

通胀是本月联储决策的次要变量

——美国2月通胀数据传递的信息

核心观点

结合最新数据来看，我们认为短期在住房分项和工资增速韧性仍强、二手车分项有反弹风险的情况下，3月核心CPI可能仍有上行风险。银行挤兑事件发酵后，短期物价稳定可能让步于金融稳定目标，在风险事件彻底稳定以前，美联储的加息进程也可能在3月被迫“暂停”，本月的通胀数据实际已经成为3月联储决策的次要变量。如果此后流动性风险得到有效修复，叠加未来核心CPI反弹风险再现，通胀可能是联储5、6月考虑是否重启紧缩的重要变量。

□ 2月核心CPI同比止跌环比反弹，预计3月核心CPI仍有上行风险

2023年2月美国CPI同比增速6.0%，连续5个月回落；环比增速0.4%，相较前值0.5%小幅回落，整体通胀压力进一步缓解。本月通胀压力的整体性回落主要源于能源贡献，能源分项本月环比增速-0.6%，相较前值2.0%大幅回落。但核心CPI上行风险再现，核心CPI同比增速5.5%，结束了2022年10月以来连续3个月回落的态势；环比增速0.5%，升至2022年10月以来最高点。整体通胀形势，符合我们在《联储“钝刀割肉”还是“大刀阔斧”》中的前瞻性判断“2、3月核心CPI上行风险仍然较大”。

结合最新数据来看，我们认为短期在住房分项和工资增速韧性仍强、二手车分项有反弹风险的情况下，3月核心CPI可能仍有上行风险。

□ 住房分项粘性强可能延续上半年，核心商品的最大不确定性因素在二手车

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%，在制造业需求整体下行、供应链整体改善的背景下，未来不会有明显的反弹压力，主要不确定性因素主要源自二手车价格。制造业需求方面，2月美国制造业PMI47.7，整体仍处于荣枯线以下。供应链方面，2月全球供应链压力指数大幅回落，当前已回归至疫前的常态化水平，我国进一步优化疫情防控后对全球供应链的改善作用明显。二手车方面，2022年12月以来，Manheim二手车价格指数已连续三个月反弹，虽然整体方向上依然有较大回落空间（Manheim二手车价格指数相较疫前仍高出近50%），但近期可能对CPI施加上行压力。

住房分项方面，本月环比增速0.8%，相较前值再度反弹，我们预计该分项上半年可能都将维持高环比增速。旧金山联储2月发布工作论文对此进行测算，结果显示通胀住房分项的韧性可能在2023年上半年持续高企，2023年9月住房分项的同比增速可能依然维持在5.9%。综合房价及房租走势来看，如果环比压力在下半年缓解，则2023年上半年住房分项的环比均值可能维持在0.6%以上，仍然维持强韧性。结合2023年BLS上调住房分项权重后（住房分项上调1.4%），住房依然会使得未来的核心CPI表现出较强粘性。

□ 劳动力市场韧性仍强，预计住房以外核心服务仍将保持正增长下半年前难降温

住房以外的核心服务方面，我们测算本月增速位于0.3%-0.4%区间，相较前值小幅反弹，主要与当前就业形势和工资增速的韧性相关，2月就业数据再次表现强劲，尤其是工资同比增速4.6%相较前值有所反弹。我们曾于2023年3月发布的报告《美国经济是“软着陆”还是“不着陆”》中对美国的劳动力市场作出系统性判断：

预计美国就业市场及工资增速短期仍有较强韧性。一是劳动力供给不足导致岗位空缺高企，被裁员的居民可以实现快速再就业，再就业形势良好使得非农就业人数依然保持正增长；二是再就业质量分化但整体工资水平并未出现明显恶化，尤其是低收入群体还获得了较高的涨薪比例；三是部分失业群体在快速再就业的同

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

1 《从硅谷银行救助看联储政策展望》 2023.03.13

2 《联储“钝刀割肉”还是“大刀阔斧”？——多重分歧下联储如何开展路径抉择？》

2023.03.11

时还可获得较高的裁员补偿，约 1/3 的失业工人获得了高额遣散费，平均相当于 16 周的工资水平（远超 9.1 周的平均失业时间中值）。强劲的收入水平继而对个人消费形成支撑。

从招工需求以及岗位空缺等视角观测预计 2023 年 Q2 后就业市场的恶化速度可能逐步加剧，在此之前就业市场仍将维持在较为紧张的状态，就业数据包括工资增速预计回落幅度有限。

□ **短期物价稳定让步金融稳定，预计联储 3 月暂停加息通胀是本月决策次要变量**

我们曾在前期报告《从硅谷银行救助看联储政策展望》中指出：当前主管部门对美国银行挤兑事件的联合应对策略实际已经将当前的银行流动性压力作为“类系统性风险”来处理，美联储也为此阶段性忽视了“道德风险”。

在银行挤兑事件发酵后，美联储当前面临的核心抉择源自于：物价稳定和金融稳定风险的两难。我们认为：金融稳定风险本身的蔓延速度和剧烈程度都具有高度不可控性，对于货币政策的短期约束更强；2023 年来通胀尤其是核心 CPI 上行风险再现，但其对经济负面影响的传播速度低于金融风险，对于货币政策的中期约束更强。

在此背景下，我们认为短期物价稳定可能让步于金融稳定目标，在风险事件彻底稳定以前，美联储的加息进程也可能在 3 月被迫“暂停”；本月的通胀数据实际已经成为 3 月联储决策的次要变量；如果此后流动性风险得到有效修复，叠加未来核心 CPI 反弹风险再现，通胀可能是联储 5、6 月考虑是否重启紧缩的重要变量。

□ **金融稳定风险下，持续看好黄金年内配置价值**

美债方面，近期 10 年美债利率快速下行部分计入年内降息预期，考虑到当前流动性风险依旧悬而未定，短期美债利率可能维持低位盘整。此外，3 月点阵图在流动性问题未解决的情况下预计无法对未来的紧缩节奏以及利率方向发挥有效指引。

美元方面，近期美元指数明显回落，未来需重点观测欧洲债务及银行机构是否会在本轮挤兑压力下受到连带影响，一旦风险产生外溢可能驱动美元指数反弹。

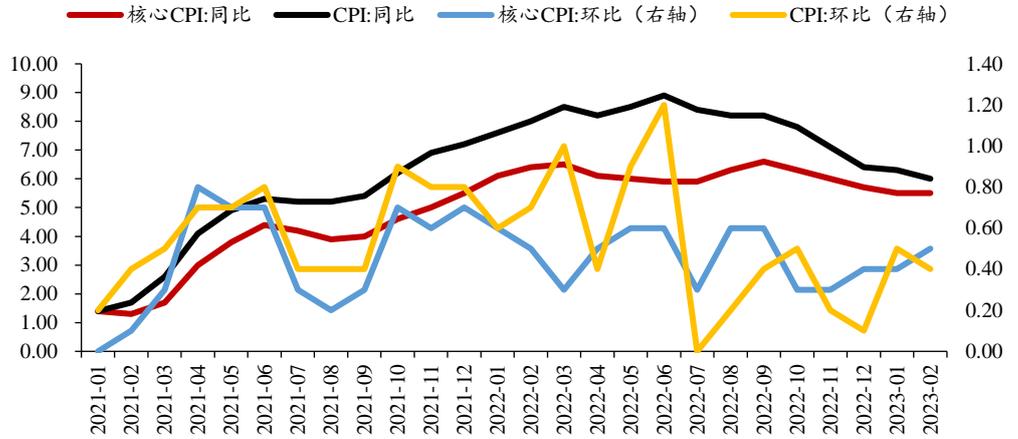
黄金方面，考虑到美国流动性风险未定、欧洲债务以及银行机构同样有潜在风险，避险情绪下我们持续看好年内黄金表现。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

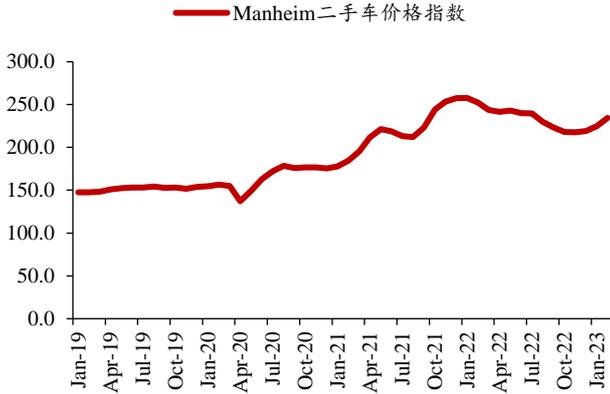
1.重要图表

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 指数反弹结束连续 5 个月的回落



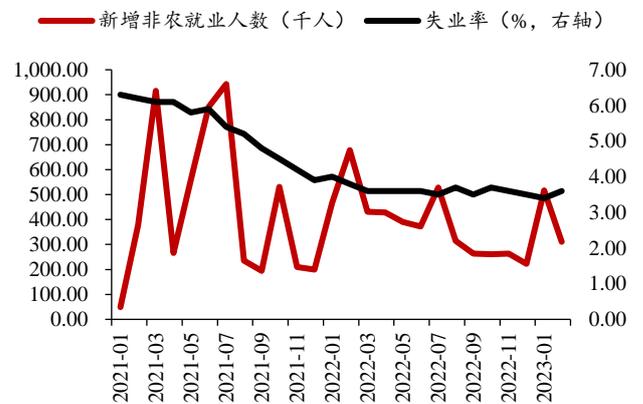
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 全球供应链压力指数已回归至疫情前的常态水平



资料来源: NYFeds, 浙商证券研究所

图5: 美国就业数据依然强劲



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6：美国劳动参与率连续4个月反弹（%）



资料来源：FDIC，浙商证券研究所

图7：美国本月时薪同比增速反弹（%）



资料来源：FDIC，浙商证券研究所

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_53299

