

海外市场快评系列（二）

美国3月CPI点评—下调美联储降息预测，警惕再通胀交易再起

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
BOT313
WEIWEI170@pingan.com.cn

周畅 投资咨询资格编号
S1060522080004
ZHOUCHANG115@pingan.com.cn

研究助理

校星 一般从业资格编号
S1060123120037
XIAOXING407@pingan.com.cn



事项：

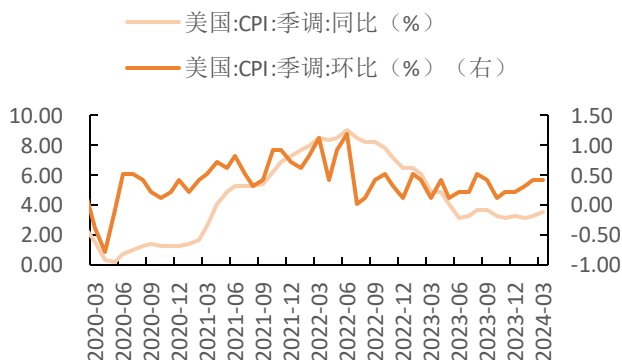
- 2024年4月10日，美国劳工统计局公布2024年3月CPI数据，整体略超市场预期：3月CPI同比增加3.5%，高于预期的3.4%和前值的3.2%，创下2023年9月以来最高水平；核心CPI（除食品和能源外）同比增加3.8%，高于预期的3.7%，与前值持平；CPI与核心CPI均环比增加0.4%，均高于预期的0.3%，并均与前值持平。数据公布后，海外市场出现较大调整，截至4月10日收盘，美股三大股指纳指、道指、标普500分别下跌0.84%、1.09%、0.95%，10年美债上行19BP至4.55%，美元指数上涨1.04%，同时市场对首次降息预期推迟至9月。

平安观点：

- 3月美国通胀数据再超预期，显示美国通胀下行阶段性停滞。3月CPI同比增3.5%，高于市场预期的3.4%和前值的3.2%，创下2023年9月以来最高水平；环比增0.4%，高于市场预期的0.3%，与前值持平。核心CPI同比增3.8%，高于市场预期的3.7%，与前值持平；环比0.4%，高于市场预期的0.3%，与前值持平。整体来看，美国通胀数据已连续三个月超预期表现，或指向美国通胀下行阶段性停滞。
- 从驱动因素看，超级核心通胀（非房租核心服务通胀）强劲上升，住房分项边际有所降温，但仍维持在较高水平。此外，能源价格持续上涨，亦推动3月CPI再超预期。而核心商品环比由正转负，其中二手车为主要拖累：
 - 超级核心通胀强劲上升对核心CPI形成主要支撑。3月美联储关注的超级核心通胀环比回升0.2pct至0.7%，从分项来看医疗和运输服务下的汽车保险是主要贡献项，环比分别回升0.6pct、1.7pct至0.6%、2.6%，或与3月加州等地遭遇暴风雪等恶劣天气下流感人群增加以及汽车事故有关。
 - 住房通胀仍具韧性。住房分项环比增速小幅回落0.01pct至0.42%，边际有所降温，但仍维持在较高水平，显示住房通胀仍具韧性。其中，房租分项增速小幅回落0.05pct至0.41%，等价租金环比与前值持平，是支撑住房通胀的主要因素，学校住宿及酒店分项环比增速回落0.07pct至0.08%。相较于疫情前的中枢0.3%，目前租金涨幅依然偏高，且今年以来租房价格领先指标（Apartment list、Zillow等）有所回升，预计住房通胀下行仍面临阻碍。
 - 能源价格同比由负转正，为通胀带来隐患。3月能源价格环比继续上涨1.13%，同比由-1.9%上升至2.1%，创近一年新高。3月以来俄乌、中东局势持续扰动，且目前局势尚不明朗，如后续地缘风险持续，原油价格仍有一定支撑，或为后续通胀回落带来隐患。

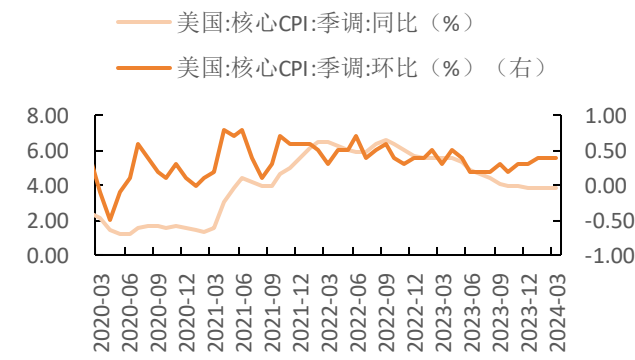
- 从拖累项来看，核心商品环比由正转负，其中二手车为主要拖累。核心商品环比增速从 0.11%降至-0.15%，其中二手车是主要拖累，环比增速回落 1.6pct至-1.1%，从领先指标 Manheim 二手车指数来看，该指数自 2023 年 10 月以来持续下行，预计后续二手车价格仍有进一步回落的空间。
- 市场反应方面，数据公布后海外市场出现较大幅度的调整，股跌债涨美元涨，市场对首次降息时点已推迟至 9 月。本次数据发布之前，海外市场整体情绪比较乐观，外资行对本次 CPI 的预测数据的中位值显示 CPI 将温和下行。数据发布后，实际 CPI 数据略超市场预期，海外市场乐观情绪回调，市场出现较大幅度调整，截至 4 月 10 日收盘，美股三大股指纳指、道指、标普 500 分别下跌 0.84%、1.09%、0.95%，10 年美债上行 19BP 至 4.55%，美元指数上涨 1.04%。同时，昨晚也公布了美联储发布的 3 月 FOMC 会议纪要，纪要显示美联储官员担心通胀进展可能已经停滞。基于此，截至 4 月 10 日收盘，CME Fed Watch Tool 显示市场预计 6 月不降息的概率从 4 月 9 日的 42.63%大幅抬升至 81.37%，首次降息时点已推迟至 9 月。
- 目前基本面仍不支持降息，大选或成为今年货币政策不确定性的最大症结。美国近期非农新增数据、通胀数据、PMI 数据等均指向美国基本面强韧，经济距离美联储降息门槛仍有一段距离。今年货币政策不确定性的最大症结在于美国大选。今年美国大选下，经济议题是两党博弈的核心议题之一，其中拜登政府下的高通胀环境是其被抨击的主要要点之一。本次数据发布后，拜登发布声明表示对抗通货膨胀仍然是目前首要经济任务，降低通胀仍需更多努力，并认为目前住房和食品杂货价格较高，后续将通过建造和翻新超过 200 万套房屋的计划来降低住房成本，同时表态仍坚持对美联储降息的预期。拜登整体表态或指向拜登政府目前对降息动机的降低，二季度重心将聚焦解决“通胀粘性”，彻底避免“二次通胀”，以防让通胀持续成为对手对抗拜登的不利抓手。按今年美国大选进程来看，9 月后逐步接近大选重要时点，由于美联储试图与政治保持距离，若 6-7 月美联储因基本面强韧难以降息，则首次降息点将推迟至 11 月 5 日大选日结束之后。
- 综上所述，我们下调对今年美联储降息的预测，我们预计首次降息时点或推迟到四季度，全年降息 1-2 次，降幅为 25 个基点。
- 资产走势方面，降息预期再次延后或加剧资产价格波动，降息交易降温下，再通胀交易会再起，其中：
 - 美债方面，基本面强劲表现带来美债利率反弹风险的加大，短期内 10 年美债利率或在 4.5%点位再上行。数据公布后，降息预期再次修正，叠加近期可能的联储 QT 带来的流动性紧缩冲击，短期内美债利率的反弹风险或加大，可能再度阶段性 4.5%往上，如后续经济数据持续强韧，全年或难下 4%。
 - 美元方面，短期内仍将偏强运行。鉴于美国经济基本面的强韧，叠加欧元区经济的疲软以及日本央行年内加息仍存在较大不确定性，美元指数仍有一定支撑，短期内美元指数或仍将偏强运行。
 - 美股方面，多重因素干扰下，短期美股波动加剧。短期来看，近期多重因素干扰下，美股波动或加大：一方面，强劲的经济数据推迟降息延后，叠加可能的美联储官员鹰派发言以及近期地缘冲突风险再起，将对美股产生扰动，另一方面，降息延后的同时也是对经济向好的确认，利好美股分子端。

图表1 3月CPI同比上行，环比维持不变



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 4 月 11 日

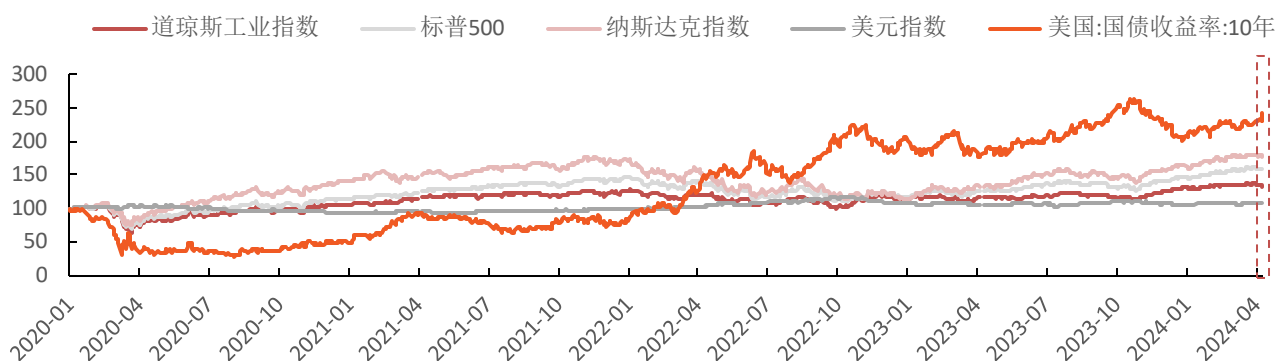
图表2 3月核心通胀同比、环比不变，陷入停滞



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 4 月 11 日

图表3 今年以来美元资产走势

(2020年1月2日=100)



资料来源: Wind, 平安证券研究; 数据截至2024年4月11日

图表4 市场预期首次降息推迟至9月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	94.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	17.8%	81.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.4%	38.8%	54.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	20.0%	45.4%	31.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.3%	26.6%	41.8%	23.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	16.7%	34.0%	32.8%	12.0%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.6%	8.2%	22.5%	33.6%	25.9%	8.0%
2025/3/19	0.1%	0.8%	4.5%	14.4%	27.3%	30.3%	18.2%	4.6%
2025/4/30	0.3%	1.8%	7.2%	18.0%	28.1%	26.9%	14.4%	3.3%

资料来源: CME, 平安证券研究; 数据截至2024年4月11日

风险提示

1) 美国经济下行超预期; 2) 美联储货币政策超预期收紧; 3) 地缘冲突升级; 4) 市场金融风险加剧。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层