

3月美国CPI点评

通胀压力加大

美国3月CPI同比和环比增速分别为3.5%和0.4%，续四个月强于市场预期。能源再通胀或将持续，服务业通胀韧性难以消除；我们将未来数月CPI同比增速预期上调至3.4%-3.9%的区间，并继续提示上行风险。超预期强劲的通胀数据带动市场短暂进入“紧缩交易”；2024年降息次数预期值降至约两次，6月首降预期快速消退。

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

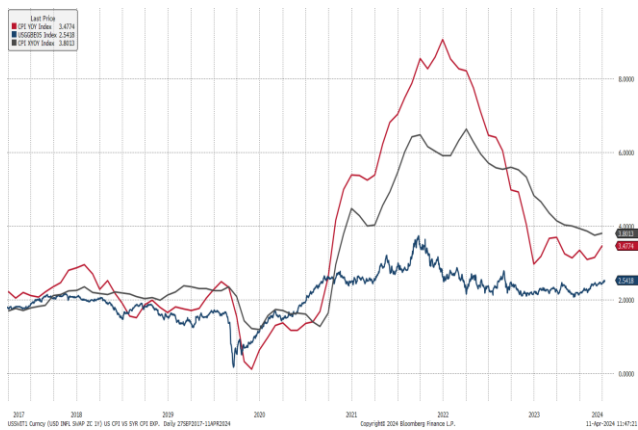
- **能源同比增速贡献由负转正，服务业通胀压力加大，CPI同比增速连续四个月强于市场预期。**3月美国CPI同比和环比增速分别为3.5%和0.4%，核心CPI同比和环比增速分别为3.8%和0.4%，上述数据均高于市场预期。这也是美国CPI同比增速自2023年12月数据以来连续四个月强于市场预期。从环比来看，美国劳工部的报告指数，住宅(shelter)和汽油(gasoline)贡献了3月一半的CPI环比增速；另一方面，服务项目中的汽车保险和医保服务费用环比增速有所跳升，而机票价格则显著下降。从同比来看，能源和除住宅外的核心服务的通胀压力显著抬升，其中能源对CPI同比增速的贡献自2023年3月以来首次由负转正，而住宅通胀则未能进一步回落。
- **能源再通胀或将持续，服务业通胀韧性难以消除；我们将未来数月CPI同比增速预期上调至3.4%-3.9%的区间，并继续提示上行风险。**从能源通胀来看，目前彭博统计的市场一致预期认为2024年布伦特油价均值为约86美元/桶，参考该数据，我们预计未来数月能源通胀的同比增速或在6月左右冲高至5%左右（目前为约2%），但之后数月或逐渐在高基数的影响下有所回落。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维持在0%左右。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，尽管时薪同比增速有所放缓，但在就业市场整体强劲的背景下，剔除了住房通胀的CPI服务业(Super Core)同比增速的反弹仍有可能持续。整体而言，未来数月美国的商品通胀存在反弹的可能性，服务业韧性则仍有可能持续，美国通胀压力仍较大，且再通胀的风险在2024年下半年或将进一步升高。另一方面，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额外的上行风险。我们根据最新的数据趋势调整了美国CPI预测模型，该模型显示美国CPI同比增速未来数月或将持续位于3.4%-3.9%左右的较高水平（此前模型预期区间为3.0%-3.6%）。
- **超预期强劲的通胀数据带动市场短暂进入“紧缩交易”；2024年降息次数预期值降至约两次，6月首降预期快速消退。**再一次强于市场预期的3月通胀数据对市场造成了显著冲击，市场短时间内呈现出较为典型的“紧缩交易”的特征：黄金和美股期货快速跳水，美债2年和10年期收益率以及美元指数快速冲高。与此同时，市场也快速调降了对于美联储在2024年降息路径的预期：6月首次降息的概率由数据公布前的约55%快速降低至低于20%；2024年全年降息幅度预期也由数据公布前的约67个基点快速下降至不到45个基点。考虑到美国经济和通胀的强劲，我们认为美联储近期可能会对进一步调整其于2022年末给出的2024年降息三次的路径指引，这可能会抬升美债长端收益率。不过，考虑到美国 and 全球盈利周期近期触底回升的迹象愈发明显，我们预计可能的货币政策边际鹰派的调整对于风险资产的负面冲击或将弱于2022年和2023年。
- **风险提示：美国通胀走势偏离预期。**

图表 1. 美国 CPI 数据及其主要分项走势

通胀数据 %		2024/03	2024/02	市场预期	
同比变动	综合	CPI	3.5	3.2	3.4
		核心CPI	3.8	3.8	3.7
	主要分项	食品	2.2	2.2	NA
		能源	2.1	-1.9	
		核心商品	-0.7	0.3	
		住宅	5.7	5.7	
除住宅外的核心服务	4.8	4.3			
环比变动	综合	CPI	0.4	0.4	0.3
		核心CPI	0.4	0.4	0.3
	主要分项	食品	0.1	0.0	NA
		能源	1.1	2.3	
		核心商品	-0.2	0.1	
		住宅	0.4	0.4	
除住宅外的核心服务	0.7	0.5			

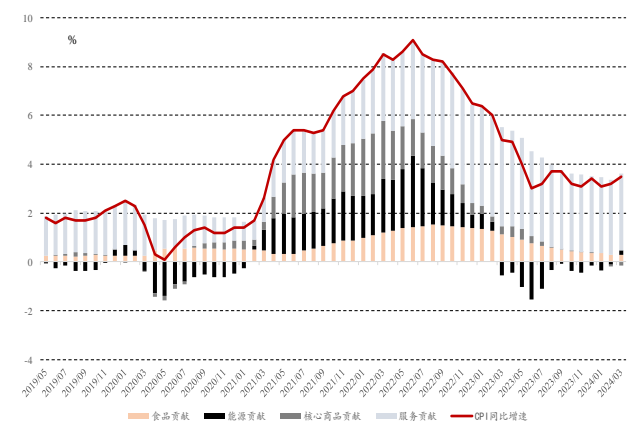
资料来源：美联储，彭博，中银证券

图表 2. 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



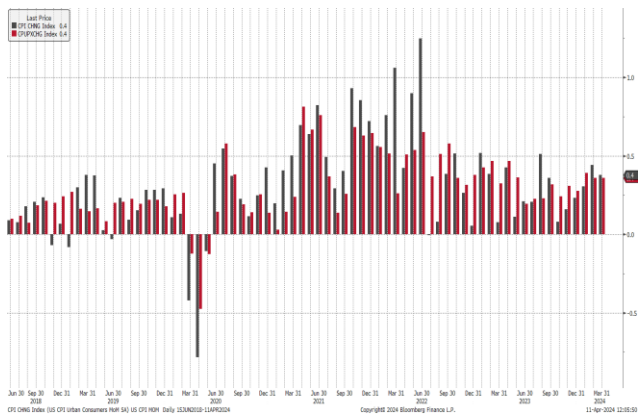
资料来源：彭博，中银证券

图表 3. 美国通胀同比增速分拆估算：核心商品和服务业分别是最大的负贡献和正贡献项目



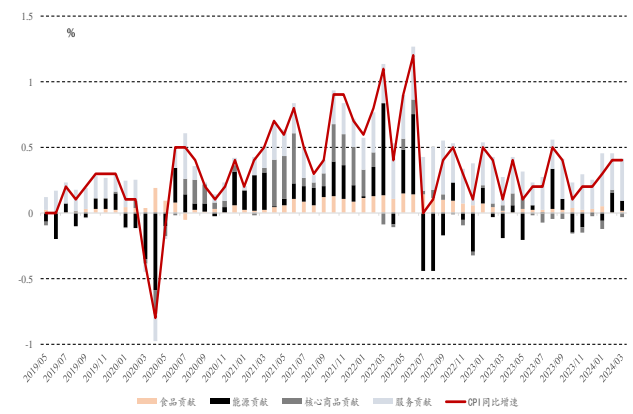
资料来源：彭博，中银证券

图表 4. 美国 CPI 环比(灰色) & 核心 CPI 环比(红色)



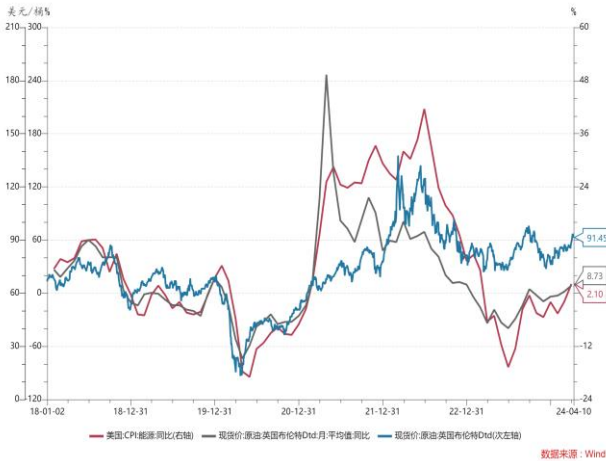
资料来源：彭博，中银证券

图表 5. 美国通胀环比增速分拆：除核心商品外的主要分项均环比正增长



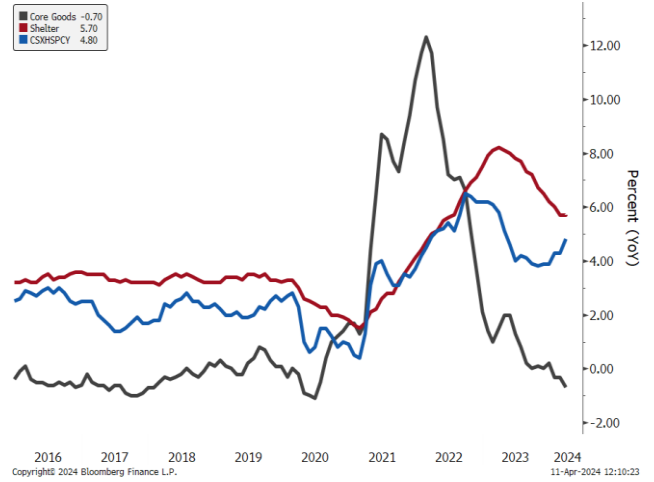
资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 美国 CPI 能源同比增速 vs 油价走势



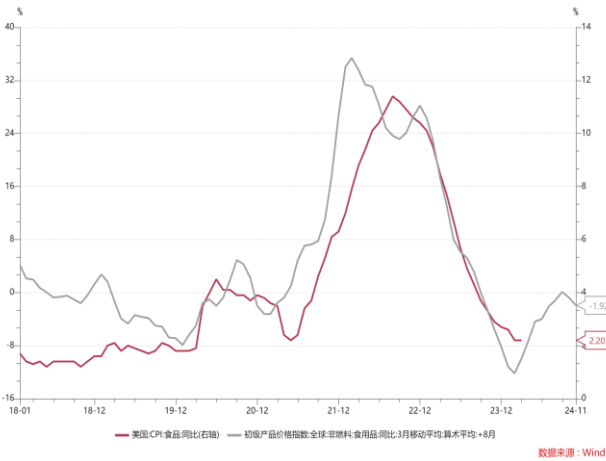
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 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)



