

2024年04月11日

## 美联储 2024 年可能不降息

### ——美国 3 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**美国公布 3 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.5%，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上升 3.8%，环比上升 0.4%，均略超过市场预期。

#### ● 通胀水平全面超预期反弹，去通胀进程遭遇“逆风”

**1. 总体通胀与核心通胀均超预期反弹。**美国 3 月 CPI 同比上升 3.5%，增速较 2 月上涨 0.3 个百分点，核心 CPI 同比上涨 3.8%，较 2 月份上升 0.05 个百分点，均超过市场预期。总的看，美国去通胀进程遭遇逆风，对美联储的降息决策将会产生重要影响，一则需要对去通胀进程进行重新校准观察；二则美联储当前或会将控通胀作为货币政策的首要任务。

**2. 分项看，能源通胀增速转正，核心通胀略有反弹。**具体而言，3 月能源项同比上升 2.1%，较 2 月份上升 4.0 个百分点；3 月份食品项同比上升 2.2%，较 2 月份持平，下降趋势暂停；核心商品环比增速较 2 月下降 0.3 个百分点至 -0.2%；核心服务环比上升 0.5%，与 2 月份持平。其中住房项同比上升 5.7%，环比上升 0.4%，与 2 月基本持平。

**3. 美国去通胀进程遭遇逆风，后续反弹压力或将有所增强。**总的看，3 月数据显示美国去通胀进程遭遇较大“逆风”，持续下行趋势暂告段落。往后看，需要关注美国通胀的反弹是否会持续。从超级核心服务通胀来看，3 月份同比、环比增速分别较 2 月份上升 0.5、0.18 个百分点，形势不容乐观。**若 2 季度能源价格保持高位，将会对美国民众的通胀预期起到一定的催化作用，且会逐渐向核心通胀传导**。此外，从 Zillow 房租指数来看，3 季度后房租通胀或将转正，从而带动核心通胀回落更加缓慢，届时美国或将面临更大的通胀压力。

#### ● 美联储 2024 降息时点或延至 4 季度，且有可能不降息

**1. 3 月通胀数据的全面反弹，一方面显示原油等能源价格的波动，对美国去通胀的影响将逐渐显现；另一方面说明美国劳动力市场对美国通胀的传导也较顺畅，就业市场的强劲是当前美国通胀的最大支撑。**

**2. 对美联储而言，我们认为其首次降息时点或将延后至 2024 年 4 季度，甚至有可能 2024 年不降息。**在前期报告中，我们曾指出美联储 6 月降息的隐含假定是避开 2024 年总统大选临近时段（彰显独立性），并尽最大可能引导经济软着陆（通胀下行+失业率不明显提升）。从 3 月份数据来看，通胀趋势下行的条件已有变化，美联储将有必要对去通胀进程重新校准，年中降息的可能性已经基本消失，而 9 月 FOMC 会议离大选时间（11 月 5 日）太近，且房租等核心服务通胀有一定的反弹压力，基准情形下，美联储或会选择不行动，因此首次降息时点或在 4 季度。若去通胀进程持续不及预期，美联储有可能 2024 年不降息。

**3. 对各类资产而言，通胀超预期反弹让美联储降息的必要性降低，10 年期美债收益率的中枢或将提升，短期内有可能会进一步上升。而美股估值端的压力或将增大，短期面临一定的调整压力，不过考虑到美国经济基本面较强，调整的幅度或有限。**考虑到欧洲央行可能于 6 月降息，美元指数或也将上行。对于近期涨幅较大的黄金，虽然降息预期延后对其有一定的负面影响，但考虑到后续通胀及经济、美国政治前景的不确定，中期看其价格或仍可有一定的支撑。

**● 风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

#### 相关研究报告

《央行指出关注长期收益率的变化—宏观周报》-2024.4.7

《美联储 2024 年降息决策面临强就业挑战—美国 3 月非农就业数据点评》-2024.4.6

《亮点在于外需回暖、供需结构改善—兼评 3 月 PMI 数据》-2024.4.1

## 目录

1、通胀水平全面超预期反弹，去通胀进程遭遇“逆风”	3
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期反弹	3
1.2、能源通胀增速转正，核心通胀略有反弹	4
1.3、美国去通胀进程遭遇逆风，后续反弹压力或将有所增强	5
2、美联储 2024 降息时点或延至 4 季度，且有可能不降息	6
3、风险提示	7

## 图表目录

图 1：美国 3 月通胀水平全面反弹	4
图 2：3 月通胀环比增速较 2 月有所上升	4
图 3：3 月能源通胀同比增速转正	4
图 4：食品通胀略有反弹	4
图 5：3 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反	5
图 6：美国汽油零售价格近期录得一定涨幅	5
图 7：粮食期货价格近期大多下跌	5
图 8：美国二手车价格短期下行压力不大	6
图 9：美国房租通胀后续或将继续下行	6
图 10：3 月美国非房核心服务通胀同比、环比均有一定幅度上行	6
图 11：2024 年以来美国实际薪资增速持续上行	7
表 1：美国 3 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%)	3

事件：美国公布 3 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.5%，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上升 3.8%，环比上升 0.4%，均略超过市场预期。

## 1、通胀水平全面超预期反弹，去通胀进程遭遇“逆风”

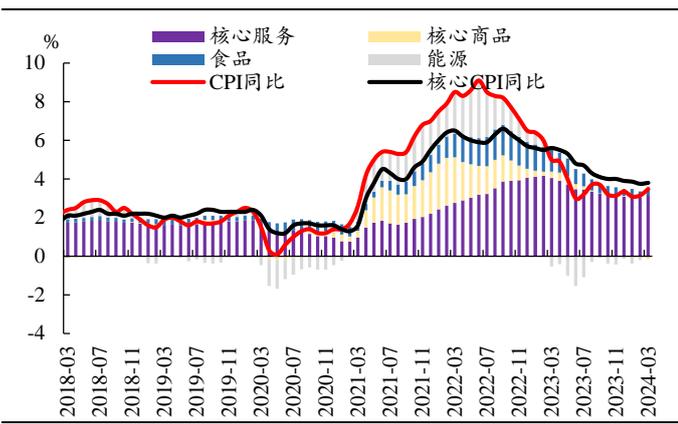
### 1.1、总体通胀与核心通胀均超预期反弹

美国 3 月 CPI 同比上升 3.5%，增速较 2 月上涨 0.3 个百分点，略超过市场预期。环比增速录得 0.4%，较 2 月下降 0.06 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.8%，环比上升 0.4%，同比增速较 2 月份上升 0.05 个百分点，环比增速同 2 月基本持平。3 月份 CPI 与核心 CPI 同步反弹，主因核心服务出现一定程度反弹，叠加能源价格近期有一定幅度上行。总的看，美国去通胀进程遭遇逆风，对美联储的降息决策将会产生重要影响，一则需要对去通胀进程进行重新校准观察；二则美联储当前或会将控通胀作为货币政策的首要任务。

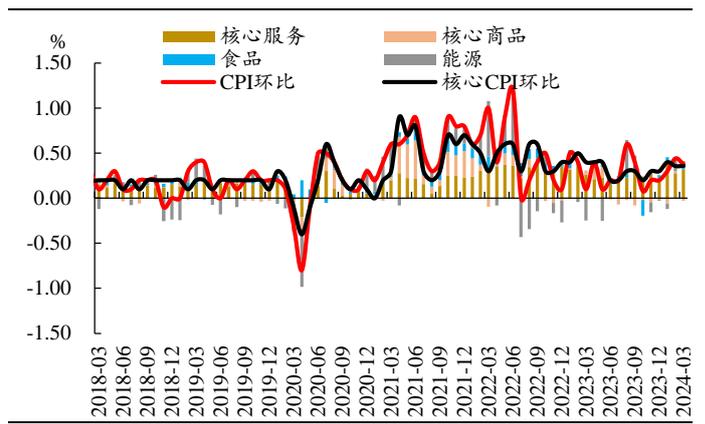
表1：美国 3 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-03	2024-03	2024-02	2024-01	2024-03	2024-03	2024-02	2024-01
100	全部	3.5	3.5	3.2	3.1	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>13.56</b>	<b>食品</b>	0.30	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	<b>0.01</b>	<b>0.1</b>	<b>0</b>	<b>0.4</b>
8.17	居家食品	0.10	1.2	1	1.2	0.00	0	0	0.4
5.39	外带食品	0.21	4.2	4.5	5.1	0.01	0.3	0.1	0.5
<b>6.66</b>	<b>能源</b>	0.15	<b>2.1</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.6</b>	0.08	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.9</b>
3.54	能源商品	0.05	0.9	-4.2	-6.9	0.05	1.5	3.6	-3.2
3.12	能源服务	0.10	3.1	0.5	-2	0.02	0.7	0.8	1.4
<b>18.89</b>	<b>核心商品</b>	-0.15	<b>-0.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>	-0.03	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>
3.52	家居	-0.13	-2.7	-2.3	-1.3	0.00	-0.1	-0.3	-0.1
2.51	服装	0.02	0.4	0	0.1	0.02	0.7	0.6	-0.7
3.68	新车	-0.02	-0.1	0.4	0.7	-0.01	-0.2	-0.1	0
2.01	二手车	-0.04	-2.2	-1.8	-3.5	-0.02	-1.1	0.5	-3.4
1.49	医疗保健	0.04	2.5	2.9	3	0.00	0.2	0.1	-0.6
0.85	含酒精饮料	0.02	2.4	2.4	2.3	0.00	0.1	0	0.3
1.372	其它商品	0.05	3.9	4.4	4.4	0.00	0.2	0.7	0.3
<b>60.9</b>	<b>核心服务</b>	<b>3.18</b>	<b>5.4</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>	<b>0.32</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>
7.67	主要居所租金	0.43	5.7	5.8	6.1	0.03	0.4	0.5	0.4
26.77	业主等价租金	1.51	5.9	6	6.2	0.12	0.4	0.4	0.6
6.52	医疗服务	0.14	2.1	1.1	0.6	0.04	0.6	-0.1	0.7
6.29	交通运输服务	0.64	4.5	4.5	5.3	0.10	0.1	0.5	0.4
3.27	休闲服务	0.14	10.7	9.9	9.5	0.00	1.5	1.4	1
5.04	教育与通讯服务	0.07	1.4	1.5	1.3	0.01	0.2	0.5	0.4

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

**图1：美国3月通胀水平全面反弹**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

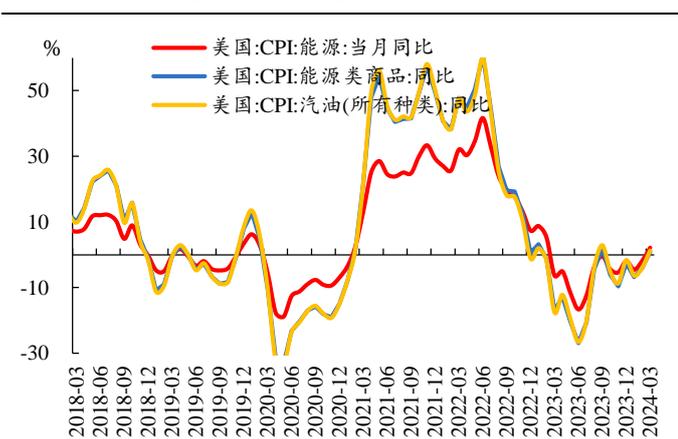
**图2：3月通胀环比增速较2月有所上升**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

