, 且认为 5 月再加息 25bps 概率为 88%, 6-7 月共再加息 25bps 至【5.25-5.5】%概率为 80%。叠加数据公布后美联储官员的讲话, Higher for Longer 的政策预期被进一步强化。
- **数据结构:** 油价上涨和核心商品通胀的边际抬升是环比回升的主要因素; 核心商品同比延续下行, 核心服务环比边际回落, 但同比拐点未现。1 月核心商品环比由-0.13%回升至+0.07%, 核心服务由+0.61%回落至+0.55%。关键分项中, 权重基期调整叠加价格指数变化共同拉动二手车和居住通胀权重分别下调和上调, 是通胀同比超预期强劲的部分原因。具体看, 尽管 1 月 Manheim 二手车价格回升, 但由于滞后效应 1 月二手车环比-1.94%延续收缩; 居住服务环比+0.74%, 其中租金与自住房折算边际回落, 酒店住宿价格同比+7.69%, 继续拉动居住通胀同比持续抬升, 但市场预期这一滞后指标大概率在 Q2 触顶回落。彭博编制的非居住核心通胀(超级核心通胀)环比由+前值+0.37%降至+0.27%, 工资通胀边际缓释。
- **策略启示:** 后市需警惕学习效应前置紧缩冲击。本次通胀数据结构与前几个月并无显著区别, 但长期总供给是否收缩、通胀中枢能否回到疫情前均衡态这一本该在下半年浮出水面的问题或在学习效应(如市场对此部分的关注加大、美联储官员不断强调通胀难回 2%这一问题)的影响下被前置至上半年。对资产价格而言, 本应在下半年交易的“通胀难回 2%”若在上半年这个“通胀连续确认下行”时间段被前置交易, 确会引发更大的资产波动, 且冲击趋于下行。往后看, 尽管上半年通胀大概率延续回落, 但市场对单一数据的敏感性在加大, 这意味着每一个关键数据公布的节点都可能反转此前一段时间延续的交易, 短线投资、尤其是过于拥挤的赛道应更积极采取及时止盈的战术操作。
- **风险提示:** 美国通胀读数与预测数据出现偏差; 美联储过早开启降息周期引发通胀反弹; 全球供应链修复延后。

