

CPI 和核心 CPI 缺口可能继续扩大

——美国3月通胀数据传递的信息

核心观点

本月核心 CPI 同比增速相较前值反弹并反超 CPI，在短期住房分项仍有较强粘性、上半年就业市场仍将保持紧张工资增速难有明显回落的背景下，预计上半年美国核心 CPI 和 CPI 的缺口将进一步扩大。

综合考虑通胀、就业以及金融稳定三项目标，我们认为金融稳定压力下美联储总量紧缩已至尾声，年内降息概率仍然较大；后半程重点关注银行信贷收缩。

□ CPI 回落至政策利率区间但核心 CPI 反弹且反超 CPI，预计上半年缺口再扩大

3月美国 CPI 同比增速 5.0% 正式回落至联邦基金目标利率区间；环比增速 0.1%，相较前值 0.4% 大幅回落，整体通胀压力明显缓解且低于市场预期。本月通胀压力缓解仍然归功于能源贡献，能源分项本月环比增速 -3.5% 是年内最大跌幅。

本月核心 CPI 同比增速 5.6%，相较前值 5.5% 小幅反弹，结束了 2022 年 10 月以来连续回落的趋势，同比增速也超过整体 CPI；环比增速 0.4%，相较前值小幅回落但依然具有较强粘性。整体通胀形势完全兑现我们在《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”。

展望未来，我们认为短期住房分项仍有较强粘性，上半年就业市场仍将保持紧张工资增速难有明显回落的背景下，继本月核心 CPI 同比增速反弹后，4月核心 CPI 难有明显回落，和 CPI 的缺口可能进一步扩大。

□ 核心商品分项反弹压力有限，住房分项短期可能继续保持粘性

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 0.2%，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。制造业需求方面，3月美国制造业 PMI 46.3，相较前值 47.7 继续大幅回落，也是 2022 年 11 月以来连续 5 个月位于荣枯线以下。供应链方面，3月全球供应链压力指数继续位于 0 以下，对应供应链基本回归至疫前水平。二手车方面，2022 年 12 月以来，Manheim 二手车价格指数已连续四个月反弹，但考虑到 Manheim 价格指数仍然远高于疫前水平以及近期美国车贷违约率有明显的抬头趋势，预计未来仍将延续回落态势。

住房分项方面，本月环比增速 0.6%，相较前值小幅回落但压力仍大，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，预计下半年岗位空缺回归常态后才会有明显降温

住房以外的核心服务方面，我们测算本月增速位于 0.1%-0.2% 区间，相较前值有所回落，我们预计该分项在上半年仍将保持韧性。我们此前曾于《美国经济是软着陆还是不着陆》中前瞻性指出：伴随联储紧缩和招工需求回落，预计 2023 年 Q2 后岗位空缺数可能逐步逼近疫前水平，经济衰退压力将更加直接的反映在就业市场，美国就业数据的恶化可能开始加速，失业率上行的斜率可能逐步陡峭化。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。结合通胀和就业数据看，这一结论正在持续兑现。

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

□ 金融稳定压力下美联储总量紧缩已至尾声，后半程重点关注银行信贷收缩

综合考虑物价、就业以及金融稳定三项目标，我们认为金融稳定仍是当下最需关注的决策因素。我们曾于前期报告《联储关注物价稳定，市场聚焦金融风险》中指出：联储现有的结构性宽松工具可以有效对已暴露的风险进行控制，但总量层面继续加息缩表的背景下其他结构性风险可能继续出现。

各类潜在的结构性风险包括美国商业地产风险、欧洲金融稳定风险对美国的反向传导等（详细请参考前期报告《就业韧性仍存，但总量紧缩已至尾声》）。我们认为在金融稳定的压力下美联储总量紧缩（尤其是加息）已至尾声，后半程应重点关注风险偏好下行后银行信贷紧缩对联储紧缩的“替代”作用。

□ 金融稳定风险下，持续看好黄金年内配置价值

美债方面，短期金融稳定和物价稳定的两难依然会使得政策预期混乱，10年期美债利率可能保持宽幅震荡态势。

美元方面，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。

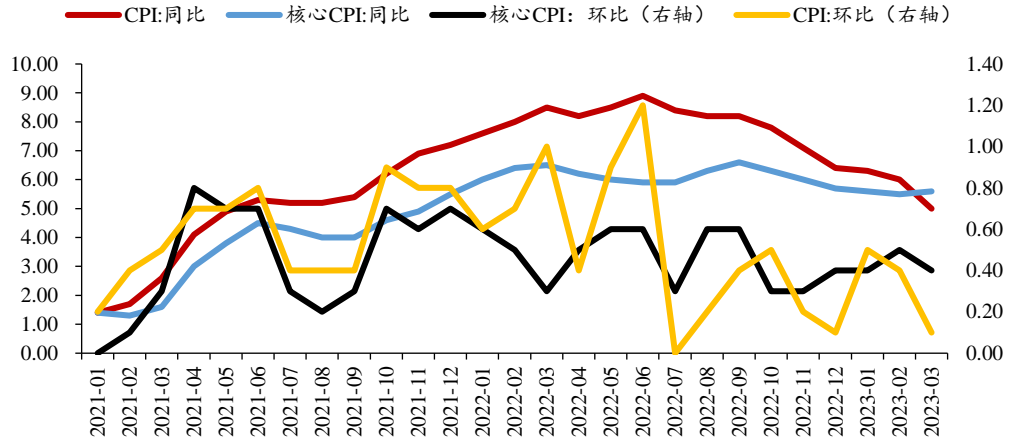
黄金方面，考虑到美国流动性风险未定、欧洲债务以及银行机构同样有潜在风险，避险情绪下我们持续看好年内黄金表现。

□ 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

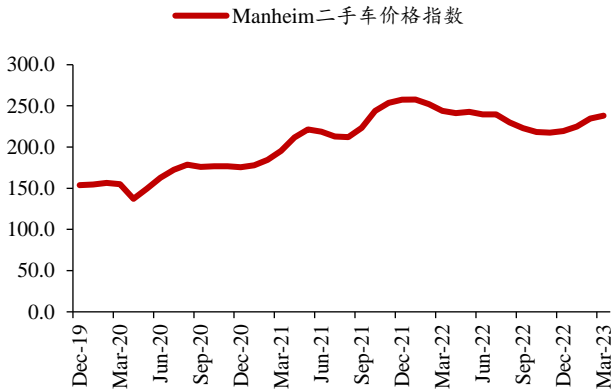
1.重要图表

图1: 美国通胀走势图 (%)



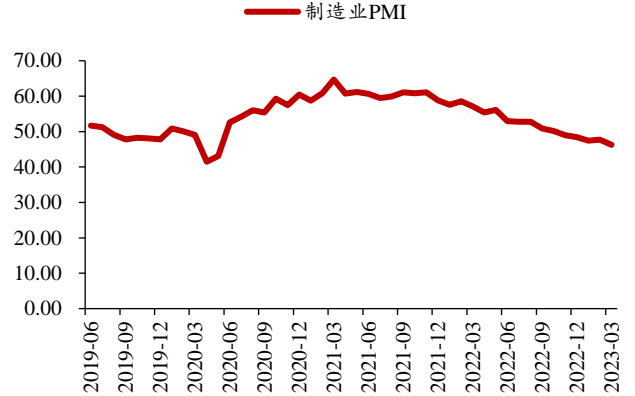
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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: 3月美国 ISM 制造业 PMI 指数大幅回落



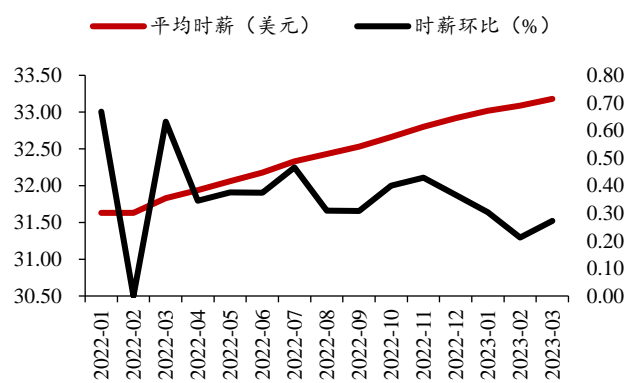
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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: 美国本月时薪环比增速仍有韧性 (%)，环比右轴



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>