

2023年04月13日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

美国CPI弱于预期，核心通胀依然坚挺

——海外观察：2023年3月美国CPI

投资要点

- **事件：**3月美国CPI同比上涨5.0%，前值6.0%，预期5.2%；环比上涨0.1%，前值0.4%，预期0.2%。核心CPI同比上涨5.6%，前值5.5%，预期5.6%；环比上涨0.4%，前值0.5%，预期0.4%。
- **核心观点：**美国3月CPI弱于预期，但核心通胀依然坚挺。预计美联储在5月加息25bps后，仍将把利率维持在高位，观望核心通胀走势。尽管未来几个月通胀粘性仍高，但下半年美国通胀可能加速降温。
- **美国通胀加速降温，但核心通胀仍坚挺。**3月美国CPI同比增速下降至5%，为2021年5月以来最低，低于市场预期。除能源、食品以外的核心CPI的同比增速达5.6%，自2021年1月以来，首次超过CPI增速，主要因为受到住房价格的支撑。总体来看，3月美国CPI增幅弱于市场预期，但核心通胀坚挺，将支撑美联储在5月继续加息。
- **能源价格下跌，未来持续性有待验证。**3月美国CPI增速下滑的主因是能源价格较上月下跌了3.5%。由于3月美国气候较为温和、WTI原油价格中枢较2月明显下移、天然气公司受到政府补贴优惠等原因，汽油、燃油、天然气价格都有下滑。能源价格的下行趋势未必能在未来几个月中继续。4月油价在OPEC+宣布减产回升至80美元每桶以上，将成为4月CPI上行的推动力。展望更远的未来，随着全球经济增速继续放缓，推动原油需求下跌，我们认为原油价格将会逐渐向中枢回归。
- **住房价格为核心CPI的主要贡献项，但已有边际放缓趋势。**3月住房价格延续上涨态势，季调后的环比增幅达0.6%，虽然较前值0.8%已经有所下降，但由于权重较高，依然是本月核心CPI涨幅的贡献项。从分项来看，其中占比最高的业主等价租金和主要住所租金的环比增速均为0.5%，较上月分别收缩0.2pct和0.3pct，或许意味着住房价格正在筑顶。美联储于2021年大幅加息后，尽管美国房屋价格和新约价格已经大跌，但由于受到强劲劳动力市场的支撑，地产市场的不景气迟迟未能反映到CPI分项下的住房价格中。3月非农数据 displays，美国就业市场的供需缺口正在加速修复，将进一步推动租房市场需求下跌，二季度起，预计住房价格将拉动美国CPI加速下滑。
- **核心商品价格反弹，服务价格仍有粘性。**3月核心商品价格环比上涨0.2%，较前几个月有所回升。其中，二手车价格下跌了0.9%，跌幅较上月收窄。Manheim二手车价格指数显示，过去2个月，美国二手车的批发价格已经有所回升，二手车价格正在逐步回稳，将推动核心商品价格重回温和上行通道。3月，除住房以外的核心服务价格依然展现出较强粘性，同比增幅高达5.7%。3月就业数据显示，服务业时薪的增速较上月未有下滑，在劳动力市场进一步放松之前，工资增长仍将推动服务价格维持粘性。
- **金融市场增加对于未来降息幅度的计价。**由于CPI数据弱于预期，市场对于5月加息幅度和利率终点的预期不变，但下调了对于未来政策利率的长端预期，目前计价的2024年1月的利率为4.2%左右，较数据公布前多计价了约25bps的降息幅度。风险资产价格总体上升。
- **预计美联储仍将保持高利率，观望核心通胀下行态势。**尽管整体CPI读数弱于预期，但核心CPI的粘性显示通胀仍有反弹风险，美联储的去通胀进程仍未完成。4月，由于国际油价的回升和核心服务价格的粘性，美国通胀增速可能仍高。但随着劳动力市场回归供需平衡，下半年美国通胀可能会加速降温。
- **风险提示：**全球金融市场流动性风险可能进一步发酵；导致美国通胀再次大幅上升的风险。

正文目录






















1. 美国通胀加速降温，但核心通胀仍坚挺	4
2. 核心通胀难以支撑美联储降息	5
3. 核心观点	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1 3 月美国 CPI 增速, %	4
图 2 Manheim 二手车价格指数环比, %	5
图 3 联邦基金利率期货隐利率预期, %, 次	6

事件：3月美国CPI同比上涨5.0%，前值6.0%，预期5.2%；环比上涨0.1%，前值0.4%，预期0.2%。核心CPI同比上涨5.6%，前值5.5%，预期5.6%；环比上涨0.4%，前值0.5%，预期0.4%。

图1 3月美国CPI增速，%

	2022年11月	2022年12月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	趋势	权重
CPI	0.1	-0.1	0.5	0.4	0.1		100.0
1.食品	0.5	0.3	0.5	0.4	0.0		13.5
1.1家庭食品	0.5	0.2	0.4	0.3	-0.3		8.7
1.2非家用食品	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6		4.8
2.能源	-1.6	-4.5	2.0	-0.6	-3.5		6.9
2.1能源类商品	-2.0	-9.4	1.9	0.5	-4.6		3.5
2.1.1汽油（所有种类）	-2.0	-9.4	2.4	1.0	-4.6		0.2
2.1.2燃油	1.7	-16.6	-1.2	-7.9	-4.0		3.3
2.2能源服务	-1.1	1.5	2.1	-1.7	-2.3		3.4
2.2.1电力	-0.2	1.0	0.5	0.5	-0.7		2.5
2.2.2管道燃气服务	-3.5	3.0	6.7	-8.0	-7.1		0.9
核心CPI	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4		79.5
1.商品不包含能源和食品	-0.5	-0.3	0.1	0.0	0.2		21.4
1.1新车	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.4		4.3
1.2二手汽车和卡车	-2.9	-2.5	-1.9	-2.8	-0.9		2.7
1.3服装	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3		2.5
1.4医疗类商品	0.2	0.1	1.1	0.1	0.6		1.5
2.服务不包含能源服务	0.4	0.5	0.5	0.6	0.4		58.2
2.1住房	0.6	0.8	0.7	0.8	0.6		34.4
2.2运输服务	-0.1	0.2	0.9	1.1	1.4		5.8
2.3医疗服务	-0.7	0.1	-0.7	-0.7	-0.5		6.7

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

1. 美国通胀加速降温，但核心通胀仍坚挺

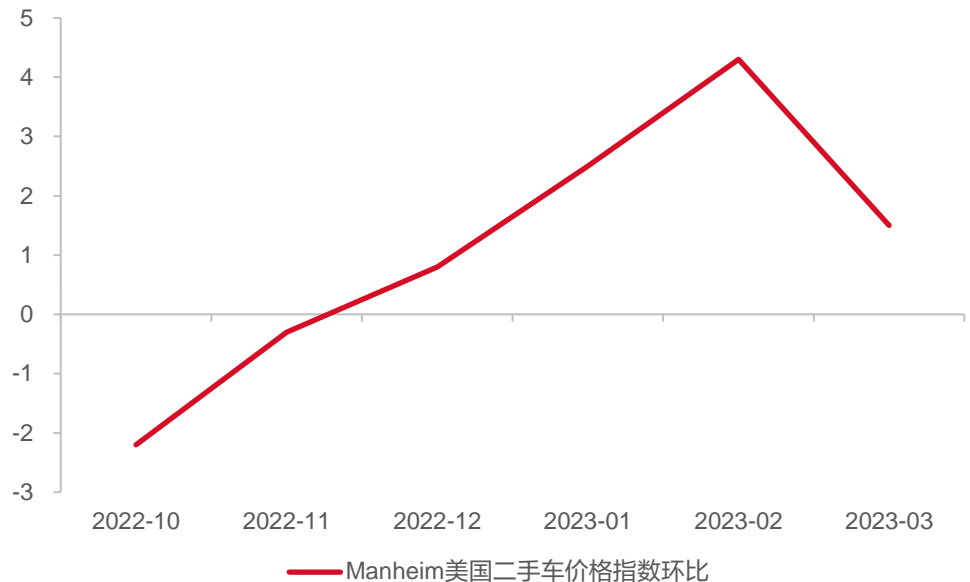
3月美国CPI同比增速下降至5%，为2021年5月以来最低，低于市场预期。除能源、食品以外的核心CPI的同比增速达5.6%，自2021年1月以来，首次超过CPI增速，主要因为受到住房价格的支撑。总体来看，3月美国CPI增幅弱于市场预期，但核心通胀坚挺，将支撑美联储在5月继续加息。

能源价格下跌，未来持续性有待验证。3月美国CPI增速下滑的主因是能源价格较上月下跌了3.5%。由于3月美国气候较为温和、WTI原油价格中枢较2月明显下移、天然气公司受到政府补贴优惠等原因，汽油、燃油、天然气价格都有下滑。能源价格的下行趋势未必能在未来几个月中继续。4月油价在OPEC+宣布减产回后回升至80美元每桶以上，将成为4月CPI上行的推动力。展望更远的未来，随着全球经济增速继续放缓，推动原油需求下跌，我们认为原油价格将会逐渐向中枢回归。

住房价格为核心CPI的主要贡献项，但已有边际放缓趋势。3月住房价格延续上涨态势，季调后的环比增幅达0.6%，虽然较前值0.8%已经有所下降，但由于权重较高，依然是本月核心CPI涨幅的贡献项。从分项来看，其中占比最高的业主等价租金和主要住所租金的环比增速均为0.5%，较上月分别收缩0.2pct和0.3pct，或许意味着住房价格正在筑顶。美联储于2021年大幅加息后，尽管美国房屋价格和新纽约价格已经大跌，但由于受到强劲劳动力市场的支撑，地产市场的不景气迟迟未能反映到CPI分项下的住房价格中。3月非农数据显示，美国就业市场的供需缺口正在加速修复，将进一步推动租房市场需求下跌，二季度起，预计住房价格将拉动美国CPI加速下滑。

核心商品价格反弹，服务价格仍有粘性。3月核心商品价格环比上涨0.2%，较前几个月有所回升。其中，二手车价格下跌了0.9%，跌幅较上月收窄。Manheim二手车价格指数显示，过去2个月，美国二手车的批发价格已经有所回升，二手车价格正在逐步回稳，将推动核心商品价格重回温和上行通道。3月，除住房以外的核心服务价格依然展现出较强粘性，同比增幅高达5.7%。3月就业数据显示，服务业时薪的增速较上月未有下滑，在劳动力市场进一步放松之前，工资增长仍将推动服务价格维持粘性。

图2 Manheim 二手车价格指数环比，%



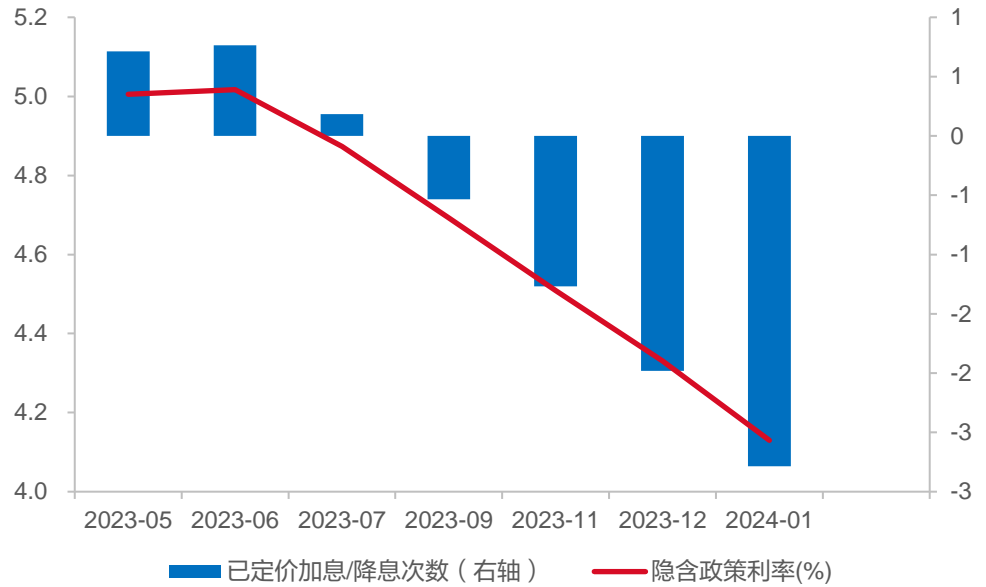
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2.核心通胀难以支撑美联储降息

金融市场增加对于未来降息幅度的计价。由于CPI数据弱于预期，市场对于5月加息幅度和利率终点的预期不变，但下调了对于未来政策利率的长端预期，目前计价的2024年1月的利率为4.2%左右，较数据公布前多计价了约25bps的降息幅度。风险资产价格总体上升。

预计美联储仍将保持高利率，观望核心通胀下行态势。尽管整体CPI读数弱于预期，但核心CPI的粘性显示通胀仍有反弹风险，美联储的去通胀进程仍未完成。4月，由于国际油价的回升和核心服务价格的粘性，美国通胀增速可能仍高。但随着劳动力市场回归供需平衡，下半年美国通胀将会加速降温。

图3 联邦基金利率期货隐含利率预期，%，次



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

3.核心观点

美国 3 月 CPI 弱于预期，但核心通胀依然坚挺。预计美联储在 5 月加息 25bps 后，仍将把利率维持在高位，观望核心通胀走势。尽管未来几个月通胀粘性仍高，但下半年美国通胀可能加速降温。

4.风险提示

全球金融市场流动性风险可能进一步发酵，使美联储放松政策。

地缘局势变化导致能源价格上涨，导致美国通胀再次大幅上升的风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089