

意料之中，预期之外

2023年/4月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

昨日公布的美国3月CPI数据明显低于市场预期，市场产生剧烈反应。但是，这一数据却在我们一直的意料之中（请见前面几期美国宏观经济研究报告）。

事件：

美国2023年3月CPI同比上涨5%（市场预期上涨5.1%，前值上涨6%），环比上涨0.1%（市场预期上涨0.2%，前值上涨0.4%）；核心CPI同比上涨5.6%（市场预期上涨5.6%，前值上涨5.5%），环比上涨0.4%（市场预期上涨0.4%，前值上涨0.5%）。

点评：

- 1、3月美国CPI同比环比增速均低于市场预期，连续9个月下滑，创2021年6月以来最低；虽然核心CPI同比增速出现小幅反弹，但通胀总体下行趋势基本确定。
- 2、3月CPI超预期下行的主要原因是：**能源价格**增速开始转负，食品价格增速也在持续回落；同时，服务项同比增速出现放缓迹象。

首先，能源价格同比增速自2021年2月以来**首次转负**，完全符合我们此前预期（详见《美国2月通胀数据快评》）。

数据显示，3月能源项同比下降6.4%，较上月大幅减少11.6个百分点，本月对CPI的贡献为-0.44%，相比上月减少0.8个百分点，是本月CPI增速回落的**主要原因**。其中，汽油价格同比大幅下降17.4%，相比上月降幅扩大15.4个百分点；管道天然气同比上涨5.5%，相比上月大幅减少8.8个百分点。虽然4月国际原油价格较3月低点出现一定程度的反弹，但考虑到去年的高基数效应，我们维持此前判断，若无突发事件冲击，能源项对美国CPI的同比贡献将在今年上半年维持负值，并带动同期美国CPI继续回落。



其他商品方面，食品项同比上涨 8.5%，较上月继续降低 1 个百分点，连续 8 个月出现下滑，同比增速创去年 2 月以来新低，本月对 CPI 的贡献为 1.15%，相比上月降低 0.14 个百分点。

其次，服务价格（除能源服务）同比增速出现**放缓**，表明对劳动力成本敏感的服务价格开始出现降温迹象，也呼应了 3 月美国非农就业数据（详见《3 月美国非农数据快评》）。

数据显示，3 月服务项同比上涨 7.1%，较上月减少 0.2 个百分点，结束自 2021 年 8 月以来连续上涨的趋势。其中，**家计项**上涨 8.2%，较上月继续增加 0.1 个百分点，继续创 1982 年 6 月以来的最高增速，对 CPI 的拉动为 2.7%，相比上月增加 0.03 个百分点，继续成为本月通胀**最大**的推动因素。目前家计项的价格最为坚挺，但由于该指标具有统计时滞，其先行指标美国房租指数同比增速已经在去年 2 月达到峰值后持续回落，我们预计家计项在 2023 年对 CPI 的拉动作用将逐渐**趋缓**。

其他服务项方面，医疗项同比上涨 1%，较上月继续减少 1.1 个百分点，对 CPI 的拉动为 0.07%；交通运输项同比上涨 13.9%，相比上月减少 0.7 个百分点。

结论：

1、美联储加息周期基本结束。

本月 CPI 报告是 5 月美联储议息会议前的最后一份报告，结合此前公布的 3 月美国非农报告，我们维持**此前判断**，美联储加息周期基本结束，5 月大概率不会加息，小概率继续加息 25bp，市场利率终点将很可能止步 5-5.10%。由于核心通胀仍存在一定粘性，年内美联储降息概率不大，利率仍将在高位维持一定时间，后期货币政策可能转向以缩表操作为主。

2、对未来大类资产价格走势，我们依旧维持原先的判断：

- 今年内十年期美债收益率大概率无法突破 4%，中长期将持续下行。
- 美元指数短期预计在 100-105 区间震荡，中长期将继续走弱。
- 美股已经基本消化银行危机的冲击，处于持续反弹中，未来需关注高利率对企业盈利影响而存在的下行风险。
- 此前反复提示的黄金交易机会仍可继续关注。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

