

“二次通胀”山雨欲来——美国 CPI 点评（2024.3）

事件点评

投资要点

- ◆ **美国 3 月核心 CPI 的再度超预期高位表现，令全球市场不得不正视美国商品和服务市场、劳动力市场走强的真实中短期逻辑，集中修正近几个月以来过于乐观的降息预期。**据美国劳工统计局当地时间 4 月 10 日上午公布的数据，美国 3 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别增长 3.5% 和 3.8%，分别较 2 月反弹 0.3 个百分点和维持 2 月的高位水平，连续第 3 月明显超出市场预期。市场此前对 3 月核心 CPI 通胀小幅回落（从而证实 1-2 月强劲的通胀表现是暂时性的）寄予厚望，数据公布后美元指数直线飙升，现货黄金价格跳水，全球市场不得不正视美国经济维持强劲、劳动力市场持续紧张的深层次逻辑，近几个月以来弥漫的对于美联储上半年启动降息的过于乐观的情绪面临集中修正。从总体 CPI 的角度来看，原油价格持续上涨带动美国能源 CPI 连续第二个月涨幅较大是通胀反弹的主要原因，巴以冲突将伊朗卷入其中而日益复杂化，加之俄乌冲突延宕，OPEC 重点产油国延长自愿减产协议，全球原油供给仍存在较高的中期不确定性，预计油价仍将维持高位，并持续令增大美国总体 CPI 的高位黏性，总体通胀连续回落并非未来数月可见的预期。
- ◆ **两大数据闭环、一大政策导向共同显示美国核心 CPI “二次通胀”已经山雨欲来：1) 薪资增速高位抬头向核心服务通胀传导效应成型并获强化；2) 本轮美联储货币紧缩对房价和房租形成的小幅抑制已经开始消退；3) 美国政府保护主义的贸易和投资政策愈演愈烈，可能在未来数月重新推升美国耐用消费品价格。**1) 在消费需求具有刚性、稳定呈现薪资高增滞后数月传递关系的核心服务（除房租）价格方面，3 月环比大幅上涨达 0.52%，推动同比增速上行 0.2 个百分点至 5.4%。考虑到 3 月美国劳动力市场仍持续呈现生活性服务业新增就业火热的态势，时薪环比增速亦大幅回升（详细分析参考《美国就业再度走强，中美央行边际转鹰——中美货币政策专题报告 暨双循环周报（第 52 期）》2024.4.6），美国的“薪资通胀螺旋”在服务业领域已经形成结构闭环并逐步强化的传导链条，可能延续至未来数月。2) 3 月房租环比涨幅不但没有继续回落，反而小幅反弹 0.08% 至 0.5%，持续高于疫情前数年的正常均值涨幅；考虑到房租往往是此前 5 个季度房价的滞后、平均意义上的综合体现，而 5 个季度前美联储加息斜率最为陡峭的阶段刚刚过去，房价承受的货币紧缩压力也已经度过峰值，这可能意味着本轮货币紧缩对房价和房租所形成的本来就幅度很小的抑制效应已经开始消退，未来数月美国房租环比涨幅可能出现反复。3) 在 2 月大幅走强后，3 月美国核心商品环比暂时有所降温，但注意到美国政府近期在对华“脱钩断链”的保护主义贸易投资政策道路上渐行渐远，耶伦二次访华误导性地指摘中国新能源汽车等耐用消费品产业链“产能过剩”并受到我财政部基于全球消费需求前景展望和国际贸易规则的合理反驳。中国出口产业链在包括消费电子、汽车、家电等耐用消费品领域成为全球供应链的中流砥柱，美国不断强化的保护主义政策导向可能令美国消费者在未来数月面临耐用消费品价格上涨的风险，劳动力潜在供给空间的压缩也可能通过薪资强化消费品“二次通胀”的逻辑。
- ◆ **面对美国经济独步发达经济体，“二次通胀”山雨欲来的格局，美联储着实没有迫切降息的必要性，全球市场参与者都不得不正视过去几个月对于美联储降息预期过于乐观、同时选择性忽略非美发达经济体普遍陷入“类滞胀”而导致提早降息的巨大可能性所带来的外汇市场价格失衡可能面临集中修正的巨大风险。**近期美联储与欧日瑞加央行“鹰鸽背离”日渐扩大的背景下，我们愿重申预计美联储首次降息最早在今年 9 月、欧英首降最晚在今年 6 月的预测不变，美元指数近期大幅上冲超调的概率提升，并可能带来新一轮人民币被动贬值压力，财政扩张是政策之中流砥柱。
- ◆ **风险提示：**美联储降息晚于预期导致美元指数上冲、限制我国货币宽松空间风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.com.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.com.cn

相关报告

金价创历史新高，市场在交易什么？

2024.4.10

美国就业再度走强，中美央行边际转鹰——中美货币政策专题报告 暨双循环周报（第 52 期） 2024.4.6

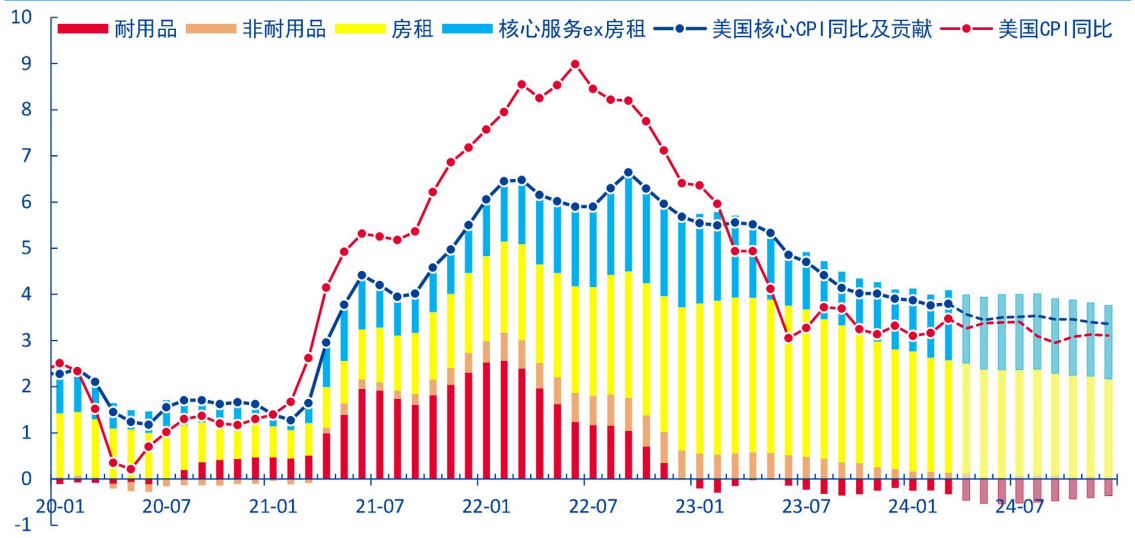
美国 PMI 上冲为何令降息预期推迟？薪资！——美国 PMI 点评（2024.3） 2024.4.2

PMI 为何突升？能否持续？——PMI 点评（24.3） 2024.3.31

美 GDP 上修欧日放鸽，地产边际放松仍看需求——华金宏观·双循环周报（第 51 期） 2024.3.30



图 1: 美国 CPI 同比及预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn