

## 宏观点评 20240410

### 3月通胀：6月不降息就够了吗？

2024年04月10日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《基建的开局与后劲》

2024-04-10

《3月非农：市场“不相信”的三个理由》

2024-04-06

■ 3月美国通胀带来的问题可能不仅仅是美联储今年何时降息、降不降息那么简单，这可能会让拜登连任的“大棋”乱了“阵脚”。3月美国CPI数据的重要信号是美国通胀的下行趋势至少阶段性全面停滞——无论是整体还是核心，同比还是环比。值得注意的是，白宫第一时间发布了总统对于通胀的点评，可以看得出拜登确实急了，而通胀治理的优先级正在上升。

6月不降息基本大局已定，从操作程序上，当前的数据不可能让美联储在4月底、5月初的会上给出首次降息的预期引导，而且鉴于美国制造业PMI在3月重回50上方，今年不降息的可能性已经大大上升。但是不确定性的症结在于今年是大选年。

今年拜登连任的担子比较重。截至3月底，特朗普在民调中依旧有不小的领先优势，而拜登当前面临着治理通胀和呵护股市的双重任务。一方面，从去年开始通胀就是影响民意导向的核心因素，从白宫文稿来看，拜登政府主要的政策措施是改善供给来缓解——建造更新住房，降低药物和医疗成本，这可能意味着财政支出上会加快节奏；而另一方面，股市的表现是总统连任的传统考题。当前美股的表现离连任成功的历史标准还有不少距离。

如果鱼和熊掌不能兼得，一个可能的折衷方案是调整节奏。第二季度以治理通胀为抓手，引导不宽松甚至是紧缩预期；第三季度到大选前再逐步向宽松方向引导，让市场逐步回暖。

■ 可能更重要的是，通胀还没有达到“实质性”改变的地步。自通胀2次超预期以来，鲍威尔就多次明确数据尚未达到“真正改变整体情况”（really changed the overall story）的标准。

■ 目前为止通胀的改善甚至几乎陷入“停滞”：核心通胀环比增速连续3个月维持在0.4%，这并不是通胀状况发生根本性改变的信号。除此之外，3个月及6个月年化核心CPI在1月底反弹后未见回落迹象。

■ 那么具体来看，本次通胀表现到底如何？

■ 从细项上来看3月通胀数据，能源和超级核心服务通胀是本期通胀反弹的最大助力，住房通胀则逐步降温。食品和家庭食品价格整体与上月保持不变。核心商品方面，新车和二手车价格回落带动核心商品环比增速再次转负。那么具体来看：

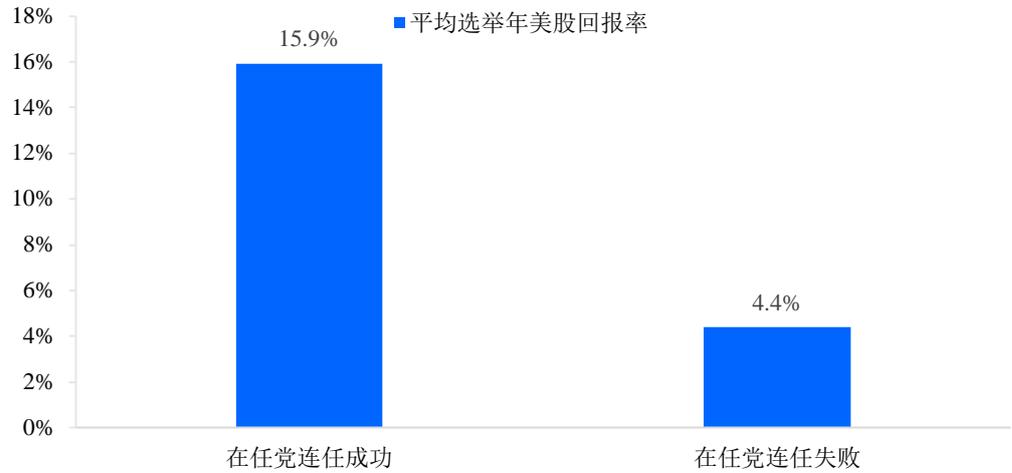
■ 能源价格持续回升，能源分项对通胀同比增长的贡献转正。自2024年2月以来，无论是原油价格还是汽油价格都出现了不同程度的上涨，2024年2月美国平均汽油价格环比上涨4.4%，3月份继续上涨3.9%，这也是通胀整体上涨的一大关键因素。3月能源通胀同比增速自去年2月以来重回正增长，创下2.1%的高增速。

能源价格之所以重要，是因为其上涨会推高整个经济的生产和运输成本，然后转嫁到食品和核心价格上。同时提高通胀预期从而间接抬高通胀水平。因此正如美联储2023年底的研究发现，油价每上涨10%，整体CPI将抬升0.4个百分点。虽然这一影响是渐进的，效果在油价上涨的往后8个季度内逐渐加强。但这也意味着中远期通胀有一定上行压力，减缓通胀回落的进程。

■ 核心服务方面，住房租金仍是最大“贡献者”，但增速有所放缓。3月住房分项CPI环比上升0.4%，同比5.6%，虽然同比增速逐步降温，但相对缓慢，住房通胀的韧性仍是核心CPI的主要拉动。住房租金占比美国CPI近三分之一，占比核心CPI超40%。如图所示，虽然住房租金对美国核心CPI的支撑在2023年3月开始减弱，但其速度十分缓慢。因此虽然房租价格的领先指标已经开始下行，但其传导至住房通胀面临重重阻碍。

- **超级核心通胀的强劲上升可能是压垮美联储6月降息的最后一根稻草。**  
3月美联储钟爱的指标—超级核心通胀（剔除了住房的核心CPI服务分项）强劲上升，不仅环比反弹至0.65%（2023年以来仅低于2024年1月），而且同比上涨高达4.8%，再次刷新近一年以来的最大上涨幅度。超级核心通胀的强势回升可能意味着美联储6月再难加息。  
  
从分项上来看，3月超级核心通胀的反弹主要受医疗护理服务（环比0.6%）、运输服务（环比1.5%）以及其他杂项个人服务（环比1.3%）的支撑。而休闲服务（环比0.1%）、教育和通讯服务环比增速（环比0.2%）则有所下降。
- **核心商品增速在2月的回升更多是扰动而非趋势。**我们之前提到，2月核心商品环比增速的转正可能是后续通胀回升的一大“隐患”。但本月数据来看，3月核心商品环比增速为-0.2%，同比增速更是创下-0.7%的新低，更加证明了2月核心商品通胀扰动大于趋势。其中，二手车（环比-1.1%）、新交通工具（-0.2%）环比增速继续降温，成为本期核心商品通胀回落的最大助力，而服装通胀（环比0.7%）则有所回升。
- **降息，还有没有的降？**虽然美国3月通胀再超预期，且环比增速超过了0.3%的“好”的门槛。但是我们认为这并不能够给3月通胀下最终定论。因为美联储首选的通胀指标—个人消费支出（PCE）价格指数尚未公布。**因此往后看，美联储更加偏向的PCE环比增幅显得尤为重要。基于基数效应，我们认为未来3个月的PCE将比CPI更加“受人待见”，但是随着基数效应的退散，美联储可能需要更长时间来确认通胀“实质性”的变化，降息从6月往后推迟。**
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

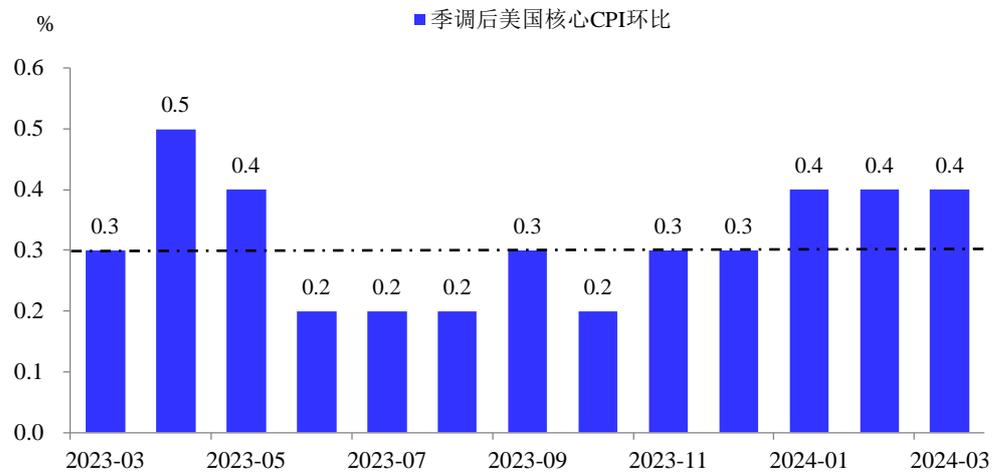
图1: 总统连任成功的平均美股表现



注: 数据选自 1926 年以来; 美股为标普 500。

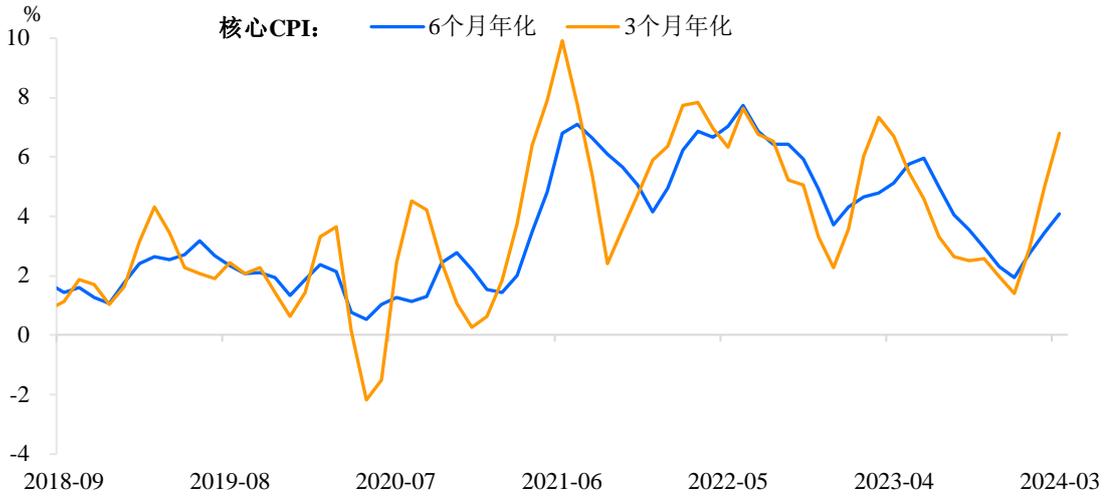
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美国核心通胀 3 个月维持 0.4% 的环比增速



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 美联储关注的3个月及6个月核心通胀指标反弹加速上涨



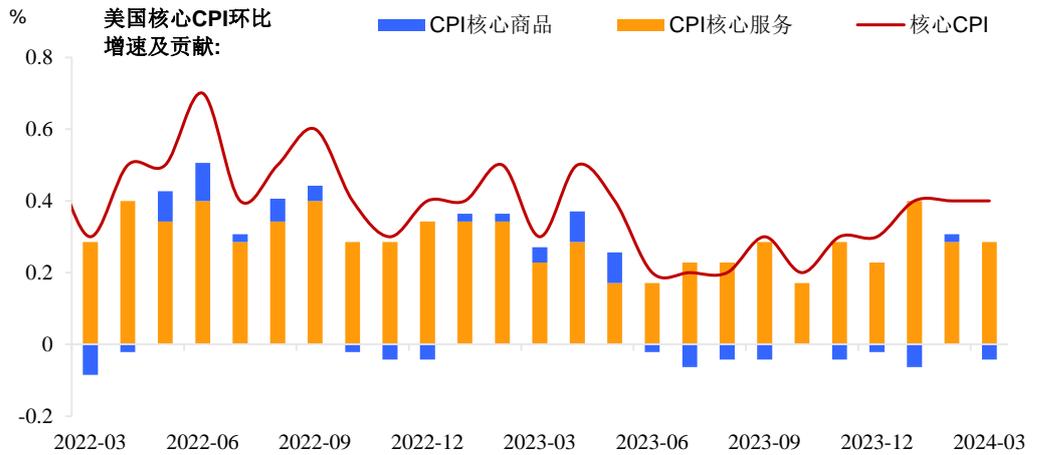
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国3月CPI分项数据一览

	2024年3月美国CPI数据一览									
	同比, 季调 (%)					环比, 季调 (%)				
	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11
<b>CPI</b>	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
<b>食品</b>	2.2	2.2	2.6	2.7	2.9	0.1	0.0	0.4	0.2	0.2
家庭食品	1.2	1.0	1.2	1.3	1.6	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0
非家用食品	4.2	4.5	5.1	5.2	5.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4
<b>能源</b>	2.1	-1.9	-4.6	-2.0	-5.4	1.1	2.3	-0.9	-0.2	-1.6
能源类商品	0.9	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	1.5	3.6	-3.2	-0.7	-3.8
汽油(所有种类)	1.3	-3.9	-6.4	-1.6	-8.7	1.7	3.8	-3.3	-0.6	-4.0
燃油	-3.7	-5.4	-14.2	-14.6	-24.8	-1.3	1.1	-4.5	-3.3	-1.1
能源服务	3.1	0.5	-1.8	-0.9	0.0	0.7	0.8	1.4	0.3	1.0
电力	5.0	3.6	3.8	3.3	3.4	0.9	0.3	1.2	0.6	1.0
公共事业(管道)燃气服	-3.2	-8.8	-17.8	-13.8	-10.5	0.0	2.3	2.0	-0.6	1.2
<b>核心CPI</b>	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
商品,不含食品和能源类商品	-0.7	-0.3	-0.3	0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2
新交通工具	-0.1	0.4	0.7	1.0	1.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0
二手汽车和卡车	-1.9	-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-1.1	0.5	-3.4	0.6	1.4
服装	0.4	0.0	0.1	1.0	1.1	0.7	0.6	-0.7	0.0	-0.6
医疗护理商品	2.5	2.9	3.0	4.7	5.0	0.2	0.1	-0.6	-0.1	0.5
服务,不含能源服务	5.4	5.2	5.4	5.3	5.5	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5
住房	5.6	5.8	6.1	6.2	6.5	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4
运输服务	10.7	10.0	9.7	9.6	10.1	1.5	1.4	1.0	0.1	1.0
医疗护理服务	2.1	1.1	0.6	-0.5	-0.9	0.6	-0.1	0.7	0.5	0.5

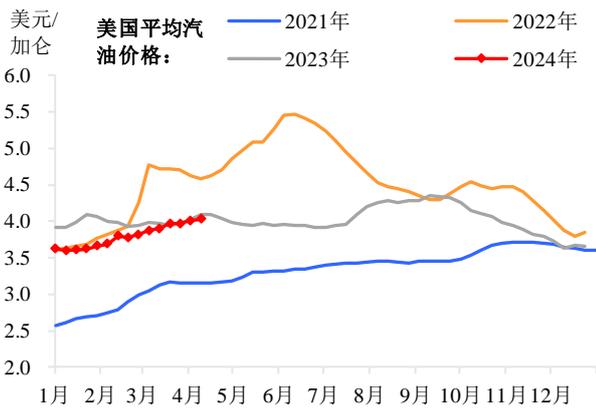
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国3月核心服务环比韧性十足, 核心商品环比再次转负



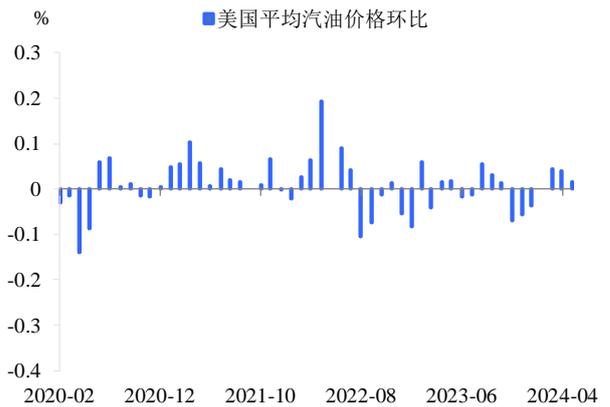
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国平均汽油价格开年来一路上涨



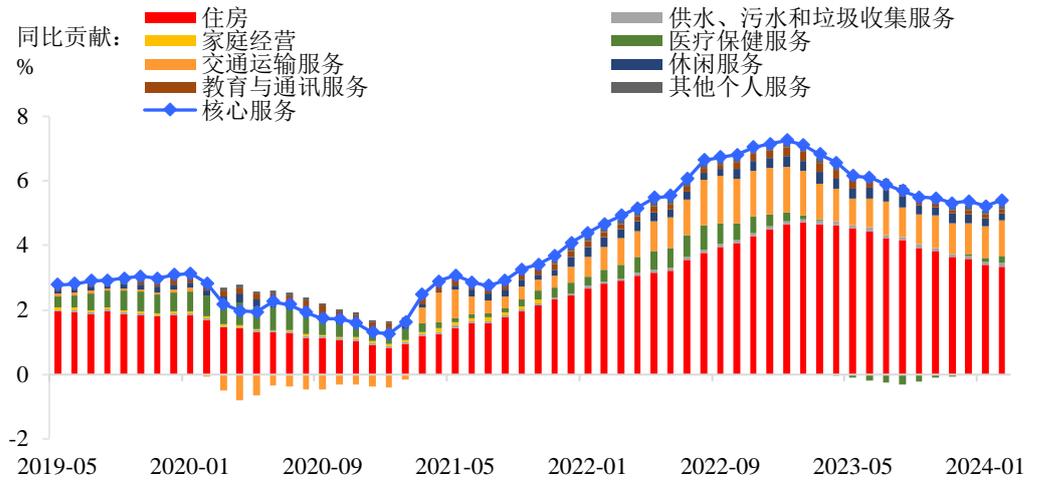
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 油价环比上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 住房虽对核心服务的支撑放缓, 但仍是最主要的贡献项



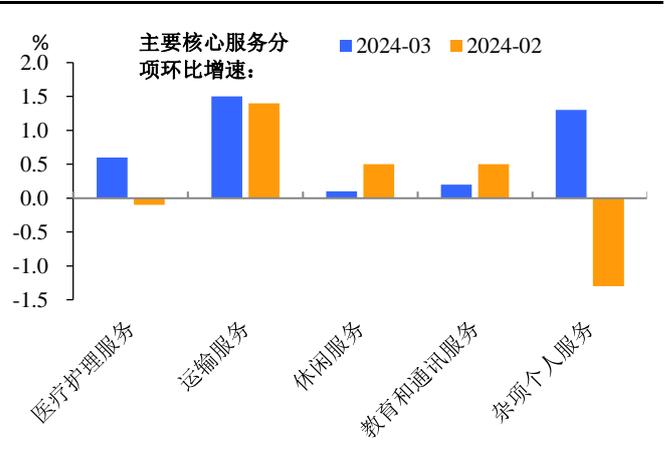
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 3月美国超级核心通胀大幅回升



