

降息预期降温，过早降息或有再通胀风险

——美国3月CPI数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美国3月CPI同比增长3.5%，高于预期，前值3.2%，环比增长0.4%。3月核心CPI同比3.8%，预期3.7%，前值3.8%，环比增长0.4%，上月0.4%，预期0.3%。通胀数据仍有韧性，商品通缩，服务通胀的大格局没有变化。但是服务通胀中非住房的服务通胀也体现出韧性。美联储6月降息概率跌到20%，国债利率上行，美元指数走强，三大股指下跌。我们认为今年即便有3次降息，可能最晚要到9月才可能发生。

事件点评

➤ CPI数据高于预期，核心服务通胀同比回升

CPI高于预期，较上月微增，同比从上个月的3.2%上升到3.5%(预期3.4%)。3月核心CPI总体也高于预期，环比上升0.4%，高于预期0.3%，与上月0.4%持平，仍是近10个月的最高；同比增长3.8%，预期3.7%，前值3.8%，核心CPI维持高位。核心服务的环比增长0.5%，仍维持高位，同比增长5.4%，较上月回升。商品通缩的幅度进一步扩大。

➤ 住房以外的服务通胀也表现出韧性

核心服务通胀的韧性开始不仅仅体现在住房相关分项，或显示美国经济内生动力仍强。运输服务3月环比增长1.5%，上月1.4%，同比上升，增长10.7%。医疗护理服务也显著上行，3月环比增长0.6%，上月负增长0.1%，同比增长2.1%，上月1.1%。3月住宅通胀同比上升，主要是燃料和公用事业分项同比上行。居所分项3月环比增长0.4%，持平上月；同比增长5.6%，较2月回落了0.2pct。房价延续上行趋势。

➤ 降息预期显著降温

美联储降息预期显著降温，市场在数据公布后重新定价了降息可能性。期货市场预期6月美联储就降息的概率跌到20%。今年虽然仍然大概率降息，但降息争议的焦点似乎已经移动到了9月份。3月的就业和通胀数据显示美国经济或仍在高于潜在增速的状态，中性利率或高于美联储的预期。我们认为今年即便有3次降息，可能最晚要到9月才可能发生。市场的反应上，国债利率上行，美元指数走强，三大股指下跌。

风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《今年或降息3次的预期加强：——美联储3月议息会议点评》2024.03.21
- 2、《经济新周期的正循环可能正在启动：——2024年1-2月经济数据点评》2024.03.19

正文目录

1. CPI 高于预期，服务通胀仍高	3
1.1 CPI 同比上升，核心 CPI 同比持平	3
1.2 服务通胀同比回升，降通胀还未完成	8
1.3 住宅通胀不降反升	11
2. 通胀让降息预期显著降温	14
2.1 国债利率上行，股市下行	15
2.2 美联储降息时点的争论或推迟到 9 月	15
2.3 降息过早或有再通胀的风险	16
3. 风险提示	17

图表目录

图表 1: CPI 和核心 CPI (%)	4
图表 2: CPI 分项贡献分解 (%)	4
图表 3: CPI 情景 (%)	4
图表 4: 核心 CPI 情景 (%)	4
图表 5: 圣路易斯联储通胀压力指数 (%)	5
图表 6: 美国的通胀预期 (%)	5
图表 7: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)	6
图表 8: 近 12 个月能源分项同比和环比 (%)	6
图表 9: CPI 的主要分项同比 (%)	7
图表 10: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)	7
图表 11: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	8
图表 12: 近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	9
图表 13: 核心商品 CPI 的主要分项同比 (%)	9
图表 14: Manheim 价格指数	10
图表 15: Manheim 和 CPI 二手车	10
图表 16: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%)	11
图表 17: 住宅和分项 CPI (%)	12
图表 18: 居所及其分项 CPI (%)	12
图表 19: S&P/Case-Shiller 美国房价指数	12
图表 20: CPI 通胀剔除特定分项 (%)	13
图表 21: 替代的核心通胀指标 (%)	13
图表 22: CPI 通胀同比不同分项的贡献率 (%)	14
图表 23: CPI 通胀 8 个主要类别 (%)	14
图表 24: 美国股市收盘的反应 (%)	15
图表 25: 美国国债利率收盘变化(基点)	15
图表 26: 美联储开始降息概率 (%)	16
图表 27: 当下 CPI 和历史上 60 年代 CPI 的对比 (%)	17

1. CPI 高于预期，服务通胀仍高

CPI 数据高于预期，美联储降低通胀的任务或仍未完成。核心通胀同比 3.8%，持平上月，高于预期值。住宅通胀同比不降反升，房价近期的同比上行也还在扩大。商品通缩，服务通胀的大格局没有变化。同时，居所通胀之外的服务通胀也表现出韧性。

1.1 CPI 同比上升，核心 CPI 同比持平

CPI 整体高于预期，较上月上升 0.3pct；核心 CPI 持平上月，略高于预期。

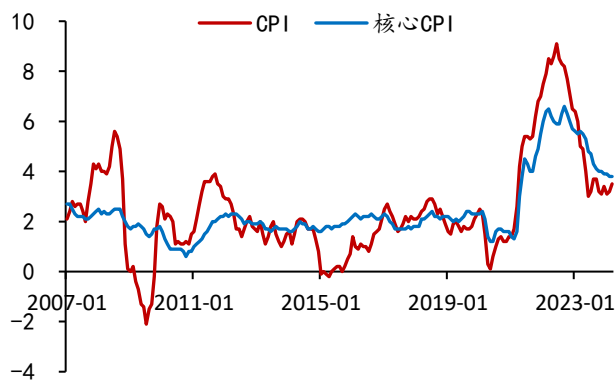
1.1.1 CPI 通胀整体呈现超预期

美国 3 月 CPI 环比上升 0.4%，上月 0.4%，高于预期；由于基数方面的原因，CPI 同比从上个月的 3.2% 升到 3.5%（预期 3.4%）。

3 月核心 CPI 总体也高于预期，环比上升 0.4%，高于预期 0.3%，与上月 0.4% 持平，仍是近 10 个月的最高；同比增长 3.8%，预期 3.7%，前值 3.8%，核心 CPI 维持高位。

