

宏观跟踪报告

报告日期：2023 年 02 月 15 日

通胀回落慢或扭转市场交易主线 ——美国 1 月通胀数据传递的信息

核心观点

能源价格反弹和权重调整抬升本月环比增速。虽然 Q2 通胀跌破政策利率的窗口期不改，但通胀数据阶段性高于预期仍可能扭转前期市场的交易逻辑。此前市场的核心交易逻辑是通胀回落带来的货币条件趋松；通胀环比明显反弹后该逻辑可能逆转，此前被市场“阶段性忽视”的企业盈利压力可能被放大；联储方面 3 月加息 25BP 的概率进一步提升。

□ 能源价格反弹和权重调整抬升本月环比增速，Q2 仍是通胀跌破政策利率的窗口
2023 年 1 月美国 CPI 同比增速 6.4%，相较前值 6.5% 小幅回落，小幅高于市场预期；环比增速 0.5%，相较前值 0.1% 大幅反弹。核心 CPI 同比增速 5.6%，相较前值 5.7% 小幅回落；环比增速 0.4%，持平调整后前值。

本月通胀环比增速大幅反弹的原因主要源于能源价格，能源分项 1 月环比 2.0%，相较前值 -3.1% 大幅反弹，和高频趋势基本保持一致。1 月末美国汽油零售价格大幅反弹至 3.42 美元/加仑，相较去年末涨幅 15%。能源分项在经历了连续 2 个月的环比回落后可能重启反弹态势，俄罗斯近期宣布在 3 月减产 50 万桶/日，全球衰退压力下能源供给侧的不确定性有所反弹。

2023 年 BLS 对 CPI 分项权重进行的再调整也提升了本月环比增速，具体来看：交通分项权重下调 1%，住房分项上调 1.4%，食品分项下调 0.3%。展望未来，这一结构调整可能在短期内小幅抬高 CPI 中枢。

中期来看，美国通胀回落趋势不改但回落速度慢于预期可能抬高市场对于终点利率的预期，Q2 依然是通胀可能跌破政策利率的重要窗口。

整体来看，本月 CPI 高于市场预期，数据公布后 10 年美债利率大幅跳升至 3.8% 附近，纳斯达克和标普指数均有明显回撤；美元攀升至 103.5 附近，伦敦金回撤至 1850 美元附近。

□ 预计核心商品分项的反弹不具备可持续性，二手车价虽有反弹但下行趋势不改
核心 CPI 方面，我们继续沿用鲍威尔在《通货膨胀和劳动力市场》中的框架观测，划分为三项，分别是核心商品、住房和住房以外的核心服务：

核心商品方面，本月环比增速 0.1%，结束了连续三个月的环比通缩态势，主要源于医疗和服装分项的反弹。整体来看，我们认为未来核心商品分项的反弹不具备明显可持续性。主要源于制造业需求的萎缩和供应链的改善，二手车价格近期虽有反弹等整体向下趋势不改：

一是制造业需求仍持续萎缩，1 月美国制造业 PMI 47.4，自 2022 年 5 月以来连续 8 个月回落；二是源于供应链的持续性改善，GSCPI（纽约联储全球供应链压力指数）本月环比大幅回落至 0.95（前值 1.19）；三是二手车价格方面，本月环比增速连续反弹，延缓了核心商品通胀的回落速度，但考虑到当前二手车价格仍然远高于疫前水平（Manheim 二手车价格指数相较疫前仍高出 46%），我们认为全年仍将维持回落态势。

住房分项方面，本月房租分项环比增速 0.7%，鲍威尔此前曾指出住房分项拐点存在滞后性，但伴随房租价格转为下行住房分项预计将于 23 年转为负增长。美国住房租赁机构 Realtor 预测 2023 年美国房租同比增速位于 3% 附近（2022 年为 6.3%）。

□ 住房以外核心服务分项压力可控，美国就业质量下降工资增速与非农持续背离
住房以外的核心服务方面，本月核心服务环比 0.5%，房租环比 0.7%，对应住房以外的核心服务环比估算预计位于 0.2%-0.3%，压力基本持平前值，该分项与工资增速高度相关。1 月美国非农时薪环比增速下行至 0.30%，再创 2022 年 2 月以来新

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

低，结合新增非农就业人数依然保持强劲，继续验证我们前期观点：**即当前美国存在就业质量下降的现象：**

由于当前岗位空缺数依然维持高位，因此 2022 年下半年以来裁员大潮中失业的劳动力约 83% 可在 3 个月内实现再就业，从而使得就业表现出较强韧性；但再就业的过程可能存在“向下兼容”，例如原本所在的 IT 等高薪行业裁员，转向零售等薪酬相对较低的行业，继而使得薪资增长压力小幅缓解（跨行业再就业的比例约为 25%）。我们预计 2023 年 Q2 后就业市场的恶化速度可能逐步加剧，失业率可能突破 4.5%；预计届时薪资增长压力将有明显缓解，同环比增速回落速度可能加快。（详细请参考前期报告《三问美国就业市场，劳动力紧张何时休》）。

