

美国 3 月 CPI 数据点评

美国通胀降温停滞

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

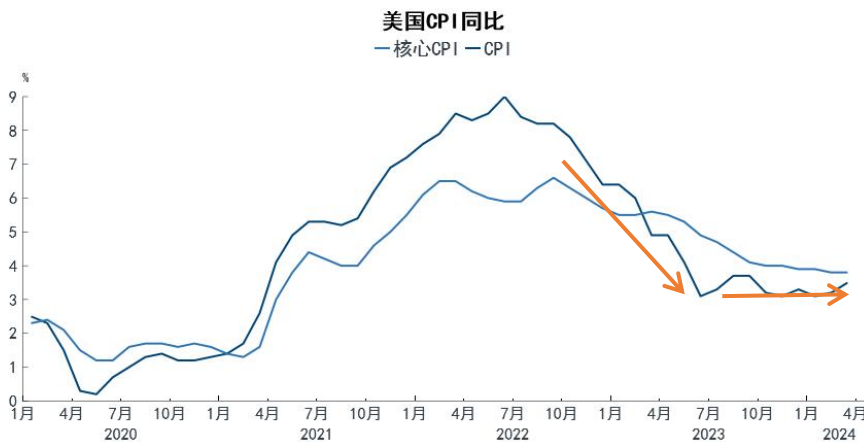
事项：

美东时间 4 月 10 日，美国劳工统计局发布 3 月 CPI 通胀数据：CPI 和核心 CPI 环比均上涨 0.4%，且均与上月持平。CPI 同比为 3.5%，较上月回升 0.3 个百分点；核心 CPI 同比为 3.8%，持平上月。

CPI 通胀走势：由降转平

自去年三季度以来，美国通胀出现了较为明显的趋势性变化。整体 CPI 同比走势由单边下降转为在 3-4% 的区间内震荡；核心 CPI 同比下降速度进一步放缓，在 4% 左右水平有企稳的迹象。

图1：美国 CPI 通胀又降转平



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

从 CPI 环比结构来看，通胀非核心部分中，食品通胀趋于稳定，食品价格环比连续两个月低于近 12 个月的平均水平；能源通胀回升明显，能源价格环比连续两个月高于近 12 个月的平均水平，其中汽油、电力、天然气价格均有明显回升。核心通胀中，核心商品通胀保持低位，近 6 个月有 4 个月核心商品价格环比低于 0%；核心服务通胀与过去 12 个月相比略有回升，主要受空运和医疗服务拉动，占核心服务权重最大的住房通胀延续下降走势。

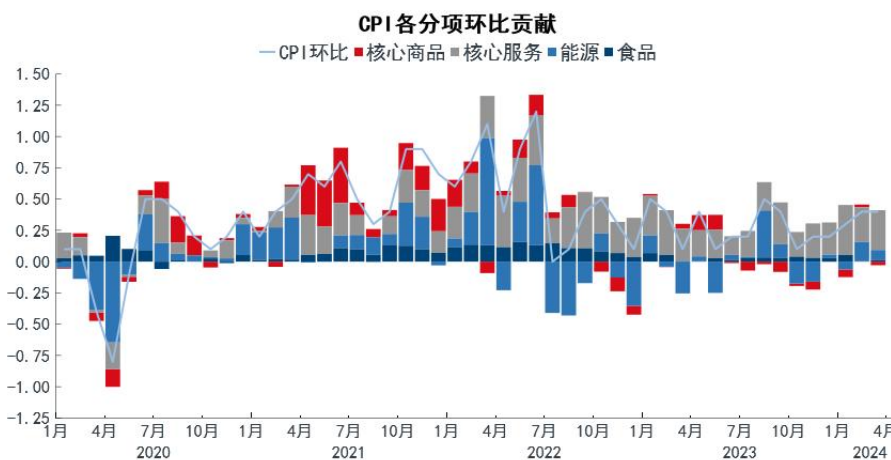
图2：美国 CPI 环比热力图（红色表示高于近 12 个月的平均水平，蓝色表示低于近 12 个月的平均水平）

美国CPI各分项环比（单位：%）

项目	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月
CPI	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.5	0.2	0.2	0.1	0.4	0.1
食品	0.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.1
家用食品	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.2	-0.2
在外用餐	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.4	0.6
能源	1.1	2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1	1.2	4.4	0.0	0.5	-3.0	0.7	-2.7
能源商品	1.5	3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3	1.8	8.3	-0.1	0.6	-4.5	2.5	-3.6
汽油	1.6	3.7	-3.3	-0.6	-4.0	-4.3	1.7	8.3	-0.2	0.7	-4.5	2.7	-3.6
燃油	-1.1	0.7	-2.3	-2.5	-1.0	-3.7	3.9	7.0	2.1	-1.0	-4.3	-0.3	-2.3
能源服务	0.7	0.8	1.4	0.3	1.0	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3	-1.2	-1.2	-1.8
电力	0.9	0.3	1.2	0.6	1.0	0.4	0.8	0.2	-0.4	0.7	-0.7	-0.3	-0.4
天然气	0.0	2.3	2.0	-0.6	1.2	0.3	-1.4	-0.3	1.5	-1.1	-2.9	-4.1	-5.8
核心CPI	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.3
核心商品	-0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.4	0.4	0.2
新车	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.3
二手汽车和卡车	-1.1	0.5	-3.4	0.6	1.4	-0.4	-1.8	-1.9	-1.5	-0.6	3.2	3.2	-0.6
服装	0.7	0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
医疗商品	0.2	0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6	0.5	0.6
核心服务	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4
住房	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
交运服务	1.5	1.4	1.0	0.1	1.0	0.9	0.7	1.6	0.8	0.4	0.3	0.5	0.9
医疗服务	0.6	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5

资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图3：美国CPI各一级分项环比贡献



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

从美联储关注的超级核心通胀（扣除住房的核心服务部分）部分来看，3月份超级核心部分贡献了CPI环比0.17%的增长，为2022年9月以来的最高水平。分项来看，交运服务为超级核心部分的主要拉动，其中汽车维修、汽车保险价格环比分别上涨1.7%和2.6%，涨幅较上月扩大1.3和1.7个百分点。

图4：交运服务为超级核心部分主要拉动



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

通胀为何降温停滞？

我们认为三大因素促成了美国通胀降温停滞。一是全球供应链修复对通胀下降贡献结束。过去两年美国能源与商品通胀高企的主要原因即供给受限。而随着疫后供给端逐渐恢复，能源和商品通胀均有显著下降。近期纽约联储发布的3月全球供应链压力指数为-0.27，基本企稳至疫情前的正常水平，或意味着全球供应链修复已经完成。

二是美国财政“靠前发力”药效尚存，对需求的刺激作用延续。出于对利率上升，经济衰退的担忧，美国政府于2023年一反常态，在失业率尚未明显上升时扩大财政赤字，并提高在经济领域的支出。财政刺激间接促进了就业增长，一定程度上对冲了高利率对需求的抑制作用。

三是财富效应增长促进居民消费倾向提高。美联储过早向市场传递“降息”信号，带动美股等资产价格上涨，居民净资产规模持续扩大，财富效应下居民消费倾向上升。目前美国居民储蓄率依旧低于疫情前的趋势水平。

图5: 全球供应链压力基本缓解



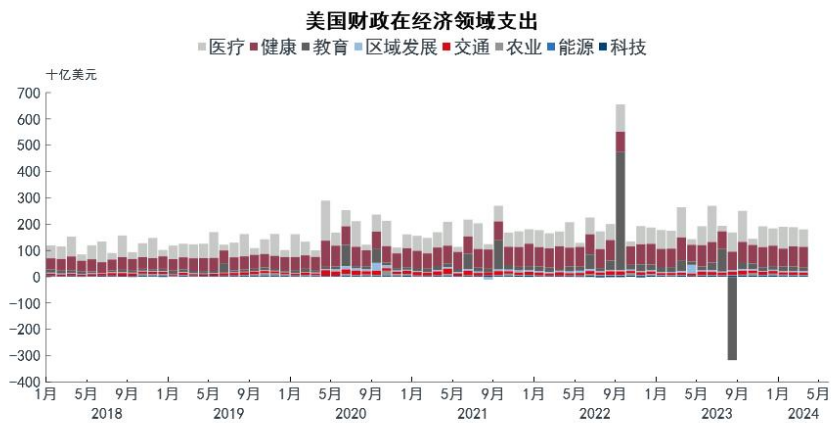
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图6: 美国财政靠前发力



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图7: 美国财政支出间接支撑通胀



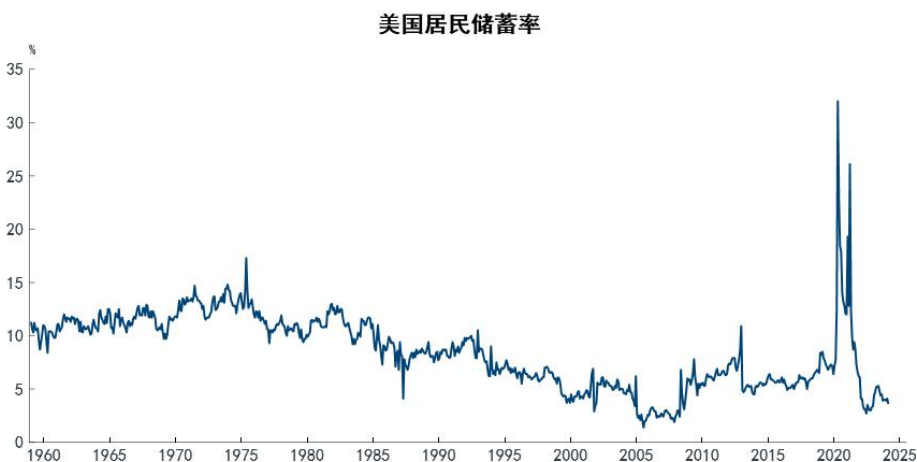
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图8: 美国居民财富效应明显



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图9: 美国居民消费倾向高涨

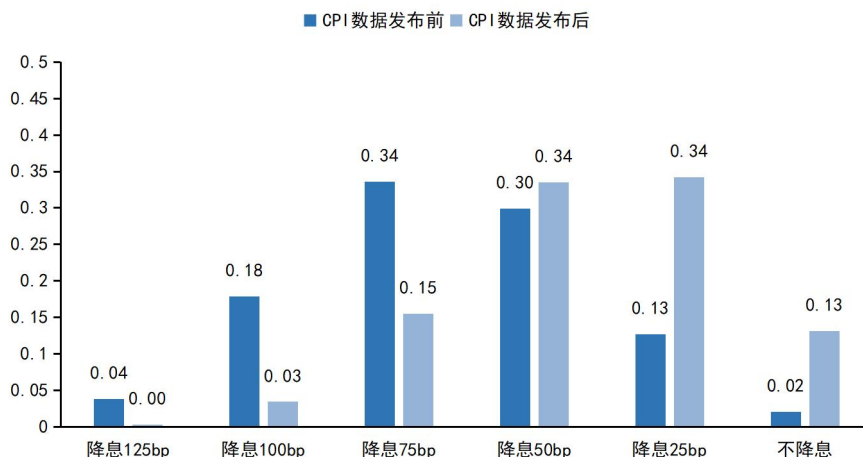


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

前瞻：美国经济软着陆“道阻且长”

3月美国CPI数据发布后，市场降息预期迅速调整。期货市场反映2024年降息幅度的概率分布明显右移，只降息一次甚至不降息的概率显著上升，这与三月美联储预期“经济软着陆”的路径大相径庭（3月美联储预测显示今年降息3次）。考虑到供给修复对通胀的下拉作用基本消失，且地缘政治冲突加剧将增加输入性通胀反弹风险。预计通胀的进一步下降需要一定程度牺牲就业和经济增长，无疑增加了经济软着陆的难度。

图10: CME2024 年全年各降息幅度概率



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

大选年美国政治环境变化超预期; 国际地缘政治形势紧张超预期;

相关研究报告:

- 《中国通胀数据快评-3月CPI同比延续温和上升走势,加工工业拖累PPI同比走弱》——2024-04-12
- 《宏观经济数据前瞻-2024年3月宏观经济指标预期一览》——2024-04-03
- 《3月PMI数据解读-节后经济开局良好》——2024-03-31
- 《美国3月FOMC会议点评-失业率上升或为降息重要“信号”》——2024-03-22
- 《2024年1-2月财政数据快评-收入偏弱,支出发力》——2024-03-22

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032