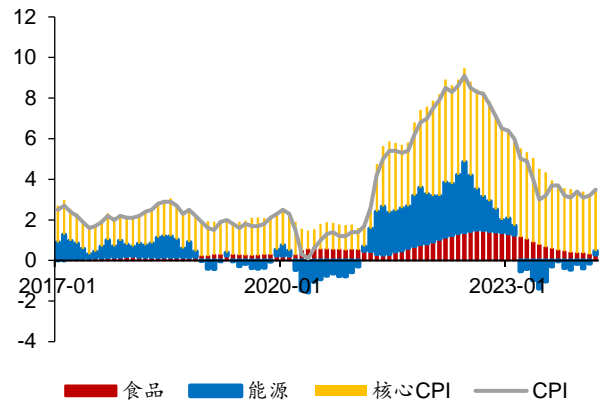
华尔街主要投行对 3 月 CPI 的预测主要集中在 3.4% 或者 3.3%，能源通胀转为正增长可能是 CPI 同比增长超预期的重要因素。核心 CPI 的预期主要是 3.7%，预测 3.8% 很少。相对于包含能源这样波动项的 CPI，核心 CPI 的超预期可能更值得关注，它说明通胀仍具有韧性。

图表1: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

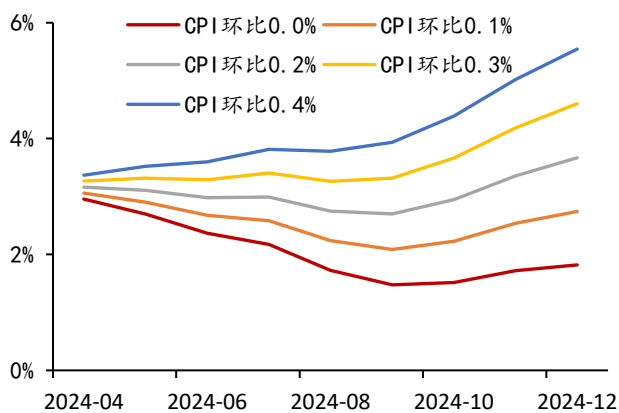
图表2: CPI 分项贡献分解 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

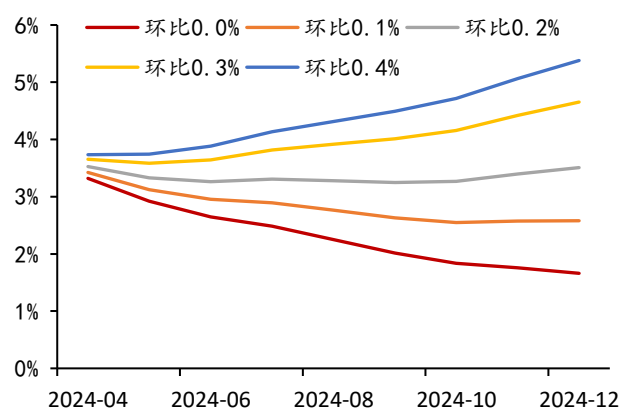
0.4%的CPI 环比增速意味着通胀将显著高于预期。如果环比维持0.4%的话,2024 年底的CPI 通胀同比将达到5.6%;0.4%的核心CPI 环比增速同样太高,2024 年底将使得核心CPI 同比达到5.4%。美联储3月会议经济预期概要里面预期的2024 年底PCE 通胀是2.4%,核心PCE 通胀是2.6%。如果按照从2021 年以来平均的CPI 和核心CPI 和PCE 通胀的差距来看,要达到美联储的预期,CPI 到2024 年底要回落到3.2%,核心CPI 同比要回落到3.1%,这意味着CPI 和核心CPI 的环比平均来讲需要低于0.2%。

图表3: CPI 情景(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 核心CPI 情景(%)

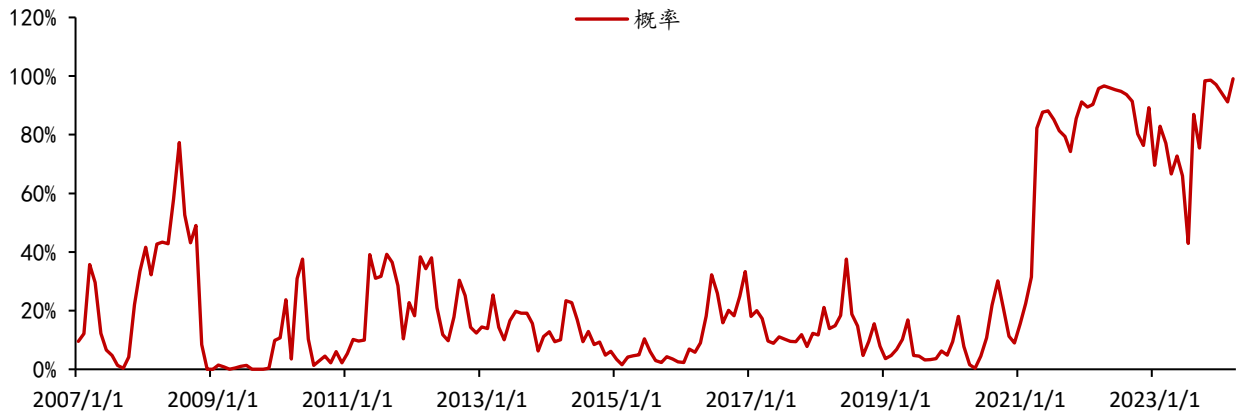


资料来源: Wind, 国联证券研究所

圣路易斯联储通胀压力指数计算的是未来1年PCE 通胀超过2.5%的概率,3月

份的概率超过 99%。通胀的压力仍高。

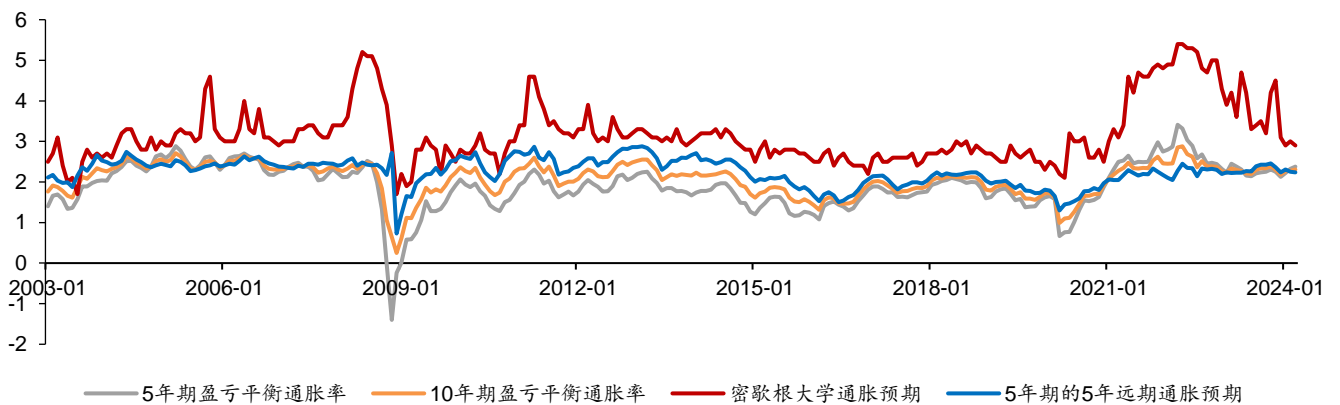
图表5：圣路易斯联储通胀压力指数(%)



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

尽管通胀一直较高，但长期的通胀预期还较为稳定。密歇根大学未来一年的通胀预期 3 月为 2.9%，较 2 月下降 0.1pct。

图表6：美国的通胀预期(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.1.2 CPI 通胀和能源

从 CPI 分成食品、能源和核心 CPI 的三分角度来看，能源通胀环比继续正增长，

同比也转正，是本月 CPI 同比较上月上升的主要驱动因素之一。具体而言，3 月能源通胀环比增长 1.1%，同比增长 2.1%，上月负增长 1.9%。

图表7：近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0.1	-2.7	0.3
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.7	0.5
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.2	0.5	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.5	0.2	4.4	0.2
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.2	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0.1	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.2	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.2	0.2	-0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4
2024年2月	3.2	2.2	-1.9	3.8	0.4	0	2.3	0.4
2024年3月	3.5	2.2	2.1	3.8	0.4	0.1	1.1	0.4

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源分项下的细分中，能源类商品的 3 月环比继续正增长，同比增长也转正，3 月同比增长 0.9%，上月负增长 4.1%，其中汽油同比增长 1.3%，上月同比负增长 3.9%，燃油负增长的幅度也收窄，从上月负增长 5.4%，变成 3 月的负增长 3.7%。

图表8：近 12 个月能源分项同比和环比 (%)

时间	同比		环比	
	能源类商品	能源服务	能源类商品	能源服务
2023年3月	-17.2	9.1	-3.6	-1.8
2023年4月	-12.6	6	2.5	-1.2
2023年5月	-20.3	1.7	-4.5	-1.2
2023年6月	-26.9	-1.1	0.6	0.3
2023年7月	-20.6	-1.2	-0.1	0.1
2023年8月	-4.5	-2.7	8.3	0.1
2023年9月	2	-3.5	1.8	0.3
2023年10月	-6.1	-2.2	-4.3	0.4
2023年11月	-9.6	0	-3.8	1
2023年12月	-2.6	-0.9	-0.7	0.3
2024年1月	-6.8	-1.8	-3.2	1.4
2024年2月	-4.1	0.5	3.6	0.8
2024年3月	0.9	3.1	1.5	0.7

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源服务 3 月环比增长 0.7%，同比增长 3.1%，2 月同比增长 0.5%。其中电力 3

月同比增长 5%，上月 3.6%，公共事业同比负增长 3.2%，上月负增长 8.8%，负增长的幅度也收窄。

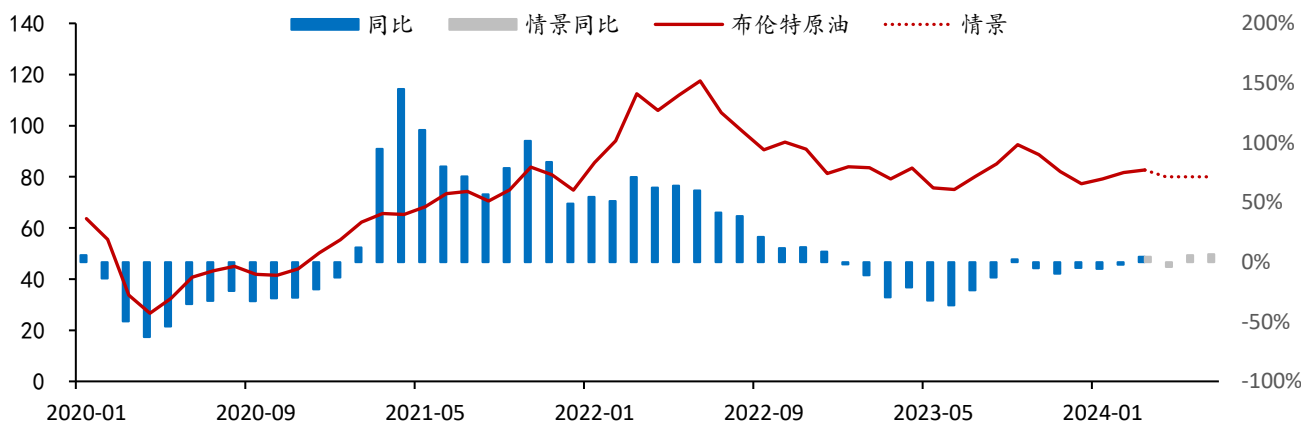
图表9：CPI 的主要分项同比(%)

同比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
CPI	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3	4	4.9	5
食品	2.2	2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	7.7	8.5
家庭食品	1.2	1	1.2	1.3	1.6	2.1	2.4	2.9	3.6	4.7	5.8	7.2	8.4
非家用食品	4.2	4.5	5.1	5.2	5.3	5.4	6	6.5	7.1	7.7	8.3	8.6	8.8
能源	2.1	-1.9	-4.6	-2	-5.4	-4.5	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4
能源类商品	0.9	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	2	-4.5	-20.6	-26.9	-20.3	-12.6	-17.2
汽油(所有种类)	1.3	-3.9	-6.4	-1.6	-8.7	-5.2	2.9	-3.6	-20.2	-26.6	-19.6	-12.2	-17.6
燃油	-3.7	-5.4	-14.2	-14.6	-24.8	-21.6	-5	-14.9	-26.6	-36.6	-36.9	-20.2	-14.3
能源服务	3.1	0.5	-1.8	-0.9	0	-2.2	-3.5	-2.7	-1.2	-1.1	1.7	6	9.1
电力	5	3.6	3.8	3.3	3.4	2.4	2.6	2.2	3.1	5.4	6.1	8.5	10.1
公共事业(管道)燃气服务	-3.2	-8.8	-17.8	-13.8	-10.5	-15.8	-19.9	-16.5	-13.6	-18.5	-10.9	-1.9	5.7
核心CPI	3.8	3.8	3.9	3.9	4	4	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6
核心商品	-0.7	-0.3	-0.3	0.1	0	0	0	0.4	0.9	1.4	2	2	1.5
新交通工具	-0.1	0.4	0.7	1	1.4	1.9	2.5	2.9	3.5	4	4.7	5.5	6.1
二手车和卡车	-1.9	-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-7.1	-8	-6.7	-5.7	-5.3	-4.3	-6.6	-11
服装	0.4	0	0.1	1	1.1	2.6	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	3.6	3.3
医疗护理商品	2.5	2.9	3	4.7	5	4.7	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	4	3.6
核心服务	5.4	5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	6.8	7.1
居所	5.6	5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2	7.3	7.7	7.8	8	8.1	8.2
运输服务	10.7	10	9.7	9.6	10.1	9.2	9	10.3	9.1	8.5	10.4	11	13.8
医疗护理服务	2.1	1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2	-2.7	-2.1	-1.5	-0.7	-0.1	0.4	1.1

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

CPI 能源分项的波动与布伦特油价密切相关，从目前的情况来看，未来能源分项可能推高 CPI 而不是压低 CPI 同比。如果布伦特原油价格未来维持在 80 美元左右，由于基数效应的影响，那么油价的同比变化到 2024 年 5 月或能回到正增长。如果油价能回到 90 美元，那么油价的同比到 2024 年底都能维持正增长。地缘政治等风险还可能进一步推高油价，CPI 能源分项同比超预期上行的可能也仍然存在，或带动整体 CPI 进一步上行。

图表10：原油价格(美元/桶)和同比 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

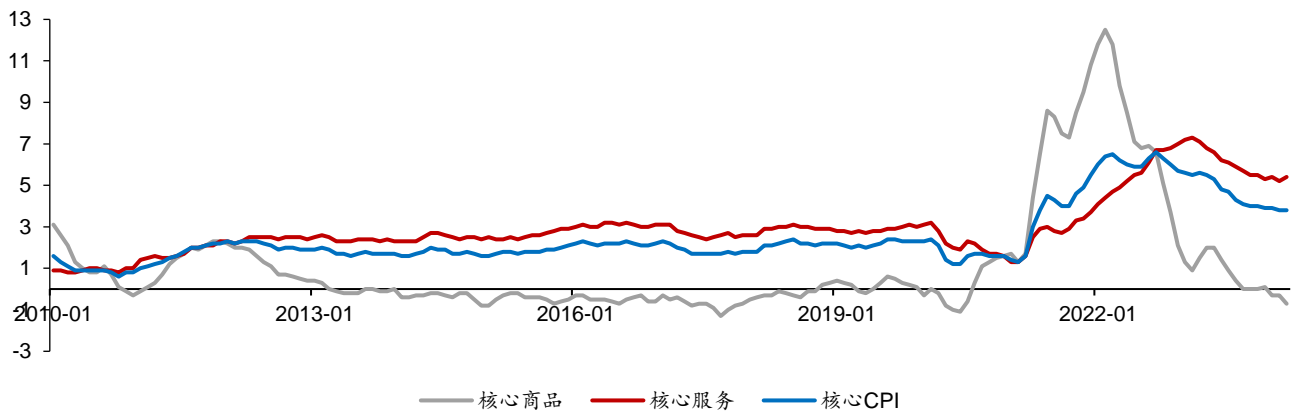
1.2 服务通胀同比回升，降通胀还未完成

商品通缩扩大，服务通胀同比回升，环比也维持高位，表现出明显韧性，尤其是非住宅的分项也表现出韧性。

1.2.1 核心商品通胀和服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。核心商品的通胀已经较低。

图表11：核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

具体数字上来看，3月核心商品的通胀环比负增长0.2%，在连续8个月负增长或0增长短暂转正后再次回到负增长；同比负增长0.7%，较上月扩大。商品的通缩对整体通胀下行继续做贡献，而且通缩的幅度进一步扩大。

3月核心服务的环比增长0.5%，持平上月，环比数据仍为2023年3月以来次高位；核心服务通胀同比增长5.4%，由于基数原因较上月上升，上月5.2%。

图表12: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化(%)

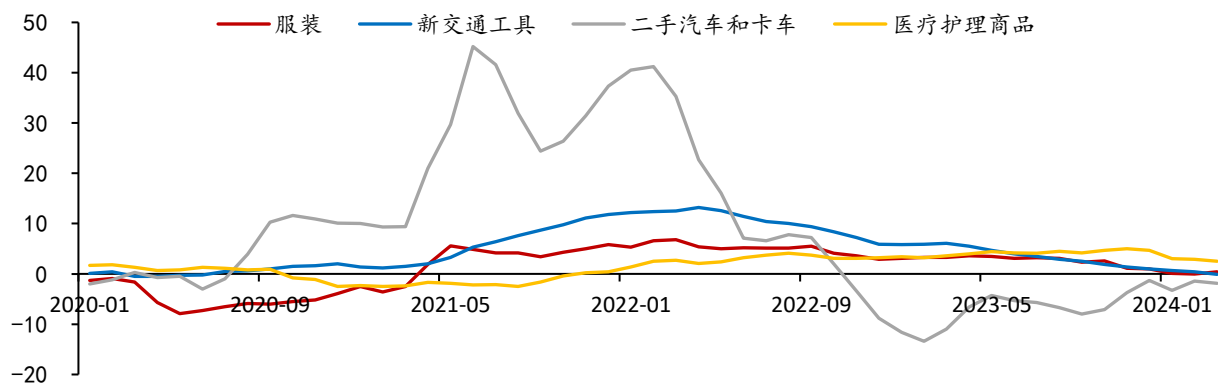
时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年3月	1.50	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.00	6.80	0.40	0.50
2023年5月	2.00	6.60	0.40	0.30
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.20	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.20	0.50
2023年10月	0.00	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.10	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70
2024年2月	-0.30	5.20	0.10	0.50
2024年3月	-0.70	5.40	-0.20	0.50

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

1.2.2 核心商品通胀和服务通胀再细分

核心商品中负增长的分项首先是二手车, 同比降幅略为扩大, 3月同比-1.9%, 上月-1.4%; 环比3月再次负增长, 负增长1.1%。新交通工具同比也变成负增长0.1%, 较上月下降。二手车的通胀指数在2022年2月达到顶峰, 高基数的影响基本退出。对比Manheim的二手车价格指数变化, Manheim的同比最高点领先CPI同比最高点2个月, 二手车通胀或继续维持低位运行。

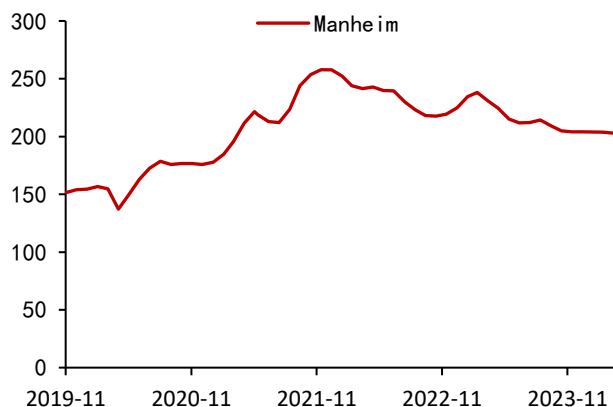
图表13: 核心商品CPI的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

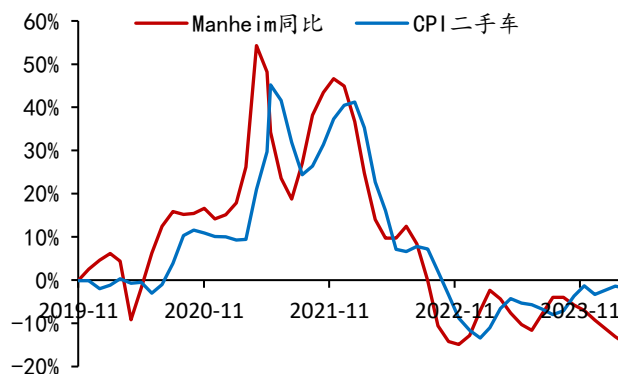
从核心商品中其他分项来看，服装同比增长 0.4%，较上月上升，医疗护理商品的通胀继续回落，3 月同比增长 2.5%，较上月下降 0.4pct，环比增长 0.2%。

图表14: Manheim 价格指数



资料来源: Manheim, 国联证券研究所

图表15: Manheim 和 CPI 二手车

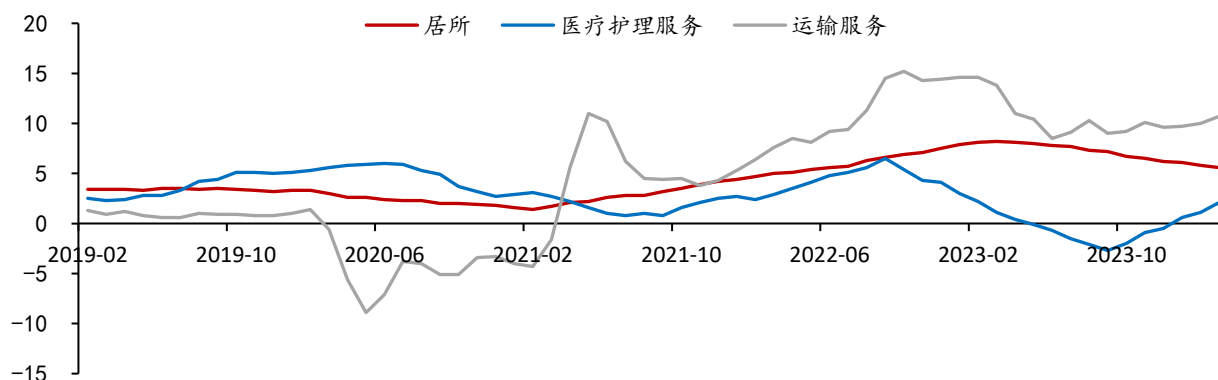


资料来源: Manheim, 国联证券研究所

核心服务总体环比 3 月仍维持高位，同比不降反升。从核心服务中的主要分项看，居所环比增长 0.4%，上月 0.4%；居所 3 月同比增长 5.6%，较上月继续回落¹。医疗护理服务环比增长 0.6%，上月负增长 0.1%，3 月同比增长 2.1%。运输服务 3 月环比增长 1.5%，上月 1.4%，同比上升，增长 10.7%。运输服务继续成为 3 月所有分项中同比增长最高的分项，尽管它的权重只有 6%，但也成为通胀的一个重要贡献因素。总体而言，核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高，离 2% 还有距离。医疗护理服务的通胀也转为上行，服务通胀的韧性十足。尤其非住房的服务通胀 3 月表现出韧性。

¹ 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

图表16: 核心服务CPI的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

1.3 住宅通胀不降反升

3月住宅通胀同比上升,主要是燃料和公用事业分项同比上行。居所通胀环比持平上月,同比继续回落。房价延续上行趋势,而房价的上涨对租金未来的上涨有一定预测性²。这可能也表明美国租金通胀仍有反复可能,并可能影响整体通胀,我们仍然认为美国的货币政策不宜过早宽松。

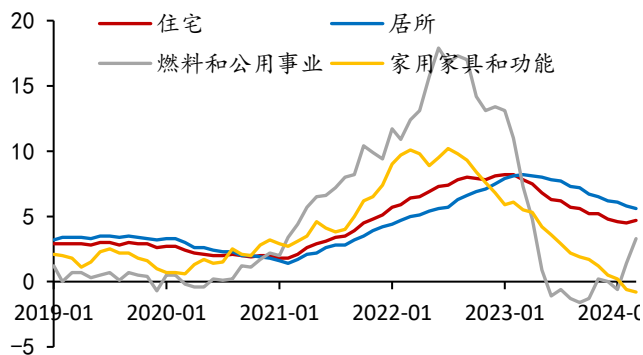
住宅通胀3月同比增长4.7%,2月4.5%。住宅通胀里面,主要包括三个分项,分别是居所、燃料和公用事业、家用家具和功能,其中居所的权重最高。

居所分项3月环比增长0.4%,持平上月;同比增长5.6%,较2月回落了0.2pct。从居所包含的主要分项看,自有房等价租金3月环比0.4%,持平上月;主要住所租金环比0.4%,较上月回落。因为基数效应,两个主要分项同比仍继续回落,主要住所租金同比3月增长5.7%,上月为5.8%,自有房等价租金3月同比增长5.9%,较上月下降0.1pct。

从近期的变动趋势看,燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落。不过燃料和公用事业3月同比增长3.3%,较上月上升。家用家具和功能3月同比继续负增长0.8%,上月负增长0.6%。

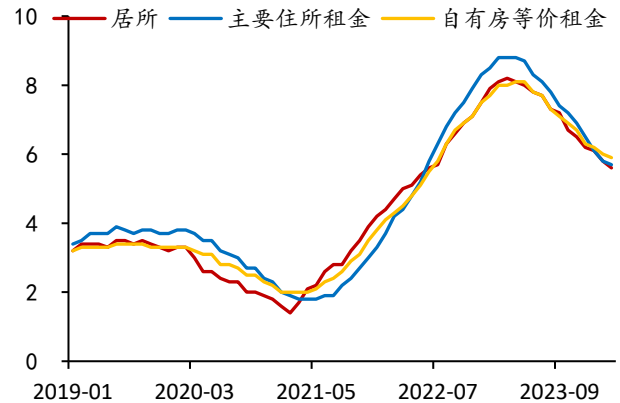
² 达拉斯联储的 Xiaoqing Zhou 和 Jim Dolmas 发现,房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在16个月后将达到0.75左右的峰值;与租金通胀的相关性在18个月后将达到峰值。
<https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0824>

图表17: 住宅和分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

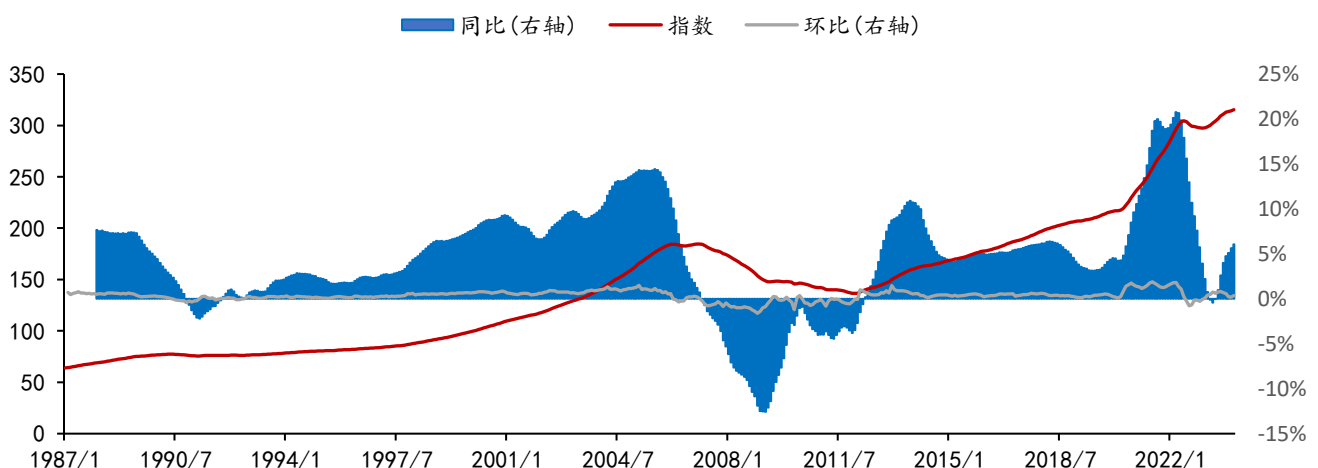
图表18: 居所及其分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

S&P/Case-Shiller 美国房价指数显示房价上涨还在继续, 环比也回升。房价的增长或对住宅通胀下行造成障碍。房价同比虽然从 2023 年 4 月开始负增长, 但 2023 年 7 月同比恢复正增长, 2024 年 1 月继续扩大到 6.1%。环比增速在 2023 年 2 月回正后, 增速不慢, 2024 年 1 月环比 0.36%, 高于上月 0.19%。

图表19: S&P/Case-Shiller 美国房价指数

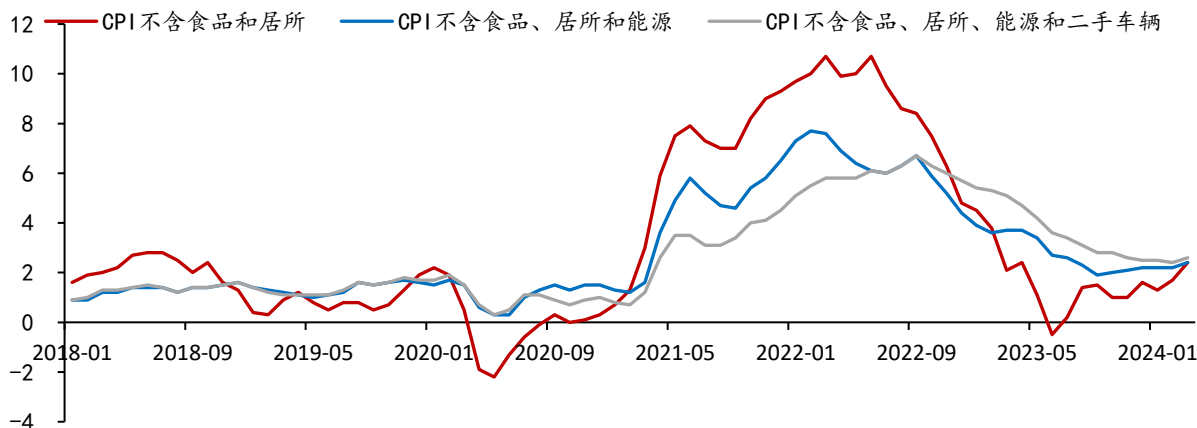


资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

另外, CPI 不含食品、居所、能源和二手车 3 月同比增长 2.6%, 上月 2.4%。从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所, 而能源、二手车是主要驱动通胀下行的分项。同时, 通胀的韧性也不仅仅体现在居所。CPI 不含食品和居所的同比 3 月增长 2.4%, 上月 1.7%。

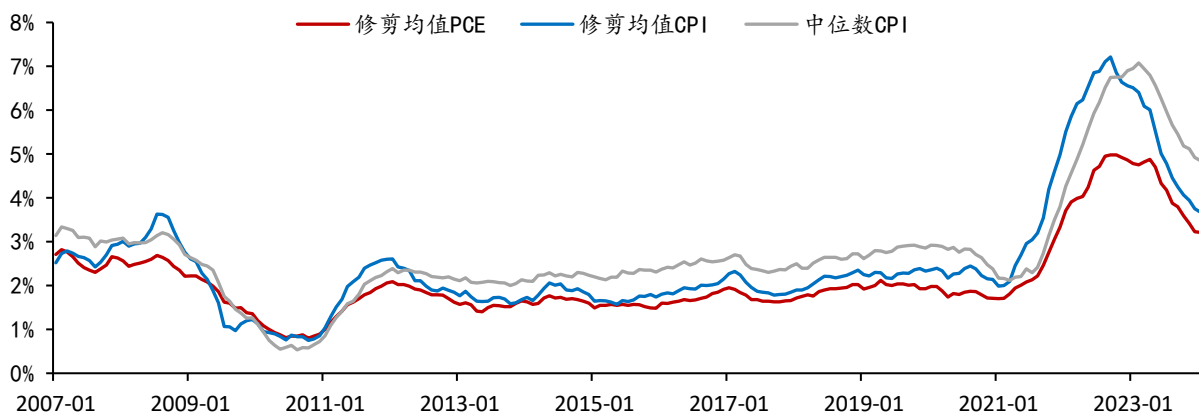
核心通胀的压力似乎不仅局限在居所，把居所去掉的话通胀又回到2%以上。

图表20: CPI 通胀剔除特定分项(%)



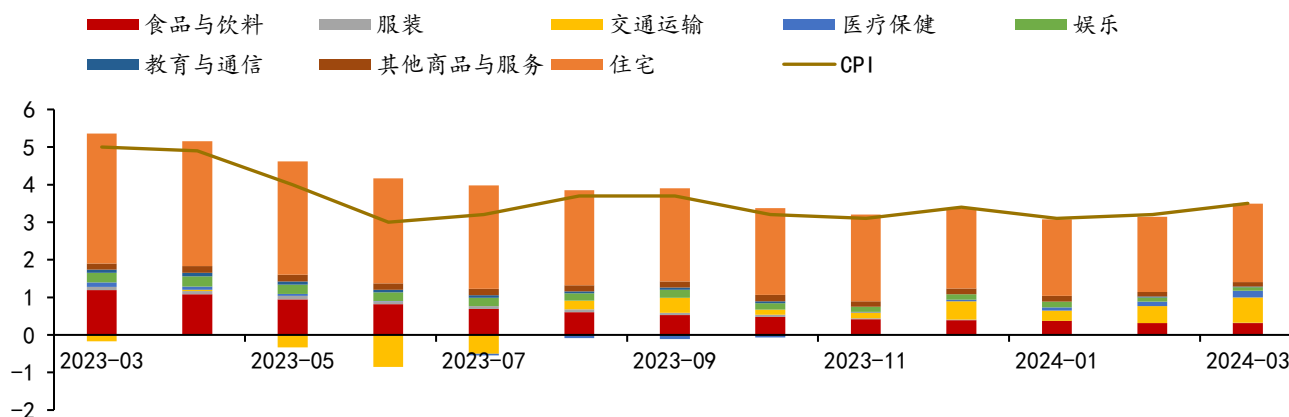
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表21: 替代的核心通胀指标(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

图表22: CPI 通胀同比不同分项的贡献率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表23: CPI 通胀 8 个主要类别(%)

时间	同比								环比							
	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务
2023年3月	8.3	7.8	3.3	-1	1.5	4.8	1.4	6.1	0.1	0.3	0.8	0.9	-0.3	0.1	0.1	0.5
2023年4月	7.5	7.5	3.6	0.2	1.1	5	1.6	6.6	0.2	0.2	-1	2.1	-0.1	0.5	0	0.9
2023年5月	6.6	6.8	3.5	-2	0.7	4.5	1.5	6.7	0.2	0.3	-0.3	0.5	0	-0.1	-0.2	0.5
2023年6月	5.7	6.3	3.1	-5.1	0.1	4.3	1.1	6.3	0.1	0.6	-0.7	0.5	0	0	-0.2	0.2
2023年7月	4.8	6.2	3.2	-3	-0.5	4.1	1.2	6.1	0.3	0.3	-1	0.2	-0.1	0.1	0	0.1
2023年8月	4.2	5.7	3.1	1.4	-1	3.5	1	5.8	0.2	0.3	1.6	1.3	0.3	-0.2	0.2	0.4
2023年9月	3.7	5.6	2.3	2.4	-1.4	3.9	1	6	0.2	0.5	1.4	-0.6	0.1	0.4	0.3	0.6
2023年10月	3.3	5.2	2.6	0.8	-0.8	3.2	0.9	6.2	0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	0	-0.2	0.6
2023年11月	2.9	5.2	1.1	0.9	0.2	2.5	-0.1	5.6	-0.2	0.2	-3.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.4	0.2
2023年12月	2.7	4.8	1	2.9	0.5	2.7	-0.1	5.5	0.1	0.3	-1.8	-1.4	0.3	0.4	0	-0.2
2024年1月	2.6	4.6	0.1	1.6	1.1	2.8	0	5.7	0.6	0.8	1.7	-0.5	0.7	0.7	0.4	0.8
2024年2月	2.2	4.5	0	2.7	1.4	2.1	0.4	4.7	0.1	0.5	3.2	1.7	0	0.4	0.4	0
2024年3月	2.2	4.7	0.4	4	2.2	1.8	0.2	4.7	0.1	0.5	1.3	2.2	0.5	-0.1	-0.1	0.5

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2. 通胀让降息预期显著降温

CPI 通胀数据再次高于预期, 美联储降息预期显著降温, 市场数据公布后重新定价了降息可能性。期货市场预期 6 月美联储就降息的概率跌到 20%。今年虽然仍然大概率降息, 但降息争议的焦点似乎已经移动到了 9 月份。我们认为今年即便有 3 次降息, 可能最晚要到 9 月才可能发生。市场的反应上, 国债利率上行, 美元指数走强, 三大股指下跌。

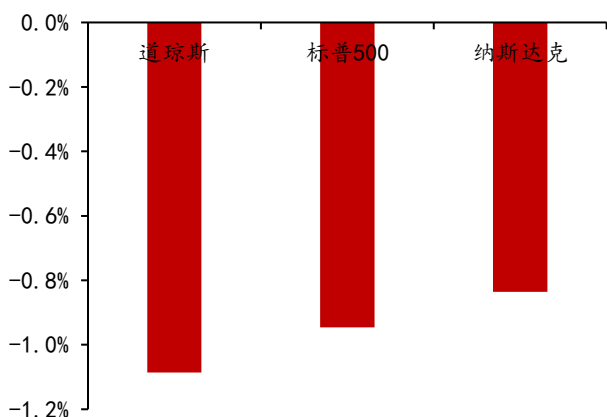
2.1 国债利率上行，股市下行

通胀数据公布后，美国三大股指开盘下跌，到收盘道琼斯下跌 1.09%，标普 500 下跌 0.95%，纳斯达克下跌 0.84%。

美元指数走高，升破 105，在数据公布后直线上升；现货黄金数据公布后走低，但是随后进入震荡。

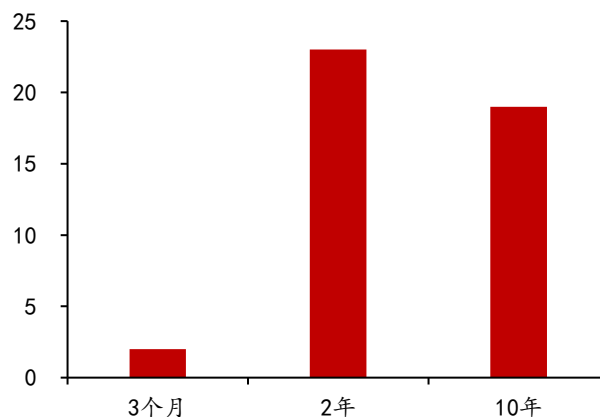
国债利率普遍走高，2 年期国债收益率回到 4.9% 上方，10 年期收益率回到 4.5% 以上。到收盘时，3 个月的国债收益率上涨 2 个基点，2 年国债收益率上升 23 个基点，10 年期国债收益率上升 19 个基点。

图表24：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表25：美国国债利率收盘变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所

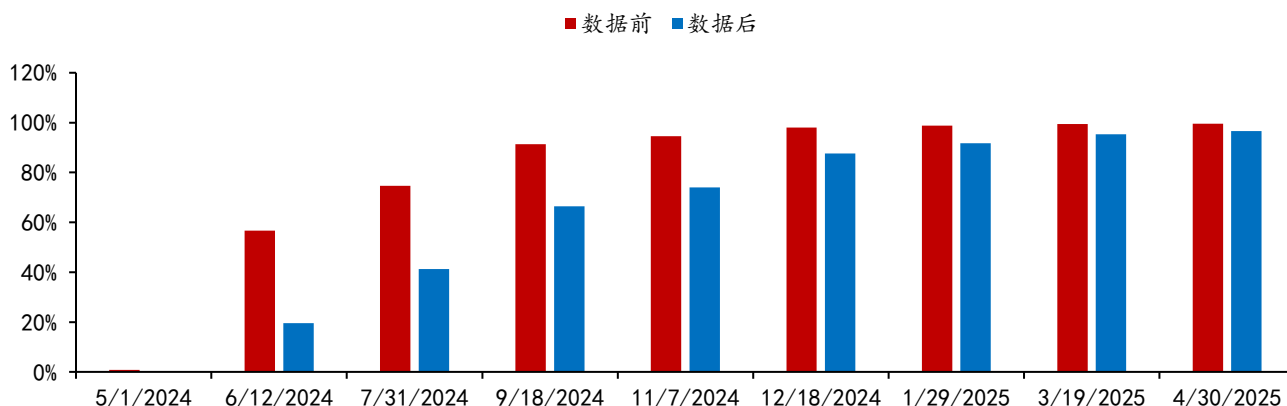
2.2 美联储降息时点的争论或推迟到 9 月

CPI 通胀数据再次高于预期，美联储降息预期显著降温，市场数据公布后重新定价了降息可能性。美联储在 3 月会议中给出的委员们的降息预期为今年 3 次，市场的预期一度更为乐观，但是目前市场的预期逐渐接近美联储 3 月会议中点阵图显示的降息预期。

美联储 6 月会议降息的概率在通胀数据公布显著下降，只有 20%；7 月降息的概

率也下降到 40%左右。在通胀数据公布之前，期货市场降息争议的焦点还在 6 月，6 月降息的概率仍然在接近 60%左右。通胀数据公布之后，降息争议的焦点似乎已经移动到了 9 月份。我们认为今年即便有 3 次降息，可能最晚要到 9 月才可能发生，市场此前关于降息的预期和通胀的预期可能都过于乐观。

图表26：美联储开始降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。3 月的就业数据显示就业市场偏强。这次的通胀报告显示降通胀的任务可能仍然艰巨，过早降息或有再次通胀的风险。

2.3 降息过早或有再通胀的风险

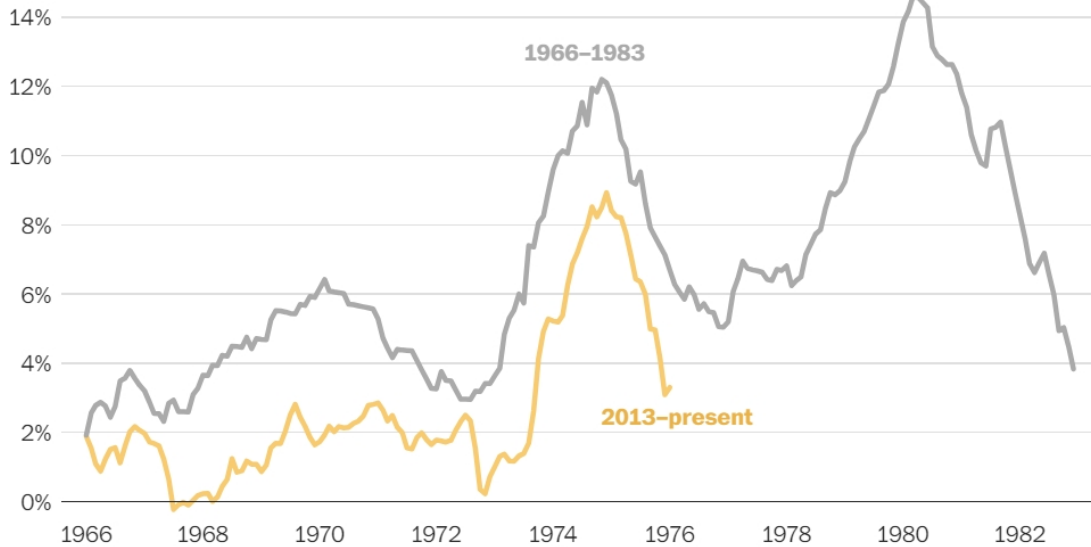
前财政部部长拉里·萨默斯(Larry Summers)在他 2023 年 8 月的文章里面画了这样的一张图³，把 2013 年以来的 CPI 走势和 1966 年的 CPI 走势画到一起，可以看到 2023 年 8 月截止，通胀的回落似乎像极了 70 年代大通胀时期通胀从 74 年开始回落的那部分轨迹。

³ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/08/24/federal-reserve-jerome-powell-inflation/>

图表27：当下CPI和历史上60年代CPI的对比(%)

The last decade of U.S. inflation mirrors 1966 to 1976

Consumer Price Index year-over-year percent change



Monthly data; seasonally adjusted.

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

THE WASHINGTON POST

资料来源：华盛顿邮报，国联证券研究所整理

近10年的CPI通胀走势确实和1966-1976年通胀的走势有几分相似，但是仅仅从这个曲线图的对比，并不足以说明接下来通胀的走势也将重蹈70年代的覆辙。

但是上图至少是一个重要的提醒，通胀卷土重来的风险或仍是美联储目前降息的重要担忧。今年以来的通胀数据似乎表明再次通胀的风险并不是杞人忧天。70年代最重要的教训在于当时在第一次通胀下行后，美联储过早过快降息。

3. 风险提示

美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