

能源通缩带动 CPI 下行，核心压力支持 5 月加息

20230413

核心内容：

- **CPI 低于预期，但核心部分压力较高** 3 月 CPI 同比增速从 2 月的 6.0% 下行至 5.0%，低于 5.2% 的预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比上升至 5.6%，比 2 月上行 0.1%。季调环比方面，CPI 上行 0.1%；核心 CPI 增速为 0.4%。本月最显著的特征是核心部分高于名义部分，这种格局很可能在二、三季度继续保持，而二季度名义 CPI 应在能源、食品和部分商品的带动下快速回落至 4% 以下。我们倾向于（1）5 月 FOMC 会议加息 25BP 仍有必要；（2）随着实际利率在二季度转正，美联储在 5 月加息后可能停止并保持观察；（3）核心服务的缓和较慢，不支持三季度初降息的预期；（4）银行业问题开始影响信贷派生，加速美国经济下行，因此四季度仍可能出现衰退和降息。
- **能源进入全面通缩，商品部份影响较弱** 目前除了核心服务外，大部分项目上半年的回落趋势已经确立。二季度能源部分在俄乌冲突高基数下将继续快速下行，食品开始缓慢降低。商品中二手车保持同比通缩，新车也难上行，家具预计跟随房价回落。从服务以外的部分考虑，在商品动力放缓，能源进入通缩的格局下，名义 CPI 上半年应当回落至 4% 以下，不过核心部分的压力依然不支持市场期待的较早的降息。
- **居住成本环比增速开始放缓，服务压力在时薪带动下有望缓慢缓和** 房租和业主等价租金的环比增速从 2 月的 0.8% 和 0.7% 双双降低至 0.5%，这终于确立了居住成本开始触顶回落的趋势。因此，尽管二季度居住成本的同比增速仍会维持在相对高位，CPI 稳步降低概率在增加。核心 CPI 剔除居住成本后在 3 月份小幅回升至 3.0%，反映出服务部门价格保持了粘性。工资增速的环比接近疫情前的平均水平，这利于核心 CPI 放缓，不过其下降的斜率可能比较平缓。
- **超额储蓄和信贷派生放缓也支持货币政策不会在三季度初转向，但年内有降息概率的判断** 名义超额储蓄在 2 月末仍接近 1 万亿美元，虽然消耗的斜率放缓意味着对商品和服务消费的支持力度下滑，但每月 600 亿美元的速率还是反映出经济短期的韧性。另一方面，在硅谷银行破产后，商业银行非证券信贷总量在 3 月下旬迅速降低 1050 亿美元，工商业和消费贷款的回落尤为明显，同比增速下行的斜率陡峭化。结合银河 CEI 同步指标和其他领先指标判断，美国年内依旧有较高概率符合衰退标准，四季度出现衰退并引发降息的可能性最大。美元指数短期和中期有继续下行的空间，对全球资产的压制将减弱。美债收益率的逻辑与美元类似，10 年美债有进一步下降至 3.2% 的可能，衰退风险依然支撑美债的配置价值。美股在 CPI 和 FOMC 会议纪要公布后收跌，其在估值不低、利润下行的情况下可能继续波动，需要保持谨慎。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性问题，银行危机蔓延

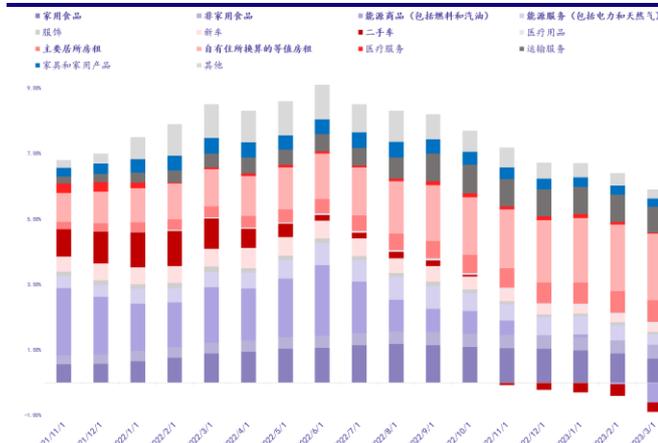
美国劳工数据局（BLS）公布3月消费者价格指数（CPI），其同比增速从2月的6.0%下行至5.0%，低于5.2%的预期；剔除能源和食品的核心CPI同比上升至5.6%，比2月上行0.1%。季调环比方面，CPI上行0.1%；核心CPI增速为0.4%，比上月的0.5%略有放缓。3月份CPI最显著的特征是核心部分高于名义部分，这种格局很可能在二、三季度继续保持，而二季度名义CPI应在能源、食品和部分商品的带动下快速回落至4%以下。另一方面，虽然非农时薪环比增速的缓和有助于减轻核心服务部分的压力，但核心CPI的增速依然显示进一步紧缩的必要性。我们倾向于（1）核心通胀部分压力尚未显著缓和，5月FOMC会议加息25BP仍有必要；（2）随着实际利率在二季度转正，美联储在5月加息后可能停止并保持观察；（3）核心服务的价格压力缓和较慢，并不支持三季度初降息的预期；（4）银行业问题开始影响信贷派生，加速美国经济下行，因此四季度仍可能出现衰退和降息。

从构成来看，能源商品代替二手车成为对CPI同比下降贡献最大的因素，二手车继续保持通缩，俄乌冲突与供应链紧张造成的高基数导致服务部分以外的CPI继续回落；贡献最明显的仍然是居住成本、运输服务、食品能源服务。环比方面，家庭食品、能源商品和服务、二手车以及医疗服务均出现负增长，服装和家用家具及用品保持较低增速，运输服务、医疗商品、新车和非家用产品较为坚挺。本月环比最重要的特征是滞后的居住成本终于开始明显降低，这将逐步确立核心CPI回落的趋势。

CPI可以分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分。目前除了核心服务外，大部分项目上半年的回落趋势已经确立。二季度能源部分在俄乌冲突高基数下将继续快速下行，食品也开始缓慢降低。商品中二手车保持同比通缩，新车也难上行，家具预计跟随房价回落。居高不下的居住成本终于展现回落态势。核心较大的压力显示服务的粘性尚在，但在非农时薪环比靠近疫情前水平的情况下也有望慢慢缓解。我们目前对4月CPI的预测增速为4.9%，核心仍在5%以上，下半年核心CPI在3.5%-4%之间运行。这意味着5月的加息可能是最后一次，但降息不会快速到来，可能要等到四季度。

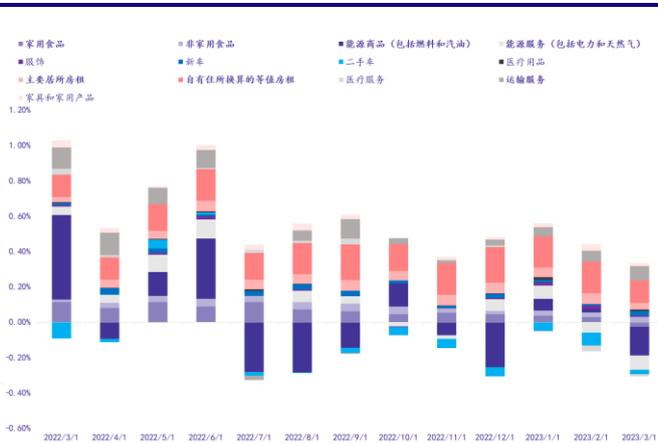
虽然美国经济短期难以陷入衰退，近期的CPI和美国一季度GDP数据显示经济的下滑仍可以为衰退交易提供动力。在通胀和经济回落趋势进一步确认下，美元指数短期和中期有继续下行的空间，对全球资产的压制将减弱。美债收益率的逻辑与美元类似，10年美债有进一步下降至3.2%的可能，衰退风险依然支撑美债的配置价值。美股在CPI和FOMC会议纪要公布后收跌，其在估值不低、利润下行的情况下可能继续波动，需要保持谨慎。

图 1：3 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：3 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



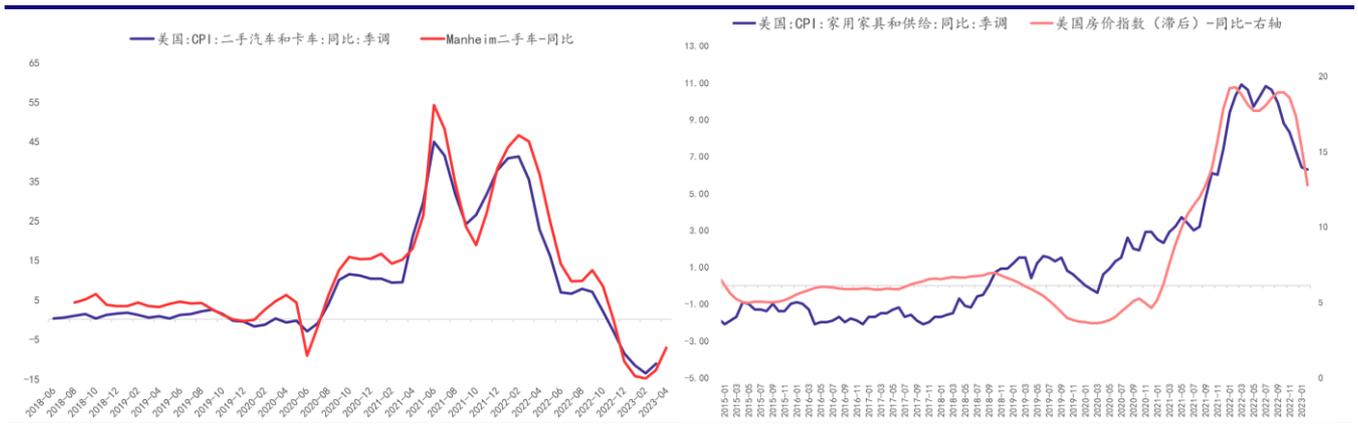
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(一) 能源进入全面通缩，名义 CPI 高于核心的状况将在二、三季度持续

一般商品方面，二手车同比负增长 11.2%，拉动 CPI 下行 0.29 个百分点，虽然其同比增速触底反弹，但未来增速不会对 CPI 构成显著上行压力；新车同比增速保持 5.8%，环比小幅加快但难以带动同比上升。家具和家用产品环比放缓至 0.4%，随着房价的回落将继续下行。服装环比增速降低至 0.3%，同比亦处于缓慢下行中。以上项目对 CPI 的同比拉动从不足 0.3%，反映出一般商品对通胀压力已然不大。

图 3：二手车价格由于高基数下跌 (%)

图 4：家居相关商品预计跟随房价回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

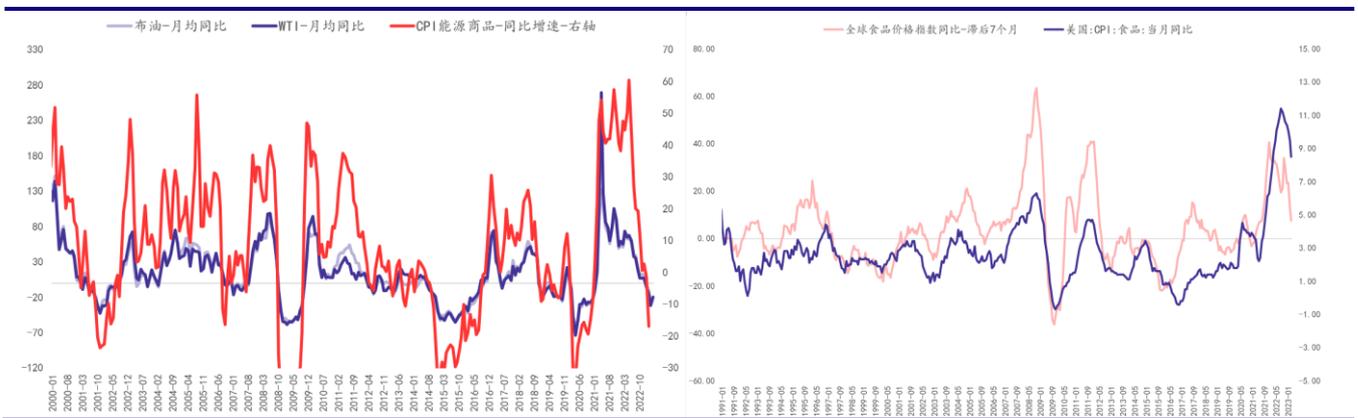
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速-4.6%，能源服务环比-2.3%，同比分别为-17%和 9.2%。能源商品价格的回落和 WTI 油价增速保持一致，尽管 OPEC 与俄罗斯减产对油价形成支撑，俄乌冲突在 3-6 月造成 WTI 均价 110 美元/桶的高基数意味着能源商品的大幅通缩将持续，拉低名义 CPI。NYMEX 天然气 3 月环比和同比下行 1.8%和 51.4%，也将进一步向能源服务传导。

食品价格下降斜率加快，家用食品环比下行 0.3%，但非家用食品压力保持 0.6%的增速。食品的增速滞后全球食品价格指数 7 个月左右，食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头由家用食品的环比负增长确认。所以从服务以外的部分考虑，在商品动力放缓，能源进入通缩的格局下，名义 CPI 上半年应当回落至 4%以下，不过核心部分的压力依然不支持市场期待的较早的降息。

图 5：能源进入大幅通缩阶段 (%)

图 6：食品价格回落进一步确认 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 居住成本环比增速开始放缓, 服务压力在时薪带动下有望缓慢缓和

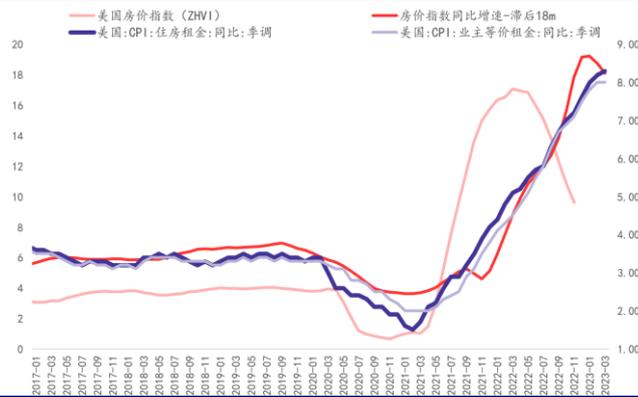
在食品与能源价格压力缓和、一般商品对 CPI 拉动不高的情况下, 核心 CPI 的增长基本来自于居住成本和核心服务的涨价。不过, 3 月居住成本的增速放缓和非农时薪的整体缓和, 对下半年通胀不再次超出预期是好消息。以目前非农时薪环比增速推算的同比在 2023 年末可能降至 3.3% 左右, 这利于核心服务价格的压力逐渐弱化; 同时, 居住成本的缓和意味着核心 CPI 最大的支撑将开始降低。虽然如此, 核心 CPI 的增速、美国经济的相对韧性以及 1 万亿美元的超额储蓄依旧不支持降息在三季度初来临。

滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动在 3 月仍高达 2.7%, 几乎占到核心通胀的一半, 也显示出 CPI 相对 PCE 给予了居住成本过高的权重。CPI 对房价和房租的统计滞后似乎延长到 18 个月左右, 其在上半年对名义和核心通胀构成持续的压力。但房租和业主等价租金的环比增速从 2 月的 0.8% 和 0.7% 双双降低至 0.5%, 这终于确立了居住成本开始触顶回落的趋势。因此, 尽管二季度居住成本的同比增速仍会维持在相对高位, CPI 稳步降低概率在增加。

目前通胀最大的不确定性来自劳动市场, 对于下半年通胀的走势需要关注去除滞后的居住成本的核心 CPI, 而这一指标在 3 月份小幅回升至 3.0%, 反映出服务部门价格保持了相当韧性, 运输服务的反弹支持劳动市场整体供不应求。目前工资增速的环比接近疫情前的平均水平, 这利于核心 CPI 放缓, 不过其下降的斜率可能比较平缓。整体上, CPI 的表现依然不支持通胀快速向 2% 靠拢或美国在二季度进入衰退的预期, 因此美联储在三季度初降息的概率并不高, 需要警惕。

图 7: 居住成本对 CPI 的拉动还会持续一段时间 (%)

图 8: 核心价格在商品带动下整体放缓, 但通胀下行不会十分顺利

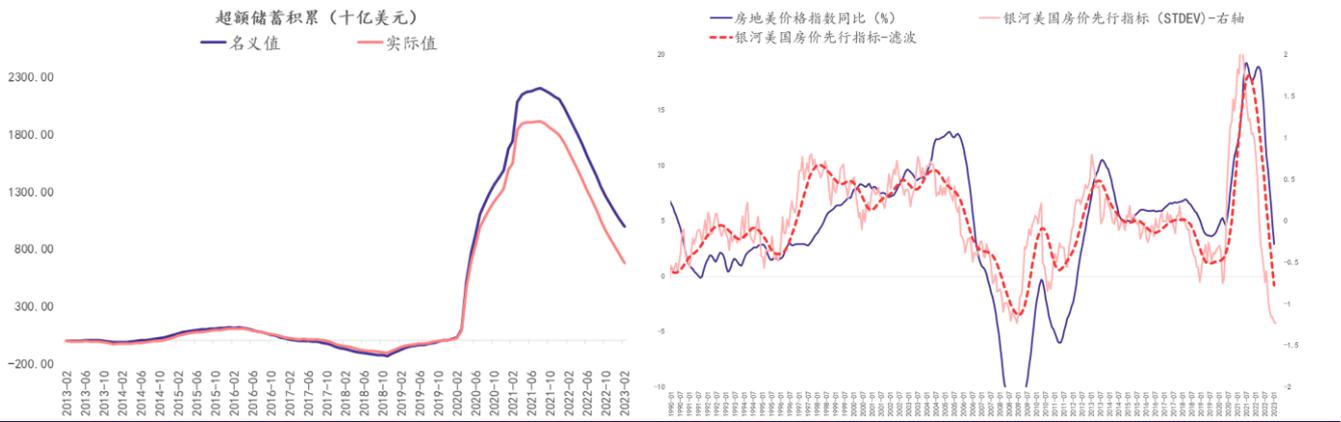


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 居民超额储蓄消耗的速率放缓, 但仍有近 1 万亿美元

图 10: 美国房价先行指标正在寻找底部



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 通胀之外：超额储蓄亦不支持三季度初降息，但信贷紧缩提升年内降息可能

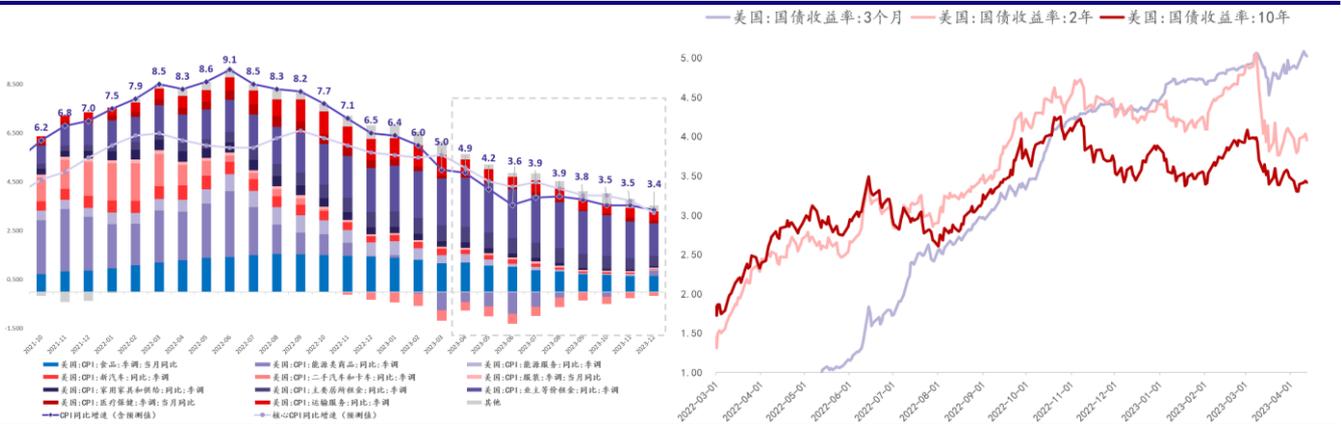
不仅通胀支持加息上半年停止的降息不会立刻到来的观点，超额储蓄和近期美国信贷紧缩的情况也指向同样的方向。美国居民名义超额储蓄在 2 月末仍接近 1 万亿美元，虽然消耗的斜率放缓意味着对商品和服务消费的支持力度下滑，但每月 600 亿美元的速率还是反映出经济短期的粘性。我们认为美国目前处于滚动衰退的第二阶段，即地产率先下滑后，商品消费和制造业显著放缓，而第三阶段服务需求的显著下行才是打击劳动市场和收入、触发 NBER 判断全面衰退的条件。所以，短期美国在劳动力短缺、实际工资不再降低的情况下不易快速进入衰退。

另一方面，在硅谷银行破产后，商业银行非证券信贷总量在 3 月下旬迅速降低 1050 亿美元，工商业和消费贷款的回落尤为明显，其同比增速下行的斜率也有加快。虽然商业银行信贷收缩的程度还需进一步观察，但这种趋势会压制商业活动，加速美国经济的下滑和降息的到来。结合银河 CEI 同步指标和其他领先指标判断，美国年内依旧有较高概率符合衰退标准，四季度出现衰退并引发降息的可能性最大。

因此，美联储 3 月加息 25BP，5 月再加 25BP 后暂停观察是稳妥的选择；2023Q4 前似乎没有降息必要，不宜过早计入降息预期。

图 11：通胀压力依然不支持 CME 数据所反映的降息预期 (%)

图 12：美债短期仍有因衰退预期下行的动力 (%)

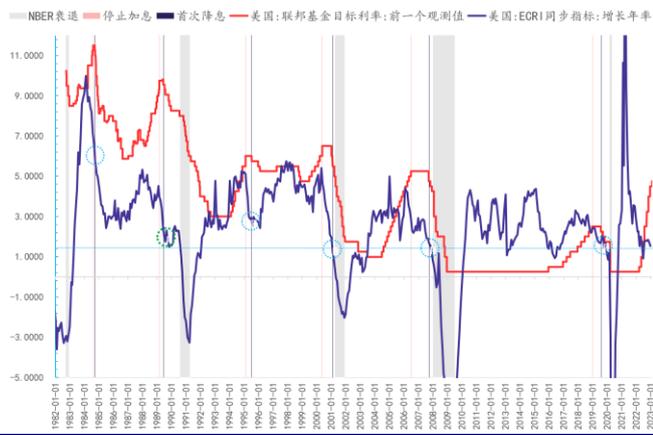


资料来源：中国银河证券研究院整理

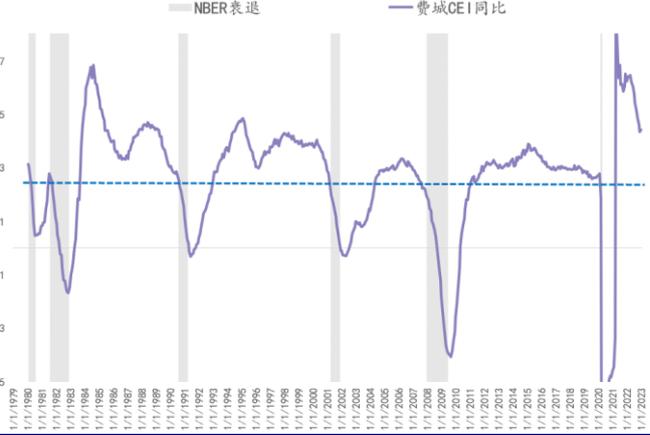
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13: GDP 同步指标下行，但居民收入和就业阻止衰退判定

图 14: 劳动力市场 CEI 也不支持美国快速进入衰退 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn