

# 通胀超预期，降息预期修正，商品调整风险

## ——美国 3 月通胀点评和中国 3 月通胀展望

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

### 宏观事件

北京时间 2024 年 4 月 10 日晚美国劳工部公布 3 月通胀数字。其中：

3 月 CPI 同比增 3.5%，高于预期的 3.4%，同时也高出前值 3.2%。

3 月 CPI 环比增 0.4%，超过预期的 0.3%，持平前值。

### 核心观点

#### ■ 3 月美国通胀回升，降息预期降低

**通胀超预期，美联储降息预期进一步下修。**3 月以来美国经济表现出更强的韧性，而最新通胀尤其是核心服务项对经济周期韧性这一特点给予更强的注解。事实上，随着美联储自去年 3 月硅谷银行事件后释放结构性宽松，叠加商品和地产供应的限制，美国房地产价格同比趋势开始改善，这将带来今年二季度往后的租金成本进一步回升，继而将继续推动美联储货币政策维持“高利率”状态（尽管凌晨纪要继续强调降息）。

**通胀超预期体现在服务价格而非商品价格。**需要明确的是，借助于美国通胀的分项数据，我们发现今年以来美国通胀的韧性主要体现在其服务通胀分项上，而商品通胀分项继续保持回落的状态，这将使得美国的“繁荣组合”并不能直接驱动商品需求的改善。随着美国经济数字呈现出“增长回升”和“通胀回升”的繁荣组合，叠加非美地区不确定性风险的上升，对于非美地区的流动性压力或将继续上升，继续关注工业品调整风险。

#### ■ 预计 3 月中国通胀延续改善

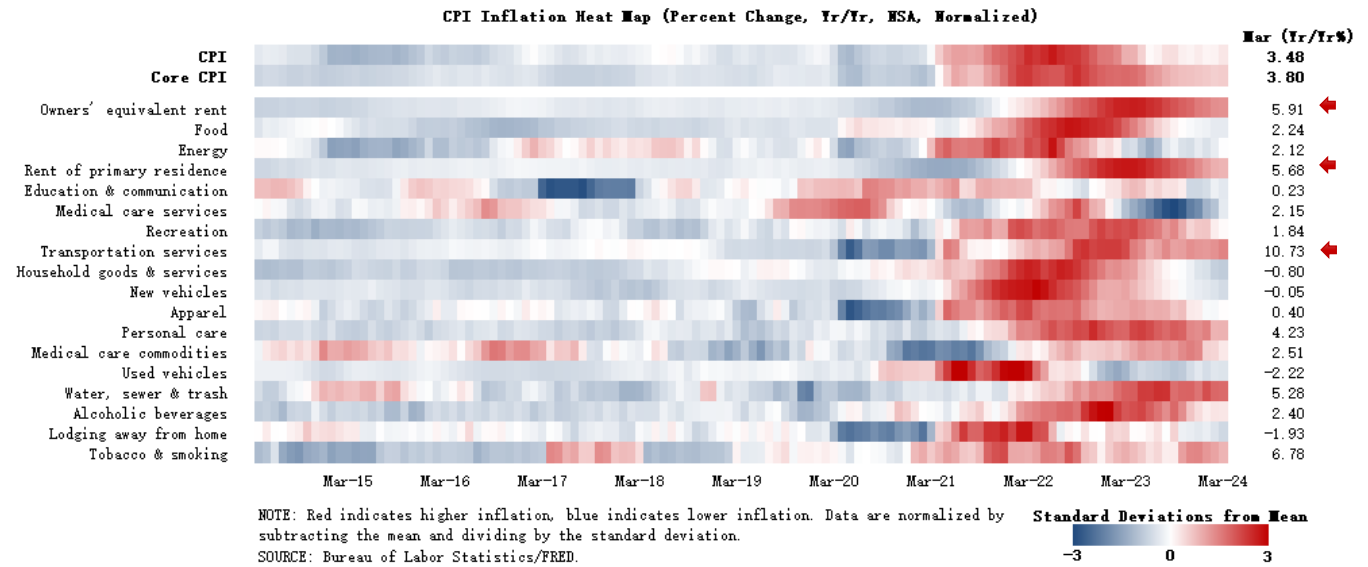
**关注今日中国 3 月通胀的改善可能，或将对冲美元流动性收紧的影响。**2 月国内工业企业盈利虽然改善，但是在利润率修复较慢的状态下，实体经济的改善相对有限。需要关注 3 月通胀回升的情况，对于判断宏观预期的改善、生产盈利修复的行业结构起到较大作用，4 月美国财长访华对国内新能源所谓“产能过剩”问题进行施压，叠加惠誉下调评级展望，通胀数字的改善将改善市场的悲观预期，对冲美元流动性的压力。

#### ■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

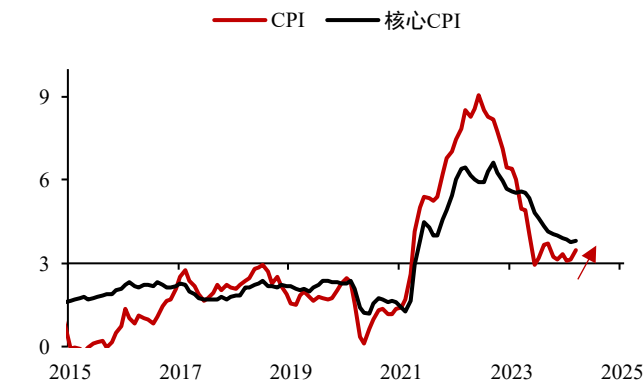
## 相关图表

图 1: 美国 3 月通胀热力图更新, 继续显示出核心通胀的韧性特征, 其中住房分项 (不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金) 仍处在显著的红色趋“热”状态; 从波动项来看, 食品通胀继续趋冷, 而能源通胀虽处在低位, 但是趋势显示正在从偏“冷”的状态小幅向上; 特别的 3 月份交通运输分项的热度相比较 2 月份在进一步上升, 这是在能源项压力趋冷之后的状态, 显示出内部物流层面面临压力 (可能和制造业回流存在一定关系) | 单位: STD



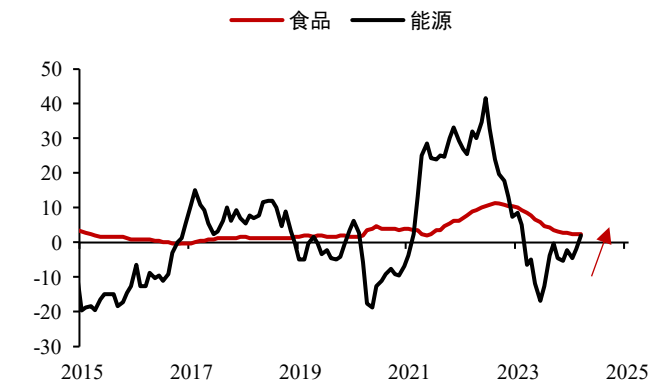
数据来源: FRED 华泰期货研究院

图 2: 美国 3 月 CPI 和核心 CPI 的同比走势继续表现出在 3% 以上的相对稳定, 向下动力不足 | 单位: %YOY



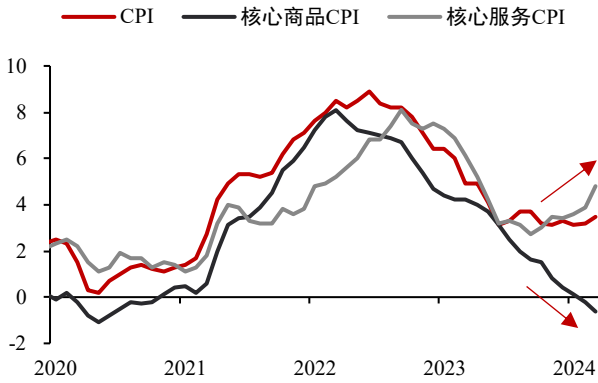
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: 波动较大的食品和能源分项中, 食品继续放缓, 但是能源项存在继续回升的可能, 尤其值得注意在中东地缘博弈限制能源供给的背景下, 对于非美地区的能源供应扰动 | 单位: %YOY



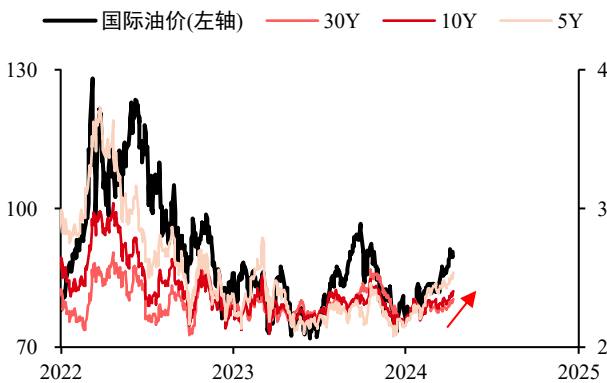
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 4：自 2023 年三季度以来，美国商品型通胀和服务型通胀就持续表现出分化的特征；一方面在高利率的压力之下，商品消费持续面临压力，表现为商品型通胀的继续回落趋缓，另一方面服务型通胀仍维持在相对高位，3 月同比涨幅甚至有所加速至近 5% | 单位：%YOY



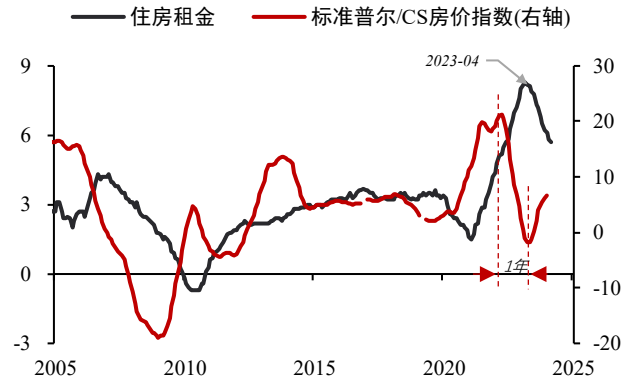
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 6：美国通胀预期定价面临继续回升可能，从俄罗斯核泄漏事件带来的国家压力上升、以色列和伊朗对抗风险的增加可以看出未来中东压力在缓和之前仍面临风险上升的可能，各期限 TIPS 利率尤其是短端通胀预期 2024 年以来形成了更为明显的上升 | 单位：%YOY



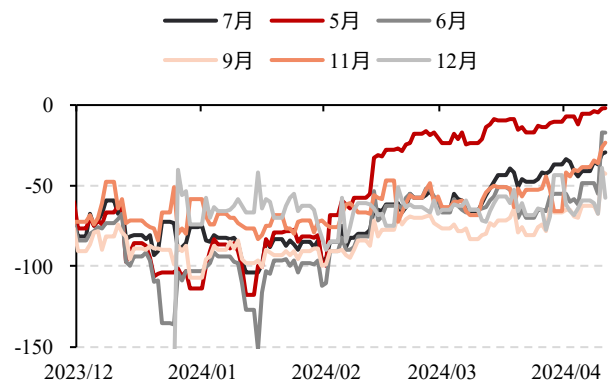
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自去年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产价格的回升对于对于今年二季度开始的租金成本也将形成回升的压力，这点或继续增加美国通胀的“韧性” | 单位：%YOY



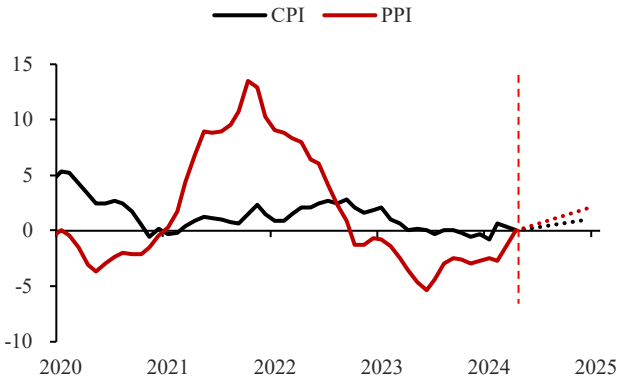
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 7：衍生品市场预计将继续修正对于美联储 2024 年降息预期的定价，2024 年伴随着以来这种预期的快速修正预计将继续对于金融资产的估值带来影响——科技股或继续面临调整的压力。事实上，高利率下的美国经济韧性来源于宏观政策的支持，一方面随着美国债务上限的“暂停”，财政端表现为短期的扩张，对于经济的支撑力量还未撤出，另一方面，美联储在延续高利率政策环境下对于风险地区的结构性宽松也降低了市场波动，呵护了金融宽松的环境 | 单位：%pct



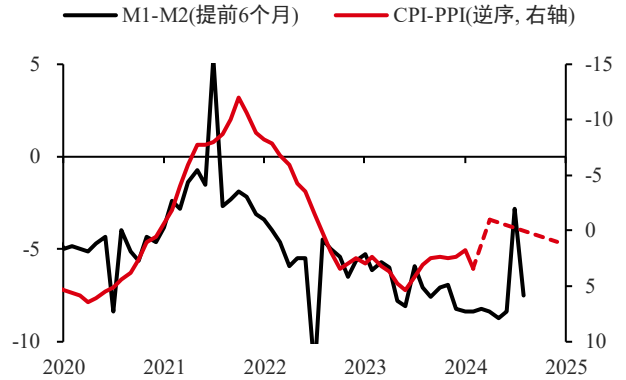
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：中国低通胀预计仍存改善空间 | 单位：%YOY



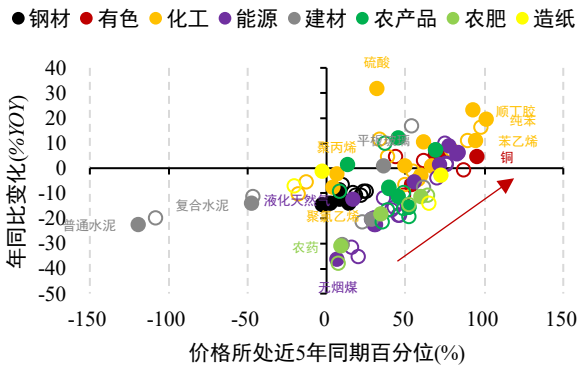
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：流动性改善的节奏影响利润传导 | 单位：%YOY



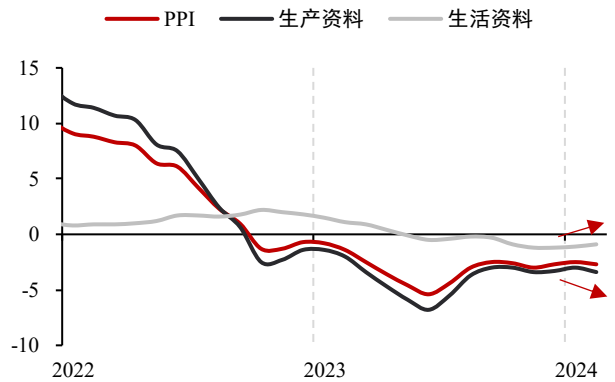
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：3月生产资料价格均出现一定改善 | 单位：%



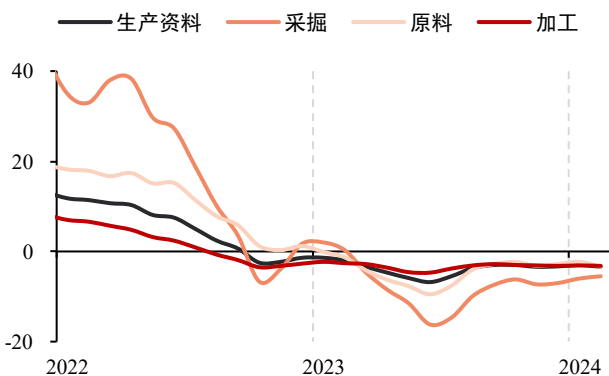
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 11：年初生产资料价格改善偏慢 | 单位：%YOY



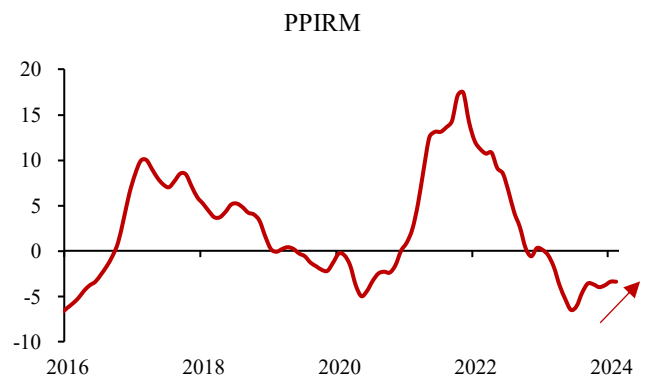
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 12：生产资料改善节奏偏慢 | 单位：%YOY



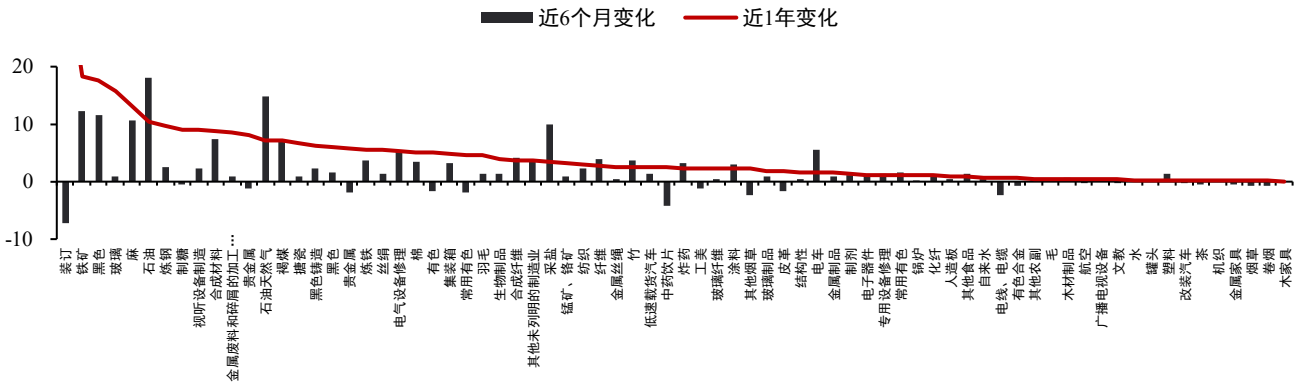
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 13：但原料购进价格逐渐企稳 | 单位：%YOY



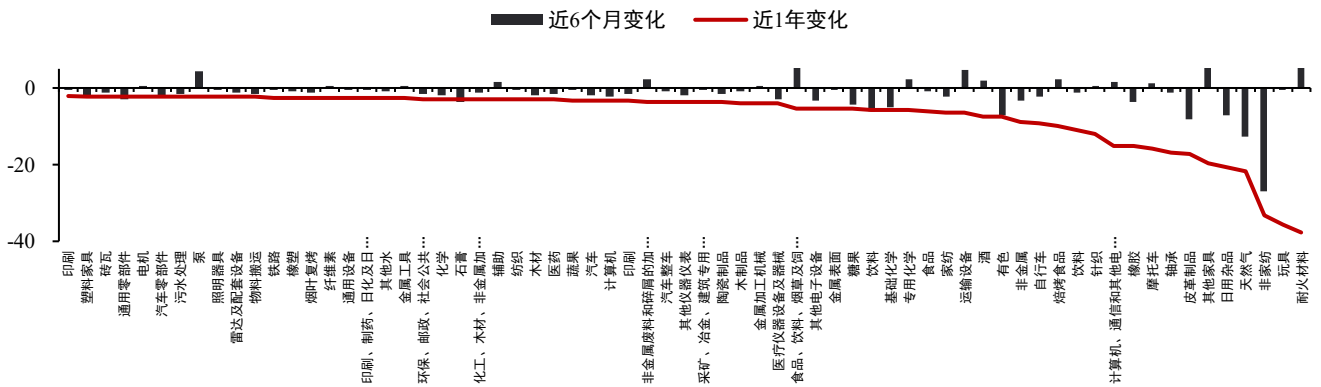
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 14: 国内细分主要生产行业的 PPI 同比变化情况 (前 74) | 单位: %YOY



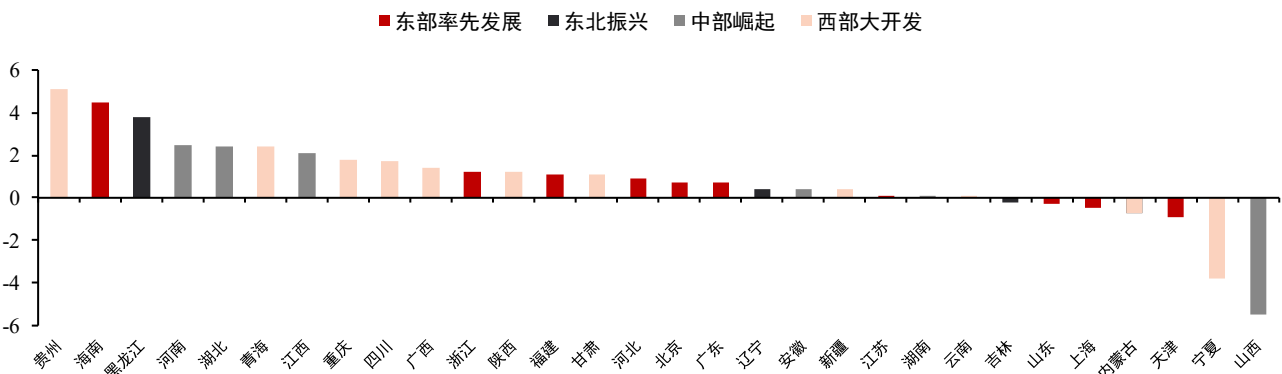
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 15: 国内细分生产行业的 PPI 同比变化情况 (后 138) | 单位: %YOY



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 16: 国内主要地区 PPIRM-PPI 的同比变化情况 | 单位: %YOY



数据来源: iFind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com