

宏观动态跟踪报告

美国通胀压力反复

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **1、美国通胀压力反复。**美国1月CPI和核心CPI同比小幅回落，但幅度不及预期。结构上，几乎没有“好消息”，大多数分项价格压力反弹。能源分项环比大幅上升2%，前值-3.1%；食品分项环比上升0.1个百分点至0.5%；住房租金环比0.8%，持平于前值，保持高增。从CPI同比拉动看，住房租金拉动2.8个百分点、创疫情以来新高；能源拉动0.6个百分点，结束了连续6个月下降趋势。值得注意的是，本次数据体现了美国CPI权重的调整：住房权重由43.0%上升至44.4%，交通运输权重从17.7%降至16.7%，食品权重从13.9%下降至13.5%。1月美国CPI走高使年内美国CPI回落至3%的难度上升。假设未来一年CPI季调环比0.2/0.3/0.4%，则2023年6月CPI季调同比或分别达到3.0/3.5/4.0%，12月或分别达到2.8/3.9/5.0%。我们的模型推算，1月PCE同比或在5.0%左右。
- **2、市场加息预期上升。**1月美国CPI数据公布后，CME利率期货市场押注的终端利率由5.13%升至5.19%。换言之，市场认为6月会议仍有一次加息、终端利率至5.25%的概率较大。这一预期略高于2022年12月美联储会议的指引。加息预期升温带动美债收益率上升，但美股和美元指数方向未明。2月14日数据公布后，10年美债收益率一度升破3.8%、日内涨幅近10BP，收于3.75%；美股低开高走，中间经历较大波动，最终纳斯达克指数小幅收涨0.57%，标普500和道琼斯工业指数分别小幅收跌0.03%和0.46%；美元指数维持103左右震荡。
- **3、美联储或需“制造”衰退。**美国CPI和核心CPI环比均反弹，一定程度上打破了通胀持续回落的乐观预期。尤其观察到，美国通胀结构中供给因素改善效果边际减弱，而需求因素没有明显降温，这使得未来通胀回落的幅度存疑。美联储2月议息会议后，我们提示美联储“放鸽”过早的风险。1月显著强于预期的就业，及略强于预期的通胀，说明美国经济仍有韧性，但这一韧性可能威胁美联储遏制通胀的愿景。目前来看，美联储或需进一步“制造”衰退，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。不过，目前市场主要博弈年中停止加息的可能，即5月或6月是否会加息，但在此之前仍有多月经济数据有待观察，市场预期不稳、波动风险上升。
- **风险提示：**地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

2023年1月美国通胀数据强于预期，市场加息预期进一步升温，更多投资者认为美国终端利率或升至5.25%。加息预期带动10年美债收益率拉升，不过股票和汇率市场仍持观望。我们认为，美国开年通胀数据走高，一定程度上打破了通胀持续回落的乐观预期。尤其需求驱动的通胀仍未明显降温，提升了美联储“制造”衰退的必要性和紧迫性。不过，目前市场主要博弈年中停止加息的可能，在此之前仍有多月经济数据有待观察，市场预期不稳、波动风险上升。

一、美国通胀压力反复

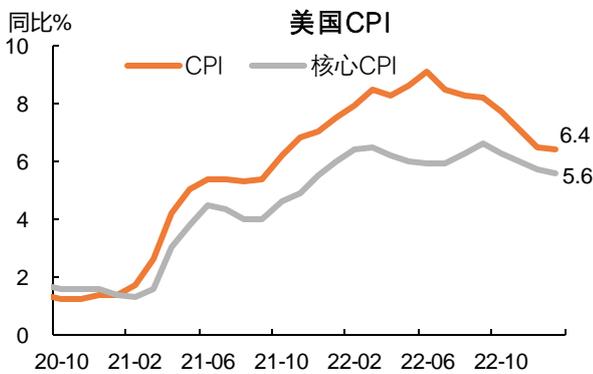
2023年1月美国CPI和核心CPI同比小幅回落，但幅度不及预期。美国劳工部(BLS)2月14日公布数据显示，美国1月CPI同比6.4%，高于预期的6.2%，前值6.5%；1月CPI季调环比0.5%，持平于预期，前值0.1%(终值)。1月核心CPI同比5.6%，高于预期的5.5%，前值5.7%；1月核心CPI季调环比0.4%，持平于预期，前值0.4%(终值)。

结构上，几乎没有“好消息”，大多数分项价格压力反弹。在美国1月CPI分项中：能源分项环比大幅上升2%，前值-3.1%；食品分项环比上升0.1个百分点至0.5%；住房租金环比0.8%，持平于前值，保持高增；服装、交通运输、教育和通讯等分项环比均高于前值；仅医疗保健分项环比-0.4%，低于前值的0.3%。

