

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

美国再通胀：房租滞后效应可能让通胀持续更久

2025年2月13日

- 1月美国通胀超市场预期，美国再通胀或让其高政策利率维持更久时间。
- **第一，能源和核心商品影响下，CPI重回“3时代”。**市场预期美国整体CPI基本持平，核心CPI回落，但实际1月美国通胀数据显示，核心CPI和整体CPI均有反弹，且明显高于市场预期。拆分来看，核心服务通胀还处在回落进程中，核心通胀的反弹主要是受核心商品的价格推动。整体来看，**本次整体通胀超预期上涨主要是受能源和商品价格的影响**，核心商品变化主要是二手车价格变化带来。
- **第二，美国房租滞后效应对再通胀的影响尚未显现。**根据房价通常领先租金价格约18个月的表现推演，今年年初或是美国房价反弹对租金通胀滞后效应开始体现的阶段。但从1月份的表现来看，房租CPI继续回落，整体核心服务项也没有反弹，房租的滞后效应并未在1月通胀中体现，说明房租滞后效应对通胀的潜在影响仍未完全体现，**后续房租滞后效应很可能成为核心通胀取得重大进展的阻碍。**
- **总体看，再通胀或让美国高利率维持更久。**由于年初美国通胀常受到调整的影响，这次的超预期通胀很难确定是否是再通胀的拐点，但是通胀存在尚未显现的反弹因素，表明这一潜在反弹因素或仍成为核心通胀顺利回落的阻塞，强化美联储longer的利率路径。首先，眼下可能是通胀升级最敏感的时候，通胀出现反弹有可能被市场放大或过度解读。其次，当前核心商品通胀即将摆脱通缩区间，新关税可能给核心商品“火上浇油”。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期，就业市场超预期走弱等。

目 录

一、CPI 重回“3 时代”	3
二、通胀存在尚未显现的反弹因子	5
三、再通胀强化利率的“longer”路径	7
风险因素	8

图 目 录

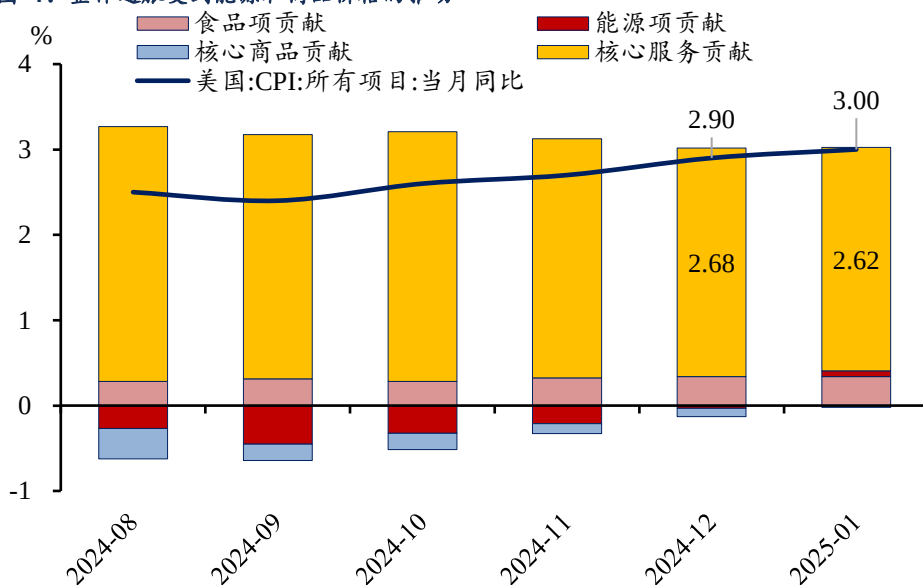
图 1：整体通胀受到能源和商品价格的推动	3
图 2：1 月核心 CPI 反弹	3
图 3：引发 CPI 反弹的主要是能源和运输这两类	4
图 4：核心商品变化主要是二手车价格变化带来	4
图 5：核心通胀和房屋租金尚未反弹	5
图 6：房租的滞后效应并未在 1 月通胀中体现	5
图 7：美国汽车库销比回落	6
图 8：通胀公布后，降息时点推迟	7

