

# 通胀超预期下行，4月能源、服务业价格或为扰动项

——3月美国CPI数据点评

## 相关研究：

- 1.《加息速度降至50BP，劳动力短缺仍是主要问题》 2022.12.23
- 2.《CPI增速回落，主要贡献项住房或明年1季度下行》 2022.12.26
- 3.《CPI继续回落符合预期，预计2月加息25BP》 2023.01.13
- 4.《商品通胀出现反弹，1月通胀下行遇阻》 2023.02.15
- 5.《通胀数据符合预期，银行风险或影响加息节奏》 2023.03.16

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

## 核心要点：

### □ 事件

美国劳工部公布3月CPI数据，未季调CPI同比5%，升幅创近两年低位，预期5.2%，前值6%；季调后CPI环比0.1%，预期0.2%，前值0.4%；未季调核心CPI同比5.6%，预期5.6%，前值5.5%；核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.5%。当日美股三大指数先涨后跌，道指下跌0.11%、纳指下跌0.85%、标普500下跌0.41%。

### □ CPI同比涨幅低于预期，主因能源项大幅回落

食品项同比上涨8.5%，环比与前期持平。其中鸡蛋价格下跌11%，鸡蛋价格出现1987年以来最大跌幅，禽流感导致的鸡蛋荒出现缓解。能源项同比下跌6.4%，能源类产品价格全面下跌。原因一是紧缩政策抑制了需求；二是因瑞信问题引发避险抛售、供应过剩和气温变暖。银行流动性事件风险已暂时消退，能源价格重新上涨。原油期货价格出现反弹，并且超过前高。4月2日OPEC+国家宣布达成减产协议，提振了油价，预计4月能源项环比将回升。

### □ 核心CPI韧性强，先行指标已传导至住房、二手车

核心CPI中运输服务、住房项是主要贡献项，医疗服务、二手车和卡车为主要拖累项。二手车和卡车项环比-0.9%，同比-11.2%，环比小幅收窄。核心商品中二手车价格和卡车价格跌幅收窄。表明领先指标连续三个月反弹也已传导至CPI。住房项环比上升0.6%。领先指标环比两个月正增长，同比降至2.6%，自21年12月以来持续下跌。预期二季度至下半年住房项出现价格下降。运输服务环比涨幅上升、医疗服务环比跌幅收窄。劳动力市场偏紧，平均时薪增速环比上升，限制了服务业成本下行。能源、二手车和卡车、服务项的通胀韧性仍存，再加上今年月的同比基数比3月低，可能给通胀进一步下行造成压力。

### □ 银行业危机暂时平息，美联储还有最后一次加息

美国银行业危机暂时得到平息。中小型银行负债端存款快速流出的状况得到缓解并回升。资产端中小银行的准备金减少了100亿，美债和贷款持仓变化不大。贴现窗口、BTFP、和对FDIC的借款总量维持在3000亿，没有继续增加。资产负债表规模也重新回到了缩表的轨道。我们认为年内降息可能不会过快，劳动力市场偏紧尚未缓解，高利率需要维持一段时间。

### □ 风险提示

海外国家经济走弱；地缘冲突进一步升级；加息导致流动性风险蔓延。

## 1 CPI 同比涨幅低于预期，主因能源项大幅回落

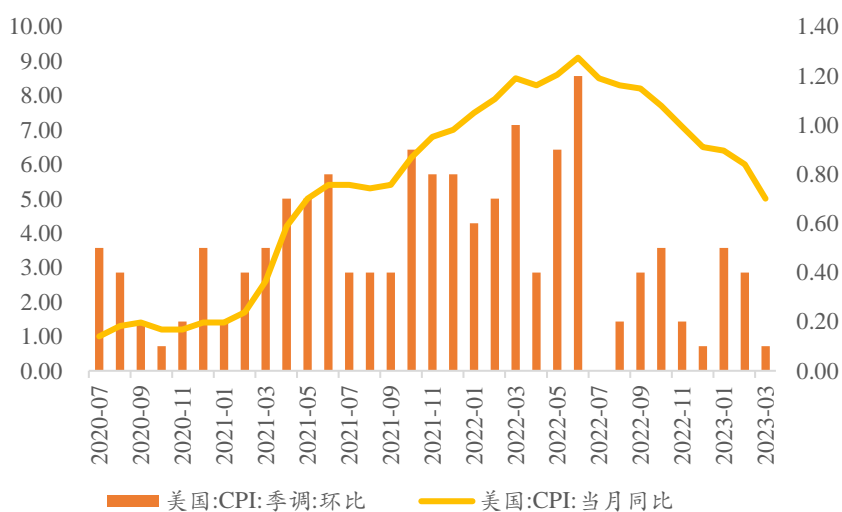
3 月 CPI 同比增长 5.0%，前值 6.0%，预期 5.2%，涨幅为两年来新低。核心 CPI 同比 5.6%，前值 5.5%，环比上涨 0.4%，前值 0.5%，符合预期。3 月通胀大幅回落主要与能源项的价格大跌有关，但核心 CPI 却出现反弹。当日美股三大指数先涨后跌，道指下跌 0.11%、纳指下跌 0.85%、标普 500 下跌 0.41%。

食品项同比上涨 8.5%，环比与前期持平。其中水果和蔬菜环比下跌 1.3%，肉蛋类环比下跌 1.4%。其中鸡蛋价格下跌 11%，鸡蛋价格出现 1987 年以来最大跌幅，禽流感导致的鸡蛋荒出现缓解。

能源项同比下跌 6.4%，能源类产品价格全面下跌，其中汽油、燃油同比分别下跌 17.4%、14.2%，环比下跌 4.6%、4%，燃气服务虽然同比 5.5%，但环比为-7.1%。主要原因一是紧缩政策抑制了需求；二是因瑞信问题引发避险抛售，3 月原油价格大幅下跌。ICE 布油价格由 3 月 6 日的 86.25 下跌至 3 月 17 日的 72.52。

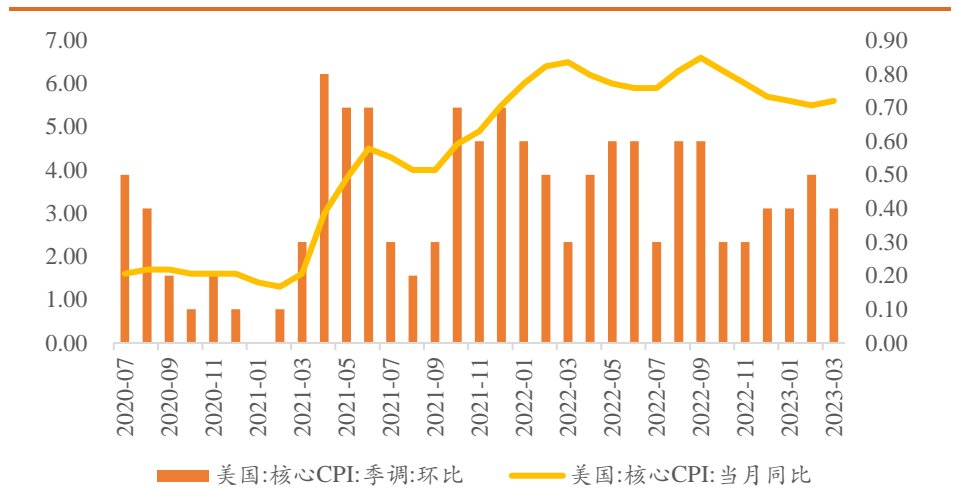
由于供应过剩和气温变暖的原因，NYMEX 天然气价格在 3 月延续了下跌趋势，创 2020 年以来的新低。3 月 17 日后银行流动性事件风险暂时消退，能源价格重新上涨。石油期货价格出现反弹，并且超过前高。4 月 2 日 OPEC+ 国家宣布达成减产协议，将自 5 月开始减产超 100 万桶每日，这一消息提振了油价，预计 4 月能源项环比将回升。

图 1 美国 CPI 同比、环比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图2 美国核心CPI同比、环比(%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图3 美国CPI各分项权重、同比和环比(%)

	占比	环比:季调			同比:非季调
		2023-01	2023-02	2023-03	2023-03
<b>CPI</b>	100	0.5	0.4	0.1	5.0
<b>食品</b>	13.5	0.5	0.4	0.0	8.5
家庭食品	8.7	0.4	0.3	-0.3	8.4
非家庭食品	4.8	0.6	0.6	0.6	8.8
<b>能源</b>	7.0	2.0	-0.6	-3.5	-6.4
能源类商品	3.6	1.9	0.5	-4.6	-17.0
汽油	0.1	2.4	1.0	-4.6	-17.4
燃油	3.4	-1.2	-7.9	-4.0	-14.2
能源服务	3.4	2.1	-1.7	-2.3	9.2
电力	2.6	0.5	0.5	-0.7	10.2
公用(管道)燃气服务	0.8	6.7	-8.0	-7.1	5.5
<b>核心CPI</b>	79.5	0.4	0.5	0.4	5.6
核心商品	21.3	0.1	0.0	0.2	1.5
新交通工具	4.3	0.2	0.2	0.4	6.1
二手车、卡车	2.6	-1.9	-2.8	-0.9	-11.2
服饰	2.6	0.8	0.8	0.3	3.3
医疗护理商品	1.5	1.1	0.1	0.6	3.6
核心服务	58.2	0.5	0.6	0.4	7.1
住房	34.5	0.8	0.7	0.6	8.2
运输服务	5.8	0.9	1.1	1.4	13.9
医疗服务	6.5	-0.7	-0.7	-0.5	1.0

资料来源：美国劳工部、湘财证券研究所

## 2 核心CPI韧性强，先行指标变化传导至住房、二手车

核心CPI环比上升0.4%，前值0.5%。其中核心服务同比7.1%是主要贡献项，核心商品同比1.5%。核心CPI中运输服务、住房项是主要贡献项，医疗服务、二手车和卡车为主要拖累项。二手车和卡车项环比-0.9%，同比-11.2%，环比小幅收窄。

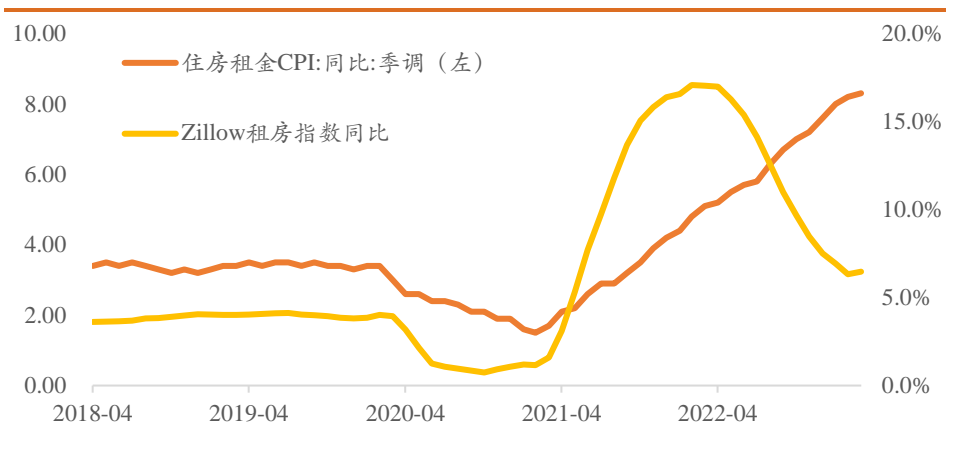
核心商品中二手车价格和卡车价格跌幅收窄。二手车先行指标 Manheim 指数已连续三个月出现反弹。由于先行指标反映的是批发价格，对 CPI 二手车项反映的零售价领先约 2-3 个月。从通胀数据来看也已传导至 CPI。

住房项价格环比上升 0.6%，前值 0.7%。表明先行指标 Zillow 租房指数回落开始传导至 CPI 指标上。CPI 住房项由于统计方式的问题滞后先行指标 12 个月左右。Apartment List 全国房价指数 3 月环比在 5 个月连续下降后第二个月恢复正增长，同比增速降至 2.6%，自 21 年 12 月以来持续下跌。预期二季度至下半年住房项将出现价格下降。

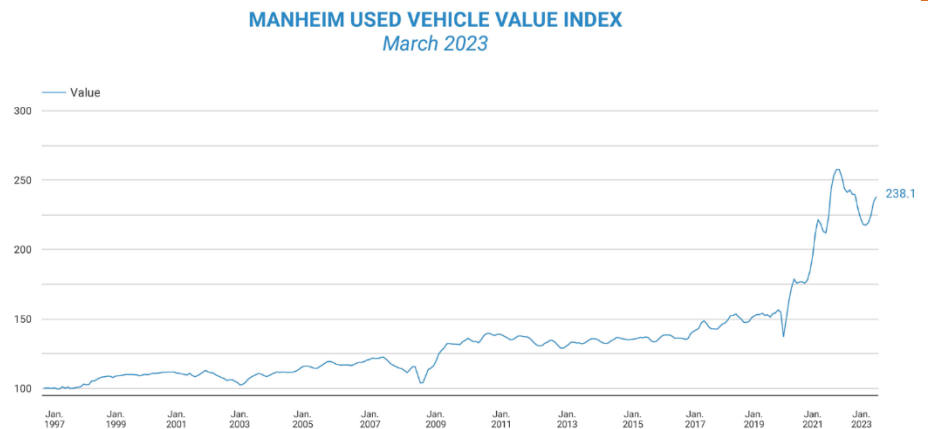
除住房以外的其他核心服务项通胀涨跌分化，但占比较高的运输服务（环比 1.4%）环比涨幅上升、医疗服务（-0.5%）环比跌幅收窄。3 月非农数据显示劳动力市场持续降温，但仍高于美联储合意增速的 10 万人。平均时薪增速环比较前期小幅上升，劳动力价格限制了服务业成本下行。

能源、二手车和卡车、服务项的通胀韧性仍存，再加上今年 4 月的同比基数比 3 月低，可能给通胀进一步下行造成压力。

图 4 领先指标继续回落，CPI 住房项尚未迎来拐点



资料来源：Zillow、Wind、湘财证券研究所

**图 5 二手车领先指标出现回升**


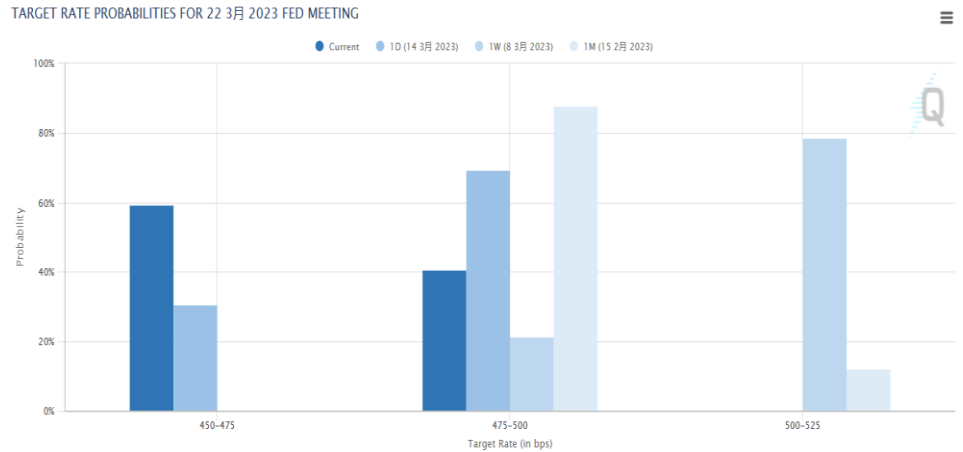
资料来源：Manheim、湘财证券研究所

### 3 银行业危机暂时平息，美联储还有最后一次加息

美国银行业危机暂时得到平息。从美联储 H8 表来看，硅谷银行倒闭导致的恐慌性挤兑在爆发后的第二周，即 3 月 15 日-3 月 22 日就已经得到缓解。中小型银行负债端的存款快速流出的状况得到缓解，季调后存款大约下降了 400 亿元，在 3 月 22 日-3 月 29 日季调后存款回升 10 亿元。大型银行的存款在 3 月 15 日前一周大量流入，随后已连续回落两周，在 3 月 15 日-3 月 29 日分别回落 900 亿、400 亿元。资产端来看，3 月 15 日当周中小银行的准备金减少了 100 亿，美债和贷款持仓变化不大。大银行美债下降 300 亿元，准备金下降 800 亿元，银行间拆出上升了约 100 亿元。从美联储 H4 表来看，贴现窗口、BTFP、和对 FDIC 的借款总量维持在 3000 亿水平，并没有继续增加。4 月 5 日资产负债表规模也重新回到了缩表的轨道，但还没有降到 3 月 15 日的水平。

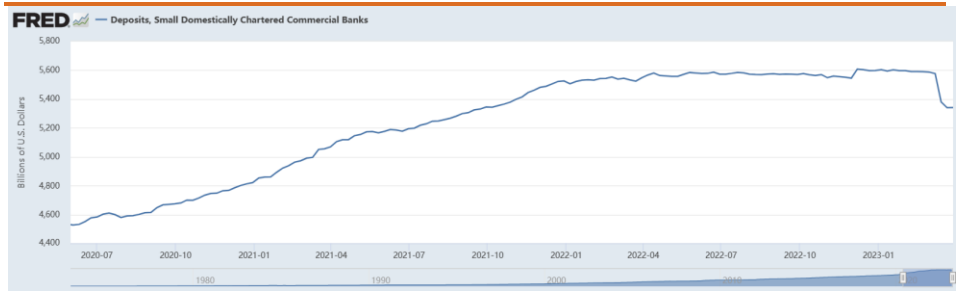
核心通胀的韧性表明美联储最后一次加息 20BP 是有必要的，市场预期概率升至 60%，并且市场计价年底利率回落至 4.25%-4.5%。我们认为年内降息可能不会那么快速，劳动力市场偏紧尚未缓解，高利率需要维持一段时间。当日美股三大指数先涨后跌，道指下跌 0.11%、纳指下跌 0.85%、标普 500 下跌 0.41%。

图 6 CME 对美联储加息节奏的预测不断改变 (3 月 16 日)



资料来源：CME、湘财证券研究所

图 7 中小商业银行存款快速流出状况得到缓解



资料来源：FRED、湘财证券研究所

图 8 市场预期年底利率降至 4.25-4.5%

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	67.5%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	63.2%	8.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	45.3%	36.7%	4.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	33.3%	39.9%	16.6%	1.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	23.6%	37.3%	25.7%	7.5%	0.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	19.7%	34.4%	28.2%	11.4%	2.1%	0.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	16.8%	31.7%	29.4%	14.5%	3.8%	0.5%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	15.4%	30.2%	29.6%	16.0%	4.9%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	16.9%	30.1%	28.2%	14.9%	4.5%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.2%	2.4%	10.9%	23.9%	29.1%	21.2%	9.4%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.8%	8.8%	20.7%	27.8%	23.2%	12.3%	4.2%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.1%	6.0%	15.9%	25.0%	25.0%	16.6%	7.5%	2.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

## 4 风险提示

海外国家经济走弱；地缘冲突进一步升级；加息导致流动性风险蔓延。

## 分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。