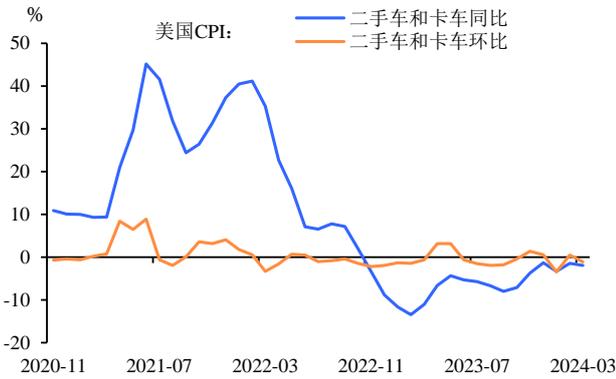
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 3月医疗护理服务、运输服务等支撑超级核心通胀



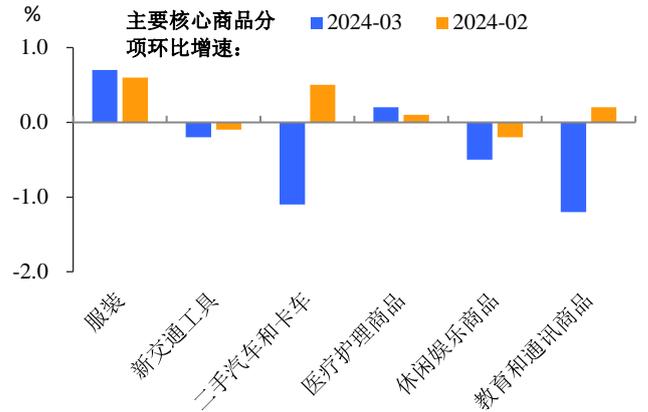
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2月美国二手车通胀再次回落



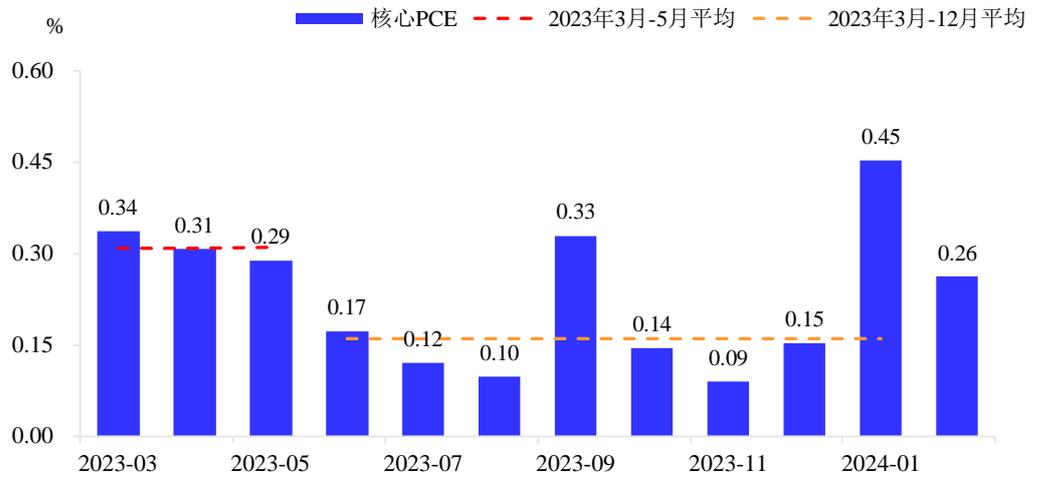
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 3月服装通胀环比增速回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 基数效应下, 未来3个月内的PCE表现将较好



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>