图 1：美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	同比拉动力	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02
100.00	所有项目	6.41%	6.41%	6.45%	7.11%	7.75%	8.20%	8.26%	8.52%	9.06%	8.58%	8.26%	8.54%	7.87%
13.53	食品	1.37%	10.13%	10.41%	10.63%	10.95%	11.24%	11.37%	10.93%	10.44%	10.15%	9.38%	8.80%	7.90%
8.73	食品商品	0.99%	11.35%	11.79%	11.98%	12.40%	12.97%	13.54%	13.11%	12.23%	11.91%	10.76%	10.02%	8.65%
4.80	食品服务	0.39%	8.20%	8.25%	8.49%	8.59%	8.48%	8.04%	7.57%	7.66%	7.40%	7.20%	6.91%	6.77%
6.92	能源	0.60%	8.70%	7.31%	13.07%	17.63%	19.79%	23.81%	32.93%	41.62%	34.60%	30.27%	32.05%	25.55%
3.49	能源商品	0.10%	2.75%	0.42%	12.24%	19.28%	19.67%	27.09%	44.86%	60.63%	50.28%	44.67%	48.33%	37.87%
3.28	机动车汽油	0.06%	1.94%	-0.87%	10.78%	18.05%	18.76%	26.16%	44.47%	60.23%	49.15%	44.02%	48.16%	38.06%
3.43	能源服务	0.54%	15.64%	15.61%	14.19%	15.63%	19.77%	19.84%	18.78%	19.42%	16.23%	13.70%	13.45%	12.29%
2.54	电力服务	0.30%	11.90%	14.29%	13.74%	14.13%	15.51%	15.76%	15.23%	13.68%	12.00%	11.05%	11.10%	8.97%
0.89	天然气服务	0.24%	26.75%	19.31%	15.45%	19.99%	33.10%	33.01%	30.50%	38.40%	30.23%	22.74%	21.58%	23.76%
79.55	核心项目	4.44%	5.58%	5.71%	5.96%	6.28%	6.63%	6.32%	5.91%	5.92%	6.02%	6.16%	6.47%	6.41%
21.36	核心商品	0.31%	1.44%	2.15%	3.68%	5.08%	6.63%	7.06%	6.98%	7.16%	8.49%	9.74%	11.75%	12.30%
4.40	家居陈设&用品	0.28%	6.37%	7.28%	8.28%	8.81%	9.90%	10.60%	10.78%	10.17%	9.71%	10.63%	10.85%	10.29%
2.48	服装	0.08%	3.06%	2.91%	3.55%	4.09%	5.46%	5.06%	5.13%	5.23%	4.98%	5.36%	6.77%	6.56%
7.72	交通运输商品	-0.17%	-2.26%	-0.95%	2.37%	5.48%	8.40%	9.10%	8.80%	9.55%	14.14%	17.21%	21.76%	23.92%
4.31	新车	0.25%	5.78%	5.89%	7.20%	8.39%	9.40%	10.05%	10.44%	11.43%	12.62%	13.21%	12.55%	12.38%
2.67	二手车	-0.31%	-11.62%	-8.83%	-3.34%	2.03%	7.18%	7.78%	6.61%	7.10%	16.06%	22.73%	35.32%	41.15%
1.46	医保商品	0.05%	3.39%	3.21%	3.13%	3.06%	3.67%	4.09%	3.65%	3.22%	2.41%	2.13%	2.66%	2.51%
2.29	休闲商品	0.07%	3.27%	4.11%	3.63%	4.31%	4.05%	3.84%	4.12%	4.47%	3.77%	4.03%	4.70%	4.56%
0.93	教育&通讯商品	-0.10%	-10.26%	-10.08%	-9.68%	-9.08%	-8.32%	-7.33%	-6.99%	-5.71%	-6.03%	-4.01%	1.32%	0.30%
0.85	酒饮	0.05%	5.82%	5.78%	5.54%	5.01%	4.09%	4.28%	4.22%	4.04%	4.04%	3.87%	3.72%	3.51%
1.24	其他商品	0.09%	7.15%	7.17%	7.51%	7.21%	7.90%	7.57%	6.73%	6.57%	6.16%	5.17%	5.28%	4.92%
58.19	核心服务	4.16%	7.16%	7.05%	6.82%	6.74%	6.65%	6.07%	5.54%	5.48%	5.16%	4.93%	4.67%	4.40%
32.70	居住	2.57%	7.88%	7.51%	7.12%	6.92%	6.59%	6.24%	5.69%	5.61%	5.45%	5.14%	5.00%	4.74%
7.35	租金	0.63%	8.56%	8.35%	7.91%	7.52%	7.21%	6.74%	6.31%	5.78%	5.22%	4.82%	4.44%	4.17%
0.94	酒店住宿	0.07%	7.69%	3.18%	3.24%	5.86%	2.91%	4.03%	1.04%	10.00%	19.27%	19.66%	25.09%	25.07%
24.04	自住房折算	1.87%	7.76%	7.53%	7.13%	6.89%	6.68%	6.29%	5.83%	5.48%	5.09%	4.79%	4.54%	4.31%
1.11	供水&垃圾处理	0.06%	4.97%	4.94%	5.01%	4.77%	4.93%	4.63%	4.35%	4.43%	4.35%	4.18%	4.02%	4.16%
6.93	医保服务	0.21%	2.99%	4.12%	4.38%	5.45%	6.51%	5.65%	5.09%	4.82%	4.02%	3.47%	2.90%	2.41%
3.54	专业医疗服务	0.09%	2.67%	2.96%	3.07%	3.31%	3.28%	2.41%	2.22%	2.57%	1.93%	1.84%	1.71%	1.54%
2.56	医院	0.10%	3.99%	4.57%	3.16%	3.39%	3.94%	4.05%	4.03%	3.92%	3.84%	3.59%	3.40%	3.41%
5.64	运输服务	0.82%	14.63%	14.58%	14.19%	15.19%	14.60%	11.32%	9.15%	8.83%	7.93%	8.46%	7.69%	6.63%
3.19	休闲服务	0.18%	5.75%	5.71%	5.38%	3.94%	4.06%	4.24%	4.53%	4.72%	4.86%	4.42%	4.78%	5.13%
5.46	教育&通讯服务	0.15%	2.77%	2.41%	2.24%	1.32%	1.36%	1.53%	1.52%	1.69%	1.68%	1.67%	1.64%	1.71%
1.38	其他服务	0.07%	5.34%	5.55%	6.49%	5.76%	5.93%	5.77%	5.91%	6.73%	6.46%	6.19%	5.67%	6.16%

