

2月美国CPI点评

通胀韧性或将持续

美国2月CPI同比和环比增速分别为3.2%和0.4%，略高于市场预期。能源通胀负贡献收敛，服务业通胀依旧强劲；我们预计未来数月CPI同比增速或将维持在3%左右，并存在上行风险。通胀数据并未打破“复苏交易”，美股盘中V型反弹。

- **(未经季调)同比增速：**2月美国CPI同比增速由1月的3.1%抬升至3.2%，略高于市场预期的3.1%；2月核心CPI同比增速由1月的3.9%回落至3.8%，但略高于市场预期的3.7%。从CPI主要分项的2月同比增速看，食品为2.2%(vs.前值2.6%)，能源为-1.9%(vs.前值-4.6%)，核心商品为-0.3%(vs.前值-0.3%)，住宅为5.7%(vs.前值6.0%)，除住宅外的核心服务(Super Core)为4.3%(vs.前值4.3%)。
- **(季调后)环比增速：**2月美国CPI环比增速为0.4%(vs.前值0.3%)，同市场预期一致；2月美国核心CPI环比增速为0.4%(vs.前值0.4%)，高于市场预期的0.3%。从CPI主要分项的2月环比增速看，食品为0.0%(vs.前值0.4%)，能源为2.3%(vs.前值-0.9%)，核心商品为0.1%(vs.前值-0.3%)，住宅为0.4%(vs.前值0.6%)，除住宅外的核心服务为0.5%(vs.前值0.9%)。
- **能源通胀负贡献收敛，服务业通胀依旧强劲；我们预计未来数月CPI同比增速或将维持在3%左右，并存在上行风险。**从能源通胀来看，在布伦特油价近期持续在80美元/桶上下波动的背景下，美国CPI能源同比增速负贡献进一步收敛。在布伦特油价维持在80美元/桶的假设下，未来数月能源通胀的同比增速或在0%附近徘徊。从食品通胀来看，全球初级产品的食品价格指数显示美国CPI食品同比增速未来数月或由近期的回落逐渐转变为走高，从而带来新的通胀压力。另一方面，综合考虑全球供应链压力指数和中国PPI未来数月的可能路径，我们预期剔除了能源和食品的核心商品同比增速未来或将从目前0%附近的低位小幅反弹。从服务业通胀来看，考虑美国房价同比走势以及CPI住房通胀统计上的滞后性，我们预计未来数月CPI住房通胀同比增速或将持续缓慢降温，但可能在2024年下半年开始回升。另一方面，在劳动力市场持续边际降温（尤其是时薪同比增速放缓）的假设下，我们预计剔除了住房通胀的CPI服务业(Super Core)未来数月同比增速有望呈现缓慢回落的态势。整体而言，尽管未来数月包括能源和食品在内的商品类通胀同比走势可能出现一些波动，但是在权重显著更大的服务业通胀有望缓慢降温的背景下，美国CPI同比增速仍有可能缓慢回落。但进入2024年下半年后，随着走高的房价对CPI的影响逐渐显现，通胀或存在更大的上行压力。地缘政治不确定性对供应链、大宗商品等的影响或也将为通胀带来上行风险。我们预计未来数月美国CPI同比增速将维持在3%左右，但存在上行风险。与此同时，克利夫兰联储的CPI Nowcasting 指标显示3月美国的CPI和核心CPI分别为约3.3%和3.7%，这也显示了美国目前通胀压力仍较大。
- **略超预期的通胀数据并未打破“复苏交易”，美股盘中V型反弹。**尽管略超预期的通胀数据公布之后对市场形成了短暂的冲击，但并未打破2024年开年以来的“复苏交易”。数据公布后的几分钟之内，美债长端收益率冲高，美股下挫，但这一波动很快被逆转，最终美债长端收益率和美股在当天再次携手走高。在3月11日《海外宏观和大类资产月报：初春之兴》的报告中，我们提到“股指和美债收益率携手上行暗示市场交易主题线索或已经由通胀/美联储转变至经济基本面/企业盈利”。企业盈利回升的动能可能是美股面对较高通胀仍能表现优异的关键支撑。另一方面，通胀数据并未显著改变市场对于美联储的货币政策路径预期。市场对6月降息预期的概率基本不变，但小幅调降了2024年累计降息的幅度。
- **风险提示：美国通胀走势偏离预期。**

