

货币转向前的颠簸

2023 年 02 月 15 日

年度展望中我们提到，美国货币政策转向前可能会经历三重颠簸，分别是：紧缩预期反弹、流动性危机、以及经济深度衰退。现在看来，第一重颠簸已至。

➤ **美国 1 月通胀数据回落不及预期，能源通胀卷土重来。**

1 月份美国 CPI 同比增速高于预期，通胀环比回落趋势受阻。

1 月份美国 CPI 同比增速（末季调）录得+6.4%，预期+6.2%；核心 CPI 同比增速（末季调）录得+5.6%，预期+5.5%，两者均高于市场预期。

从环比看，1 月美国 CPI 环比（后文未注明均为季调后数据）录得 0.5%，核心 CPI 环比录得 0.4%。这意味着，自 2022 年 4 季度以来，美国通胀环比增速回落的趋势被打破。

能源价格回升是 1 月美国 CPI 超预期的最大推手，房租仍在支撑服务通胀。

从分项看，由于美国汽油价格在 1 月份持续上行，从而带动美国 CPI 能源分项环比增速大幅反弹(+2.0%)。同时，食品分项仍维持着偏高的环比(+0.5%)。

核心通胀中，核心商品的主要波动项：新车和二手车分项环比增速维持在低位(+0.2%和-1.9%)，拖累了核心商品通胀。权重巨大的住房租金分项环比增速录得+0.7%，未见回落迹象，仍是核心服务通胀的最强支撑。

➤ **美国通胀韧性渐显，美联储快速转向已成“奢望”。**

美国商品通缩可能只是“暂时性”的。

在 1 月 CPI 数据中，沉寂已久的商品通胀又开始出现反弹苗头。服装和医疗商品分项环比增速分别录得+0.8%和+1.1%，均大幅高于前值。同时，领先指标 Manheim 二手车价格指数显示，二手车通胀在未来一到两个月很可能迎来反弹。也就是说，过去几个月商品分明的通缩可能只是“暂时的”。

受高工资增速支撑，美国服务通胀韧性较强。

美国核心服务通胀可以分为两个部分：房租和非房租部分。除租金外核心服务通胀是鲍威尔目前最为重视的通胀指标，因其与居民的工资增速息息相关。1 月除租金外核心服务通胀同比增速录得+6.2%，与美联储 2%的通胀目标相距甚远。这又和当前美国火热的劳动力市场和偏高的工资增速相呼应。

另一方面，市场租金指标通常被认为领先 CPI 租金分项 1 年左右。Zillow 租金指数同比增速在 2022 年 4 月迎来拐点，这意味着美国租金通胀的拐点或在二季度。也就是说，一季度美国或面临“服务通胀高烧，商品通胀再起”的局面。

面对通胀反弹风险，美联储或将固守鹰派立场。

在美国通胀环比放缓趋势受阻、除租金外核心服务通胀过高、以及商品通胀短期或反弹三大因素的影响下，美联储或将固守其一直宣传的鹰派立场。我们认为，3 月份后停止加息的概率已经很低，维持终点利率在 5.25%（即 5 月再加息 25BP）的观点。同时，我们提示，如果 2 月份美国通胀再超预期，美联储可能会在 3 月点阵图提高对利率路径的预测，终点利率可能提高至 5.5%。

➤ **1 月 CPI 或继续“抹杀”市场降息预期，短期内宽松交易将告一段落。**

在报告《警惕海外宽松交易退潮》中我们提到，此前市场预期美联储在下半年降息并非是预计美国进入衰退，而是对通胀增速回落的高度乐观。

因此，从 1 月非农数据发布后，市场开始调整对美国通胀回落速度的预期，同时也在调整对美联储的加息预期。据联邦基金期货数据，1 月 15 日市场预计美联储终点利率仅为 4.92%，在 3 月停止加息；2 月 8 日（非农公布后），市场上调终点利率预期至 5.13%，认为 5 月也会加息 25BP；CPI 数据公布后，市场再度上调终点利率预期至 5.26%，认为 6 月也有较大概率加息 25BP。同时，1 个月前市场还认为下半年将降息两次，CPI 公布后市场认为下半年仅降息一次，且年底利率仍会维持在 5%以上。

面对短期内的通胀风险，我们认为市场的降息预期可能会进一步消退，也就是说“紧缩交易”可能仍会持续。因此，短期内美债利率和美元指数仍有反弹动能，风险资产压力仍存。

中长期维度，如我们在报告《解密“疯狂”的非农数据》中提示，当期火热的就业和通胀风险增加了美联储压制通胀的难度，在中长期增加了经济硬着陆的风险。随着经济深度衰退，我们预计美国通胀增速或将在 2023 年末回到美联储的 2%目标附近，美联储也将降息以应对经济下行。

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1.日本央行行长提名点评：日央行换帅，全球流动性影响几何？-2023/02/14

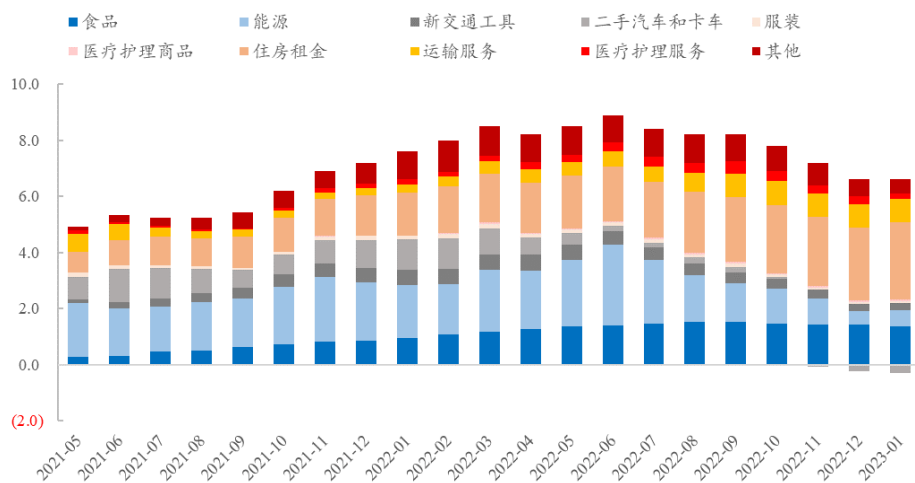
2.中国式财政货币化系列研究（二）：十五年回顾：财政货币化的历史主线-2023/02/13

3.全球大类资产跟踪周报：“验证时刻”前的平静-2023/02/12

4.1 月金融数据点评：市场将如何定价“狂飙”的开年社融-2023/02/11

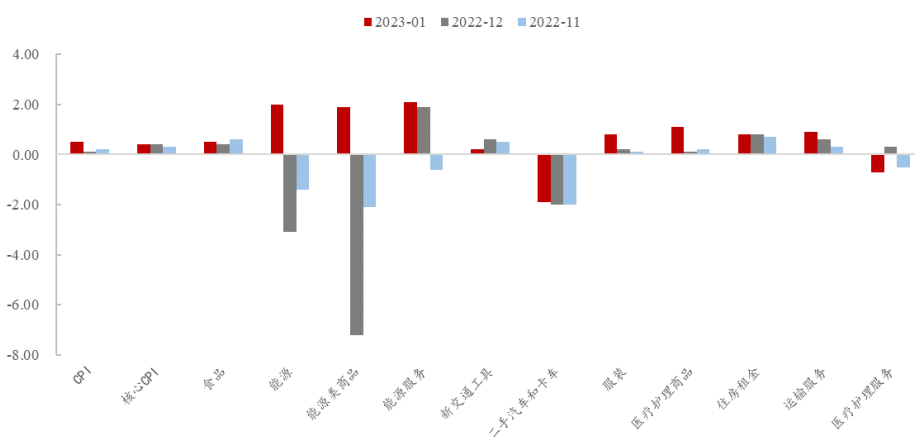
5.2 月资金利率上行点评：资金面骤然收紧之后-2023/02/09

图1：美国 CPI 各分项同比拉动（单位：%）



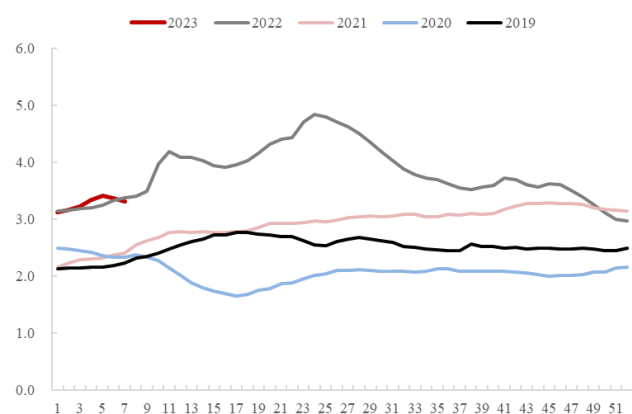
资料来源：BLS，民生证券研究院

图2：美国 CPI 各分项的环比增速（单位：%）



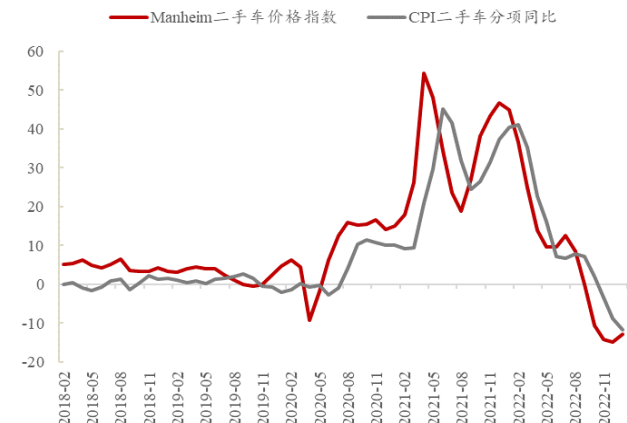
资料来源：BLS，民生证券研究院

图3：美国汽油零售价格 1 月回升（单位：美元/加仑）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：二手车通胀或将反弹（单位：%）



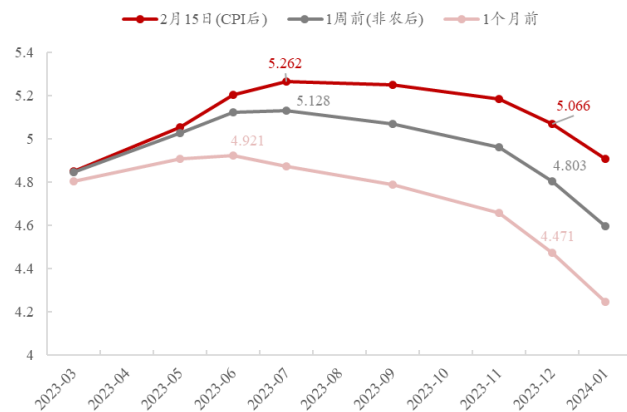
资料来源：Wind，Manheim，民生证券研究院

图5：美国除房租外核心服务通胀坚挺（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图6：联邦基金期货隐含利率路径（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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_52303

