

海外宏观周报

非住房核心服务通胀需要担心吗？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



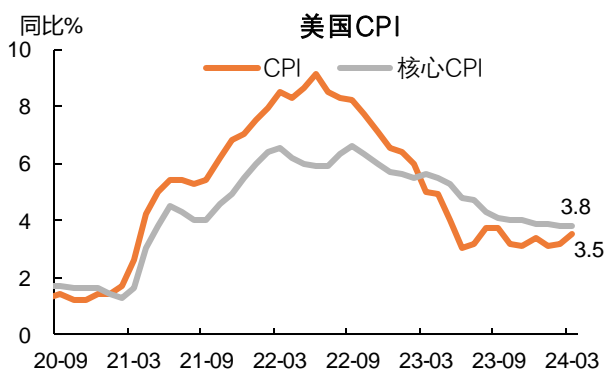
平安观点：

- **非住房核心服务通胀需要担心吗？** 美国 3 月 CPI 高于市场预期，其中非住房核心服务近三个月环比持续高增。剔除住所和能源的“非住房核心服务”环比大幅增长 0.68%、同比增长 5%，近三个月平均环比也高达 0.63%，引发市场对于“需求驱动型”通胀的担忧。**汽车保险分项对非住房核心服务的拉动较大。** 3 月汽车保险分项环比增长 2.6%，同比增长 22.2%，继而分别贡献了非住房服务分项环比增速的 0.3 个百分点和同比增速的 2.6 个百分点，基本占据“半壁江山”。美国汽车保险费用增长有着较为复杂的宏观背景，但料难延续 3 月涨势。此外，CPI 非住房核心服务走势对于 PCE 的指示性不强，该部分在 PCE 中的占比更重，但波动也更小。当前市场有关于美联储年内少降息、不降息甚至再加息的讨论。但我们认为，尽管美国通胀前景不确定性上升，但年内通胀顺利回落的希望并未完全破灭。
- **海外经济政策。** 1) **美国：** 美联储官员密集发声，整体传递以下信号：一是，短期内无需降息；二是，强调核心 PCE 走势是核心决策参考；三是，年内仍可能降息。美国 3 月 PPI 同比 2.1%，略低于预期。美国最新初请失业人数回落。GDPNow 模型最新预测一季度 GDP 环比折年率为 2.4%。CME 降息预期大幅降温，6 月降息概率由 53% 下降至 28%，全年降息次数预期由 2.6 次减少至 1.9 次。2) **欧洲：** 欧央行 4 月会议按兵不动，但进一步暗示 6 月降息；欧央行官员认为欧洲降息进程不同于美国。英国 1-2 月 GDP 连续环比正增长。
- **全球大类资产。** 1) **股市：** 全球股市多数承压，美欧股市连续下跌，日本、越南反弹。美国方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别下跌 0.5%、1.6% 和 2.4%。宏观层面，美国通胀数据“爆表”，叠加伊朗与以色列冲突升级，共同冲击股市。微观层面，大型银行财报表现并未让市场满意，银行板块普遍下跌，进一步拖累价值板块。2) **债市：** 多数期限美债利率连续上涨。10 年美债收益率上涨 11BP 至 4.50%，曾于 4 月 11 日升至 4.56%，刷新五个月新高；10 年 TIPS 利率（实际利率）整周上升 9BP 至 2.11%，隐含通胀预期整周上升 2BP 至 2.39%。3) **商品：** 贵金属继续大涨，油价小幅回调。黄金现货价整周上涨 4.5%，站上 2400 美元/盎司大关；白银现货价大幅上涨 8.4%。“抗通胀”、“避险”两大需求，充分抵消了美元指数和美债利率上行对贵金属价格的负面影响。4) **外汇：** 美元指数整周大涨 1.65% 至 106.02，刷新近五个月新高，非美货币普遍贬值，亚洲货币表现好于欧美和澳新。
- **风险提示：** 美国经济和通胀超预期上行，美联储降息超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

一、非住房核心服务通胀需要担心吗？

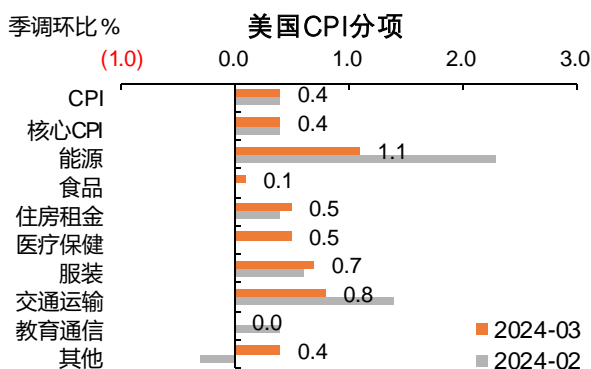
美国 3 月 CPI 高于市场预期，其中非住房核心服务近三个月环比持续高增。美国劳工部（BLS）4 月 10 日公布的数据显示，美国 3 月 CPI 同比 3.5%，高于预期的 3.4%，同时也高出前值 3.2%；3 月 CPI 环比增 0.4%，超过预期的 0.3%，持平前值。3 月核心 CPI 同比增 3.8%，高于预期的 3.7%，持平前值；核心 CPI 环比增 0.4%，高于预期的 0.3%，同样持平前值。结构上，能源分项环比增长 1.1%，低于前值的 2.3%，但仍较快增长；住所分项环比增长 0.4%，近三个月环比增速持平，住房租金环比增长 0.5%，基本符合预期；剔除住所和能源的“非住房核心服务”环比大幅增长 0.68%、同比增长 5%，近三个月平均环比也高达 0.63%，引发市场对于“需求驱动型”通胀的担忧。通胀数据发布后，市场对年内降息的预期进一步下降，美元指数短线飙升约 50 点，日元兑美元 34 年来首次触及 152，现货黄金短线下挫逾 15 美元/盎司。

图表1 美国 CPI 同比超预期反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 能源、交通运输等环比增速仍较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

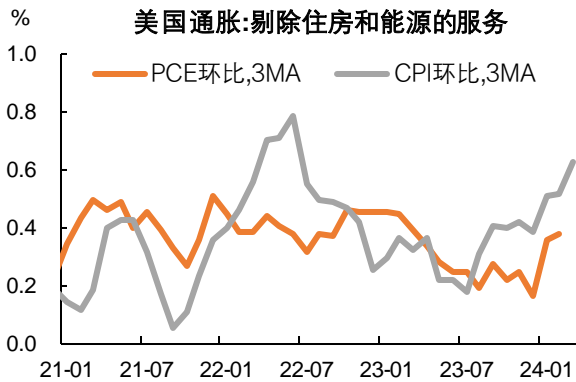
汽车保险分项对非住房核心服务的拉动较大。CPI 非住房核心服务中，医疗保健和交通运输服务是两大重要分项，而汽车保险又是交通运输分项中的重要组成，分别占交运分项、非住房核心服务以及全部 CPI 的 44.7%、11.5%和 2.9% (截至 2024 年 2 月)。3 月汽车保险分项环比增长 2.6%，同比增长 22.2%，继而分别贡献了非住房服务分项环比增速的 0.3 个百分点和同比增速的 2.6 个百分点，基本占据“半壁江山”。

美国汽车保险费用增长有着较为复杂的宏微观背景，但料难延续 3 月涨势。首先，消费和出行需求上升，导致交通事故和车辆盗窃等犯罪活动的增加，推高了保险费用。其次，新能源等高端技术类汽车的普及，导致相关硬件和软件维修成本上升，而汽车零部件和维修劳动力的短缺进一步放大了价格压力。最后，疫情后美国交通执法力度减弱，导致危险驾驶行为增多，增大了保险公司赔付费用并最终转嫁至消费者¹。我们认为，尽管汽车保费在上述原因下可能保持较快增长，但 3 月环比 2.7% 的增速或难持续。截至 2024 年 2 月，汽车保险 CPI 平均 3 个月、6 个月和 12 个月环比增速水平分别为 1.3%、1.4%和 1.6%。

此外，CPI 非住房核心服务走势对于 PCE 的指示性不强，该部分在 PCE 中的占比更重，但波动也更小。非住房核心服务部分在 CPI 和 PCE 中的权重分别为 24.8%和 49.2%。比较二者的走势，无论看 3 个月平均环比还是同比水平，该部分在 CPI 中的波动都明显高于 PCE。而且，自 2023 年四季度以来，PCE 中的非住房核心服务增速都持续慢于 CPI。截至 2024 年 2 月，非住房核心服务在 PCE 和 CPI 中分别环比增长 0.24%和 0.5%，同比分别为 3.3%和 4.5%。

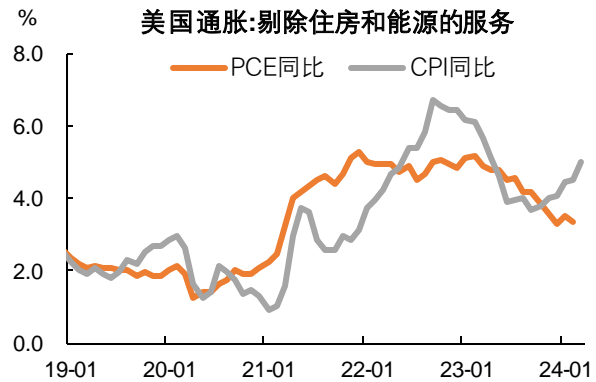
¹ Why car insurance rates are so high. Vox.com. Apr 10, 2024.

图表3 美国非住房核心服务 CPI 环比走势高于 PCE



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 美国非住房核心服务 CPI 同比与 PCE 分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

当前市场有关于美联储年内少降息、不降息甚至再加息的讨论。我们认为，尽管美国通胀前景不确定性上升，但年内通胀回落的希望并未完全破灭。展望美国核心 PCE 通胀走势，需要区分住房和非住房核心服务两大部分。其中，住房分项对于房价有较为稳定的滞后相关性，我们测算，基于前期房价回落，住房通胀有望于今年下半年回落；非住房核心服务走势则客观上存在变数，不宜简单基于 3 月 CPI 走势推算；假如未来 PCE 非住房核心服务增速不大幅高于 0.25%，住房通胀回落仍有望助力核心 PCE 通胀率整体回落（参考报告《美国通胀再审视：基于房租的视角》）。

二、海外经济政策

2.1 美国：降息预期大幅降温

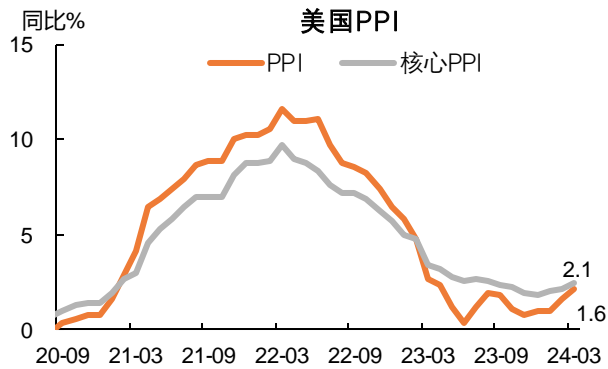
在 CPI 通胀数据公布后，美联储官员密集发声，整体传递以下信号：一是，短期内无需降息，背景是一季度通胀和就业数据较强，令通胀走势更存变数；二是，强调核心 PCE 走势是核心决策参考，部分官员特别关注住房通胀；三是，年内仍可能降息，尽管一些官员认为降息节点或推迟至三季度、年内降息次数减少至 1-2 次。具体来看：

- 亚特兰大联储主席博斯蒂克：不急于降息，认为美联储今年只会在 2024 年年底降息一次；通胀将继续放缓，但速度会比期望的要慢；
- 旧金山联储主席戴利：降息并不迫切，需要完全确信通胀能降至 2%；经济和政策利率处于良好状态，很多工作需要再在降息前完成。
- 堪萨斯联储主席 Schmid：对降息保持耐心，需要足够证据证明通胀能回归至 2%；由于通胀率高于预期，经济增长势头强劲，目前的货币政策立场是适当的；更倾向于美联储拥有一个规模更小、久期更短的资产负债表。
- 波士顿联储主席 Collins：短期内没有降息的紧迫性，预计今年晚些时候降息是合适的，但可能比之前认为的要晚，降息次数可能低于点阵图预测；通胀数据处于预期的上沿，预计通胀将继续放缓，但可能需要更长的时间。
- 芝加哥联储主席古尔斯比：相较于 CPI，更关注美联储核心 PCE 数据的表现；如果 PCE 数据显示通胀呈下降趋势，将对当前状况感到更加放心；一个月的数据不能说明问题。
- 美国纽约联储主席威廉姆斯：短期内无需调整货币政策，货币政策处于良好状态；预计通胀将继续逐步回到 2%，同时承认通胀回落至目标需要时间；劳动力市场依然强劲，预计今年失业率将达到 4% 的峰值后逐渐下降。
- 里士满联储主席巴尔金：通胀数据加重对通胀趋势发生转变的疑问，不愿宣布美联储抗通胀胜利；降息的时机将取决于即将公布的数据，慢慢观察通胀是否放缓。

美国 3 月 PPI 同比 2.1%，略低于预期。4 月 11 日公布的数据显示，美国 3 月 PPI 同比上涨 2.1%，这一涨幅高于前月的 1.6%，但低于市场预期的 2.2%，是去年 4 月以来的最高水平。环比来看，3 月 PPI 增长了 0.2%，这一增幅低于预期的 0.3%，也明显低于 2 月的 0.6%。剔除食品和能源的核心 PPI 同比 2.4%，环比 0.2%，这表明尽管核心 PPI 连续三个月上升，但环比增幅已经显著收窄，暗示通胀并未出现明显加速。服务业通胀有所放缓，3 月服务价格环比上涨 0.3%，而商品价格则下降了 0.1%。尽管油价近期上涨，但 PPI 中的能源成本却下降了 1.6%，其中汽油最终需求指数下降了 3.6%。

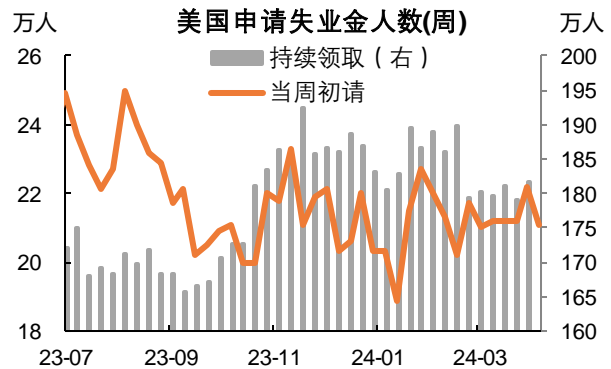
美国最新初请失业金人数回落。美国劳工部最新公布的数据显示，截至 4 月 6 日当周，初请失业金人数录得 21.1 万人，前值由 22.1 万人小幅上修至 22.2 万人；截至 3 月 30 日，续请失业金人数录得 181.7 万人，前值由 179.1 万人小幅下修至 178.9 万人。

图表5 美国 PPI 同比回升，但增幅低于预期



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6 美国最新初请失业金回落

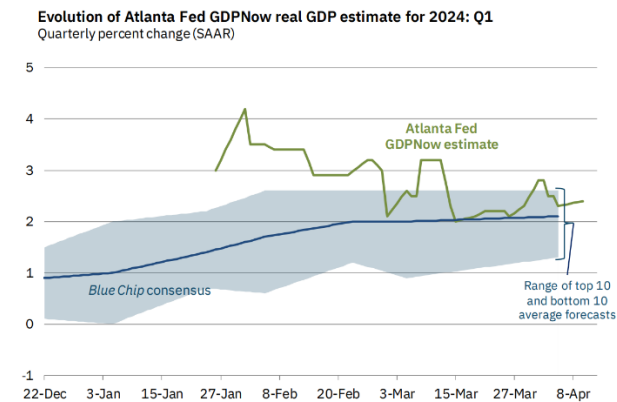


资料来源：Wind, 平安证券研究所

GDPNow 模型最新预测一季度 GDP 环比折年率为 2.4%。据亚特兰大联储数据，截至 4 月 10 日，GDPNow 模型预测一季度 GDP 环比折年率为 2.4%，较 4 月 4 日预测下修 0.1 个百分点。

CME 降息预期大幅降温，6 月降息概率由 53%下降至 28%，全年降息次数预期由 2.6 次减少至 1.9 次。CME 数据显示，截至 4 月 12 日，市场认为 5 月首次降息的概率为 5.9%，前一周为 4.8%；认为 6 月首次降息的概率为 28.3%，前一周为 53.2%；认为 2024 全年降息次数（加权平均）为 1.9 次，前一周为 2.6 次；10 年美债利率在近一周上升 11BP 至 4.50%。

图表7 GDPNow 最新预测 Q1 GDP 环比折年 2.4%



资料来源：亚特兰大联储, 平安证券研究所

图表8 美国降息预期近一周大幅降温

CME FedWatch	2024.4.12	2024.4.5
5 月降息概率	5.9%	4.8%
6 月降息概率	28.3%	53.2%
全年降息次数	1.9	2.6
10 年美债利率	4.50%	4.39%

资料来源：CME, 平安证券研究所

2.2 欧洲：欧央行基本明确 6 月降息

欧央行 4 月会议按兵不动，但进一步暗示 6 月降息；欧央行官员认为欧洲降息进程不同于美国。4 月 11 日，欧央行公布 4 月利率决议，维持三大利率不变，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在 4.5%，4%以及 4.75%的历史高位。不过，欧央行发出了更明确的降息信号，指出大多数潜在通胀指标正在放缓，暗示如果通胀预期能够稳定达到 2% 的目标，利率可能会下调。此外，欧央行重申了对确保通胀及时回到 2% 目标的决心，并表示将继续采取依赖数据和逐次会议的方法来确定适当的限制性利率水平和持续时间。资产购买方面，欧央行计划在下半年开始减少紧急抗疫购债计划（PEPP）投资组合，并计划在 2024 年底停止该计划下的再投资。4 月 12 日，欧洲央行的三位高官集体发声，支持 6 月启动降息进程，并强调欧元区与美国的经济情况有显著差异，认为现在是采取与美联储不同策略的时候。他们认为欧元区的通胀问题主要源自供给端，而非需求端，并且与工资增长无关。

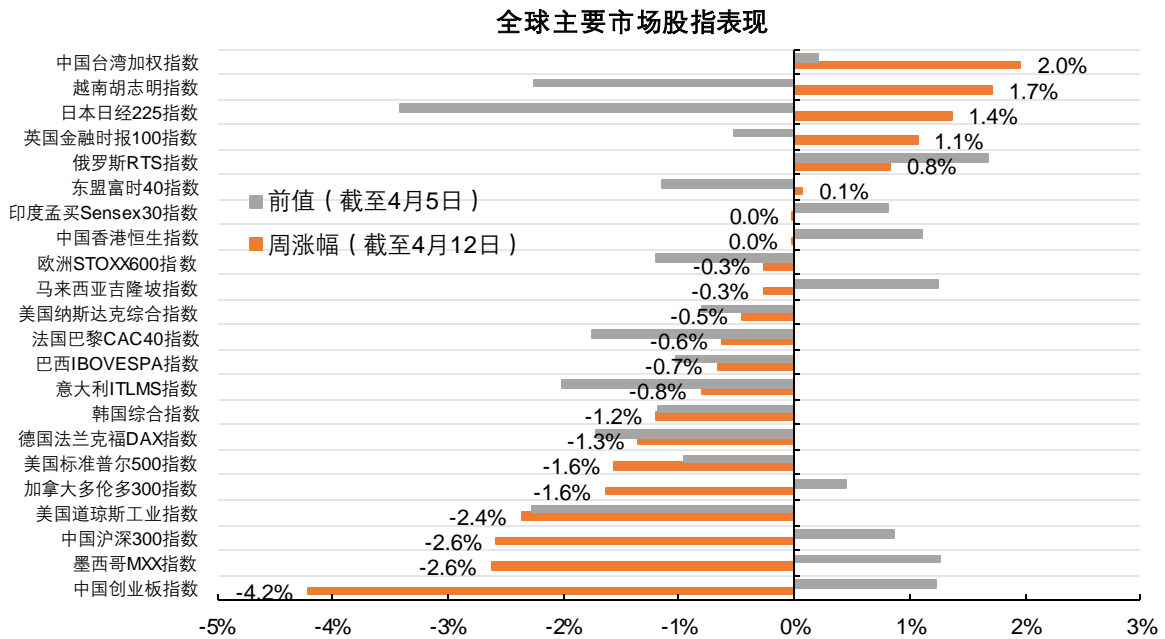
英国 1-2 月 GDP 连续环比正增长。英国国家统计局公布的数据显示，英国 2 月份 GDP 环比增长 0.1%，符合预期，而 1 月份的数据被修正为增长 0.3%。这表明英国经济连续第二个月实现增长，正在从之前的技术性衰退中复苏。英国第一季度的经济增长有望超过英国央行预测的 0.1%。尽管英国经济在 2024 年第一季度有望稳健反弹，但全年的复苏可能仍将缓慢，继而不构成通胀反弹压力。英国央行较有可能在 6 月首次降息。市场预期英国央行今年只会进行两次降息，但降息的具体幅度和频率将取决于未来的经济数据和通胀情况。

三、全球大类资产

3.1 股市：美欧继续承压

近一周（截至 4 月 12 日），全球股市多数承压，美欧股市连续下跌，日本、越南反弹。美国方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别下跌 0.5%、1.6%和 2.4%。宏观层面，美国通胀数据“爆表”，叠加伊朗与以色列冲突升级，共同冲击股市。微观层面，大型银行财报表现并未让市场满意，银行板块普遍下跌，进一步拖累价值板块。标普 500 指数 11 个子行业中，跌幅较深的为金融（-3.9%）、医疗保健（-3.6%）、材料（-3.2%）和房地产（-3.2%），跌幅较小的是通讯服务（-0.3%）、信息技术（-0.6%）、可选消费（-0.9%）和能源（-0.9%）。欧洲方面，欧洲 STOXX600 指数整周下跌 0.3%，英国 FT100 指数整周上涨 1.1%。亚洲方面，日经 225 指数自上周大跌 3.4%后，本周反弹 1.4%，主要受益于日元汇率走贬。其他亚洲地区股市表现各异，越南、东盟等股市回暖，中国、韩国等股市下跌。

图表9 全球股市多数承压，美欧股市连续下跌，日本、越南反弹

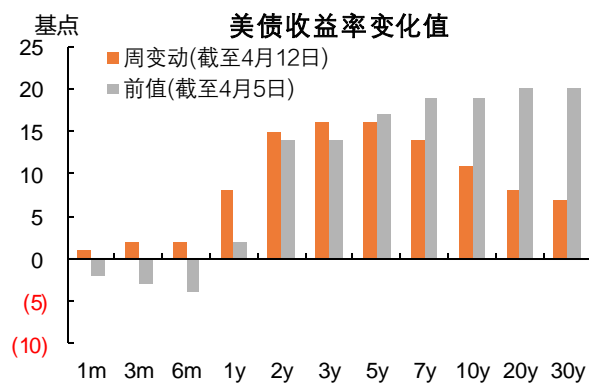


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 债市：美债利率连涨

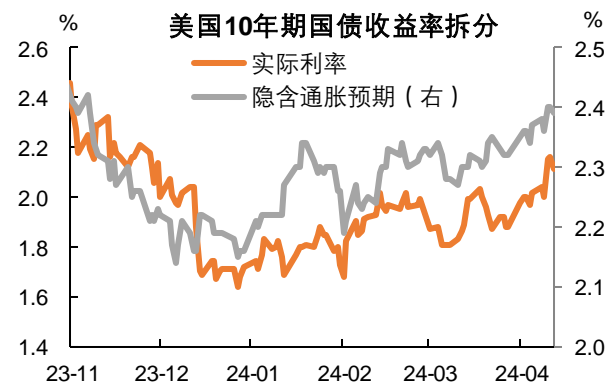
近一周（截至4月12日），多数期限美债利率连续上涨。10年美债收益率上涨11BP至4.50%，曾于4月11日升至4.56%，刷新五个月新高；10年TIPS利率（实际利率）整周上升9BP至2.11%，隐含通胀预期整周上涨2BP至2.39%。2年期美债利率整周上涨15BP至4.88%。非美地区方面，10年德国国债收益率整周上涨2BP至2.38%；10年日本国债收益率升破0.8%关口，也刷新近五个月新高。

图表10 多数期限美债利率连续上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 10年美债实际利率较快上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

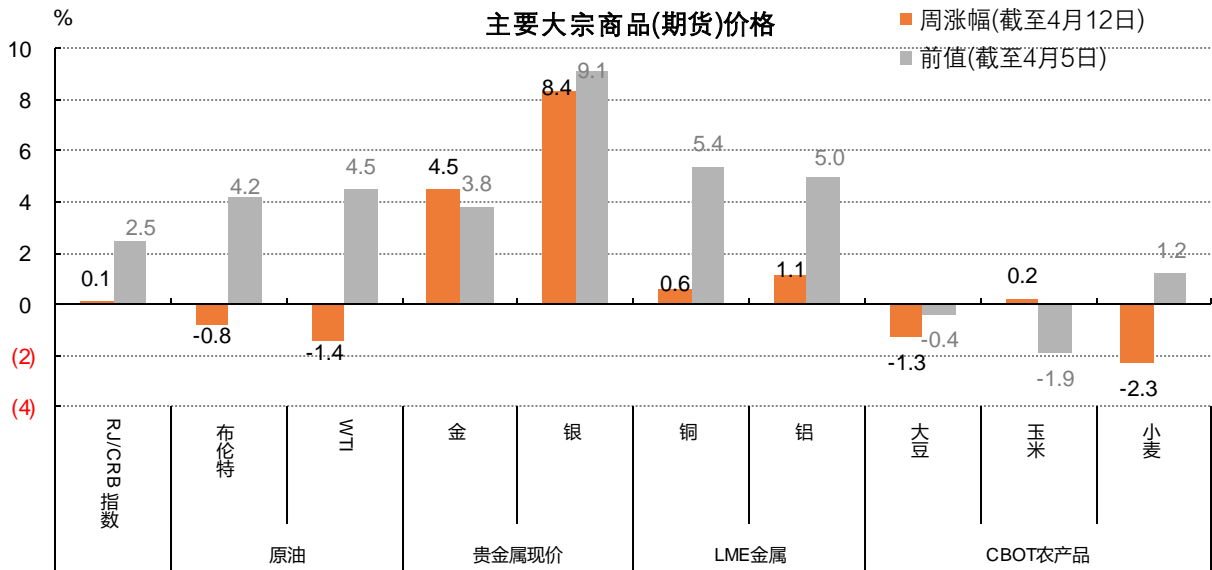
3.3 商品：金银延续大涨

近一周（截至4月12日），贵金属继续大涨，油价小幅回调。原油方面，布伦特和WTI原油整周分别下跌0.8%和1.4%，

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

至 90.5 和 85.7 美元/桶。近期油价上涨较快，主要受地缘冲突扰动和投机行为影响，而原油库存水平保持上涨，暗示油价上涨缺乏基本面支撑。EIA 数据显示，截至 4 月 5 日当周，美国商业原油和汽油库存分别环比增长 58.41 和 7.15 万桶，其中商业原油库存已实现连续三周上涨，且涨幅不断扩大；美国原油和石油产品（不含战略储备）环比大幅增长 124.09 万桶。**贵金属方面**，黄金现货价整周上涨 4.5%，站上 2400 美元/盎司大关；白银现货价大幅上涨 8.4%，两周累计上涨 18%。一方面，美国通胀数据较高，引发“抗通胀”需求，并充分抵消了美元指数和美债利率上行对贵金属价格的负面影响。另一方面，伊朗与以色列冲突升级，引发全球避险需求并进一步助推贵金属价格。**金属方面**，LME 铜和铝整周分别上涨 0.6% 和 1.1%，涨幅较前一周放缓，但已连涨三周。**农产品方面**，CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别下跌 1.3%、上涨 0.2% 和下跌 2.3%。

图表 12 贵金属继续大涨，油价小幅回调

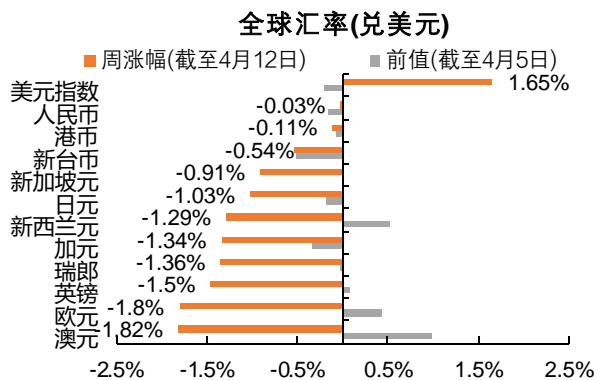


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇：美元大幅走强

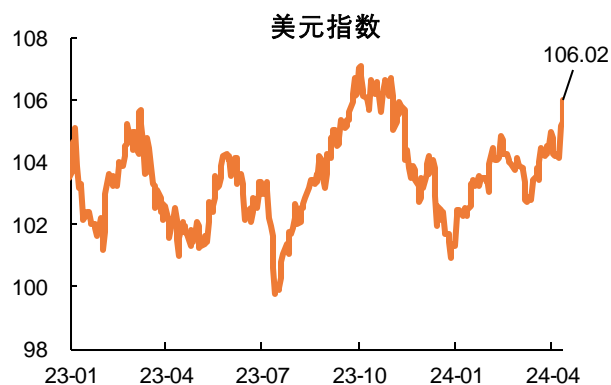
近一周（截至 4 月 12 日），美元指数整周大涨 1.65% 至 106.02，刷新近五个月新高，非美货币普遍贬值，亚洲货币表现好于欧美和澳新。美国方面，超预期的 CPI 数据推迟降息预期，支撑美元走强。欧元区方面，欧央行 4 月会议及近期官员表态不断暗示 6 月降息，欧洲债券收益率维持相对稳定，令美欧国债利差进一步走阔，增大欧元贬值压力，欧元兑美元整周下跌 1.8%。英国方面，最新公布的英国 1、2 月 GDP 连续环比正增长，提振市场信心并赋予英镑一定韧性，英镑兑美元整周下跌 1.5%。日本方面，日元兑美元整周下跌 1.03%，美元兑日元突破 153 关口，但日本政府干预汇率的呼声加大，可能限制市场对于日元贬值的押注。

图表13 亚洲货币表现好于欧美和澳新



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 美元指数升破 106



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国经济和通胀超预期上行, 美联储降息超预期推迟, 国际金融风险超预期上升等。

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