相关研究报告

《英美日欧CPI差异及美国CPI预测方法》

230913

《海外宏观和大类资产月报：初春之兴》240311

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

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

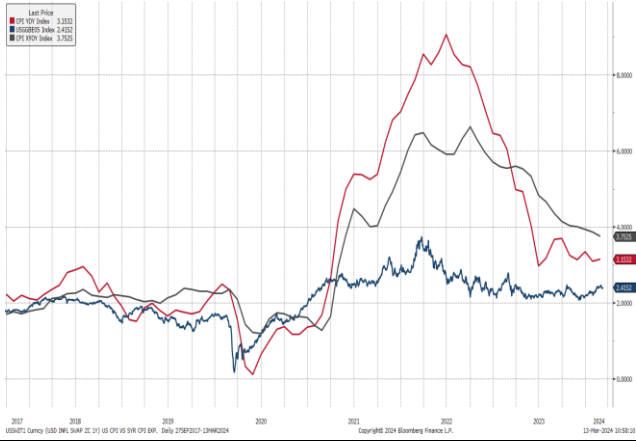
证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

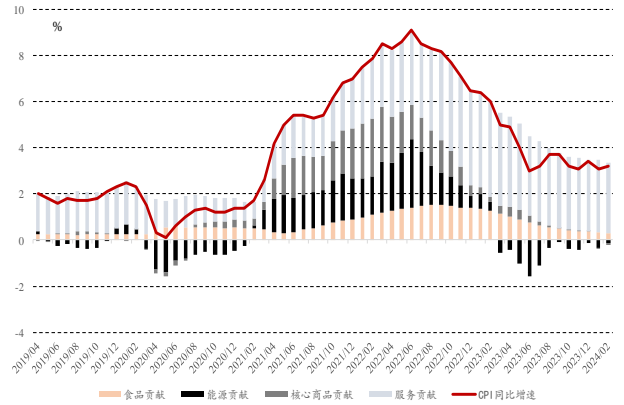
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. 美国 CPI 同比(红色) & 核心 CPI 同比(灰色)与 5 年期通胀预期(蓝色)走势



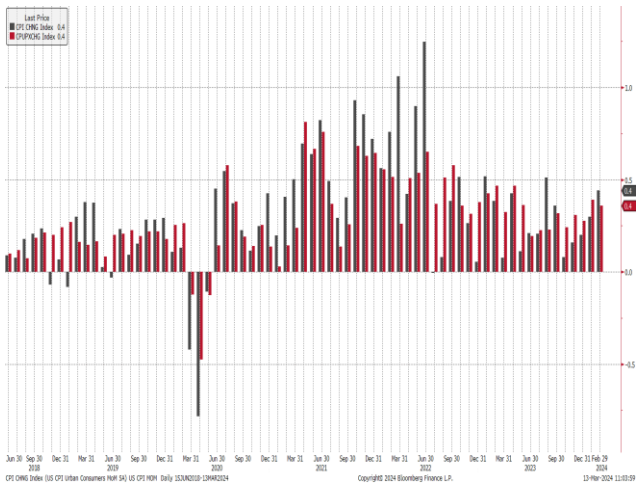
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 2. 美国通胀同比增速分拆估算: 能源和服务业分别是最大的负贡献和正贡献项目



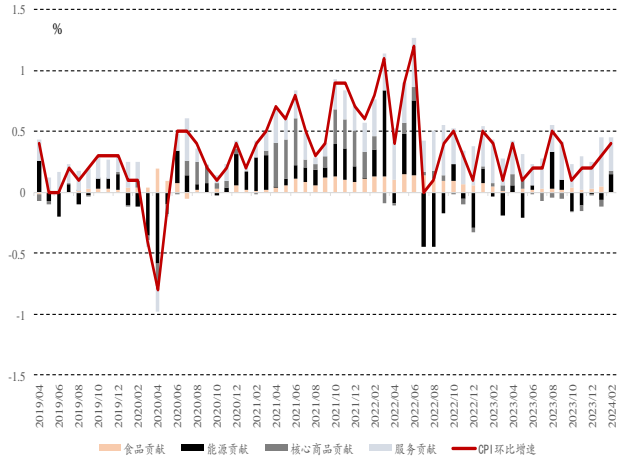
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 3. 美国 CPI 环比(灰色) & 核心 CPI 环比(红色)



资料来源: 彭博, 中银证券

图表 4. 美国通胀环比增速分拆: 主要分项均环比正增长



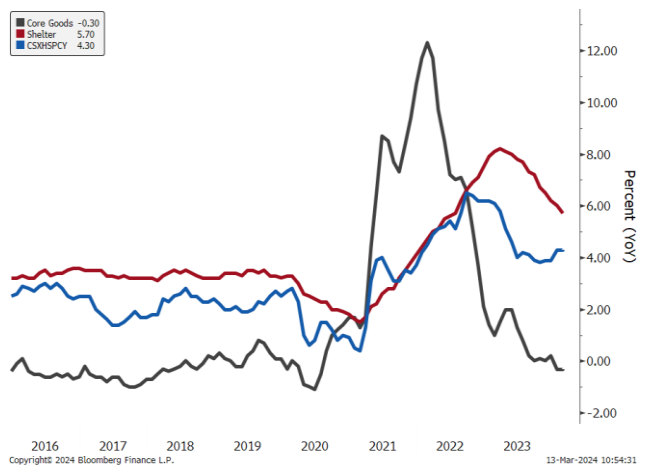
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 5. 美国 CPI 能源同比增速 vs 油价走势



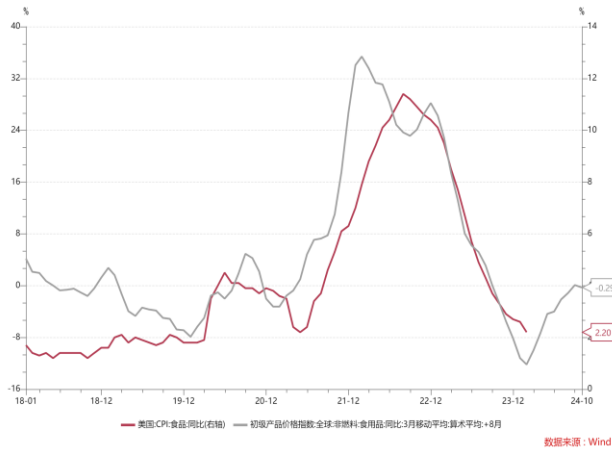
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 美国核心通胀分项同比增速拆分: 核心商品(灰色线)、住宅(红色线)以及剔除住宅的服务业(蓝色线)



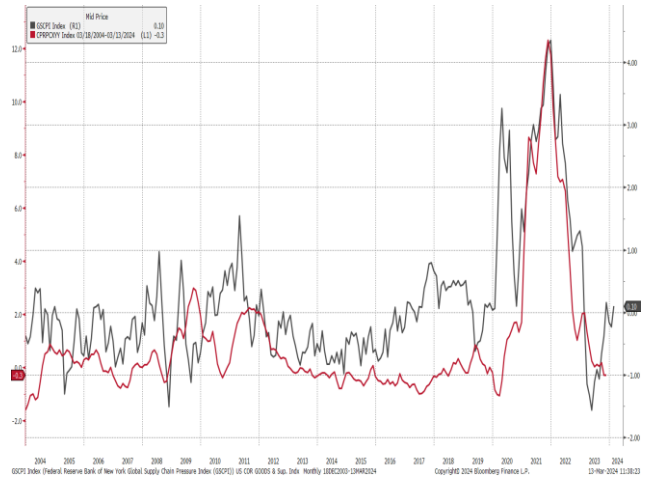
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 7. 全球初级产品的食品价格指数同比增速(领先 8 个月)vs 美国食品 CPI 同比增速