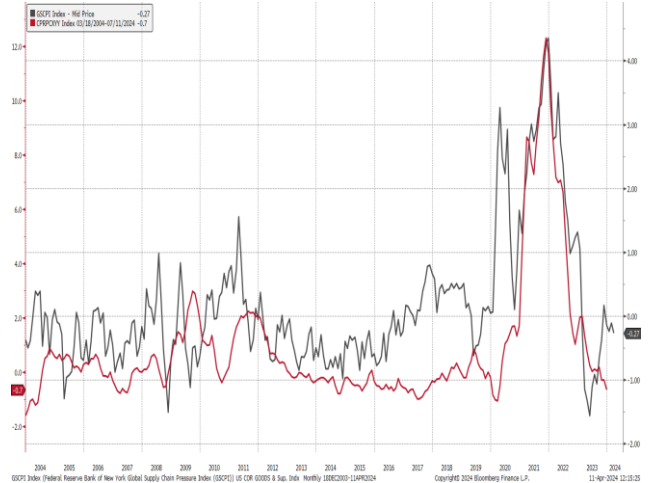
资料来源：彭博，中银证券

图表 8. 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



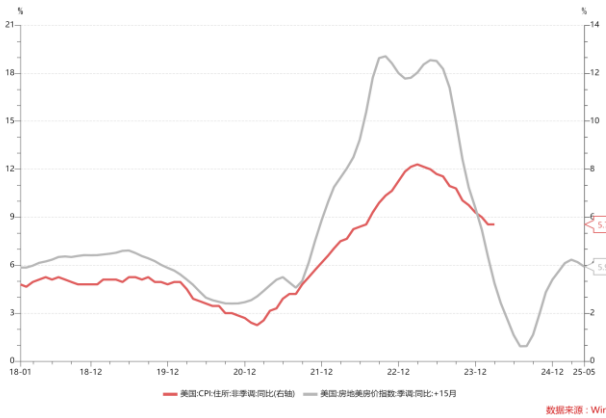
资料来源：万得，中银证券

图表 9 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)



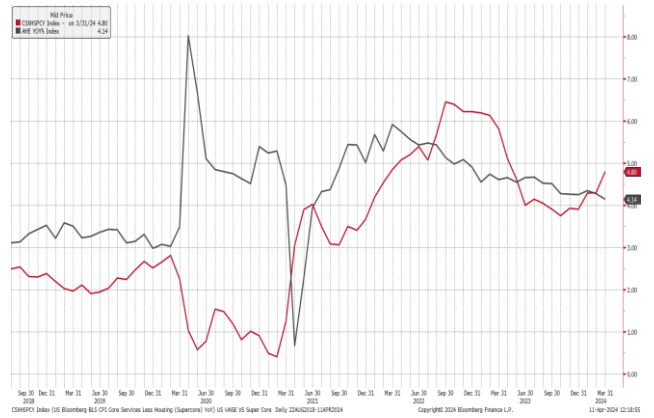
资料来源：彭博，中银证券

图表 10. 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



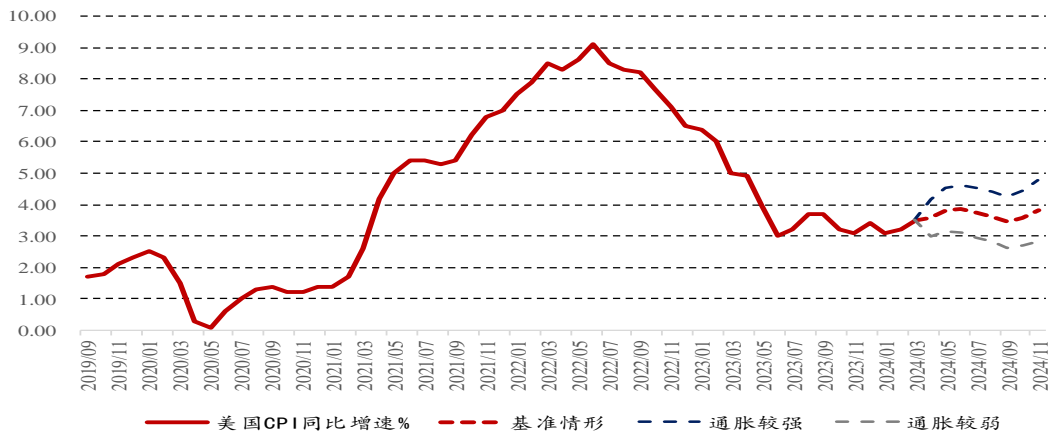
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 美国非农时薪同比增速 (灰色线) vs Super Core 同比增速 (红色线)