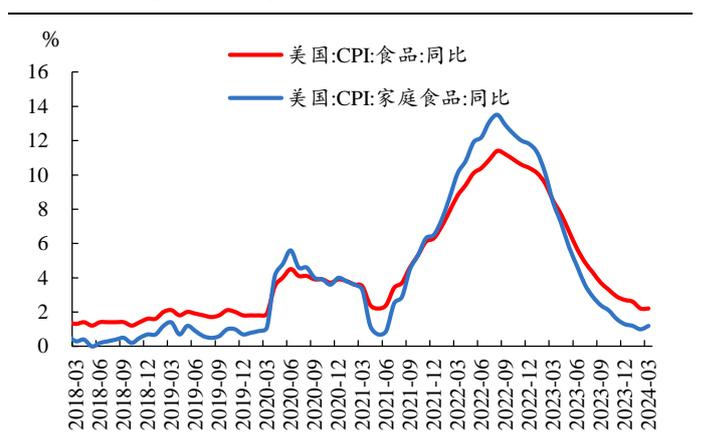
## 1.2、能源通胀增速转正，核心通胀略有反弹

(1) **能源方面**，3月能源项同比上升2.1%，较2月份上升4.0个百分点；环比上升1.1%，环比增速较2月份下降1.2个百分点。其中汽油项环比上升1.7%，环比增速较2月份下降2.1个百分点；燃油项环比下降1.3%，较2月份下降2.4个百分点。3月能源通胀同比有较大提升，我们认为主要是3月中下旬国际原油价格有较大幅度反弹。3月末美国汽油价格从2月底的3.15美元/加仑上升至3.41美元/加仑，整体提升约8.4%，与通胀数据表现较为一致。

(2) **食品方面**，3月份食品项同比上升2.2%，较2月份持平，下降趋势暂停；环比增速较2月上升0.1个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升1.2%，较2月份上升0.2个百分点。食品项的同比增速未再继续下行，显示粮食期货价格3月反弹向居民消费端传导基本稳定。

**图3：3月能源通胀同比增速转正**


数据来源：Wind、开源证券研究所

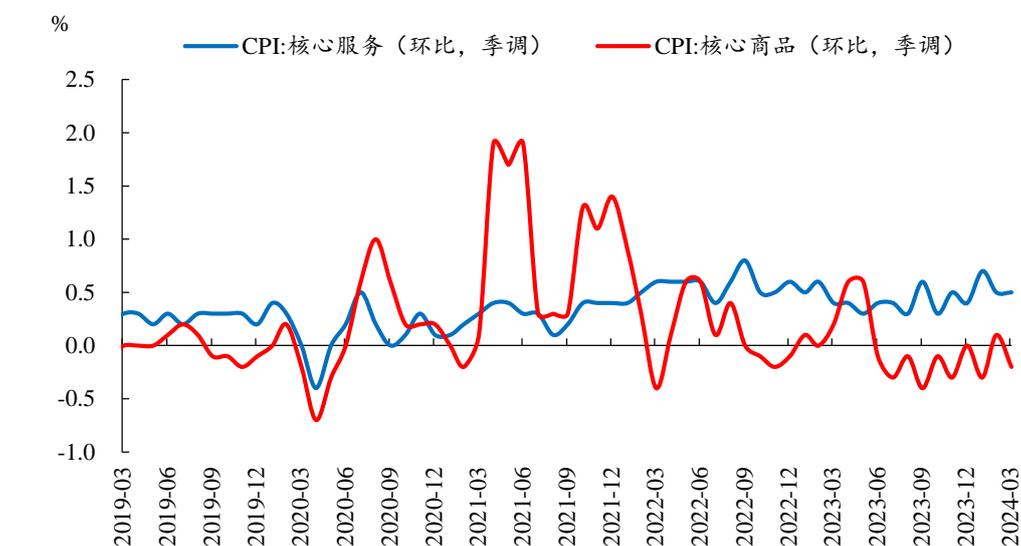
**图4：食品通胀略有反弹**


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心CPI方面**，3月核心CPI同比上升3.8%，环比上升0.4%。同比与环比增速分别较2月提升0.05个百分点、持平。**分项来看**，核心商品环比增速较2月下降0.3个百分点至-0.2%；其中二手车项环比下降1.1%，较2月份下降1.6个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势逐渐统一；新车方面，环比下降0.2%，环比增速较2月份继续下降0.1个百分点。核心服务环比上升0.5%，与2月份持平。其中住房项同比上升5.7%，环比上升0.4%，与2月基本持平，房租通胀3月仍在缓慢放缓。交通运输服务环比上升1.5%，较2月份提升0.1个百分点。**总的看，3**

月核心 CPI 同比增速略有抬升，且环比增速维持 0.4% 相对高位，后续去通胀进程恐将迎来更多逆风。

图5：3月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反



数据来源：BLS、开源证券研究所

### 1.3、美国去通胀进程遭遇逆风，后续反弹压力或将有所增强

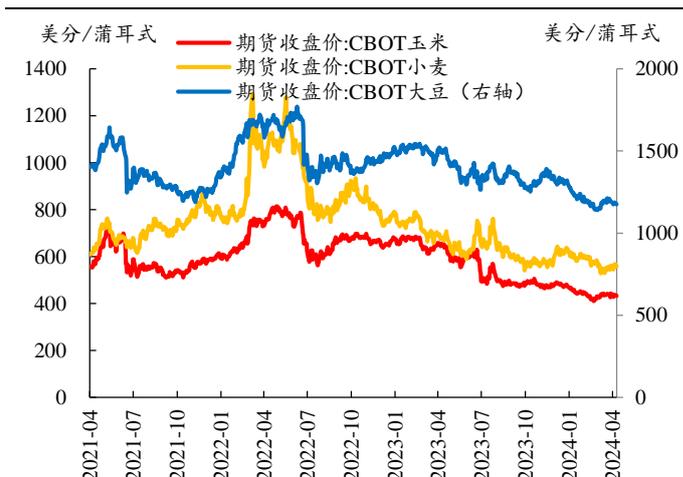
(1) 能源与粮食项短期内对通胀或有一定程度支撑。能源方面，截至 4 月 8 日，美国汽油价格为 3.45 美元/加仑，较 3 月底汽油价格上升约 1.14%。从近期原油价格表现来看，虽然已录得较大涨幅，但考虑到地缘政治仍存在不确定性，且供应端有一定的短缺，短期内或难下跌。食品方面，虽然总体需求相对有韧性，但后续供给亦有望改善。总的来看，原油、粮食等价格或将维持一定范围的区间波动，短期内能源与食品项或对整体通胀有望形成一定支撑。

图6：美国汽油零售价格近期录得一定涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：粮食期货价格近期大多下跌



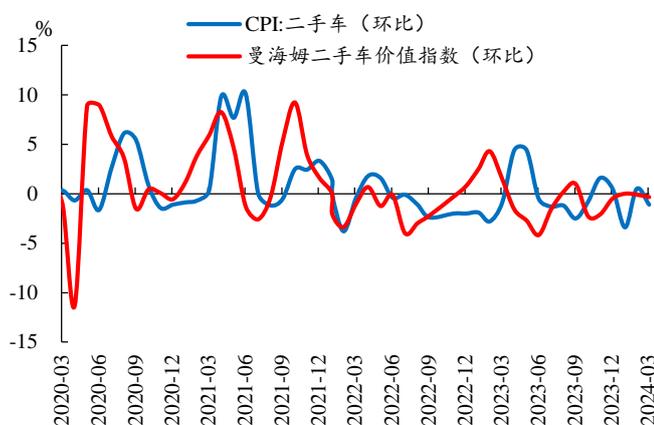
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀或将维持缓慢下行趋势。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 3 月环比下降 0.34%，预计二手车通胀后续环比增速转负空间较小；新车方面，随着供应链的改善，预计环比增速难有提升；核心服务方面，住房通胀仍是 3 月核心服务通胀的关键所在，从 Zillow 房租指

数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落，但下行幅度或将收窄。往后看，由于核心商品通胀可能继续小幅下行，核心服务通胀存在较大的不确定性，后续核心通胀的走势或将震荡。

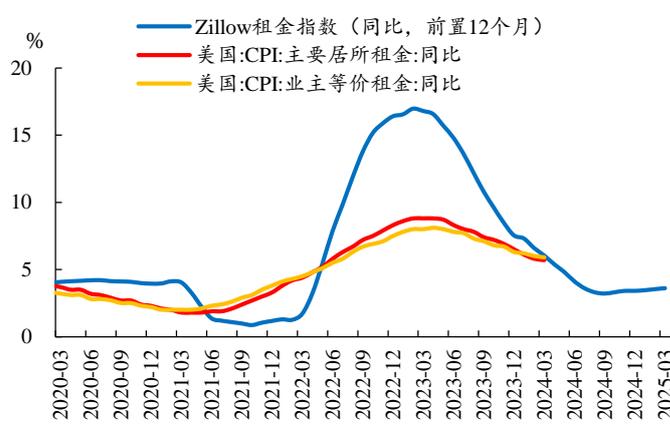
(3) 总的来看，3月的通胀数据显示美国去通胀进程遭遇非常大的“逆风”，通胀持续下行趋势暂告段落。往后看，需要关注美国通胀的反弹是否会持续，从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，3月份同比、环比增速分别较2月份上升0.5、0.18个百分点。若2季度能源价格保持高位，将会对美国民众的通胀预期起到一定的催化作用，且会逐渐向核心通胀传导。此外，从Zillow房租指数来看，3季度后房租通胀或将转正，从而带动核心通胀回落更加缓慢，届时美国或将面临更大的通胀压力。

图8：美国二手车价格短期下行压力不大



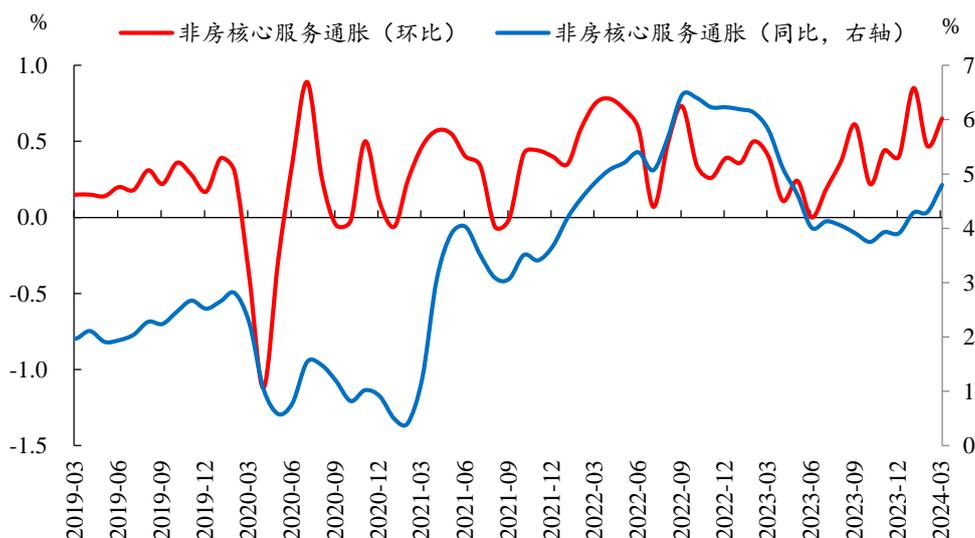
数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图10：3月美国非房核心服务通胀同比、环比均有一定幅度上行



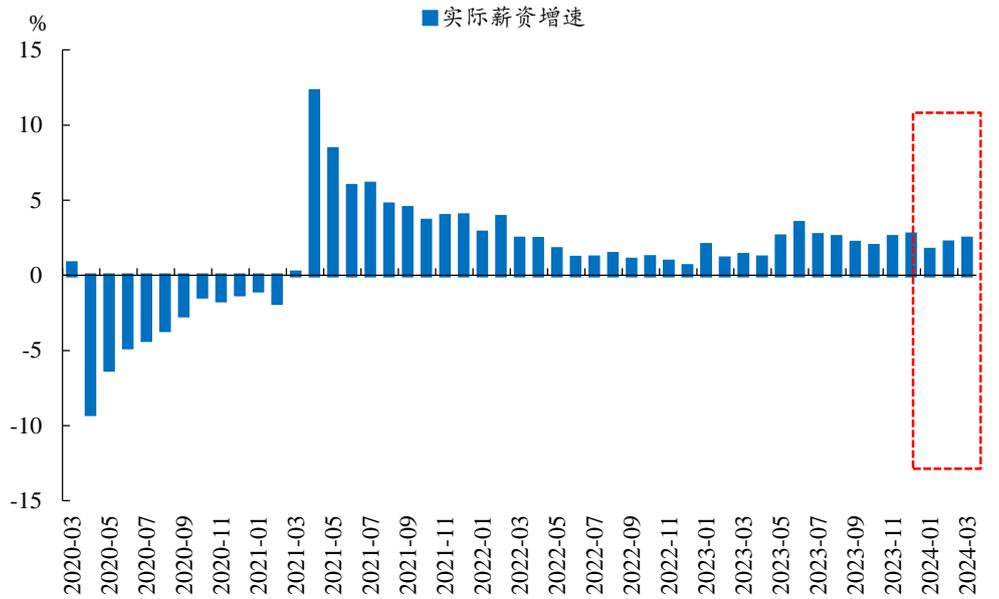
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

## 2、美联储 2024 降息时点或延至 4 季度，且有可能不降息

如何理解美国通胀数据的反弹？对美联储后续降息时点及各类资产有何影响？

3月通胀数据的全面反弹，一方面显示原油等能源价格的波动，对美国去通胀的影响将逐渐显现；另一方面，结合3月非农数据的超预期反弹，说明美国劳动力市场对美国通胀的传导也较顺畅，就业市场的强劲是当前美国通胀的最大支撑。事实上，如果我们考察实际薪资增速（整体薪资同比增速—通胀增速），可以发现美国整体实际薪资增速一直处于较高水平，2024年以来甚至持续上行，这或是当前美国通胀较有韧性，甚至出现反弹的重要原因。

图11：2024年以来美国实际薪资增速持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

对美联储而言，我们认为其首次降息时点或将延后至2024年4季度，甚至有可能2024年不降息。在前期的报告中，我们曾指出美联储6月降息的隐含假定是避开2024年总统大选临近时段（彰显独立性），并尽最大可能引导经济软着陆（通胀下行+失业率不明显提升），若其中的条件发生变化，则其降息决策将会面临挑战。《美联储2024年降息决策面临强就业挑战——美国3月非农就业数据点评》从3月份数据来看，通胀维持趋势下行的条件已经发生变化，美联储将有必要对去通胀进程重新校准，年中降息的可能性已经基本消失，而9月FOMC会议离大选时间（11月5日）太近，且房租等核心服务通胀有一定的反弹压力，基准情形下，美联储或会选择不动，因此首次降息时点或在4季度。若去通胀进程持续不及预期，美联储有可能2024年不降息。

对各类资产而言，通胀的超预期反弹让美联储降息的必要性降低，10年期美债收益率的中枢或将提升，短期内有可能会进一步上升。而美股估值端的压力或将增大，短期面临一定的调整压力，不过考虑到美国经济基本面较强，调整的幅度或有限。考虑到欧洲央行可能于6月降息<sup>1</sup>，美元指数或也将上行。对于近期涨幅较大的黄金，虽然降息预期延后对其有一定的负面影响，但考虑到后续通胀及经济、美国政治前景的不确定，中期看其价格或仍可有一定的支撑。

### 3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

<sup>1</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3711642?keyword=%E6%AC%A7%E6%B4%B2%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年3月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn