

## 宏观策略

## 3月CPI增速超预期，年内降息预期再调整

## ——美国3月CPI数据点评

2024年4月11日

宏观策略研究/事件点评

## 山证宏观策略团队

## 分析师：

范鑫

执业登记编码：S0760523070002

邮箱：fanxin@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

## 事件回顾：

➢ 美国3月CPI同比升3.5%，预期升3.4%；环比升0.4%，预期升0.3%，核心通胀同比升3.8%，预期升3.7%；环比升0.4%，预期升0.3%。超级核心通胀（核心通胀排除房租）同比升4.8%，环比升0.84%。

## 投资要点：

## 3月CPI及核心CPI同比、环比增速均超预期，引发降息预期修正

➢ 在经历了1月、2月的通胀反弹后，3月CPI、核心CPI同比环比增速再超预期，预计将引发美联储关注以及货币政策路径修正。此前鲍威尔曾表示1月、2月数据可能存在季节性噪声，认为通胀的下行趋势并未改变，但连续3个月超预期的通胀数据足以引发美联储的关注，使得“Great Confident”短期内难以达成，进而引发货币政策路径的调整。此前最新SEP点阵图反映美联储官员预期年内将降息3次共计75bp，而在当前通胀充分彰显韧性的环境中，预计将调整。

➢ 在3月CPI数据公布后，市场对于年内降息的预期发生了明显变化，截至4月10日，市场预期9月将开启首次降息，12月再降一次，全年累计降息50bp。

## 核心商品延续通缩，核心服务延续韧性，超级核心反弹明显

➢ 3月在新车与二手车分项同比环比均负增的带动下，核心商品延续通缩。然而核心服务同比、环比增速均反弹，其中的关键项房租下行趋势基本停滞，环比反弹至0.5%，排除房租后的超级核心通胀反弹幅度更甚。

## 核心服务价格粘性不可忽视，降息或于Q4开启，全年累计不超过25bp

➢ 往后看，我们再度强调美国通胀的“最后一公里”并不好走。核心商品后续在继续带动通胀下行方面的作用将十分有限，更为关键的是，核心服务价格本身粘性较强，从领先指标看，主要权重项房租从Q3起将停止回落之势，甚至再度走升，叠加美国居民消费仍有支撑，就业市场供给端改善但仍处于紧平衡状态，预计服务价格强韧性短期内难以带动通胀回到美联储目标水平附近。

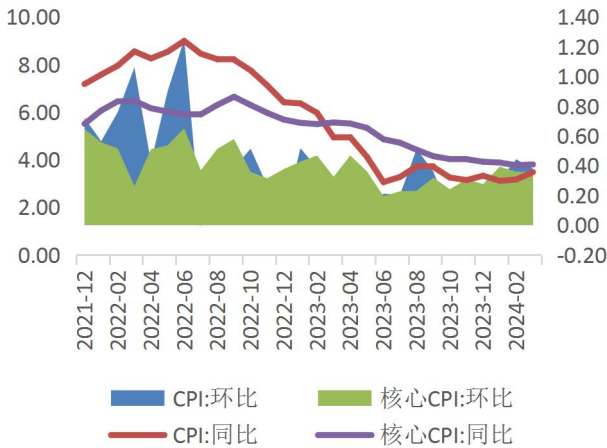
➢ 在通胀数据保持韧性的背景之下，我们在近期的海外经济周观察中也反复提及，美国经济当前同样彰显出较强韧性，由此，我们认为美联储短期内开启降息的理由明显不足，将首次降息的预期调整至Q4，全年或将只降息1次。

**风险提示：**海外宏观经济超预期发展；地缘冲突超预期发展



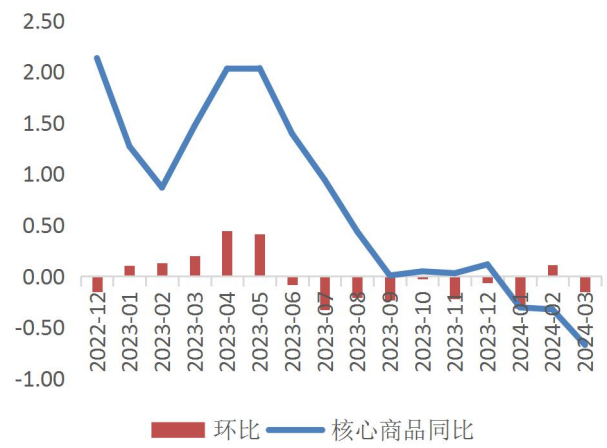


图 1：美国 3 月 CPI、核心 CPI 同比增速均反弹(%)



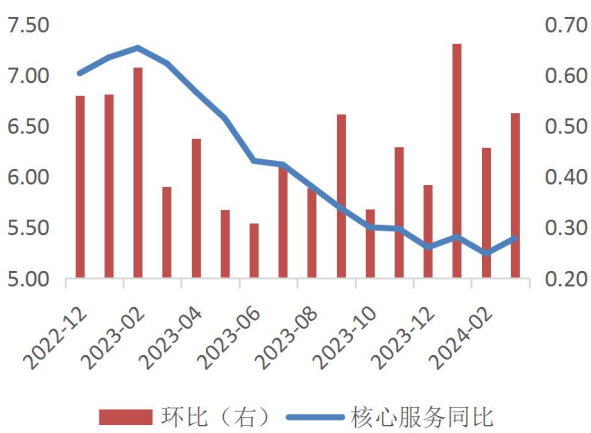
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：3 月核心商品同比、环比均负增 (%)



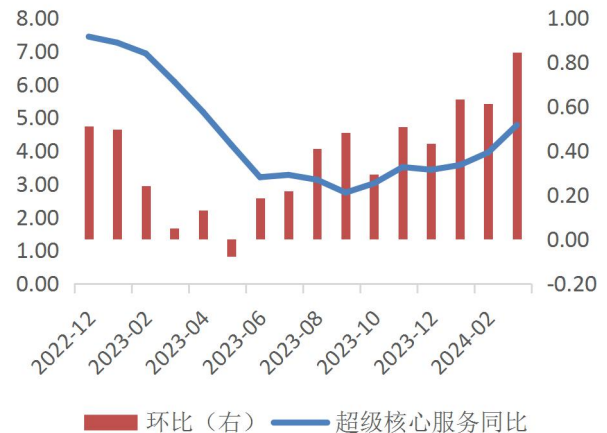
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：3 月核心服务同比、环比均反弹 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：超级核心服务延续反弹之势 (%)



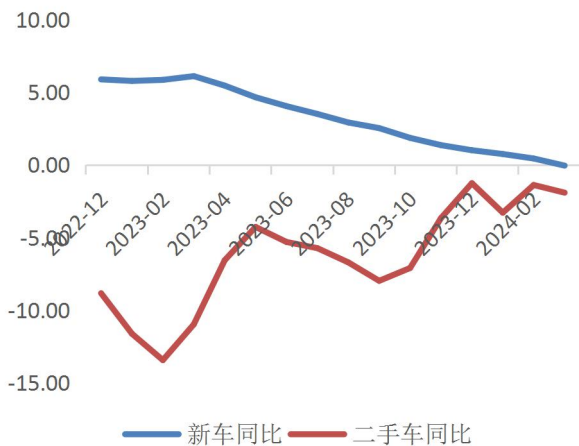
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：市场预期首次降息在 9 月，全年累计降息 50bp

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%

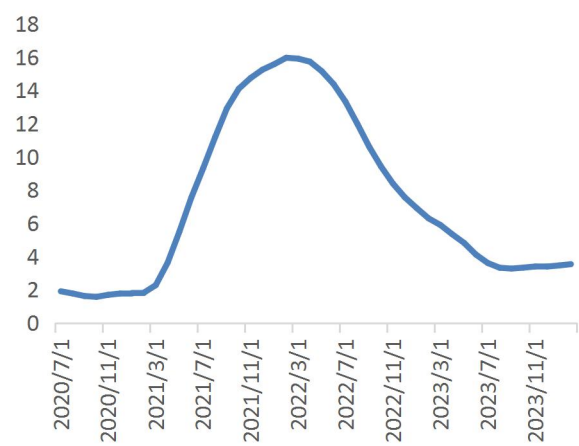
资料来源：CME FedWatch，山西证券研究所

图 6：3 月新车与二手车同比均下行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：Zillow 房租指数同比自 23Q4 开始反弹（%）



资料来源：Bloomberg，山西证券研究所

表 1: CPI 主要分项变化 (%)

	主要一级指标		主要二级指标				主要三级指标			
	同比	环比		同比	环比		同比	环比		
食品饮料	2.25 ↑	0.09 ↓	食品	2.24 ↓	0.10 ↑	家庭食品	1.17 ↑	(0.00)	↑	
				酒精饮料	2.40 ↓	0.09 ↑	非家用食品	4.17 ↓	0.26	↑
			家用酒精饮料	1.69 ↓	(0.18)	↓	非家用酒精饮料	3.65 ↑	0.35	↑
				非家用酒精饮料	3.65 ↑	0.35	↑			
住宅	4.65 ↑	0.47 ↑	住房租金	5.67 ↓	0.50 ↑	主要居所租金	5.68 ↓	0.41	↓	
				外宿	(1.83)	↓	0.08	↓		
				业主等价租金	5.91 ↓	0.44	↓			
			燃料和公共事业	3.33 ↑	0.54 ↓	家用能源	2.76 ↑	0.62	↓	
				水、下水道和垃圾回收服务	5.29 ↓	0.29	↓			
			家用家具和功能	(0.80) ↓	0.08 ↑	家具和床上用品	(3.83)	↓	0.26	↑
						窗户、地板铺装和其他日用织品	(2.83)	↑	0.82	↑
						家用电器	(6.34)	↓	(0.68)	↑
						其他家用设备和家具	(2.36)	↓	0.02	↑
						工具、硬件、户外装备和用品	(3.73)	↓	(0.14)	↓
						客房用品	0.06 ↓	(0.72)	↓	
						家用产品	(0.72)	↓	(1.15)	↓
交通运输	4.01 ↑	2.19 ↑	私人运输	4.43 ↑	0.92 ↓	新机动车和二手机动车	(0.70)	↓	(0.23)	↓
				发动机燃料	1.02 ↑	1.61	↓			
				机动车部件和设备	(0.84)	↓	(0.16)	↑		
			公共交通	(5.59) ↓	(0.97) ↓	机动车维修保养	8.19 ↑	1.74	↑	
						机动车保险	22.20 ↑	2.58	↑	
						机票	(7.09)	↓	(0.37)	↓
其他城际交通	(3.76)	↑	1.99	↑						
医疗保健	2.21 ↑	0.48 ↑	医疗护理商品	2.51 ↓	0.16 ↑	-				
			医疗护理服务	2.15 ↑	0.56 ↑	专业服务	1.94 ↓	0.00	↑	
			医院和相关服务	7.68 ↑	1.23	↑				

资料来源: wind, 山西证券研究所



### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层