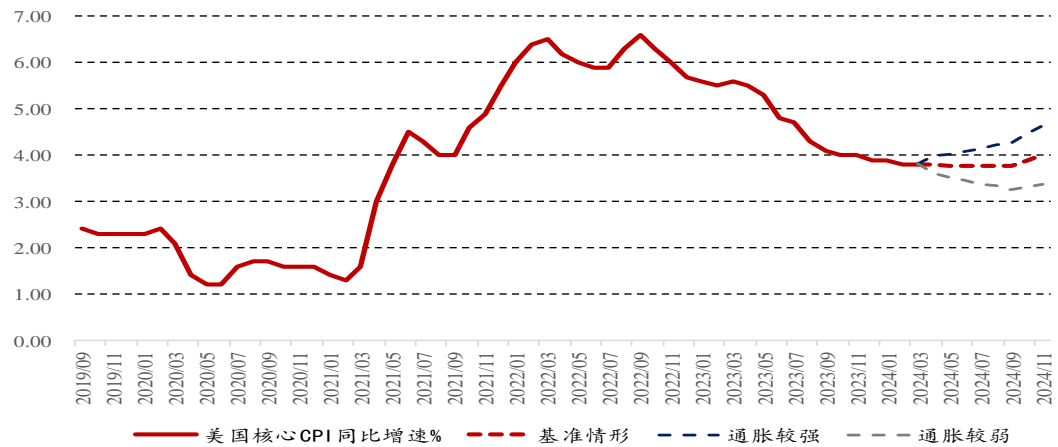
资料来源：彭博，中银证券

图表 12. 美国 CPI 同比增速：实际值 vs 预期值



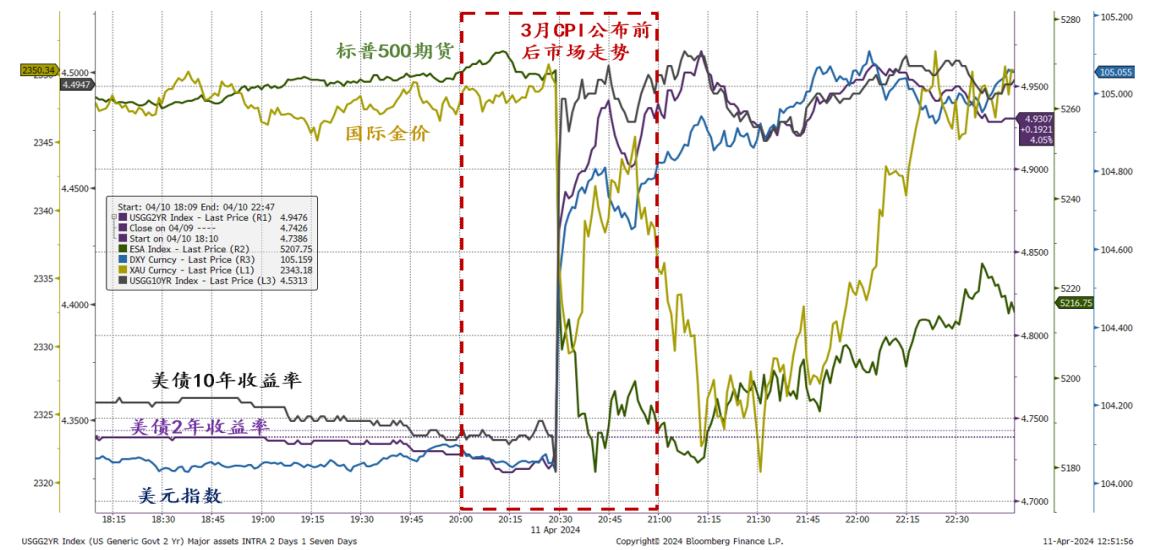
资料来源：彭博，中银证券

图表 13. 美国核心 CPI 同比增速：实际值 vs 预期值



资料来源：彭博，中银证券

图表 14. 美国 CPI 数据公布前后市场走势



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