



美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降

2024年4月12日

宏观经济

事件点评

——美国3月CPI数据点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国3月CPI环比0.4%，预期0.3%，前值0.4%；同比3.5%，预期3.4%，前值3.2%。

核心CPI环比0.4%，预期0.3%，前值0.4%；同比3.8%，预期3.7%，前值3.8%。

主要观点：

- 1、住宅价格环比增速不减，非住宅服务价格环比加速，粘性仍需时间。
- 2、降息节点：首次降息不会早于5月的观点得到印证，二三季度降息概率很小，时间节点可为核心CPI环比连续两个月跌落至0.2%平台。
- 3、降息幅度：年内降息必要性下降。
- 4、降息窗口：很窄，二三季度降息无望，而三四季度为传统消费旺季，届时可能遇到经济强劲带动通胀回落再次放缓的不利降息的局面。
- 5、维持美国十年期国债利率上限4.35~4.6%；美股维持短期没有明显风险点，长期中性。

数据方面，房屋（0.4%）和汽油（1.7%）贡献了CPI环比的50%以上。核心通胀分项方面，3月非住宅环比增长显著的有车险2.6%（前值0.9%），服饰0.7%，医疗0.5%（前值0），其他上涨的有个人护理、教育和家装；下降的有二手车-1.1%（前值0.5%），休闲娱乐-0.1%，新车-0.2%，机票-0.4%。3月核心通胀同比3.8%，房屋5.7%，贡献了核心通胀的三分之二，其他显著增加的有车险22.2%，医疗2.2%，休闲娱乐1.8%，个人护理4.2%。

住宅价格环比增速未见趋势性下降，非住宅服务类价格环比加速。核心商品保持稳定，继2月环比回正后，3月再次回落至负值区间（-0.2%）（图7）。住宅环比从去年6月一直在0.4~0.6%这一平台震荡，尚未有进一步回落的趋势（图7）。非住宅服务类价格创下2022年10月以来的新高0.8%，基本回到去年二三季度时的水平，与服务业就业仍旧紧绷相吻合（图7）。带动非住宅核心通胀环比稳定在0.3%这一去年一二季度的平台水平（图7）。

通胀粘性明显。我们在2020年疫情爆发后对美国的通胀观点一直有二，一，通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二，通胀回落的幅度比美联储预期的要小，这两点基本完全得到印证。由于原油价格反弹（图13），通胀下降的阻力增大。住宅价格端，房价仍维持高位（图8）；供给端，住宅市场存量房屋数太少，住宅市场处于紧平衡状态；收入端，失业率较低；政策端，美联储一直给予今年降息预期，四重因素均支撑房价。叠加非住宅服务类价格环比加速，显示通胀粘性明显。虽然美联储强调它更看重PCE，但PCE的数据来源与CPI一致，区别主要在于链式加权公式略有不同。由于公式的差别，PCE并没有CPI灵敏，因此，从预测的角度来说，CPI优于PCE。

二三季度降息无望。我们去年四季度关于今年降息节奏的观点逐步得到印证：即最早不会早于5月，首先考虑降息50bp而不是75或者100bp。3月通胀数据发布后，市场预期基本与我们去年四季度的年度展望相一致。整个一季度的非农和通胀均较强，二季度不会降息已被市场接受。无论劳动力市场还是房地产市场，虽有所缓和但仍处于紧绷状态，叠加拜登政府推出的基建法案，建筑业也进入相对繁荣期，过早降息可能会引起后期通胀反弹。最早的降息节点可参考核心CPI环比跌落当前0.4%这一平台的时间点，比如连续2个月维持在0.2%（图6），因此二三季度基本降息无望。

政策利率离中性利率并不远，降息必要性进一步降低。高于2%的GDP增速以及高于4%的时薪增速，加之核心CPI同比在前基数较高的情况下仍有3.8%，远高于1990年以来的正常高位水平（图10），这种情景下，按照2008年以前的政策风格美联储没有降息的理由。本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从

限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。从这一角度理解，若通胀不改下降趋势，今年小幅降息的概率尚存。虽然我们一直认为降息幅度比美联储要小（50bp vs 75bp），但无论从 GDP 增速、非农、时薪同比、制造业 PMI（图 14）还是通胀的最新表现来看，年内降息的必要性进一步降低。鲍威尔之前认为目前的政策利率水平明显高于中性利率水平。我们在 2020 年疫情开始时就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但离中性利率并不太远。鉴于地产市场恢复了对利率的敏感度，处于紧平衡状态而非疲软，降息幅度应更为谨慎。

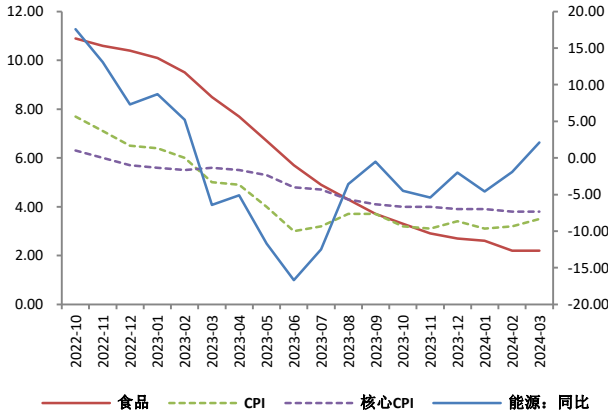
适合降息的窗口很窄。从季节性特征而言，美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现尚可。3 月非农数据中赌博娱乐就业增速不减，三季度旅游季大概率消费强劲，届时通胀，特别是服务类通胀，存在反弹压力。降息拖到三季度后期至年末，可能会再次遇到通胀下行趋势减弱而经济增速维持一定水平这种不利降息的局面。

美国十年期国债利率下限维持 3.65~3.85%，上限 4.35~4.6%（图 12）。目前美十债利率水平隐含的降息幅度为 25bp 左右（图 12，以一年期国债与 FFR 利差衡量）。但我们模型反映的隐含降息幅度已经为 0。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平，定价应参照 2008 年之前。

股市方面，美国年内无经济衰退风险，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储开始进入降息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题（图 15）。

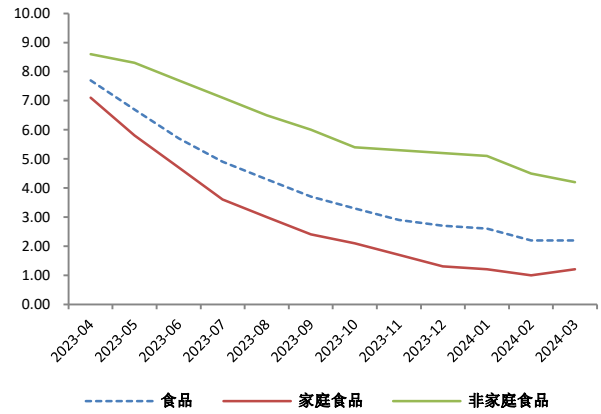
风险提示：海外经济衰退。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）



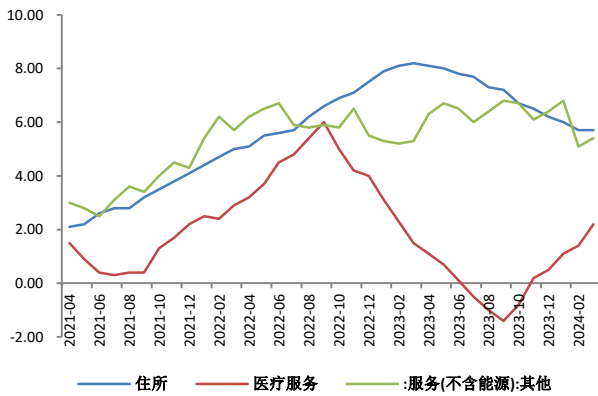
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图2：食品分项价格同比止跌（%）



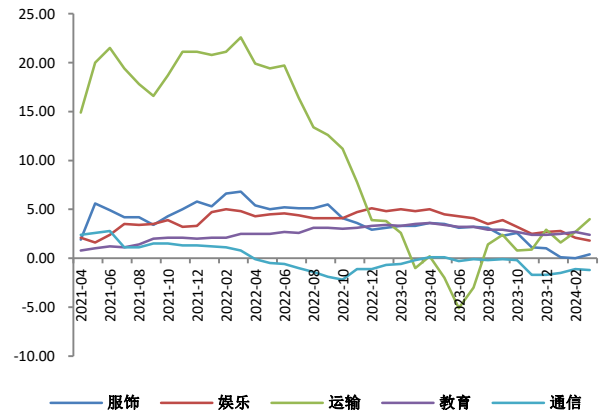
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图3：服务通胀同比分项 1（%）



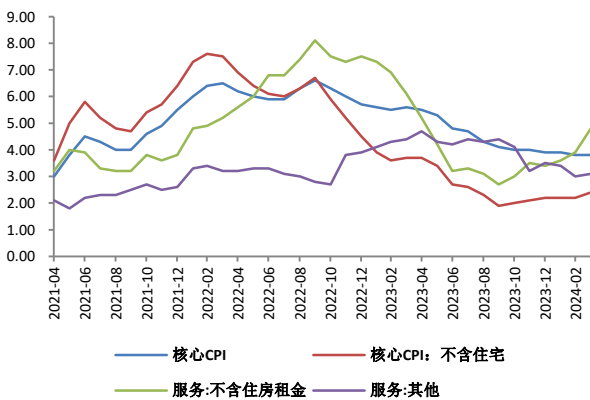
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图4：服务通胀同比分项 2（%）



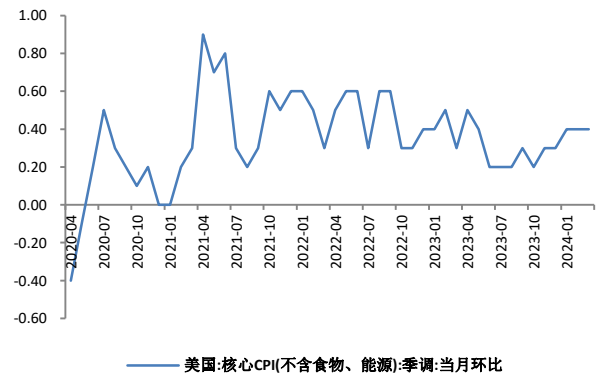
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图5：不含住宅服务同比翘尾（%）



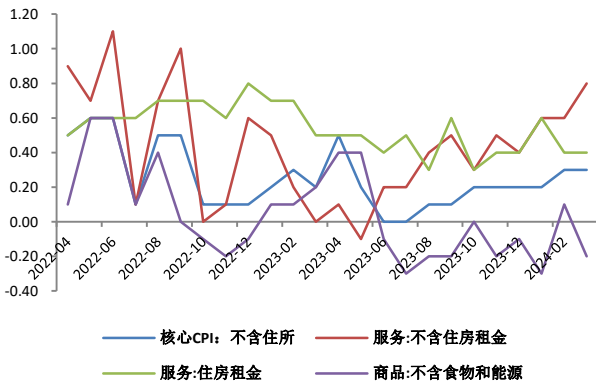
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图6：核心CPI环比维持0.4%平台（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：非住宅服务环比加速（%）



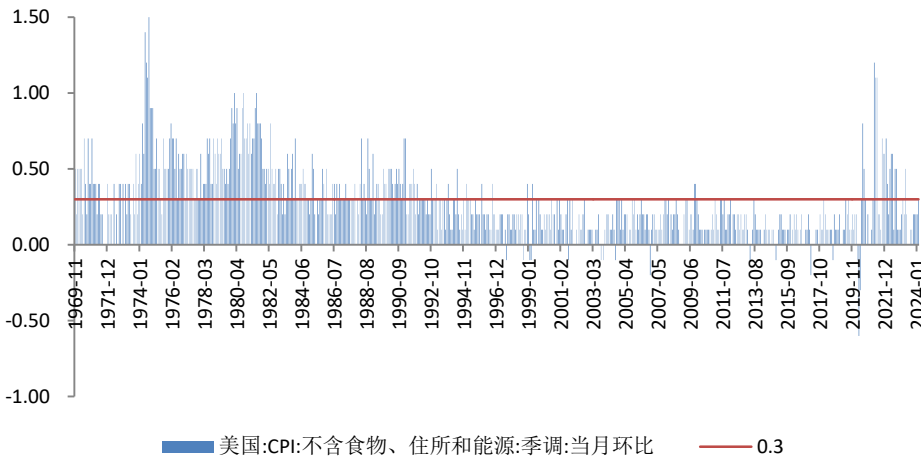
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房价反弹（%）



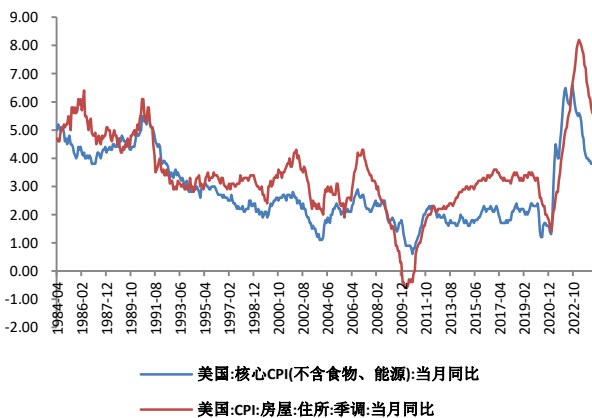
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图9：非住宅核心 CPI 3 月环比仍为 0.3（%）



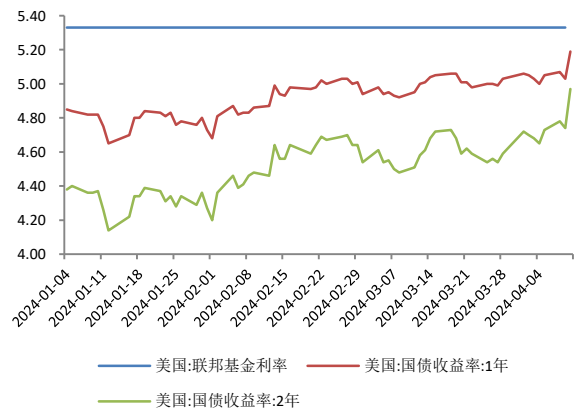
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：住宅同比继续下降（%）



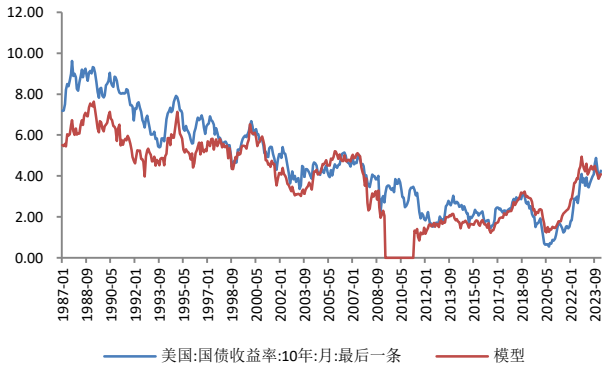
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：短期利率倒挂收窄（%）



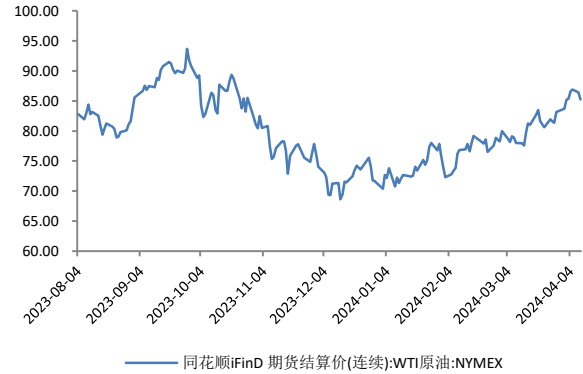
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：美十债利率模型（%）



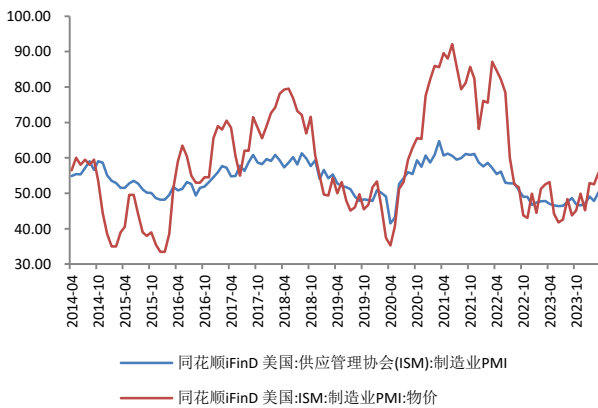
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：原油价格回升（美元）



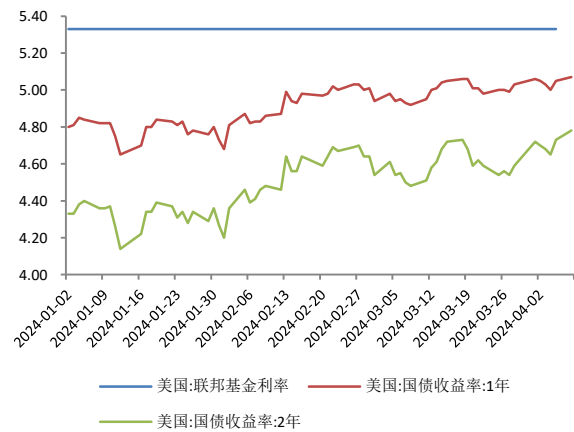
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：制造业 PMI 回升至 50 以上



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 15：短期国债利率与 FFR（%）



资料来源：iFinD,东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	降息仍由通胀主导，年内降息概率略有下降—美国 3 月非农数据点评	2024-04-10
宏观普通报告	点阵图对降息幅度有边际收窄倾向—美国 3 月 FOMC 点评	2024-03-22
宏观深度报告	衰退继续延迟，海外进入降息通道—2024 海外经济展望 PPT	2024-03-14
宏观普通报告	美国通胀仍有粘性，降息窗口较窄—美国 2 月 CPI 数据点评	2024-03-14
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健，降息窗口较窄—美国 2 月非农数据点评	2024-03-13
宏观深度报告	对 2024 年政府工作报告的几点理解—	2024-03-07
宏观普通报告	美国商品价格止跌，服务价格粘性不变—美国 12 月 CPI 数据点评	2024-01-18
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健—美国 12 月非农数据点评	2024-01-10
宏观普通报告	宏观普通报告：降息进入美联储视野，略超市场预期	2023-12-20
宏观普通报告	宏观普通报告：美国商品价格稳定下降，服务价格尚有一定粘性	2023-12-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526