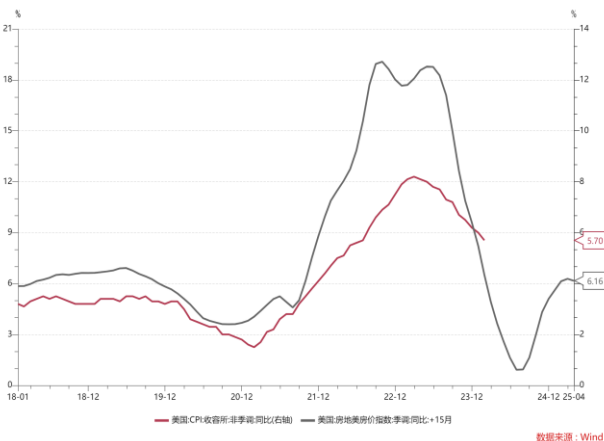
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 全球供应链压力指数 (灰色线) vs 美国核心商品 CPI 同比增速 (滞后 3 个月, 红色线)



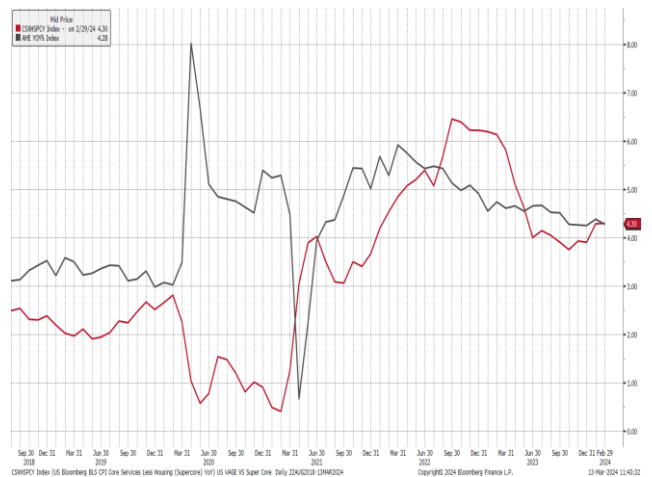
资料来源：彭博，中银证券

图表 9. 美国房地美房价指数同比增速 (领先 15 个月)vs 美国住房 CPI 同比增速



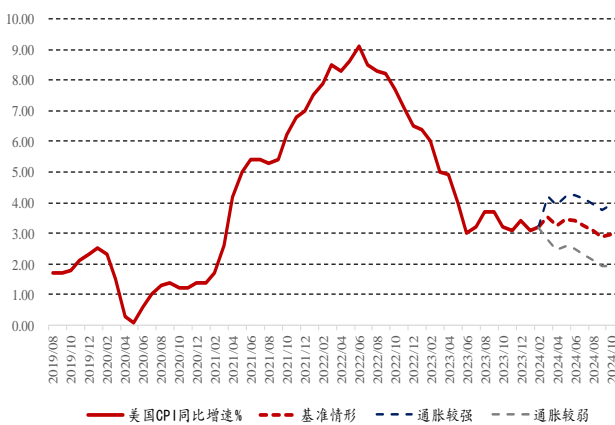
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 美国非农时薪同比增速 (灰色线) vs Super Core 同比增速 (红色线)



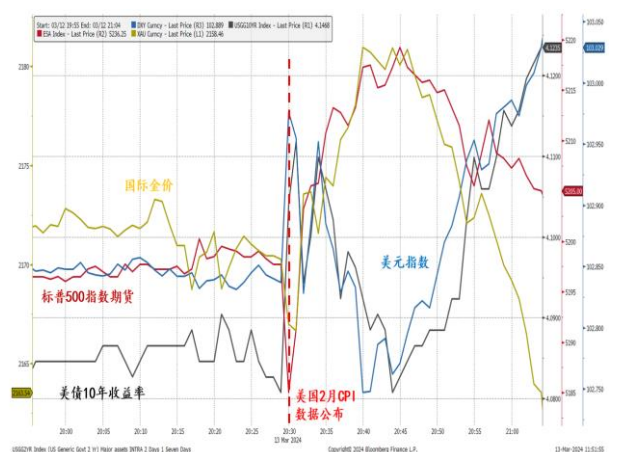
资料来源：彭博，中银证券

图表 11. 美国 CPI 同比增速：实际值 vs 预期值



资料来源：彭博，中银证券

图表 12. 数据公布后，美股 V 型反弹



资料来源：彭博，中银证券

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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