



研究所

宏观研究

近期研究报告

《温和通胀有望起步-2月通胀点评》
- 2024.03.10

从美国 CPI 结构变化观察 PCE 的边际回落

● 核心观点

能源、房租推升通胀超预期，核心通胀边际回落。继1月美国 CPI 超预期之后，2月 CPI 再次超预期回升，引发市场关注。但从结构来看，CPI 增速超预期回升主要是能源和房租分项贡献拉动，核心商品（不包括食品和能源）和核心服务（不包括能源）对 CPI 同比增速和环比增速的贡献均呈现边际回落趋势。这与1月美国 CPI 增速超预期存在结构性差异，后者超预期回升主要是核心服务（不包括能源）贡献边际回升带动，更体现核心通胀粘性较强，而2月 CPI 结构特征显示核心通胀有边际回落的可能。此外，考虑在核心 PCE 计算中，住房分项比重有所下调，医疗服务分项权重有所提高，减弱房租分项贡献，增大了2月 PCE 边际回落可能。

2月美联储更为关注的核心 PCE 价格指数有望呈现边际回落态势，但尚不能给出美联储降息与否的明显指示信号，短期更需要谨慎对待日本央行收紧货币政策，警惕各类资产价格的调整。美联储货币政策制定存在数据依赖，2月核心通胀有望边际回落，但趋势性特征有待进一步明确，尚不能给出明确指示信号。此外，日本已经上修了4季度 GDP 数据，本周将公布日本的“春斗”结果，如果薪资增长超预期，日本央行可能收紧货币政策，这是一个从零到一的过程，意味着全球阶段性融资成本较低的时段结束，应警惕各类资产价格的调整。

● 风险提示：

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 美国 2 月 CPI 变动情况 (%)	3
图表 2: 美国 2 月 CPI 和主要分项贡献 (%)	4
图表 3: 美国 2 月 CPI 同比增速及分项贡献 (%)	5
图表 4: 美国 2 月 CPI 环比增速及分项贡献 (%)	6
图表 5: 美国房价与住房租金环比增速 (%)	7
图表 6: 美国二手车批发价格 (%)	7

事件：美国 2 月未季调 CPI 同比升 3.2%，预期升 3.1%，前值升 3.1%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.3%。美国 2 月未季调核心 CPI 同比升 3.8%，预期升 3.7%，前值升 3.9%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。

1 美国 CPI 连续两月超预期

继 1 月美国 CPI 超预期之后，2 月 CPI 再次超预期回升，连续两个月超预期，引发市场关注。2 月未季调 CPI 同比升 3.2%，较预期高 0.1pct，较前值高 0.1pct；未季调核心 CPI 同比升 3.8%，较预期高 0.1pct，较前值回落 0.1pct。季调后 CPI 环比升 0.4%，持平预期，较前值高 0.1pct；季调后核心 CPI 环比升 0.4%，较预期高 0.1pct，持平前值。

图表1：美国 2 月 CPI 变动情况 (%)

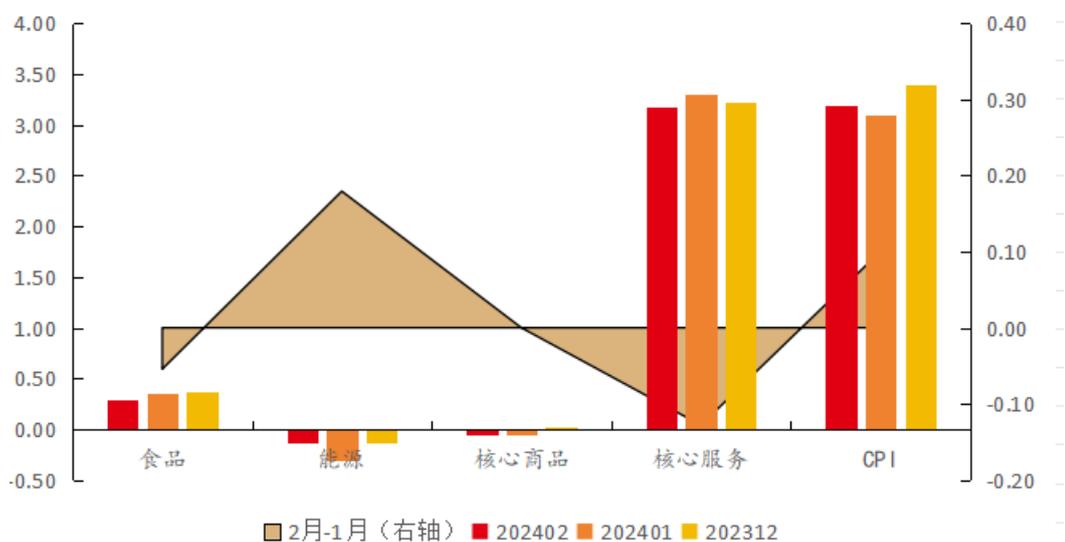
	权重	环比增速-季调			同比增速-未季调		
		202402	202401	202312	202402	202401	202312
CPI	100.00	0.4	0.3	0.2	3.2	3.1	3.4
食品	13.56	0.0	0.4	0.2	2.2	2.6	2.7
能源	6.64	2.3	-0.9	-0.2	-1.9	-4.6	-2.0
能源商品	3.47	3.6	-3.2	-0.7	-4.2	-6.8	-2.6
能源服务	3.18	0.8	1.4	0.3	0.5	-1.8	-0.9
核心 CPI (不包括食品和能源)	79.79	0.4	0.4	0.3	3.8	3.9	3.9
核心商品 (不包括食品和能源)	18.82	0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	0.1
服装	2.54	0.6	-0.7	0.0	0.0	0.1	1.0
新车	3.67	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.7	1.1
二手车	1.93	0.5	-3.4	0.6	-1.8	-3.3	-1.2
家具	3.53	-0.3	-0.1	-0.3	-2.3	-1.3	-0.9
药品	1.47	0.1	0.6	-0.1	2.9	3.0	4.7
娱乐商品	2.05	-0.2	0.8	-0.5	-1.3	-0.6	-1.2
核心服务 (不包括能源)	60.97	0.5	0.7	0.4	5.2	5.4	5.3
住房	36.22	0.4	0.6	0.3	4.5	4.6	4.8
房租	7.66	0.5	0.4	0.4	5.8	6.1	6.5
等价租金	26.77	0.4	0.6	0.4	6.0	6.2	6.3
医疗保健	6.54	0.0	0.5	0.4	1.4	1.1	0.5
交通运输	6.30	1.4	-0.6	0.1	2.7	1.6	2.9
娱乐服务	3.26	0.2	0.5	0.4	2.1	2.8	2.7
教育通讯	5.03	0.4	0.4	0.1	0.4	0.0	-0.1
其他服务	1.53	-0.3	0.5	0.0	4.7	5.7	5.5

资料来源：U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

2 能源、房租推高通胀，结构性特征明显

2月CPI增速超预期的重要原因是能源分项、房租分项贡献边际回升，而粘性较强的核心服务（不包括能源和房租）边际贡献有所回落，显示核心通胀有进一步回落的特点。值得注意的是，美国房租贡献在核心服务（不包括能源）贡献中仍高，边际回落趋势需进一步观察。

图表2：美国2月CPI和主要分项贡献（%）



资料来源：U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

从CPI同比增速分项结构来看，2月末季调CPI同比增速回升主要是能源分项贡献边际增大所致，而核心商品（不包括食品和能源）、核心服务（不包括能源）贡献均边际回落，特别是粘性较强的核心服务（不包括能源）边际回落更为明显。2月能源分项同比增长-1.9%，较前值回升2.7pct，对2月CPI同比增速贡献为-0.13pct，较1月贡献提升0.18pct。而食品、核心商品（不包括食品和能源）、核心服务同比增速为2.2%、-0.3%、5.2%，较前值变动分别为-0.4pct、-0.1pct、-0.2pct，对CPI同比增速的贡献分别为0.3pct、-0.06pct和3.17pct，较1月贡献分别下降0.05pct、0pct和0.13pct。

从CPI环比增速分项来看，亦呈现上述结构性特点。2月CPI环比升0.4%，较前值回升0.1pct，主要是来自能源和核心商品（不包括食品和能源）贡献，而食品和核心服务（不包括能源）贡献仍呈边际回落态势，并且降幅高于核心商品

（不包括食品和能源）的正向贡献。2 月能源分项环比增长 2.3%，较前值回升 3.2pct，对 CPI 环比增长贡献 0.15pct，由负转正，较 1 月贡献回升 0.21pct；半粘性的核心商品（不包括食品和能源）环比增长 0.1%，较前值涨 0.4pct，对 2 月 CPI 环比增长贡献 0.02pct，亦由负转正，较 1 月贡献回升 0.08pct。但食品分项、核心服务（不包括能源）分项环比增速分别为 0、0.5%，较前值变动分别为 -0.4pct 和 -0.2pct，对 2 月 CPI 环比增速贡献分别为 0、0.3%，较 1 月贡献下降 0.05pct 和 0.12pct。

图表3：美国 2 月 CPI 同比增速及分项贡献（%）

	未季调 CPI 同比增速及分项贡献			
	202402	202401	202312	202402-202401
CPI	3.2	3.1	3.4	0.1
食品	0.30	0.35	0.37	-0.05
能源	-0.13	-0.31	-0.13	0.18
能源商品	-0.15	-0.24	-0.09	0.09
能源服务	0.02	-0.06	-0.03	0.07
核心 CPI（不包括食品和能源）	3.03	3.11	3.11	-0.08
核心商品（不包括食品和能源）	-0.06	-0.06	0.02	0.00
服装	0.00	0.00	0.03	0.00
新车	0.01	0.03	0.04	-0.01
二手车	-0.03	-0.06	-0.02	0.03
家具	-0.08	-0.05	-0.03	-0.03
药品	0.04	0.04	0.07	0.00
娱乐商品	-0.03	-0.01	-0.03	-0.01
核心服务（不包括能源）	3.17	3.30	3.23	-0.13
住房	1.63	1.67	1.74	-0.04
房租	0.44	0.47	0.49	-0.02
等价租金	1.61	1.67	1.70	-0.06
医疗保健	0.09	0.07	0.03	0.02
交通运输	0.17	0.10	0.18	0.07
娱乐服务	0.07	0.09	0.09	-0.02
教育通讯	0.02	0.00	-0.01	0.02
其他服务	0.07	0.09	0.08	-0.02

资料来源：U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

图表4：美国 2 月 CPI 环比增速及分项贡献（%）

	季调 CPI 环比增速及分项贡献			
	202402	202401	202312	202402-202401
CPI	0.40	0.30	0.20	0.1
食品	0.00	0.05	0.03	-0.05
能源	0.15	-0.06	-0.01	0.21
能源商品	0.12	-0.11	-0.02	0.24
能源服务	0.03	0.04	0.01	-0.02
核心 CPI（不包括食品和能源）	0.32	0.32	0.24	0.00
核心商品（不包括食品和能源）	0.02	-0.06	-0.02	0.08
服装	0.02	-0.02	0.00	0.03
新车	0.00	0.00	0.01	0.00
二手车	0.01	-0.07	0.01	0.08
家具	-0.01	0.00	-0.01	-0.01
药品	0.00	0.01	0.00	-0.01
娱乐商品	0.00	0.02	-0.01	-0.02
核心服务（不包括能源）	0.30	0.43	0.24	-0.12
住房	0.14	0.22	0.11	-0.07
房租	0.04	0.03	0.03	0.01
等价租金	0.11	0.16	0.11	-0.05
医疗保健	0.00	0.03	0.03	-0.03
交通运输	0.09	-0.04	0.01	0.13
娱乐服务	0.01	0.02	0.01	-0.01
教育通讯	0.02	0.02	0.01	0.00
其他服务	0.00	0.01	0.00	-0.01

资料来源：U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Wind, 中邮证券研究所

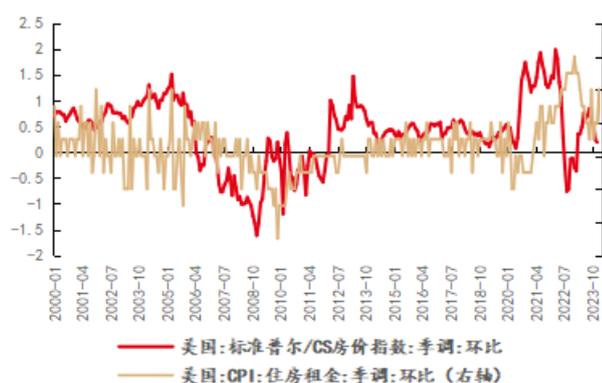
2 月房租分项和二手车分项贡献环比有较为明显回升，但短期或难以成为推升核心商品（不包括食品和能源）和核心服务（不包括能源）价格明显回升的因素，但趋势性特征有待进一步观察。

一是房租环比增速阶段性高点或将显现，或不会成为推升核心服务价格明显上涨的因素，但边际回落趋势有待进一步观察。住房分项权重较高，房租变动更易引起市场关注。2 月房租分项环比增长 0.5%，较前值升 0.1pct，对 2 月 CPI 环比增速贡献 0.04pct，较 1 月贡献回落 0.01pct，但较 2023 年 12 月回升 0.01pct；权重更高的等价租金环比贡献 0.11pct，较 1 月回落 0.05pct，但持平 12 月贡献水平。根据历史经验，美国房价下跌回升过程中，美国房价环比增速高点领先美国租金环比增速平均 9 个月左右。2023 年 8 月 31 日美国房价环比增速创阶段性

高点，之后逐步回落，指向美国房租高点预计在 2024 年 5 月出现，同时考虑房租增长处于后期阶段，或不会成为推升核心服务价格明显走高的因素，但边际回落趋势有待进一步观察。

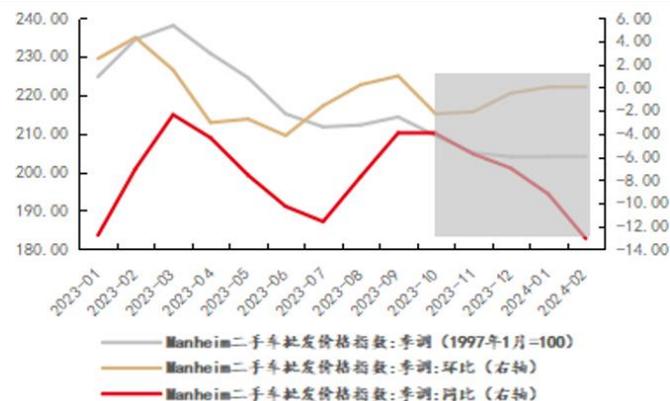
二是二手车批发价格持续回落，环比未呈现明显回升态势，短期未显示明显推升核心商品（不包括食品和能源）走高的信号。2 月二手车价格环比升 0.5%，由负转正，较 1 月环比上涨 3.9pct，但低于 2023 年 12 月环比增速水平。二手车对 2 月 CPI 环比增速贡献为 0.01%，较 1 月贡献回升 0.08pct，持平 2023 年 12 月水平。从美国二手车批发价格指数来看，二手车批发价格指数同比增速处于持续回落趋势，环比增速小幅波动，未呈现明显回升趋势。短期来看，亦不会成为推升核心商品（不包括能源和服务）价格明显回升的因素。

图表5：美国房价与住房租金环比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：美国二手车批发价格（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 月美联储更为关注的核心 PCE 价格指数有望呈现边际回落态势，但尚不能给出美联储降息与否的明显指示信号。美联储更为关注的是剔除食品和能源后的核心通胀水平。若剔除食品和能源分项贡献来看，2 月核心商品（不包括食品和能源）和核心服务（不包括能源）对 CPI 同比增速的贡献均呈现边际回落，对 CPI 环比增速虽有分化，但核心服务（不包括能源）贡献边际回落幅度大于核心商品（不包括食品和能源）贡献边际回升幅度，整体仍是边际回落。同时，在核心 PCE 计算中，住房分项比重有所下调，医疗服务分项权重有所提高，因此 2 月核心 PCE 价格指数有望边际回落。鉴于美联储货币政策制定存在高度数据依赖，美国 2 月通胀尚不能给出美联储降息与否的明确指示，市场对美联储降息预期未发生显著变化。数据发布后，据 CME “美联储观察”，美联储 3 月维持利率在 5.25%-5.5%

区间不变的概率为 99%，降息 25 个基点的概率为 1%。到 5 月维持利率不变的概率为 87.9%，累计降息 25 个基点的概率为 12%，累计降息 50 个基点的概率为 0.1%。6 月降息概率为 63%。

短期来看，更需要谨慎对待日本央行收紧货币政策，警惕各类资产价格的调整。日本已经上修了 4 季度 GDP 数据，第四季度 GDP 实际环比增长 0.1%，按年率计算增幅为 0.4%，此前分别为负 0.1%和负 0.4%。本周将公布日本的“春斗”结果，如果薪资增长超预期，日本央行可能收紧货币政策，这是一个从零到一的过程，意味着全球阶段性融资成本较低的时段结束，应警惕各类资产价格的调整。

风险提示

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。