从CPI同比拉动看，住房租金拉动2.8个百分点、创疫情以来新高；能源拉动0.6个百分点，结束了连续6个月下降趋势；食品和运输服务拉动持平于前值；二手车和卡车拉动-0.3%，前值-0.2%；除上述分项的“其他”项目拉动1.1个百分点。

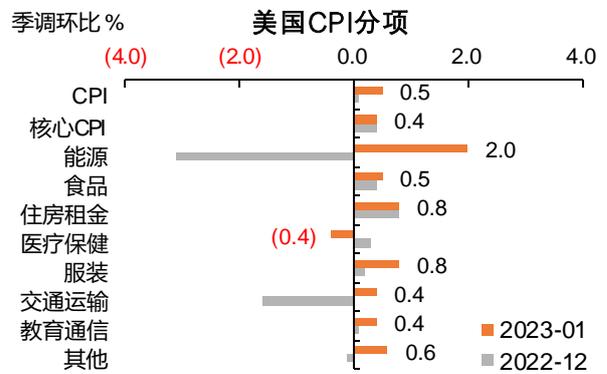
值得注意的是，BLS在2月更新了美国CPI的支出权重，并首次于1月CPI数据上体现。此前的权重基于2019-2020年消费支出调查，而新的权重仅基于2021年。此后，CPI权重的更新将每年进行一次，此前为每两年进行一次。本次调整后较为重要的变化是，住房消费权重上升，交通运输、食品等权重下降：住房权重由43.0%上升至44.4%，交通运输权重从17.7%降至16.7%，食品权重从13.9%下降至13.5%。

图表1 美国1月CPI和核心CPI同比小幅回落



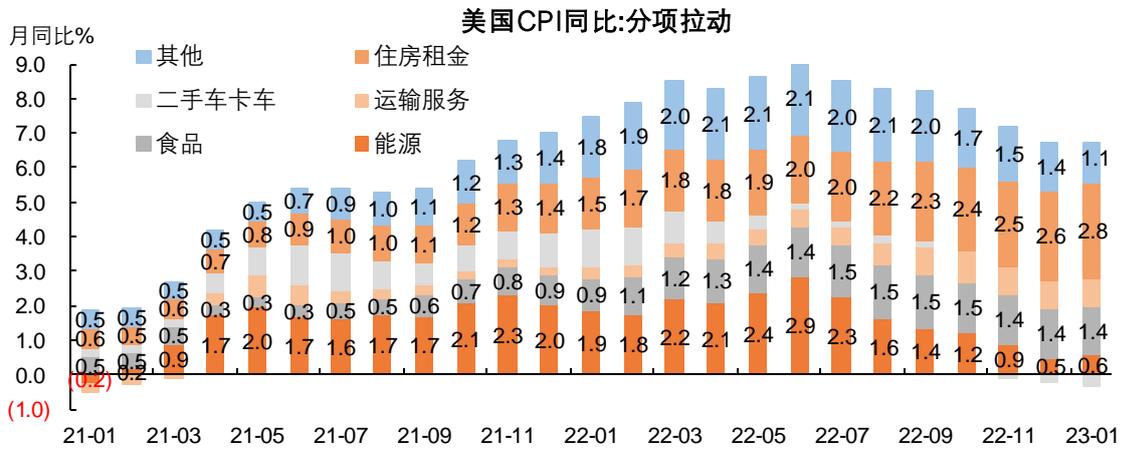
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 1月CPI中大多数分项增速均出现上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

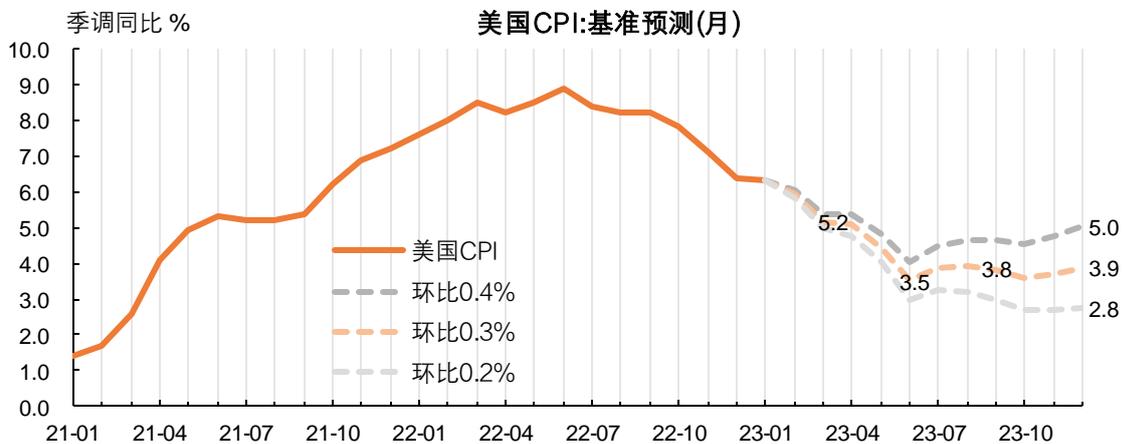
图表3 住房租金对 2023 年 1 月 CPI 同比的拉动仍在上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

