

2023年04月13日

美联储去通胀进程或将进入“深水区”——美国3月CPI点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布3月最新通胀数据。其中CPI同比上升5.0%，环比上升0.1%，均低于市场预期；核心CPI同比上升5.6%，环比上升0.4%，均符合市场预期。

● 美国通胀再下台阶，核心通胀增速逆势上扬

1. 能源项拖累下，核心通胀同比增速超过整体通胀。美国3月CPI同比上升5.0%、核心CPI同比上涨5.6%。3月CPI与核心CPI同比增速走势背离，且核心通胀同比增速超过整体通胀水平。我们认为这一方面是因为2022年3月俄乌冲突带动全球能源价格上行，导致基数较高；另一方面核心通胀上行则反映出美国就业市场仍有韧性，从而带动相关服务消费较为坚挺。总的来看，美国通胀水平后续仍将继续下行，核心通胀高于整体通胀的态势或将延续，核心通胀的走势将成为后续市场与美联储关注的重点，考虑到当前与核心通胀密切相关的劳动力市场仍有韧性，美联储去通胀进程还面临不确定性。

2. 能源通胀下滑较多，核心商品通胀再度上行。具体而言，3月能源项同比下降6.4%，同比增速较2月份下降11.6个百分点；食品方面，3月份食品项同比上升8.5%，较2月份下降1个百分点，连续7个月下降。核心CPI方面，3月核心CPI同比上升5.6%，环比上升0.4%。同比增速较2月略有上升，但环比增速较2月有所下降。总的来看，3月核心CPI同比与环比增速走势分化，可能与2022年同期基数相对较低有关。核心商品和核心服务通胀环比增速的再度分化，或主因3月份新车与二手车环比较2月份有所提速，带动整体核心商品通胀有所上行。

3. 能源与住房或将是后续通胀走势的关键。3月的通胀数据显示美国通胀水平同比、环比增速再次下降，且符合市场预期，说明当前通胀下行的趋势并未扭转。但从核心CPI的同比与环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对较强。往后看，我们认为能源和房租项将是后续美国通胀走势的关键因素，一则当前住房通胀或已触顶，后续对核心通胀预计将起到持续的拖累作用，二则能源项在高基数消失后，对通胀的推动作用可能“由负转正”，从而为美联储的去通胀进程带来相当的不确定性。

● 去通胀进程不确定性仍存，美联储5月或将继续加息25bp

美国就业市场的韧性下滑，或将为核心通胀提供支撑，考虑到后续能源价格的可能波动，美联储去通胀进程不确定性仍存，5月或将继续加息25bp。从3月份的就业数据来看，劳动力市场边际放缓的迹象亦较明显，但韧性还比较足。虽然3月通胀数据出现较大幅度的下滑，但高基数下的能源项发挥了相当重要的作用。在高基数消失后，若能源价格出现反复，美国通胀可能存在一定的反弹风险。随着加息逐渐进入尾声，美联储应对通胀的手段更多的是等待其既有的加息政策逐渐发挥作用。在这种情况下，去通胀的不确定性较之前或将有所上升，去通胀的进程逐渐进入“深水区”。美联储有动力在5月份的议息会议上继续加息25bp，一则稳定市场预期，避免引发市场的猜测和恐慌，影响到货币政策的效果；二则也有助于维持政策的权威性，同时避免出现紧缩不足的风险。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《不必过度担忧通胀或通缩——3月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.4.12

《瑕不掩瑜的超预期社融—宏观经济点评》-2023.4.12

《稳步扩大对外开放—宏观周报》-2023.4.9

目录

1、美国通胀再下台阶，核心通胀增速逆势上扬.....	3
1.1、能源项拖累下，核心通胀同比增速超过整体通胀.....	3
1.2、能源通胀下滑较多，核心商品通胀再度上行.....	3
1.3、能源与住房或将是后续通胀走势的关键.....	5
2、去通胀进程不确定性仍存，美联储5月或将继续加息25bp.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图1：美国通胀水平继续下行.....	3
图2：能源项拖累3月通胀环比增速.....	3
图3：能源通胀有较大幅度下降.....	4
图4：食品通胀继续微跌.....	4
图5：核心商品与核心服务通胀环比增速走势再度分化.....	4
图6：美国汽油零售价格近期持续上升.....	5
图7：粮食期货价格近期微跌.....	5
图8：美国二手车价格连续回升.....	6
图9：美国房租通胀可能将迎来下行.....	6
图10：3月美国非房核心服务通胀环比下降.....	6

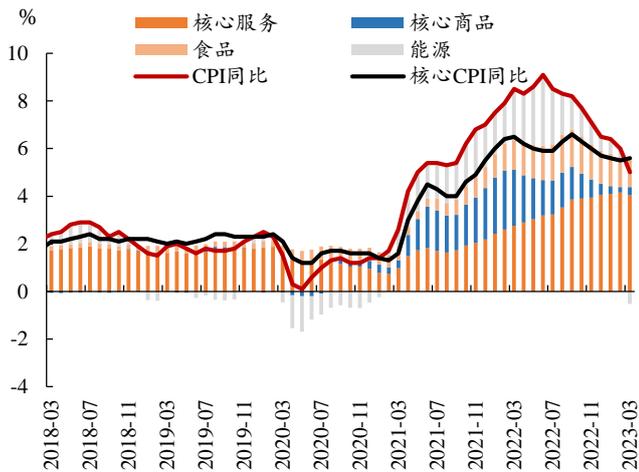
事件：美国公布 3 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 5.0%，环比上升 0.1%，均低于市场预期；核心 CPI 同比上升 5.6%，环比上升 0.4%，均符合市场预期。

1、美国通胀再下台阶，核心通胀增速逆势上扬

1.1、能源项拖累下，核心通胀同比增速超过整体通胀

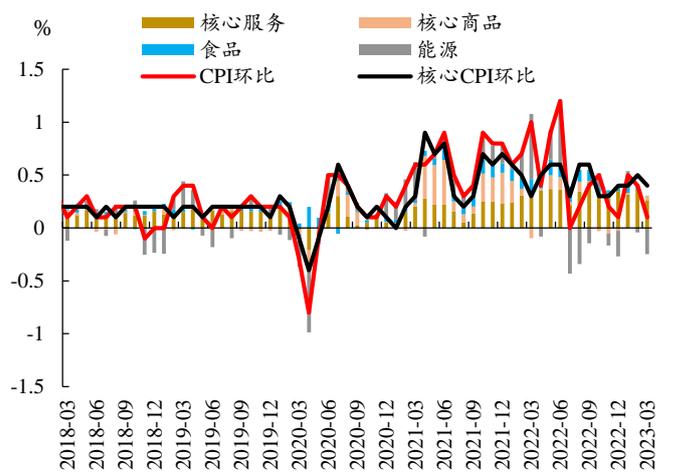
美国 3 月 CPI 同比上升 5.0%、环比上升 0.1%，绝对通胀水平连续 9 个月下降，为近 21 个月来的最低位。3 月通胀同比较 2 月回落 1.0 个百分点、环比较 2 月下降 0.3 个百分点，主因 3 月能源项环比增速有较大幅度下降，带动整体 CPI 环比下行 0.25 个百分点。核心 CPI 同比上涨 5.6%，较 2 月上升 0.1 个百分点，环比上升 0.4%，增速较 2 月下降 0.1 个百分点。3 月 CPI 与核心 CPI 同比增速走势背离，且核心通胀同比增速超过整体通胀水平，为疫情来首次。我们认为这一方面是因为 2022 年 3 月份俄乌冲突带动全球能源价格上行，导致基数较高；另一方面核心通胀上行则反映出美国就业市场仍有韧性，从而带动相关服务消费较为坚挺。**总的来看，美国通胀水平后续仍将继续下行，核心通胀高于整体通胀的态势或将延续，核心通胀的走势将成为后续市场与美联储关注的重点，考虑到当前与核心通胀密切相关的劳动力市场仍有韧性，美联储去通胀进程还面临不确定性。**

图1：美国通胀水平继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：能源项拖累 3 月通胀环比增速

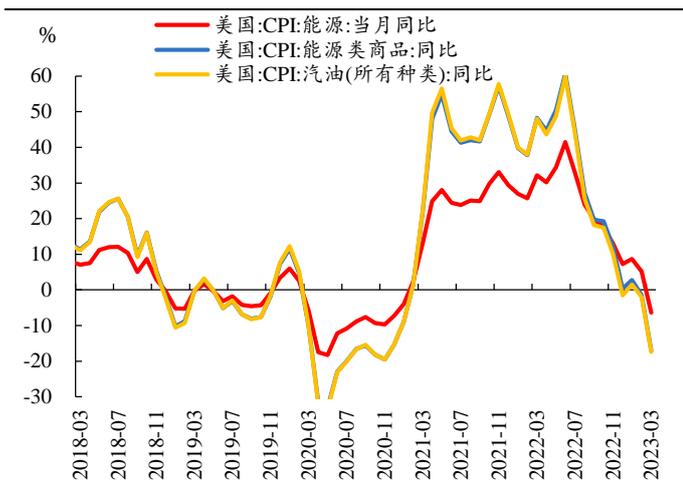


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

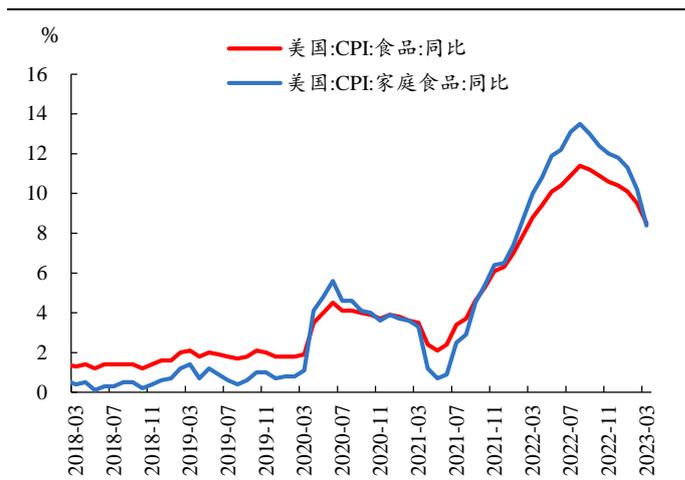
1.2、能源通胀下滑较多，核心商品通胀再度上行

(1) **能源方面**，3 月能源项同比下降 6.4%，同比增速较 2 月份下降 11.6 个百分点；环比下降 3.5%，环比增速较 2 月份下降 2.9 个百分点。其中汽油项环比下降 4.6%，环比增速较 2 月份下降 5.6 个百分点；燃油项环比下降 4.0%，环比增速较 2 月份减少 3.9 个百分点。3 月能源通胀环比增速有较多幅度下降，我们认为主因 2022 年 3 月份俄乌冲突带动美国汽油价格快速上升，基数较高。事实上，3 月份美国汽油价格从 2 月底的 3.25 美元/加仑小幅上升至 3.30 美元/加仑。

(2) **食品方面**，3 月份食品项同比上升 8.5%，较 2 月份下降 1 个百分点，连续 7 个月下降；环比较 2 月持平，增速较 2 月下降 0.4 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 8.4%，较 2 月份下降 1.8 个百分点。食品项的同比与环比增速缓慢下降，我们认为一方面是基数效应，另一方面则可能是 3 月粮食期货价格略有下降，并逐步传导至居民消费端。

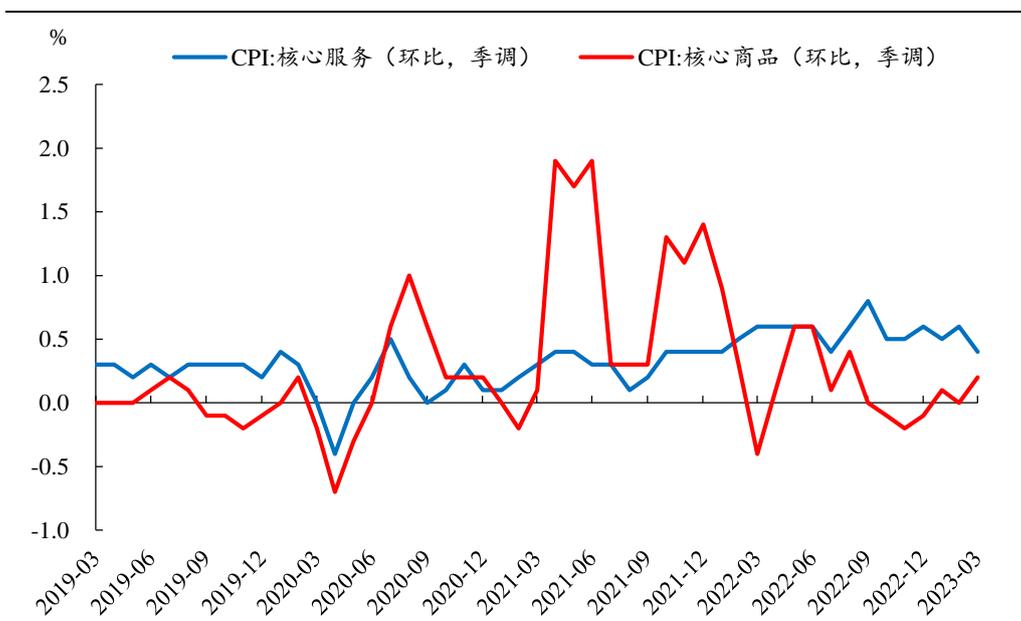
图3：能源通胀有较大幅度下降


数据来源：BLS、开源证券研究所

图4：食品通胀继续微涨


数据来源：BLS、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面，3 月核心 CPI 同比上升 5.6%，环比上升 0.4%。同比增速较 2 月略有上升，但环比增速较 2 月有所下降。**分项来看**，核心商品环比增速较 2 月上升 0.2 个百分点至 0.2%；同比增速上升 0.5 个百分点至 1.5%。其中二手车项环比下降 0.9%，降幅较 2 月份缩小 1.9 个百分点；新车方面，环比增速为 0.4%，较 2 月份上升 0.2 个百分点。核心服务环比上升 0.4%，较 2 月份下降 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 8.2%，较 2 月份上升 0.1 个百分点；环比上升 0.6%，较 2 月份下降 0.2 个百分点。交通运输服务环比上升 1.4%，较 2 月份上升 0.3 个百分点。**总的来看**，3 月核心 CPI 同比与环比增速走势分化，可能与 2022 年同期基数相对较低有关。核心商品和核心服务通胀环比增速的再度分化，或主因 3 月份新车与二手车环比较 2 月份有所提速，带动整体核心商品通胀有所上行。

图5：核心商品与核心服务通胀环比增速走势再度分化


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、能源与住房或将是后续通胀走势的关键

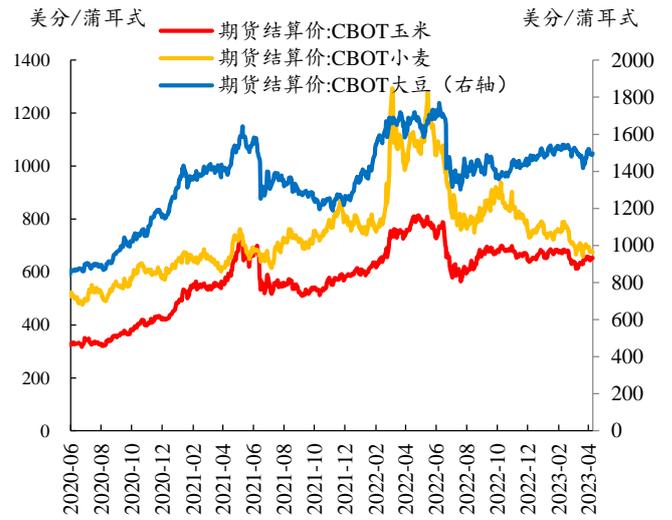
(1) **能源与粮食项短期内预计将继续拖累通胀水平。**能源方面，截至 4 月 10 日，美国汽油价格为 3.49 美元/加仑，较 3 月底汽油价格上涨 5.7%，价格持续上升。后续来看，由于 OPEC 宣布减产，原油价格短期内获得一定支撑，汽油价格短期内可能将继续上涨。食品方面，近期主要粮食期货价格均有一定幅度上行，或与的俄罗斯表示可能终止黑海粮食外运协议有关。后续来看，由于当前局势仍未缓解，粮食价格或将有一定程度的支撑。综合来看，由于前期高基数的原因，短期内能源与食品项对整体通胀会产生一定的拖累作用，但幅度会有所较小。

图6：美国汽油零售价格近期持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

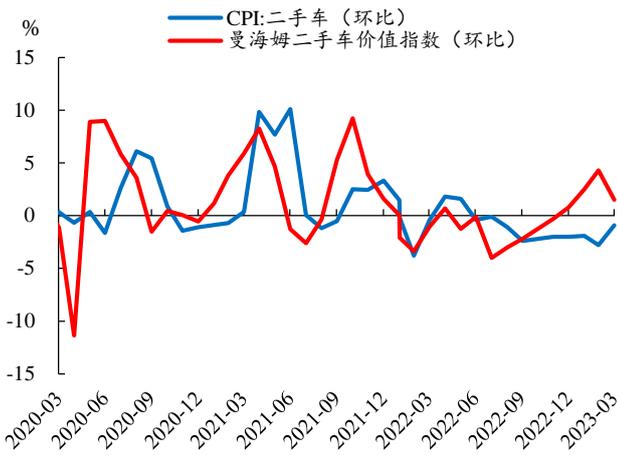
图7：粮食期货价格近期微跌



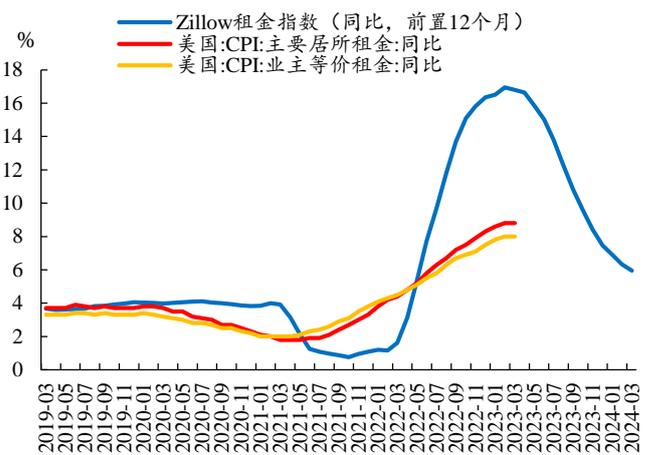
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心商品通胀环比或将继续回升，核心服务通胀同比预计将下降，总体核心通胀保持韧性。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 3 月环比上升 1.5%，二手车价格可能将会上涨；新车方面，全球供应链压力环比继续改善，但二手车涨价可能带动部分用户转向新车市场，新车价格可能也难有下降；核心服务方面，住房通胀仍是 3 月核心服务通胀的关键所在。从 Zillow 房租指数同比增速来看，当前房租通胀可能已经见顶，后续将开始趋势性回落，从而有助于推动整体核心服务通胀下行。但核心通胀在劳动力市场较为火热的背景下，整体或将保持一定韧性。

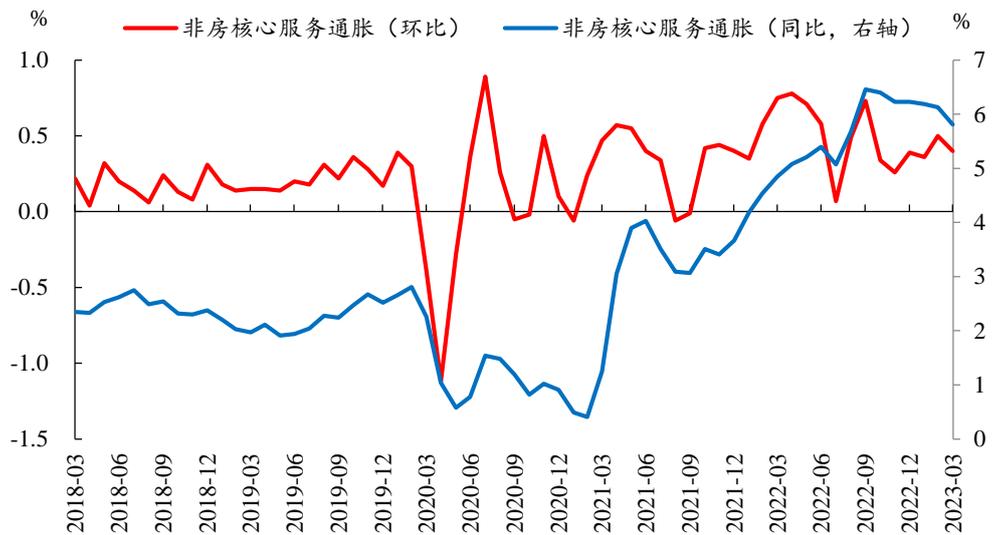
(3) **总的来看**，3 月的通胀数据显示美国通胀水平同比、环比增速再次下降，且符合市场预期，说明当前通胀下行的趋势并未扭转。但从核心 CPI 的同比与环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对较强。从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，3 月份环比增速虽较 2 月份下降 0.1 个百分点至 0.4%，但韧性仍存。往后看，我们认为能源和房租项将是后续美国通胀走势的关键因素，一则当前住房通胀或已触顶，后续对核心通胀预计将起到持续的拖累作用，二则能源项在上半年虽然在高基数的作用下，将会对通胀起负面作用，但是考虑到 OPEC 可能的继续减产等因素，在高基数消失后，对通胀的推动作用可能“由负转正”，从而为美联储的去通胀进程带来相当的不确定性。

图8：美国二手车价格连续回升


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀可能将迎来下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图10：3月美国非房核心服务通胀环比下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、去通胀进程不确定性仍存，美联储5月或将继续加息25bp

美国就业市场的韧性下滑，或将为核心通胀提供支撑，考虑到后续能源价格的可能波动，美联储去通胀进程不确定性仍存，5月或将继续加息25bp。从3月份的就业数据来看，新增就业数量、失业率、职位空缺率等指标的连续下降，劳动力市场边际放缓的迹象亦较明显，就业市场对通胀的支撑力度或也将迎来边际下降。但是从失业率、薪资环比增速等指标来看，劳动力市场韧性还比较足。（可参考报告《就业市场韧性或助推美联储5月继续加息——美国3月非农就业数据点评》）从3月份的通胀数据来看，虽然3月通胀数据出现较大幅度的下滑，但高基数下的能源项发挥了相当重要的作用。核心通胀的逆势上扬显示当前美国通胀的内生动能还较强，考虑到当前美国劳动力市场仍较紧张，在高基数消失后，若能源价格出现反复，美国通胀可能存在一定的反弹风险。

对于美联储而言，当前通胀的连续下行虽然是其乐于见到的结果，但是我们需要注意的是，随着加息逐渐进入尾声，美联储应对通胀的手段更多的是等待其既有的加

息政策逐渐发挥作用。在这种情况下，去通胀进程的不确定性较之前或将有所上升，去通胀的进程逐渐进入“深水区”。虽然当前美国银行业危机虽然并没有完全解决，但对经济的影响短期内也难以观察，因此美联储有动力在 5 月份的议息会议上继续加息 25bp，一则稳定市场预期，避免引发市场的猜测和恐慌，影响到货币政策的效果；二则也有助于维持政策的权威性，同时避免出现紧缩不足的风险。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn