

2024年4月11日

## 全球宏观

### 通胀继续考验美联储耐心—美国3月CPI点评

美国2024年3月CPI同比增3.5%，高于市场预期的3.4%，以及上月的3.2%；环比增0.4%，持平上月，但高于预期的0.3%。核心CPI同比增3.8%，持平上月但高于市场预期的3.7%。核心CPI环比增0.4%，高于预期的0.3%，与上月一致。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

- ① **能源价格热度不减，继续扮演推高通胀的主要角色。**能源价格上涨总体较上月有所回落。能源产品方面，汽油价格环比由上月3.8%回落至1.7%，但受低基数推动，同比由上月的-3.9%增至1.0%。能源服务价格维持韧性，电力环比增速依然较为强劲。我们在上月的报告中提示半导体、AI等产业用电的中长期压力犹在。与此同时，地缘局势仍较为紧张，近期乌克兰对俄罗斯炼油厂进行袭击，以及以色列、伊朗关系愈演愈烈均对能源价格形成不小扰动，可能持续成为推高通胀的不确定性因素。
- ② **核心商品价格再度回落，但供应链压力仍持续存在。**二手车价格回落带动整体核心商品降温，且其前瞻性指标-Manheim二手车价格指数已显著回落，预计核心商品价格后续整体仍较为平稳。但考虑到红海紧张局势尚未解除，对航运价格仍形成扰动，供应链压力短期仍难见明显缓解。同时，近期大宗商品价格快速上涨亦可能拖累整体商品通胀回落进程。
- ③ **住房通胀总体仍在滞后回落。**继2月住房通胀环比明显放缓后，3月住房通胀回落再度停滞。尽管未来几个月住房通胀仍可能会沿着其前瞻性指标继续回落，但住房服务通胀总体滞后性仍较强，且其领先指标住房租金已有所企稳反弹，显示其向下的空间已不大，去通胀进程可能受阻。
- ④ **剔除住房后的核心服务通胀—超级核心通胀再现反弹，粘性仍较重。**美联储密切关注的“超级核心通胀”环比由上月0.5%再度反弹至0.7%，同比升至4.8%，为2023年5月以来的最快增速。其中，医疗服务价格再度上涨，交通服务价格加速上涨，机动车保险价格环比涨至2.6%，同比达到22.2%，唯有机票价格出现回落。

3月超预期的通胀数据再度打击了市场降息预期。利率期货隐含的降息预期显示6月降息25基点的概率已降至16.9%，7月降息25基点概率降至35.9%。市场押注2024年全年降息降低至2次，低于美联储3月SEP预期的3次，亦符合我们一向对于美联储降息审慎的判断。

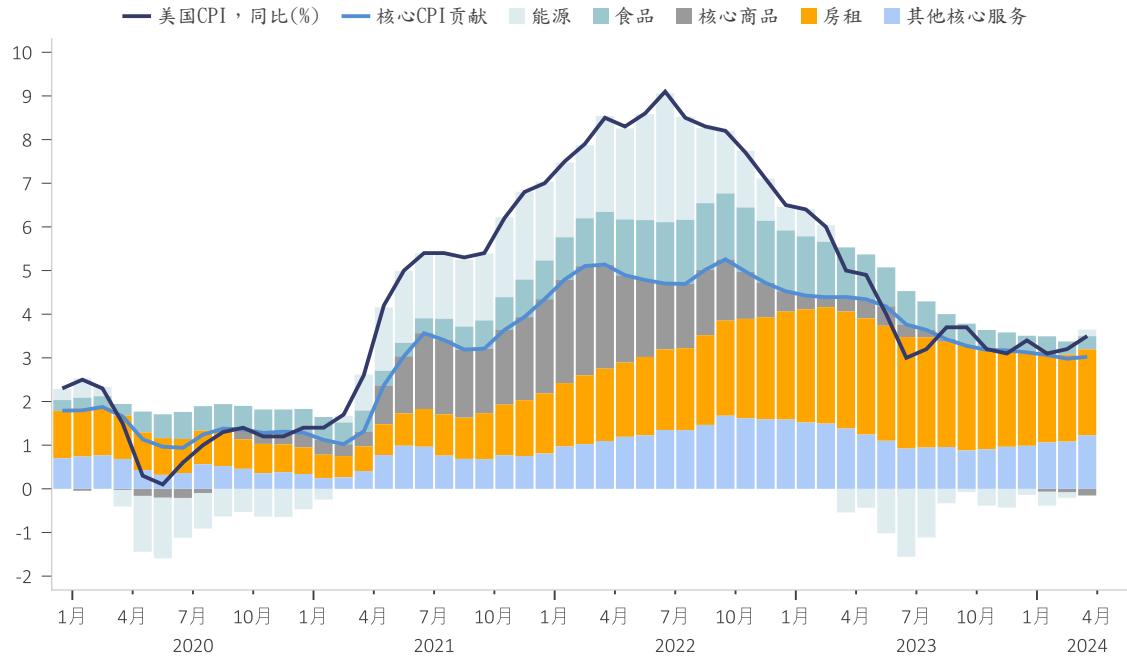
**后市观察：**近期美联储分歧正在不断加大，体现在鲍威尔主张供给驱动观点（强劲经济增长由供应驱动—考虑降息）和沃勒为主的需求驱动观点（通胀由需求驱动—没必要降息），而3月再超预期的通胀数据和就业数据显然不能给美联储足够的信心尽快降息，且进一步限制了美联储年内进行预防式降息的空间。3月CPI数据是美联储5月FOMC会议前最后一份，也是最重要的参考数据，可能直接影响下半年的降息决定和节奏，也是观察下半年美联储货币政策路径的重要节点，须密切关注。我们重申我们自2023年3季度以来对于降息审慎判断的观点，对于后续联储的宽松动向需要审慎判断。

图表 1: 美国CPI及其分项走势

|              | 权重(%) | 同比(%)  |        |        |         | 环比(%)  |        |        |         |
|--------------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
|              |       | 3/2024 | 2/2024 | 1/2024 | 12/2023 | 3/2024 | 2/2024 | 1/2024 | 12/2023 |
| <b>CPI</b>   | 100.0 | 3.5    | 3.2    | 3.1    | 3.4     | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.2     |
| <b>食品</b>    | 13.6  | 2.2    | 2.2    | 2.6    | 2.7     | 0.1    | 0.0    | 0.4    | 0.2     |
| 家庭食品         | 8.2   | 1.2    | 1.0    | 1.2    | 1.3     | 0.0    | 0.0    | 0.4    | 0.1     |
| 谷物烘焙         | 1.1   | 0.2    | 1.7    | 1.5    | 2.6     | -0.9   | 0.5    | -0.2   | -0.1    |
| 肉禽鱼蛋         | 1.7   | 1.3    | -0.5   | -0.9   | -0.1    | 0.9    | 0.1    | 0.0    | 0.3     |
| 奶制品及周边       | 0.7   | -1.9   | -1.8   | -1.1   | -1.3    | -0.1   | -0.6   | 0.2    | 0.1     |
| 水果蔬菜         | 1.4   | 2.0    | 0.8    | 1.1    | 0.3     | 0.1    | -0.2   | 0.4    | 0.0     |
| 非酒精饮料及原料     | 1.0   | 2.4    | 2.3    | 3.4    | 2.6     | 0.3    | -0.2   | 1.2    | 0.2     |
| 其他食品         | 2.2   | 1.4    | 2.3    | 2.6    | 2.8     | -0.5   | 0.0    | 0.6    | 0.2     |
| 外出饮食         | 5.4   | 4.2    | 4.5    | 5.1    | 5.2     | 0.3    | 0.1    | 0.5    | 0.3     |
| <b>能源</b>    | 6.7   | 2.1    | -1.9   | -4.6   | -2.0    | 1.1    | 2.3    | -0.9   | -0.2    |
| 能源产品         | 3.5   | 0.9    | -4.2   | -6.9   | -2.9    | 1.5    | 3.6    | -3.2   | -0.7    |
| 燃油           | 0.1   | -3.7   | -5.4   | -14.2  | -14.7   | -1.3   | 1.1    | -4.5   | -3.3    |
| 发动机燃料        | 3.4   | 1.0    | -4.2   | -6.6   | -2.3    | 1.6    | 3.7    | -3.3   | -0.6    |
| 汽油(所有类型)     | 3.3   | 1.3    | -3.9   | -6.4   | -1.9    | 1.7    | 3.8    | -3.3   | -0.6    |
| 能源服务         | 3.1   | 3.1    | 0.5    | -2.0   | -1.1    | 0.7    | 0.8    | 1.4    | 0.3     |
| 电力           | 2.4   | 5.0    | 3.6    | 3.8    | 3.3     | 0.9    | 0.3    | 1.2    | 0.6     |
| 公用燃气服务       | 0.7   | -3.2   | -8.8   | -17.8  | -13.8   | 0.0    | 2.3    | 2.0    | -0.6    |
| <b>核心CPI</b> | 79.8  | 3.8    | 3.8    | 3.9    | 3.9     | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.3     |
| 除食品能源外商品     | 5.3   | -0.7   | -0.3   | -0.3   | 0.2     | -0.2   | 0.1    | -0.3   | -0.1    |
| 服饰           | 2.5   | 0.4    | 0.0    | 0.1    | 1.0     | 0.7    | 0.6    | -0.7   | 0.0     |
| 新车           | 3.7   | -0.1   | 0.4    | 0.7    | 1.0     | -0.2   | -0.1   | 0.0    | 0.2     |
| 二手车和卡车       | 2.0   | -2.2   | -1.8   | -3.5   | -1.3    | -1.1   | 0.5    | -3.4   | 0.6     |
| 医疗保健品        | 1.5   | 2.5    | 2.9    | 3.0    | 4.7     | 0.2    | 0.1    | -0.6   | -0.1    |
| 酒精饮料         | 0.9   | 2.4    | 2.4    | 2.3    | 2.5     | 0.1    | 0.0    | 0.3    | 0.1     |
| 烟草和吸烟制品      | 0.5   | 6.8    | 7.1    | 7.4    | 7.8     | 0.4    | 0.8    | 0.3    | -0.1    |
| 除食品能源外服务     | 60.9  | 5.4    | 5.2    | 5.4    | 5.3     | 0.5    | 0.5    | 0.7    | 0.4     |
| 住所           | 36.2  | 5.7    | 5.7    | 6.0    | 6.2     | 0.4    | 0.4    | 0.6    | 0.4     |
| 主要住宅租金       | 7.7   | 5.7    | 5.8    | 6.1    | 6.5     | 0.4    | 0.5    | 0.4    | 0.4     |
| 业主等值住宅租金     | 26.8  | 5.9    | 6.0    | 6.2    | 6.3     | 0.4    | 0.4    | 0.6    | 0.4     |
| 医疗服务         | 6.5   | 2.1    | 1.1    | 0.6    | -0.5    | 0.6    | -0.1   | 0.7    | 0.5     |
| 医生服务         | 1.8   | 0.7    | 0.4    | 0.1    | -0.6    | 0.1    | -0.2   | 0.6    | 0.2     |
| 医院服务         | 1.6   | 7.5    | 6.1    | 6.7    | 5.5     | 1.0    | -0.6   | 1.6    | 0.5     |
| 交通服务         | 6.3   | 10.7   | 9.9    | 9.5    | 9.7     | 1.5    | 1.4    | 1.0    | 0.1     |
| 机动车维修保养      | 1.2   | 8.2    | 6.7    | 6.5    | 7.1     | 1.7    | 0.4    | 0.8    | -0.3    |
| 机动车保险        | 2.9   | 22.2   | 20.6   | 20.6   | 20.3    | 2.6    | 0.9    | 1.4    | 1.7     |
| 机票价格         | 0.8   | -7.1   | -6.1   | -6.4   | -9.4    | -0.4   | 3.6    | 1.4    | 0.9     |

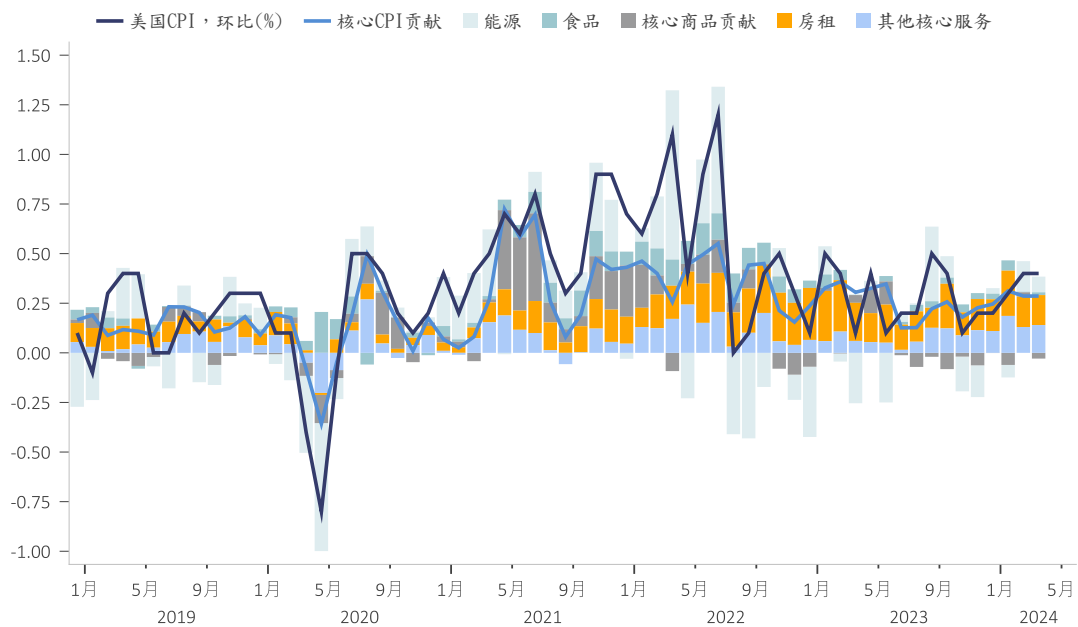
资料来源: Macrobond、美国劳工部、交银国际

图表 2: 美国CPI同比分项贡献情况



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 3: 美国CPI环比分项贡献情况



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 4: 供应链压力难解



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 二手车价格领先指标回落



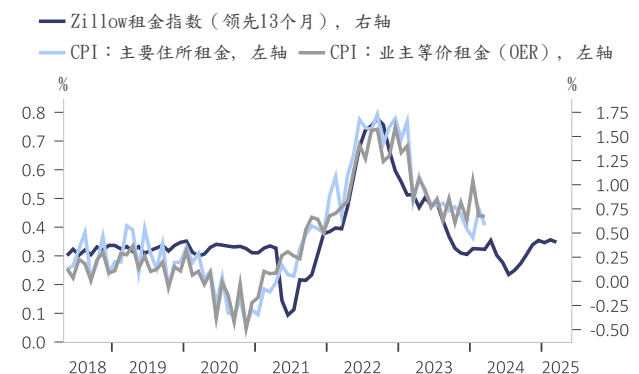
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 薪资压力仍持续高于疫情前



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 住房价格继续回落的空间可能有限



资料来源: Macrobond, 交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入**：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级**：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。