资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国 CPI 同比增速与四大分项同比拉动力



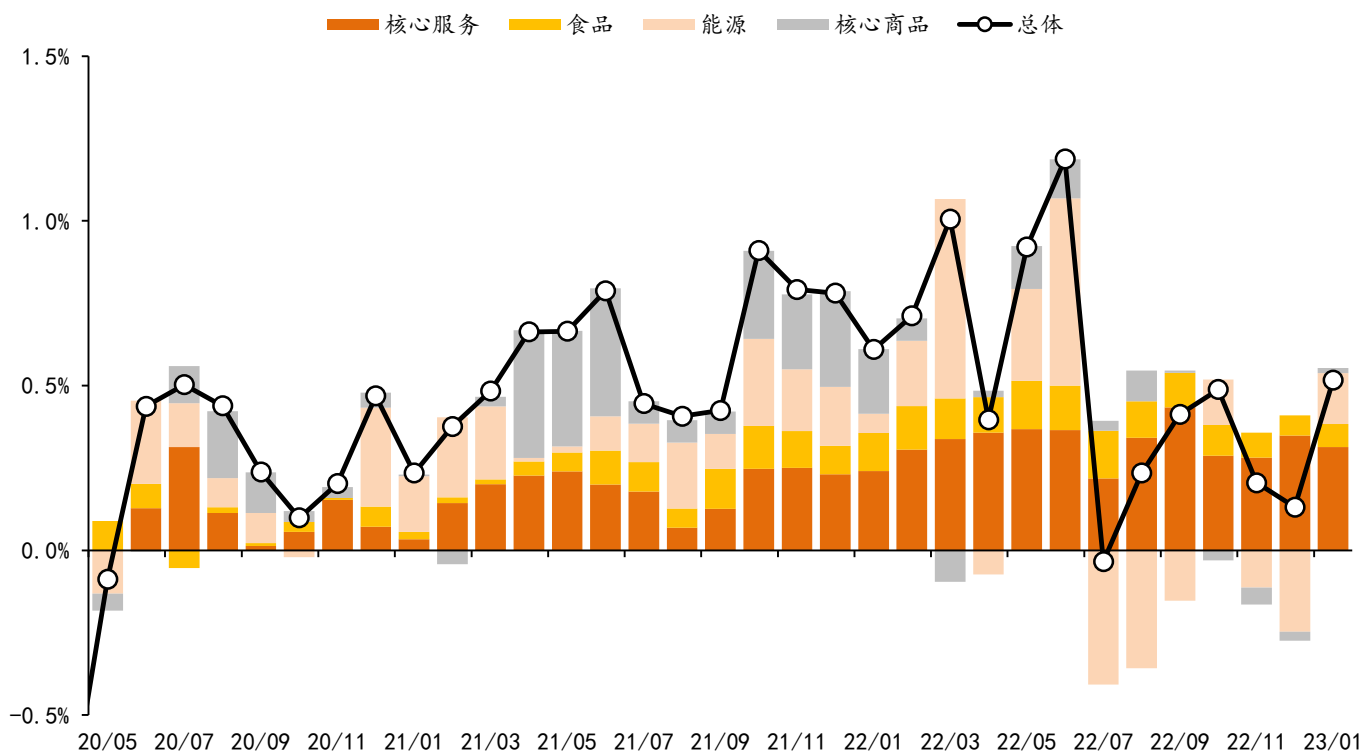
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	环比拉动力	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02
100.00	所有项目	0.52%	0.52%	0.13%	0.21%	0.49%	0.41%	0.23%	-0.03%	1.19%	0.92%	0.40%	1.01%	0.71%
13.53	食品	0.07%	0.51%	0.45%	0.55%	0.68%	0.78%	0.83%	1.08%	1.00%	1.10%	0.81%	0.92%	0.99%
8.73	食品商品	0.04%	0.42%	0.49%	0.58%	0.52%	0.67%	0.80%	1.32%	1.04%	1.32%	0.94%	1.34%	1.34%
4.80	食品服务	0.03%	0.62%	0.38%	0.51%	0.94%	0.94%	0.87%	0.70%	0.95%	0.74%	0.58%	0.25%	0.44%
6.92	能源	0.14%	1.97%	-3.06%	-1.41%	1.68%	-1.74%	-3.89%	-4.70%	6.89%	3.36%	-0.97%	8.16%	2.70%
3.49	能源商品	0.07%	1.91%	-7.16%	-2.09%	3.69%	-4.08%	-8.00%	-7.87%	9.58%	3.76%	-2.55%	13.37%	4.66%
3.28	机动车汽油	0.07%	2.28%	-6.89%	-2.24%	3.33%	-4.16%	-8.29%	-7.95%	10.20%	3.30%	-2.93%	13.26%	4.66%
3.43	能源服务	0.07%	2.12%	1.91%	-0.57%	-0.68%	1.18%	1.79%	0.04%	3.10%	2.80%	1.32%	1.42%	0.26%
2.54	电力服务	0.01%	0.49%	1.34%	0.48%	0.47%	0.78%	1.16%	1.54%	1.49%	1.28%	0.91%	1.70%	-0.32%
0.89	天然气服务	0.06%	6.75%	3.53%	-3.41%	-3.71%	2.22%	3.49%	-3.83%	7.49%	7.18%	2.52%	0.61%	1.99%
79.55	核心项目	0.33%	0.41%	0.40%	0.31%	0.33%	0.57%	0.58%	0.31%	0.60%	0.63%	0.47%	0.31%	0.47%
21.36	核心商品	0.02%	0.07%	-0.13%	-0.24%	-0.14%	0.03%	0.44%	0.14%	0.55%	0.60%	0.09%	-0.44%	0.31%
4.40	家居陈设&用品	0.02%	0.51%	0.25%	0.36%	0.04%	0.48%	0.88%	0.62%	0.55%	0.24%	0.57%	0.89%	0.80%
2.48	服装	0.02%	0.83%	0.21%	0.10%	-0.25%	0.04%	0.28%	-0.12%	0.70%	0.45%	-0.14%	0.31%	0.58%
7.72	交通运输商品	-0.05%	-0.71%	-0.62%	-0.66%	-0.50%	-0.16%	0.37%	-0.14%	0.53%	1.24%	-0.04%	-1.68%	-0.13%
4.31	新车	0.01%	0.23%	0.58%	0.47%	0.56%	0.67%	0.84%	0.47%	0.52%	0.60%	0.45%	0.10%	0.14%
2.67	二手车	-0.05%	-1.94%	-1.99%	-1.99%	-1.71%	-1.10%	-0.18%	-0.82%	0.52%	1.86%	-0.68%	-3.59%	-0.56%
1.46	医保商品	0.02%	1.06%	0.11%	0.19%	-0.02%	-0.09%	0.24%	0.59%	0.39%	0.25%	0.06%	0.20%	0.34%
2.29	休闲商品	0.00%	0.12%	0.09%	-0.34%	0.78%	-0.05%	0.64%	0.15%	0.39%	0.11%	0.53%	-0.05%	0.82%
0.93	教育&通讯商品	0.00%	-0.09%	-0.92%	-1.69%	-1.53%	-0.53%	-0.40%	-0.46%	0.18%	-1.71%	-2.23%	-0.83%	-0.54%
0.85	酒饮	0.00%	0.41%	0.65%	0.64%	0.69%	0.31%	0.36%	0.43%	0.35%	0.38%	0.36%	0.52%	0.58%
1.24	其他商品	0.01%	0.77%	-0.07%	0.62%	0.58%	0.39%	1.15%	0.34%	0.50%	0.80%	0.34%	0.58%	0.93%
58.19	核心服务	0.32%	0.55%	0.61%	0.49%	0.51%	0.77%	0.61%	0.38%	0.64%	0.65%	0.62%	0.59%	0.53%
32.70	居住	0.24%	0.74%	0.79%	0.64%	0.72%	0.74%	0.67%	0.57%	0.58%	0.62%	0.50%	0.50%	0.56%
7.35	租金	0.05%	0.74%	0.79%	0.77%	0.72%	0.81%	0.74%	0.70%	0.76%	0.62%	0.57%	0.44%	0.57%
0.94	酒店住宿	0.01%	1.20%	1.10%	-0.52%	3.49%	-0.51%	-0.09%	-1.74%	-3.09%	1.70%	0.72%	2.17%	3.18%
24.04	自住房折算	0.16%	0.67%	0.79%	0.65%	0.62%	0.79%	0.69%	0.63%	0.67%	0.59%	0.47%	0.46%	0.46%
1.11	供水&垃圾处理	0.01%	0.85%	0.25%	0.31%	0.17%	0.79%	0.49%	0.35%	0.40%	0.29%	0.32%	0.13%	0.53%
6.93	医保服务	-0.05%	-0.68%	0.30%	-0.49%	-0.38%	0.83%	0.68%	0.39%	0.65%	0.44%	0.49%	0.60%	0.12%
3.54	专业医疗服务	0.00%	-0.09%	0.08%	0.10%	0.17%	0.68%	0.63%	0.01%	0.58%	0.13%	0.13%	0.27%	-0.06%
2.56	医院	0.02%	0.69%	1.15%	-0.50%	0.04%	0.06%	0.68%	0.59%	0.12%	0.17%	0.33%	0.51%	0.09%
5.64	运输服务	0.05%	0.85%	0.63%	0.33%	0.60%	1.91%	0.99%	-0.40%	1.80%	1.55%	2.25%	2.06%	1.14%
3.19	休闲服务	0.03%	0.82%	0.29%	0.91%	0.71%	0.14%	-0.03%	0.42%	0.22%	0.50%	0.27%	0.50%	0.86%
5.46	教育&通讯服务	0.04%	0.73%	0.29%	0.94%	0.78%	0.19%	0.03%	0.50%	0.32%	0.50%	0.33%	0.36%	0.61%

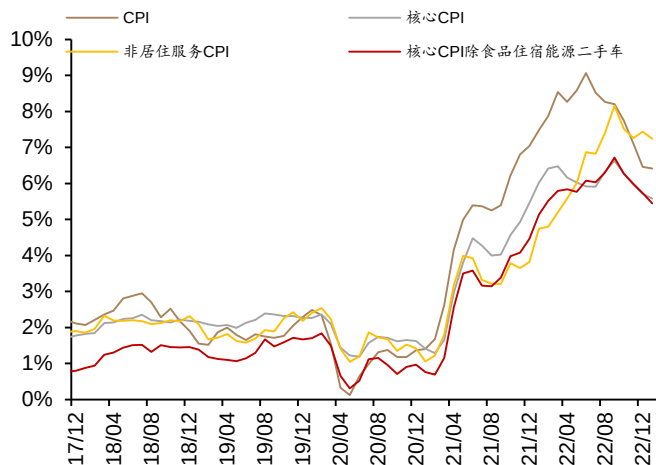
资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：美国 CPI 环比增速与四大分项环比拉动力



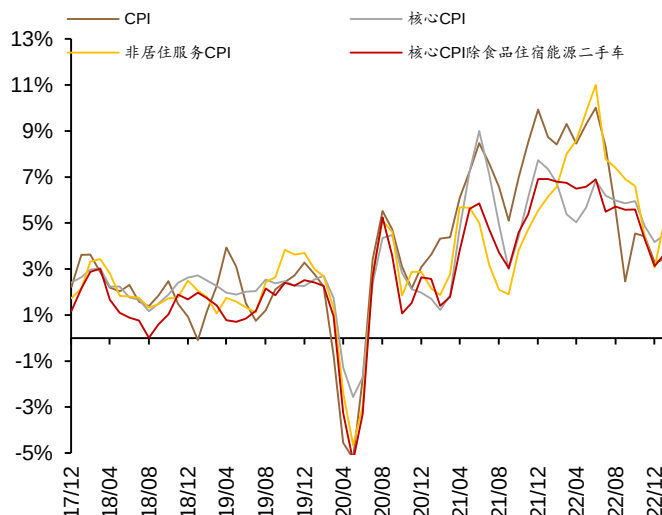
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5: CPI 及主要分项同比增速



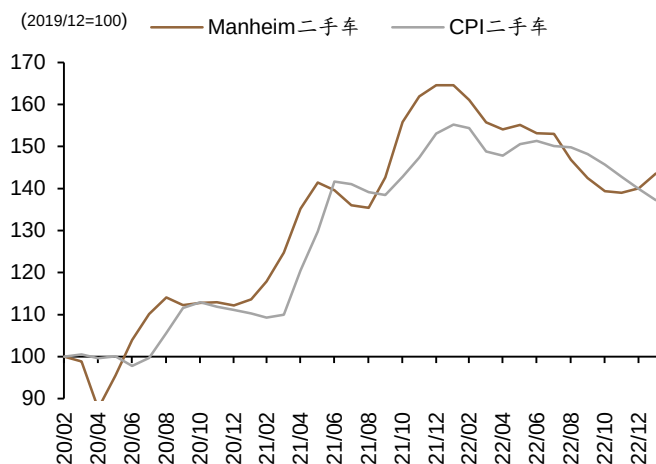
资料来源：彭博，德邦研究所

图 6: CPI 及主要分项环比增速



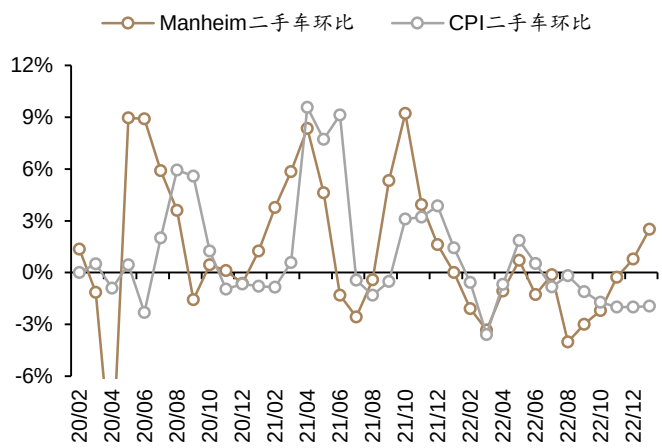
资料来源：彭博，德邦研究所；环比为 3MA 年率

图 7: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数累积涨幅



资料来源：彭博，德邦研究所

图 8: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数环比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

图 9: Zillow 房租、S&P Shiller 房价与 CPI 居住指数同比增速

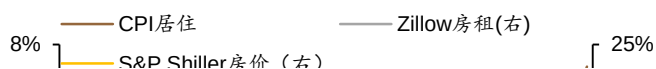
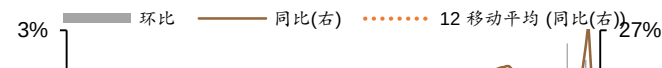


图 10: CPI 健康保险分项同比&环比增速



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_52295