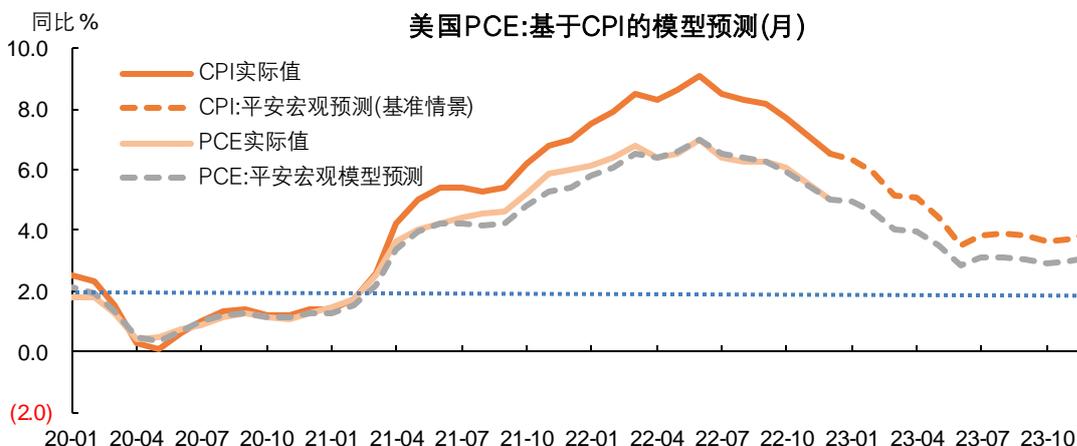
1月美国CPI走高可能增加了全年CPI回落的难度。假设未来一年CPI季调环比0.2%/0.3%/0.4%，则2023年6月CPI季调同比或分别达到3.0%/3.5%/4.0%，12月或分别达到2.8%/3.9%/5.0%。换言之，年内美国CPI回落至3%的难度上升。基于CPI和PCE的历史相关性，我们的模型推算，1月PCE同比或在5.0%左右。美联储2022年12月最新预期，2023年PCE同比回落至3.1%，这意味着当前PCE通胀距离目标水平仍然遥远。

图表4 假设未来一年美国CPI季调环比0.2%/0.3%/0.4%，2023年终CPI同比将回落至2.8%/3.9%/5.0%



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 我们的模型能够较好地捕捉美国 CPI 与 PCE 通胀率的历史相关性

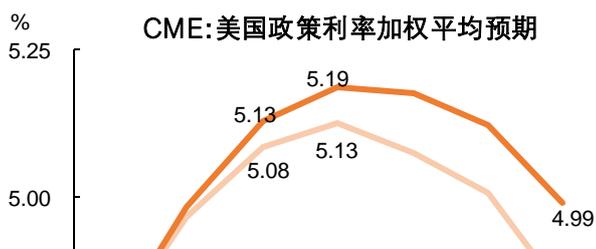


资料来源: Wind,平安证券研究所 备注: 蓝色虚线为通胀目标基准。

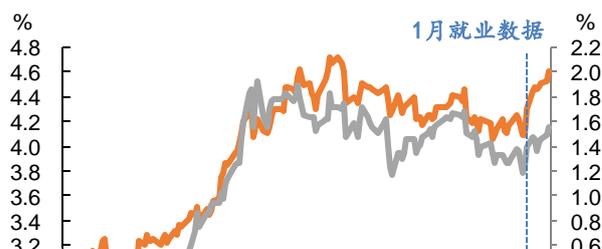
二、美联储或需“制造”衰退

目前市场预期终端利率升至 5.25%左右，略高于 2022 年 12 月美联储会议的指引。1 月 CPI 数据公布后，CME 利率期货市场押注的终端利率由 5.13%升至 5.19%。换言之，市场认为 6 月美联储议息会议仍有一次加息、终端利率至 5.25%的概率较大。对比 2022 年 12 月美联储预测，2023 年终端利率预期中值为 5.1%；点阵图显示，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5.0-5.25%，超过 1/3 的委员甚至认为政策利率至少应达到 5.25-5.5%。此外，2 月以来，2 年期美债名义利率以及 5 年 TIPS 国债利率（实际利率）均出现反弹，也体现了债券市场加息预期上升。

图表6 1 月 CPI 公布后，市场押注终端利率更高



图表7 1 月非农公布后，美债市场加息预期已经升温



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_52302



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn