

# 3月美国CPI点评

## 通胀超预期回落，5月或为最后一次加息

4月12日，美国劳工部公布3月CPI数据：CPI同比增长5.0%，低于预期和前值（分别为5.1%、6.0%），季调CPI环比增长0.1%，低于预期和前值（分别为0.2%、0.4%）；核心CPI同比由上月5.5%升至5.6%，核心CPI环比由上月0.5%降至0.4%，二者均符合预期。

- **同比增速：**3月美国CPI超预期回落，从上月6.0%降至5.0%，为2021年6月份以来新低。当月，能源价格同比下降6.4%，对CPI拉动作用为-0.5个百分点，上月为+0.4个百分点。核心通胀总体较为稳定，增速较上月提升0.1个百分点至5.6%。其中，住房通胀小幅上升至8.2%，住房以外的其他核心服务通胀(Supercore Service)继续放缓，同比涨幅由6.1%降低至5.8%，对CPI拉动作用减弱0.1个百分点，延续了2022年10月以来下行态势。
- **环比增速：**3月美国CPI增速由上月0.4%降至0.1%，同样低于市场预期。当月，能源价格加速下跌，跌幅由上月0.6%扩大至3.5%；食品价格与上月持平；核心通胀回落至0.4%，符合市场预期。核心通胀中，商品价格由上月零增长转为增长0.2%；服务价格增长放缓，增速由上月0.6%降至0.4%（住房服务价格增速由0.8%降至0.6%）。
- 综合来看，3月美国CPI回落的主要贡献项是能源价格，核心CPI总体较为稳定，虽然当月同比增速出现反弹，但符合市场预期。CPI主要的正贡献则仍然来自在统计数据上滞后于现实的住房通胀。尽管该项目同比增速仍然有所提升，但是二阶导的回落显示了该项目未来数月可能朝着已经显著降温的美国房地产的现实回归。如果在CPI权重中占比超过30%的住房通胀在未来数月能够进入放缓的通道，那么这无疑有助于推动美国CPI整体持续回落（即便是住房以外的其他核心服务通胀仍然保持坚韧）。另一方面，住房以外的核心服务价格增长出现了相对明显的放缓，这也同近期美国劳动力市场边际降温的情况是一致的（美国3月新增非农就业23.6万，低于市场预期，创2020年12月以来新低；平均时薪同比上涨4.2%，低于市场预期4.3%和前值4.6%。）
- CPI数据发布后，市场最初的“膝跳反应”呈现一定的“软着陆”交易特征，显示市场认为通胀压力的边际放缓有助于对各类资产带来普遍提振：美债收益率和美元指数跳水，美股，铜油以及黄金则跳涨，但是这一过程的强度和时间长度都不是很显著。市场随后将注意力转向了美联储FOMC纪要等其它事件。从市场的加息路径预期来看，低于预期的通胀数据并没有显著改变市场认为5月加息的概率（约70%的可能性），但是进一步推动了年内降息的预期。
- 我们预期未来数月住房通胀有望进入放缓的通道，并推动通胀水平持续回落；我们预期5月FOMC美联储加息25bp并使得联邦基准利率目标上升至5.0%-5.25%，之后或将维持在这一水平一段时间。年内降息的可能性或将主要受制于美联储对于通胀回落趋势速度和可持续性的判断。
- **风险提示：**金融风险超预期，通胀韧性超预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

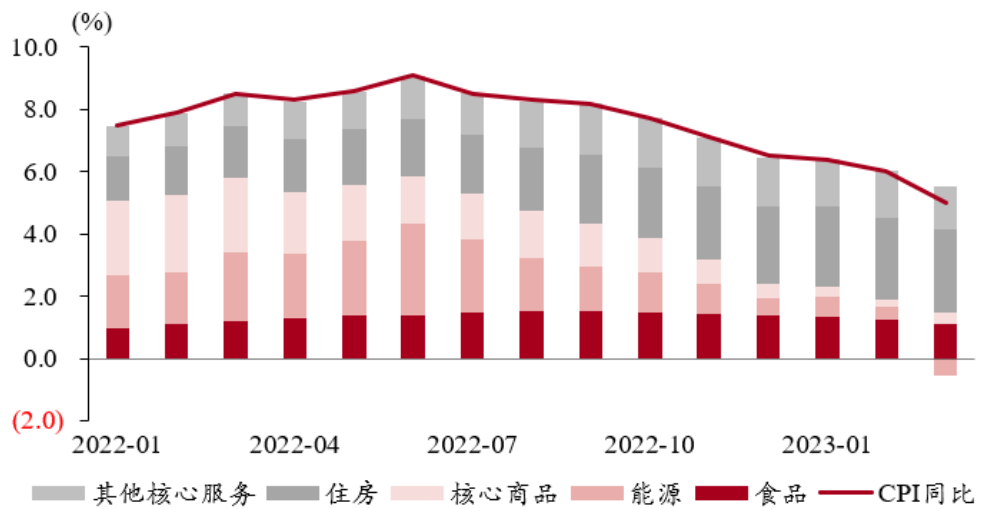
证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

图表 1. 美国 CPI 同比和季调环比增速 (%)

	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
CPI: 同比	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4	6.0	5.0
核心CPI: 同比	6.3	6.6	6.3	6.0	5.7	5.6	5.5	5.6
CPI: 能源: 同比	23.8	19.8	17.6	13.1	7.3	8.7	5.2	(6.4)
CPI: 食品: 同比	11.4	11.2	10.9	10.6	10.4	10.1	9.5	8.5
CPI: 季调环比	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1	0.5	0.4	0.1
核心CPI: 季调环比	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
CPI: 能源: 季调环比	(3.9)	(1.7)	1.7	(1.4)	(3.1)	2.0	(0.6)	(3.5)
CPI: 食品: 季调环比	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.5	0.4	0.0

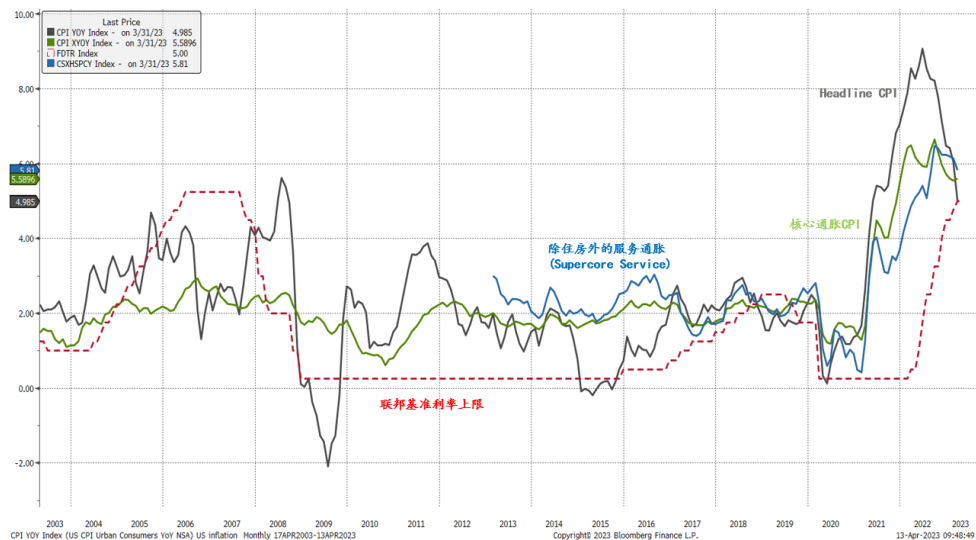
资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 美国 CPI 同比增速及其构成情况



资料来源: 美国劳工部, 中银证券

图表 3. 美国 CPI 及其关键分项 VS 联邦基准利率



资料来源: 彭博, 中银证券

风险提示: 金融风险超预期, 通胀韧性超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371