

能源和服务共同推高通胀，二季度降息窗口仍未关闭 2024年/4月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

美国 2024 年 3 月 CPI 同比上涨 3.5% (市场预期上涨 3.4%，前值上涨 3.2%)，环比上涨 0.4% (市场预期上涨 0.3%，前值上涨 0.4%)；核心 CPI 同比上涨 3.8% (市场预期上涨 3.7%，前值上涨 3.8%)，环比上涨 0.4% (市场预期上涨 0.3%，前值上涨 0.4%)。

点评：

- 1、3 月美国 CPI 和核心 CPI 同比环比增速再度超市场预期。其中，CPI 同比增速创近 8 个月新高；而核心 CPI 同比增速结束下行趋势，与上月持平。
- 2、从 CPI 的分项构成上看，商品分项同比上涨 0.6%，相比上月增加 0.3 个百分点；服务分项同比上涨 5.3%，相比上月增加 0.3 个百分点。而商品分项的同比上涨主要来自非耐用品，其中，非耐用品同比上涨 1.7%，相比上月增加 0.6 个百分点；耐用品同比下跌 2.1%，相比上月跌幅扩大 0.5 个百分点。此外，结合各项权重综合计算，对 3 月 CPI 贡献最大的是家计项 (2.06%)，其次是机动车保险 (0.63%)，之后分别是食品项 (0.3%)、能源项 (0.14%) 和医疗服务项 (0.14%)。
- 3、相比上月数据，3 月美国 CPI 超市场预期上行的主要原因是：**能源**价格同比增速由负转正，同时**服务**价格同比增速出现反弹，而食品价格开始止跌持平，只有核心商品价格仍在持续回落。

首先，**能源价格**同比增速近 12 个月以来首次由负转正。

数据显示，3 月能源价格同比上涨 2.1%，结束此前连续 12 个月的同比下跌，对本月 CPI 的贡献为 0.27%。其中，汽油价格同比上涨 1.3%，对本月 CPI 的贡献为 0.04%，相比上月增加 0.17 个百分点，是本月 CPI 超预期上行的主要原因；管道天然气价格同比下跌 3.2%，相比上月 8.8% 的跌幅再度大幅收窄，对本月 CPI 的贡献为 -0.02%，相比上月的影响缩减 0.04 个百分点。由于 4 月国际原油价格在巴以冲突可能扩散到伊朗的影

响下持续上涨，考虑到去年同期的基数效应，预计4月能源项对CPI的正向拉动还将持续。

其次，食品价格同比增速止跌持平。

数据显示，3月食品项同比上涨2.2%，与上月持平，结束连续19个月以来的下滑趋势，本月对CPI的贡献依然为0.3%。

第三，核心商品价格同比增速仍持续回落。

数据显示，3月除能源和食品外的核心商品价格同比下跌0.7%，相比上月跌幅扩大0.4个百分点，本月对CPI的贡献为-0.13%。其中，新车价格同比下跌0.1%，较上月继续降低0.5个百分点，近12个月同比增速首次转负；二手车价格同比下跌2.2%，较上月跌幅继续扩大0.8个百分点，符合我们此前预期。由于作为先行指标的美国Manheim二手车指数仍在回落中，预计该项对CPI的拖累短期还将持续。

第四，服务价格同比增速出现反弹。

数据显示，3月服务项同比上涨5.4%，较上月增加0.2个百分点，结束自去年2月以来的持续回落趋势。其中，占比最大的家计项上涨5.7%，与上月持平，结束连续12个月同比下降，本月对CPI的拉动仍为2.06%。不过由于作为先行指标的美国ZILLOW指数仍在回落中，预计下月该项对CPI的贡献有可能将继续降低。

3月其他服务价格均有所反弹。其中，医疗项同比上涨2.1%，本月对CPI的贡献为0.14%，相比上月增加0.07个百分点；交通运输项同比上涨10.7%，本月对CPI的拉动为0.68%，相比上月扩大0.05个百分点。

结论：

- 1、3月美国CPI在能源和服务项的共同带动下出现超预期上行，由于国际形势导致原油价格居高不下，预计能源项对CPI的正向推动作用还将持续，并阻碍短期CPI的下行趋势；而服务项价格能否继续反弹则存在不确定性，有待进一步观察。此外，本周公布的3月非农就业新增人数、失业率和平均时薪环比数据均强于预期，虽然我们对此存疑，但在新的数据佐证之前，我们认为货币政策时滞效应在劳动力和消费市场的传导进展有待进一步观察，不排除晚于此前预计的时间。
- 2、目前CME交易所预测美联储6月降息的概率已经从此前的50.8%大幅下降至16.9%，7月依然不降息的概率增至57.3%。而9月才开始降息的概率则大幅提升至66.8%。与市场观点不同，我们认为美联储在二季度首次降息的时间窗口仍未关闭，若接下来2个月的经济数据出现快速变化，单次

降息 25bp 或者 50bp 均有可能，维持全年降息幅度为 100-125bp。

3、对未来大类资产价格走势，我们的判断是：

- 如我们此前预计，美股在连创新高之后震荡开始加剧，二季度围绕降息预期变化，美股震荡幅度很可能会继续加大。
- 隔夜美元指数再度触及 105 上方，预计持续时间不长，中期很可能将维持 100-105 的震荡区间。
- 十年期美债收益率再度反弹至 4.55% 上方，预计难以持续，短期围绕 4.2% 中枢震荡概率较大。
- 如我们此前反复提示，黄金价格已经突破历史新高，预计中期维持 2000 美元/盎司以上高位震荡的概率较大。

➤ 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