□ 通胀反弹可能破坏此前海外尤其是权益市场持续交易货币宽松的底气

我们认为通胀数据高于预期可能扭转前期市场的交易逻辑。此前市场的核心交易逻辑是通胀回落带来的货币条件趋松；通胀环比明显反弹后该逻辑可能逆转，此前被市场“阶段性忽视”的企业盈利压力可能被放大；联储方面 3 月加息 25BP 的概率进一步提升，市场定价加息终点可能进一步上移。

2023 年 1 月后市场曾经阶段性忽略央行（包括美联储和欧央行）的鹰派表态并呈现股债双牛的亢奋表现，我们认为这一走势的根本性原因在于美欧通胀压力的持续性回落给予了市场乐观的底气，因此“选择性忽视”了短期的政策摇摆，顺应全球央行大势交易远期加息幅度的确定性收敛。美国市场方面，虽然近期国债价格回调利率上行，部分定价了联储官员的鹰派立场，但美股表现依然较为强劲延续了此前的交易逻辑，本月通胀数据超预期可能破坏这一逻辑。

□ 海外流动性宽松交易可能面临阶段性逆转

美债方面，短期 10 年期美债利率可能阶段性突破 2022 年 11 月下旬以来形成的 3.4%-3.8% 震荡区间，全年下行趋势不改。

美股方面，流动性宽松预期小幅逆转后，Q1 以来企业季报的盈利压力可能被放大，短期可能面临回调压力。

美元方面，短期紧缩预期的提升可能驱动美元指数小幅反弹。

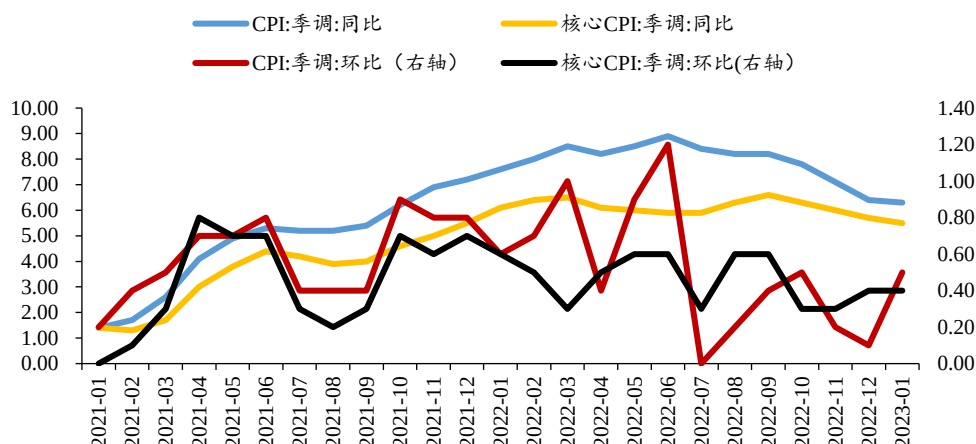
黄金方面，虽然有阶段性回调压力，但我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从 2010 年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储紧缩超预期

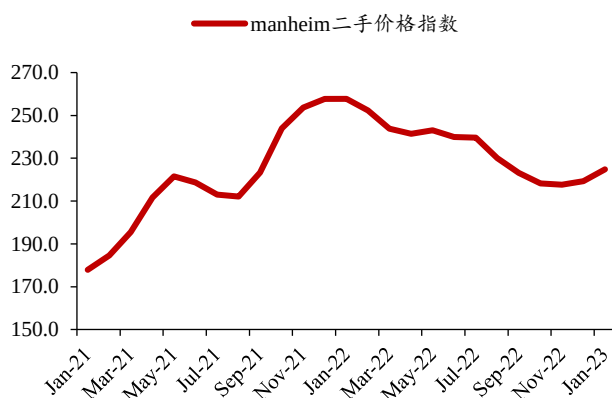
1.重要图表

图1: 美国通胀走势图 (%)



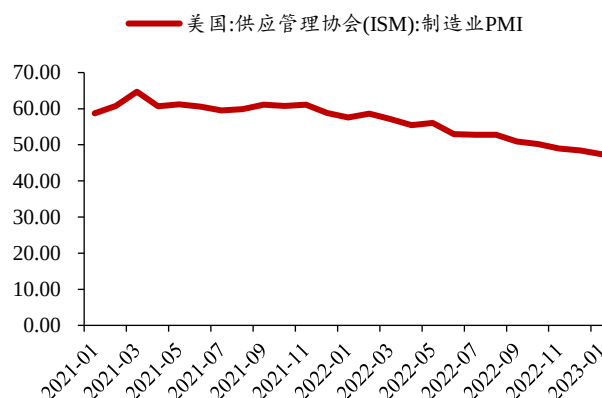
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: Manheim 二手车价格指数变化



资料来源: Manheim, 浙商证券研究所

图3: 美国 ISM 制造业 PMI 指数连续 8 个月回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 本月全球供应链压力指数大幅回落

图5: 美国汽油价格 1 月反弹 (美元/加仑)

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_52305

