

2023年02月15日

通胀韧性较足，市场或将承压——美国1月CPI点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布1月最新通胀数据。其中CPI同比上升6.4%，环比上升0.5%；核心CPI同比上升5.6%，环比上升0.4%，均超出市场预期。

● 美国通胀继续下行，但韧性较强

1. 能源与核心服务推动本次通胀超预期。1月美国CPI数据对相关分项的权重进行了调整，调高了住房项权重，但下调了二手车与交通运输项的权重，考虑到当前住房通胀仍在上升，因此1月CPI增速下行更加缓慢，部分导致本次通胀超预期。

2. 能源通胀有所回升，核心服务保持坚挺。具体而言，1月能源项同比上升8.7%，同比增速较2022年12月份上升1.4个百分点；食品方面，1月份食品项同比上升10.1%，较2022年12月份下降0.3个百分点，连续5个月下降；核心通胀方面，1月核心CPI同比上升5.6%，环比上升0.4%。核心商品和核心服务通胀环比增速走势有所分化，其中核心商品通胀环比增速转正，核心服务环比走势下降。

3. 高基数以及住房项后续预计仍将推动通胀下行。1月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速再度提升，且超过市场预期，指向当前整体的通胀黏性较强。不过考虑到住房服务通胀后续的逐渐回落，相关的权重调整可能会助力美国通胀水平在2023年2季度后下降，叠加高基数以及经济需求的不断减弱，美国整体通胀水平预计将会持续下降。但是从1月份通胀数据来看，当前的高通胀可能不会如市场预期般顺利下跌至2%左右水平。

● 市场与美联储的分歧或将加速缩小，各类资产或将面临一定的调整风险

通胀水平的不断走低，叠加经济增速的下行，美联储于2月份放缓加息步伐至25bp。但从当前的就业与通胀数据来看，目前加息的幅度与持续时间可能会超出预期。从1月份的通胀数据来看，美国的通胀韧性或将在强劲的劳动力市场的支撑下超过市场的预期，虽然鲍威尔关注的非房服务通胀出现下降，但是通胀趋势指标扭转了连续3个月的下降趋势，因此通胀回落速度的不确定性有所提升。在此背景下，我们认为市场与美联储的分歧将加速缩小。从数据发布后美联储官员的表态来看，后续加息的幅度与持续时间可能会超出预期，各类资产或将面临一定的调整风险。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《俄罗斯称已准备好无条件谈判——宏观经济点评》-2023.2.13

《蹄疾步稳启新程——“一带一路”十周年系列报告之一——宏观经济专题》-2023.2.13

《服务价格强势反弹——1月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.2.12

目录

1、美国通胀继续下行，但韧性较强	3
1.1、能源与核心服务推动本次通胀超预期.....	3
1.2、能源通胀有所回升，核心服务保持坚挺.....	3
1.3、高基数以及住房项后续预计仍将推动通胀下行.....	5
2、市场与美联储的分歧或将加速缩小	6
3、风险提示	7

图表目录

图 1: 美国通胀水平继续下行	3
图 2: 能源项是 1 月通胀超预期的重要推动因素	3
图 3: 能源通胀有一定幅度回升	4
图 4: 食品通胀继续微跌	4
图 5: 核心商品通胀与核心服务通胀环比增速走势分化.....	4
图 6: 美国汽油零售价格开始下降	5
图 7: 粮食期货价格近期微涨	5
图 8: 美国二手车价格连续回升	6
图 9: 美国房租通胀可能还将继续上行	6
图 10: 潜在通胀指标上升	7

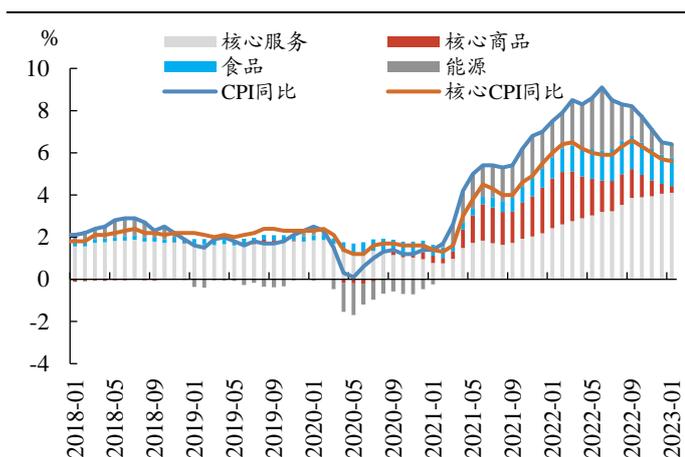
事件：美国公布 1 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 6.4%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上升 5.6%，环比上升 0.4%，均超出市场预期。

1、美国通胀继续下行，但韧性较强

1.1、能源与核心服务推动本次通胀超预期

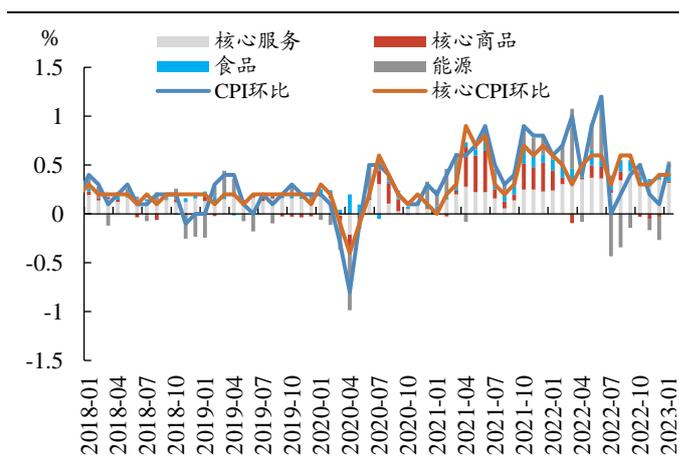
美国 1 月 CPI 同比上升 6.4%、环比上升 0.5%，超出市场预期，绝对通胀水平连续 7 个月下降。1 月通胀同比较 2022 年 12 月回落 0.1 个百分点、环比较 2022 年 12 月提升 0.4 个百分点，主因是 1 月能源项环比增速有一定幅度回升，特别是汽油项环比上升 2.4%，带动整个能源项环比上升 2.0%。核心 CPI 同比上涨 5.6%，较 2022 年 12 月下降 0.1 个百分点，环比上升 0.4%，增速较 2022 年 12 月持平，略超出市场预期。1 月 CPI 与核心 CPI 同时走低，一方面是前期高基数持续发挥作用；另一方面则是核心商品通胀的持续下降。1 月美国 CPI 数据对相关分项的权重进行了调整，调高了住房项权重，但下调了二手车与交通运输项的权重，考虑到当前住房通胀仍在上升，因此 1 月 CPI 增速下行更加缓慢，部分导致本次通胀超预期。总的来看，美国通胀保持缓坡下行的态势，通胀整体的黏性比较强，当前通胀水平离美联储的目标仍有很大一段距离，美联储的控通胀任务还未完成。

图1：美国通胀水平继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：能源项是 1 月通胀超预期的重要推动因素

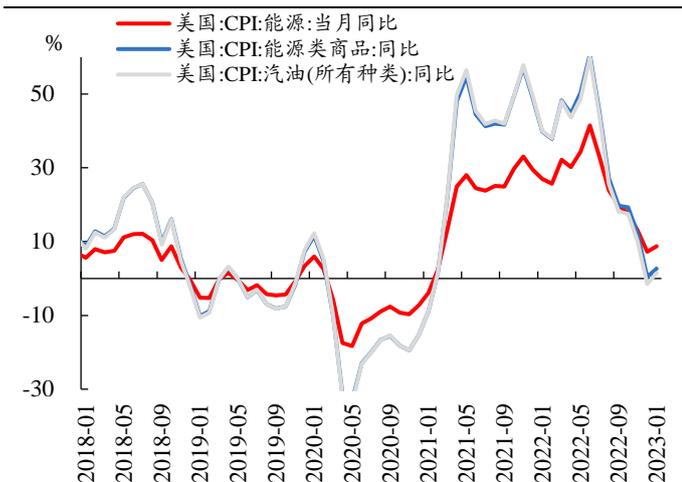


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

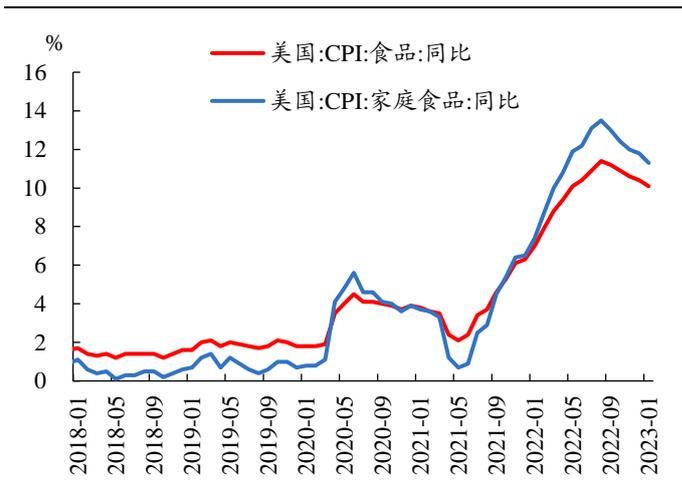
1.2、能源通胀有所回升，核心服务保持坚挺

（1）能源方面，1 月能源项同比上升 8.7%，同比增速较 2022 年 12 月份上升 1.4 个百分点；环比上升 2.0%，环比增速较 2022 年 12 月份上升 5.1 个百分点。其中汽油项环比上升 2.4%，环比增速较 2022 年 12 月份上升 9.4 个百分点；燃油项环比下降 1.2%，环比增速较 2022 年 12 月份减少 15.4 个百分点。1 月能源通胀环比增速回升，我们认为可能是 1 月份美国出行消费有所恢复，带动相关汽油消费增加。1 月份美国汽油价格从最高的 3.12 美元/加仑上升至 3.42 美元/加仑，上升幅度约 9.5%，2022 年 12 月为下降 12.4%。

（2）食品方面，1 月份食品项同比上升 10.1%，较 2022 年 12 月份下降 0.3 个百分点，连续 5 个月下降；环比上升 0.5%，增速较 2022 年 12 月上升 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 11.3%，较 2022 年 12 月份下降 0.5 个百分点。食品项的同比与环比增速走势背离，我们认为可能是基数效应所致。

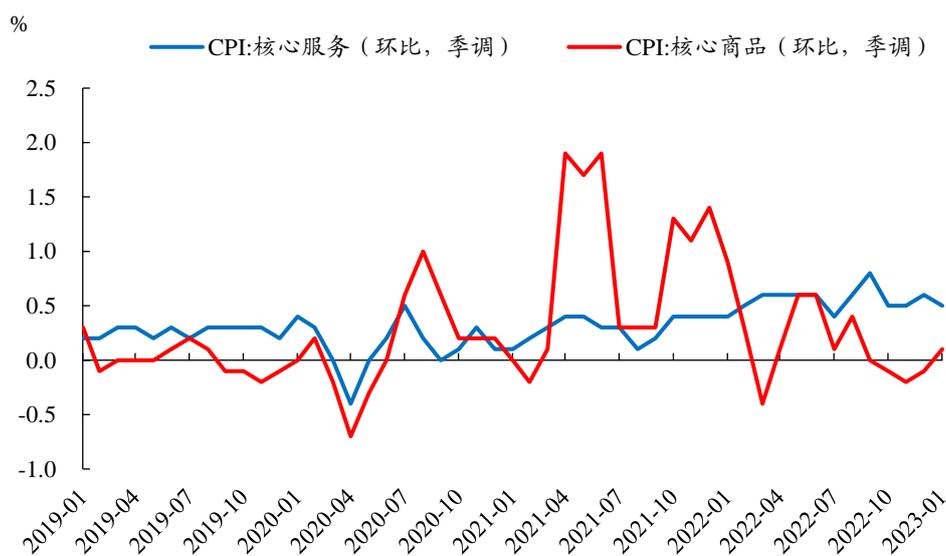
图3: 能源通胀有一定幅度回升


数据来源: BLS、开源证券研究所

图4: 食品通胀继续微跌


数据来源: BLS、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面, 1 月核心 CPI 同比上升 5.6%, 环比上升 0.4%。同比增速较 2022 年 12 月略有回落, 但环比增速较 2022 年 12 月持平。分项来看, 核心商品环比增速较 2022 年 12 月上升 0.1 个百分点至 0.1%, 略有回升; 同比增速下降 0.7 个百分点至 2.1%。其中二手车项环比下降 1.9%, 降幅较 2022 年 12 月份收窄 0.1 个百分点; 新车方面, 环比增速为 0.2%, 较 2022 年 12 月份下降 0.4 个百分点。核心服务环比上升 0.5%, 较 2022 年 12 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 7.9%, 较 2022 年 12 月份上升 0.4 个百分点; 环比上升 0.7%, 较 2022 年 12 月份下降 0.1 个百分点。交通运输服务环比上升 0.9%, 较 2022 年 12 月份上升 0.3 个百分点。总的来看, 1 月核心商品和核心服务通胀环比增速走势有所分化, 其中核心商品通胀环比增速转正, 核心服务环比走势下降, 主因医疗服务通胀环比增速下降 1 个百分点至 -0.7%。以住房项为主要构成的服务通胀环比增速走弱, 叠加医疗服务的环比负增长, 美国核心服务通胀环比略有降温。不过同比来看, 整体仍保持坚挺。

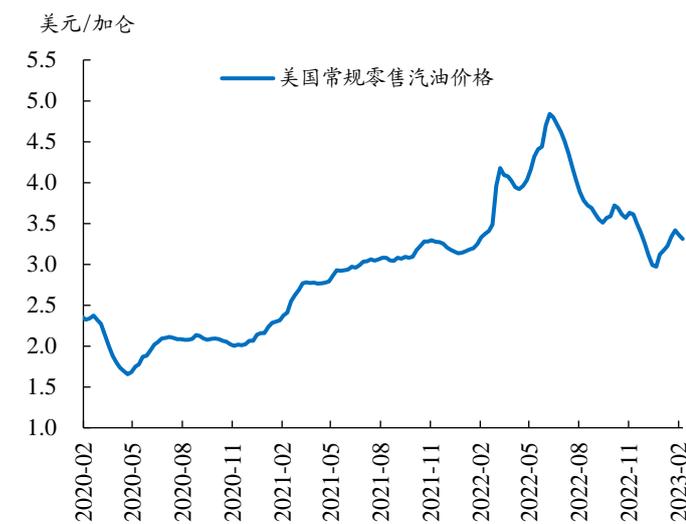
图5: 核心商品通胀与核心服务通胀环比增速走势分化


数据来源: BLS、开源证券研究所

1.3、高基数以及住房项后续预计仍将推动通胀下行

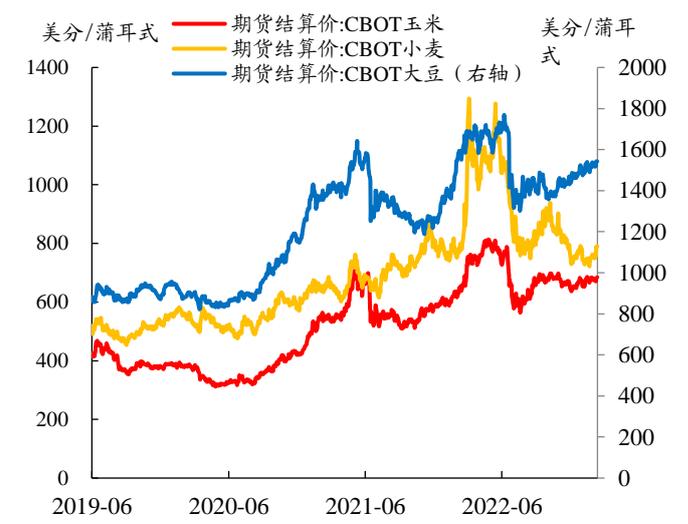
(1) **能源与粮食价格短期内对通胀不会有推动作用。**能源方面，截至 2 月 13 日，美国汽油价格为 3.31 美元/加仑，较 1 月底汽油价格下降 3%，价格再度下降。后续来看，伴随着美国与全球经济增长动能的逐渐放缓，原油价格中长期来看面临下行压力，叠加短期出行需求逐渐降温，相关产品的价格预计将会小幅回落。食品方面，近期主要粮食期货价格均有一定幅度回升，或与冬季供给受限有关。但考虑到节假日已经过去，我们预计食品价格可能基本保持稳定，不会大幅上行。综合来看，我们认为短期内能源与食品项对整体通胀难以起到推动作用。

图6：美国汽油零售价格开始下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

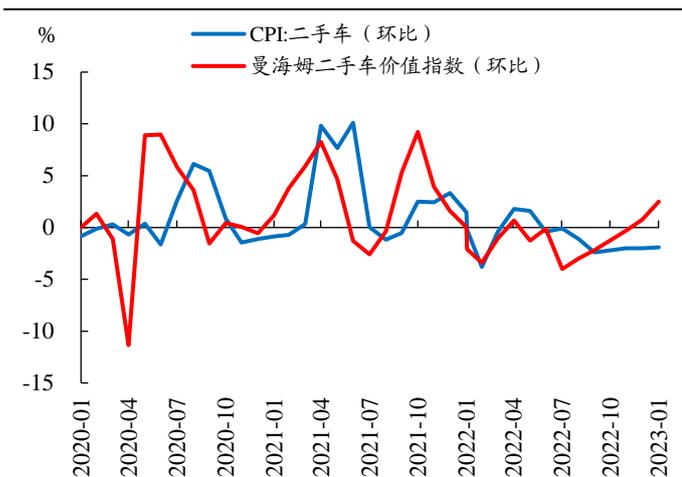
图7：粮食期货价格近期微涨



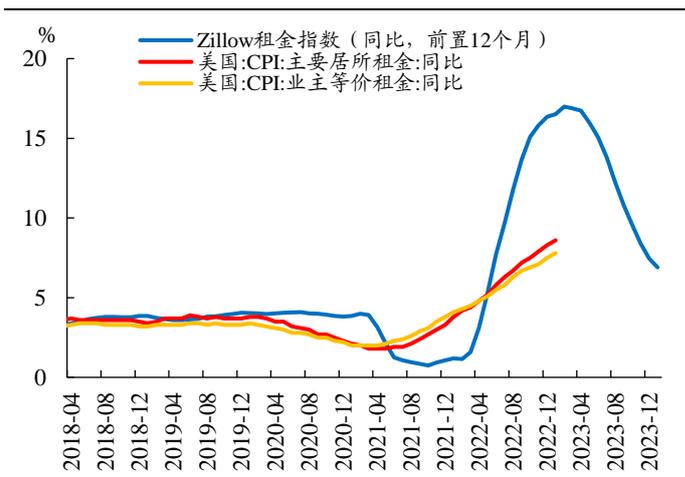
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心商品通胀环比预计将略有回升，核心服务通胀同比增速短期内将会保持缓慢下降，总体核心通胀同比增速在高基数的作用下会继续下降。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）环比上升2.5%，二手车价格预计将会迎来上升；新车方面，全球供应链压力环比改善有限，叠加二手车涨价可能带动部分用户转向新车市场，新车价格可能也将迎来一定上涨压力；核心服务方面，住房通胀仍是1月核心服务通胀保持韧性的关键所在，但非房核心服务1月环比有所下降。从Zillow房租指数这一领先指标来看，后续房租预计还将继续上涨，或将到2023年2季度才能见到房租趋势性回落。总体而言，核心商品通胀预计环比将略有回升，由于房租通胀的坚挺以及工资增速仍高，核心服务通胀将会保持一定韧性，但在高基数的作用下，整体核心通胀同比增速预计继续缓慢下降。

(3) **总的来看**，1月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速再度转正，且超过市场预期，指向当前整体的通胀黏性较强。除核心商品通胀同比增速下降外，核心服务与能源分项对1月份通胀的贡献程度均有所上升，这显示当前美国的通胀水平顺畅回落还面临较多的不确定性。不过考虑到住房服务通胀后续的逐渐回落，相关的权重调整可能会助力美国通胀水平在2023年2季度后的下降，叠加高基数以及经济需求的不断减弱，美国整体通胀水平预计将会持续下跌。但是从1月份通胀数据来看，当前的高通胀可能不会如市场预期般顺利下跌至2%左右水平。

图8：美国二手车价格连续回升


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀可能还将继续上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、市场与美联储的分歧或将加速缩小

通胀水平的不断走低，叠加经济增速的下行，美联储于2月份放缓加息步伐至25bp。但从当前的就业与通胀数据来看，目前加息的幅度与持续时间可能会超出预期。1月份美国新增非农就业51.7万人，大超市场预期。虽然统计方法的修订与季调也部分扩大了就业的数值，但是就业整体来看非常强劲。薪资增速虽然有所放缓，但工作时长上升，岗位空缺仍多，这或对美国通胀的顺畅回落形成阻力（可参考报告《美联储与市场分歧将逐渐弥合——美国1月非农就业数据点评》）。从1月份的通胀数据来看，美国通胀的韧性还比较强，虽然同比增速连续多月回落，但这一方面是前期的高基数原因，另一方面则是核心商品通胀以及能源项的回落。从鲍威尔最为关注的非房服务通胀来看，其环比增速、同比增速分别较2022年12月下降0.1、0.23个百分点至0.27%、6.43%，均出现了下降趋势，因此市场在数据发布后一度表现较好。但是我们从更能反映通胀潜在趋势的截尾平均CPI以及CPI中值两项指标来看，1月份两项指标分别为7.08%、6.55%，较2022年12月份上升0.16、0.01个百分点，扭转了连续3个月的回落趋势，显示当前美国通胀的趋势性回落不确定性尚存。近期密歇根大学一年期通胀预期上升至4.2%，近3个月来首度回升，因此民众的通胀预期锚定亦存在一定反复。

在2月FOMC的点评中，我们指出市场或已与美联储“脱敏”，当前市场与美联储就通胀回落速度产生分歧，市场较为乐观，而美联储较为谨慎，因此需要重点

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_52313