一、CPI 重回“3 时代”

CPI 超预期上涨，重回“3 时代”。市场预期美国整体 CPI 基本持平，核心 CPI 回落，但实际 1 月美国通胀数据显示，核心 CPI 同比 3.3%，整体 CPI 同比 3.0%，二者均有反弹，且明显高于市场预期。拆分来看，核心服务通胀还处在回落进程中，核心通胀的反弹主要是受核心商品的价格推动。

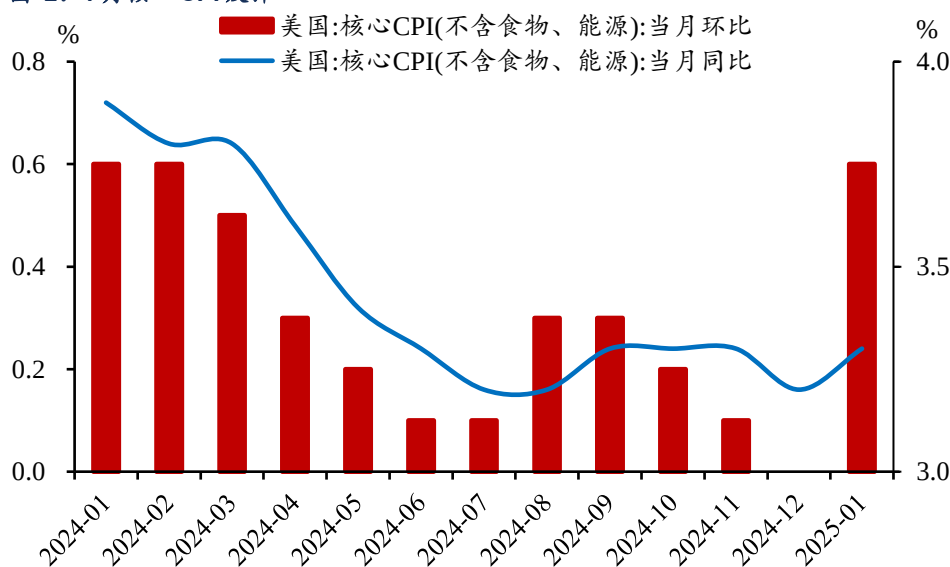
整体来看，本次整体通胀超预期上涨主要是受能源和商品价格反弹的影响。

图 1：整体通胀受到能源和商品价格的推动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

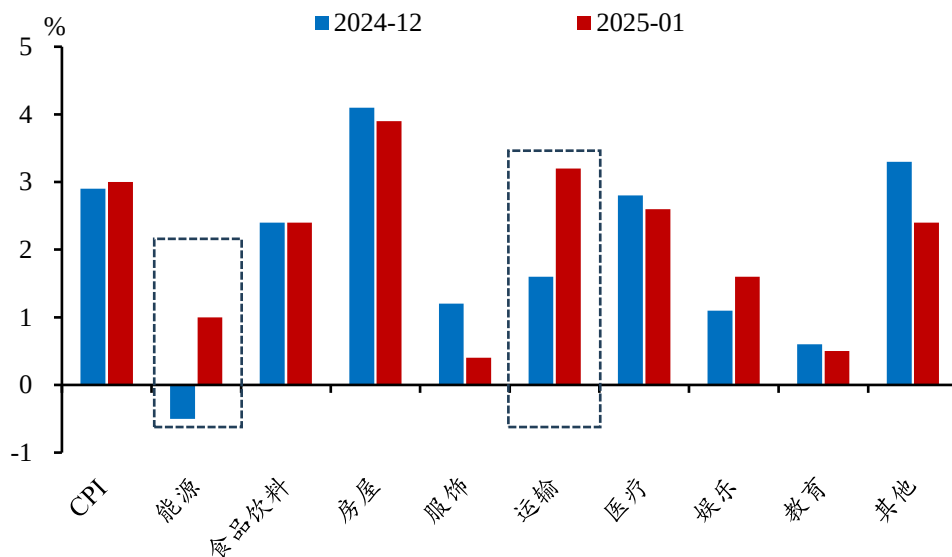
图 2：1 月核心 CPI 反弹



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 同比为右轴

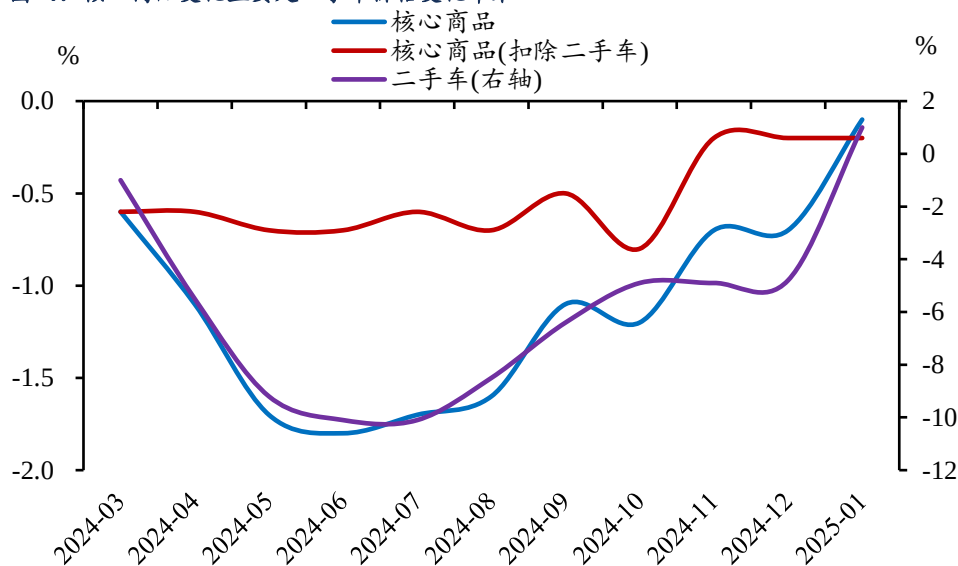
通胀反弹的主因：能源&二手车。从美国通胀的几大分类来看，引发CPI反弹的主要是能源和运输这两类。其中，1月能源类CPI同比增速由负转正，运输类CPI同比增速抬升一倍。不难看出，核心商品变化主要是二手车价格变化带来。1月二手车通胀同比大幅反弹至1.0%，为2022年10月以来首次转正，也是2022年10月以来高点。根据核心商品和二手车CPI的变化，可以看出二手车是1月核心商品反弹的重要助推。

图 3：引发CPI反弹的主要是能源和运输这两类



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：核心商品变化主要是二手车价格变化带来



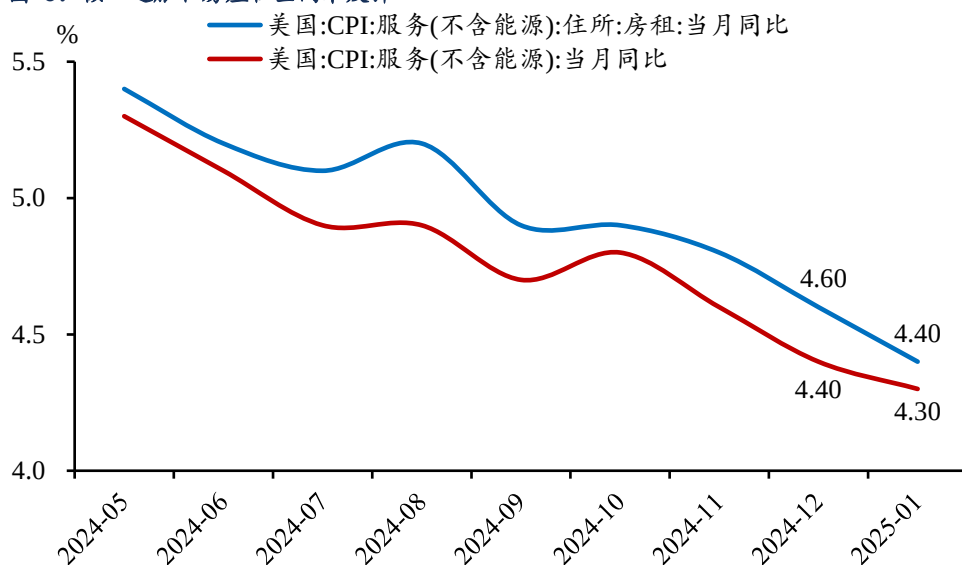
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、通胀存在尚未显现的反弹因子

房租的滞后效应并未在 1 月通胀中体现。根据房价通常领先租金价格约 18 个月的表现推演，今年年初可能是美国房价对房屋租金的滞后效应开始体现的阶段。但从 1 月份的表现来看，房租 CPI 继续回落，整体核心服务也没有反弹，房租的滞后效应并未在 1 月通胀中体现，说明房租滞后效应对通胀的潜在影响仍未完全体现。1 月的超预期反弹也并未计入这一影响。

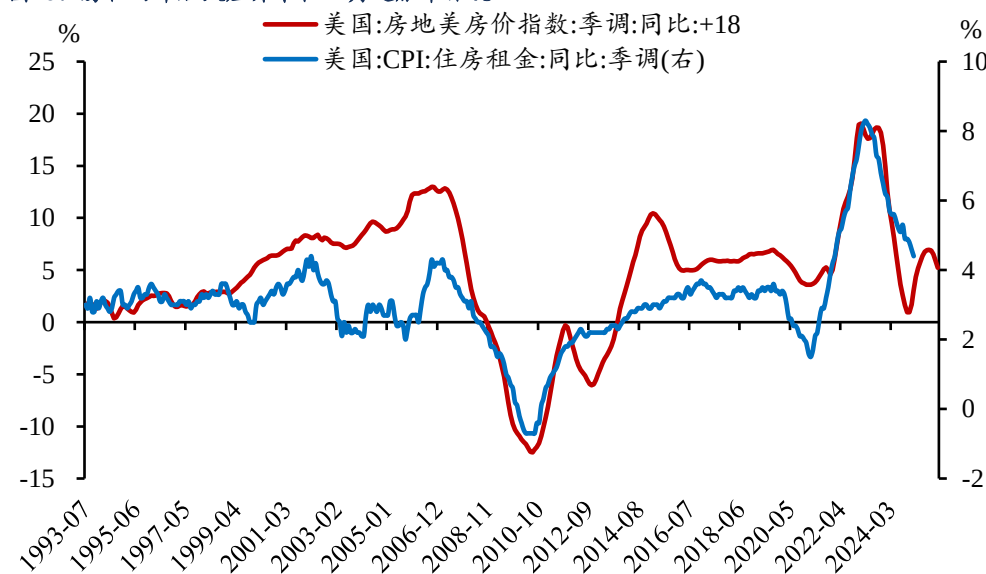
后续房租滞后效应很可能成为核心通胀取得重大进展的阻碍。根据美国房价曾反弹三个季度的时段，这一滞后效应很可能成为通胀实现较快回落的阻碍。我们预计，今年 Q1 美国通胀的中枢或将较去年 Q4 出现抬升。

图 5：核心通胀和房屋租金尚未反弹



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：房租的滞后效应并未在 1 月通胀中体现

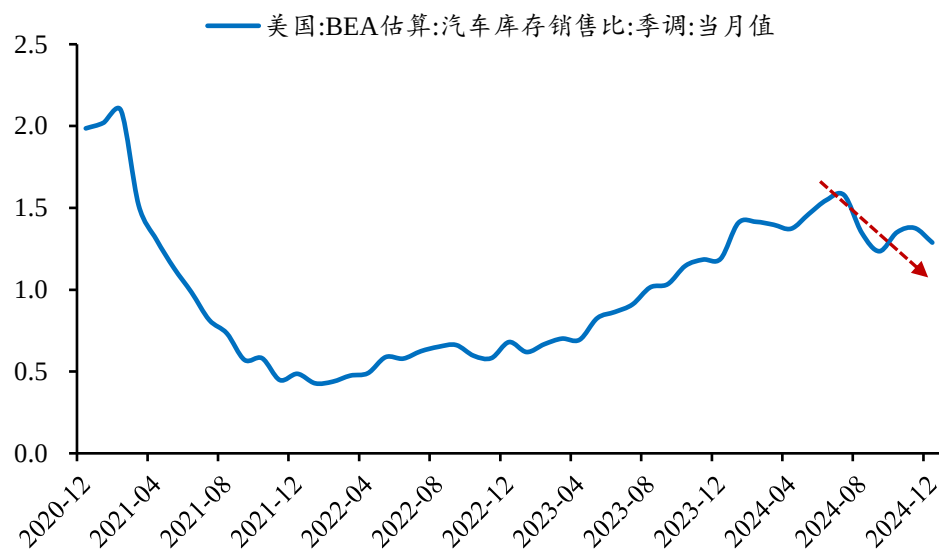


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

除房租滞后效应影响之外，核心商品通胀的反弹也成为大家关注的焦点。

二手车价格的前景可能取决于关税。二手车价格自去年下半年就开始上升，参考美国汽车库销比数据表现来看，这或与美国国内汽车供需不匹配有关系。如果美国总统唐纳德·特朗普对来自北美自由贸易协定伙伴加拿大和墨西哥的进口商品征收关税，这可能会进一步推高二手车价格。

图 7：美国汽车库销比回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、再通胀强化利率的“longer”路径

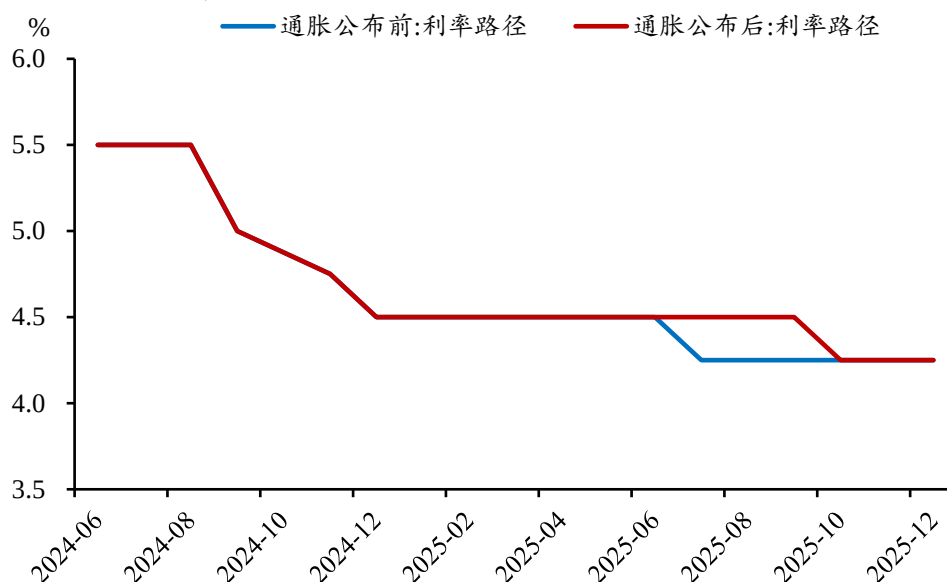
美国这次的超预期通胀虽然很难确定是否是再通胀的拐点，但是通胀存在尚未显现的反弹因素，表明这一潜在反弹因素或仍成为核心通胀顺利回落的阻塞，强化 longer 的利率路径。

首先，眼下可能是通胀升级最敏感的时候。尽管这次房屋租金滞后效应给通胀带来的整体反弹高度或不高，反应完近一轮房价的反弹后，或也会再次随着房价的回落而回落。然而，在对通胀敏感的时期，对再通胀的反应或会被放大。

其次，当前核心商品通胀即将摆脱通缩区间，新关税可能给核心商品“火上浇油”。1 月核心商品 CPI 同比为-0.1%，为 2024 年 1 月以来的最高表现，即将摆脱通缩区间。目前，特朗普宣布了对加拿大、墨西哥和中国进口商品加征关税，随着特朗普关税的层层加码，对通胀再度“爆炸”的担忧也此起彼伏。根据 S&P Global 的估计，新关税预计会使得通胀上涨 0.5-0.7 个百分点。

在 1 月就业数据公布后，降息时点已发生推迟，1 月通胀数据超预期反弹后，美联储今年的降息节点继续推迟。自从去年年底降息以来，再通胀推迟降息，距离下一次降息的时间显得更加 longer。

图 8：通胀公布后，降息时点推迟



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，就业市场超预期走弱等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。