

## 3 月通胀数据和美联储会议纪要要点评：降息或被延迟至三季度

美国通胀 3 月再次超预期。环比来看，核心通胀继续维持在 0.36%，略高于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速略降 0.06 个百分点到 0.38%，受益于能源价格的涨幅收窄。按同比看，美国整体 CPI 因基数下降而上升 0.3 个百分点到 3.5%，核心 CPI 维持在 3.8%（图表 2）。

从环比细分数据看，超级核心服务 CPI（即排除了住房价格的核心服务 CPI）是支撑核心 CPI 韧性的最重要因素（图表 1）：

- **核心商品价格走低（3 月：-0.15%，2 月：0.11%）。**这主要受益于运输、娱乐商品、教育和通讯商品环比通胀率的下降。尤其是和运输价格最为相关的二手车价格环比通胀率从 2 月的 0.5% 下降到了 3 月的 -1.1%。
- **住房价格环比增速 3 月维持在 0.42%（2 月：0.43%）。**业主等价租金环比 CPI 继续维持在 0.44% 的较为稳定水平上。主要居所租金和外宿环比 CPI 略微下降。根据房价和租金 CPI 的关系，我们预计住房相关价格今年仍会偏高，影响通胀下行速度。
- **超级核心服务环比 CPI 增速反弹（3 月：0.68%，2 月：0.5%）。**尽管机票价格环比增速回落至 -0.38%（2 月：3.57%），但是汽车保险价格上涨明显（3 月：2.6%，2 月：0.85%），帮助推高运输服务环比 CPI。另外，医疗护理价格也上涨明显。不过娱乐和教育服务价格涨幅收窄。

高 CPI 通胀率并不一定会转化成高的 PCE 通胀率。推高 3 月 CPI 的一些因素，比如医疗服务、汽车保险以及住房等在 PCE 通胀率中比重均比较低。还需等待 4 月 11 日晚的 PPI 数据发布来判断 PCE 通胀的走势。以 2 月数据为例，即便核心 CPI 数据超预期，美联储更为关注的核心 PCE 通胀率却低于预期，且无论环比还是同比均回落（图表 2）。

同样在美国时间 4 月 10 日，美联储发布了 3 月会议纪要，称其对通胀下行或仍缺乏足够信心。即便纪要或没有反映官员们对 3 月 CPI 数据的评价，官员们亦表示 1-2 月通胀数据没有增强他们对通胀降至 2% 目标的信心，通胀或沿着普遍预计的不平坦道路下降。我们依然维持核心通胀下行道路仍将缓慢且有波折的基本观点，但是连续 3 个月强于预期的 CPI 数据确实带来通胀更多的上行压力。相比降息，纪要对缩表的态度更为明确，绝大多数参会官员认为缩表很快可以开始。我们维持美联储或在 5 月公布减半缩表规模、6 月开始执行，而后在三季度结束缩表的基本预测。

金晓雯, PhD, CFA  
首席宏观分析师  
xiaowen\_jin@spdbi.com  
(852) 2808 6437

2024 年 4 月 11 日



扫码关注浦银国际研究

尽管3月非农新增就业人数远超预期，但是我们不认为单单强劲的新增就业数据会成为降息的硬约束。3月非农新增就业录得30.3万人，远超市场预期的21.4万人。即便如此，我们认为无需过分担心连续超预期的非农新增就业对降息决议的影响：

- 首先，三月的季节性因素和异常暖和的天气可能帮助推高了就业人数。我们发现16-19岁的劳动参与率大增1.6个百分点到38.2%。家庭调查数据里的兼职就业人数3月亦大增49.8万人（2月下降18.2万人）。这些数据均意味着三月较热的天气或帮助提振服务业尤其是餐饮业发展，因而催生更多兼职工作机会。
- 其次，早在 [11月美联储议息会议](#)后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔就提出了劳动力供给的增加或是新增就业数据一直好于预期的重要原因。[CBO](#)的报告也指出，2021-2023年美国净移民人数为117万人、267万人和330万人，高于疫情前年均90万人的水平。时薪同比增速的持续下行（图表4）也印证了强的新增就业人数并未推升工资价格，对通胀的影响或有限。在这种情况下，强劲的就业和低通胀或可能共存。而通胀才是美联储考虑降息决议的最核心因素。
- 最后，除了非农新增就业数据外的其余劳动力市场数据并没有如此强劲的表现。另外一个较为关键的家庭调查新增就业数据虽然3月亦大增，但是从较长期的角度来看，2023年以来的累计增幅，是显著小于非农新增就业数据的（图表5）。此外，无论雇佣率（图表6）还是调查数据的PMI（图表7）以及中小企业乐观指数，数据的整体趋势都是向下的。

然而，如果CPI、劳动力市场和实体经济数据继续超预期，仅仅核心PCE通胀率的下降或不足以支撑美联储降息。即便4-5月CPI数据符合美联储通胀温和下行的预测，单单两个月的数据或不足以给美联储降息信心。我们认为目前6月降息的概率已降至15%（此前：60%）。我们预测降息大概率被延迟至三季度（概率60%），全年降息50-75个基点（此前：100个基点）。如果数据持续超预期，我们也不能排除四季度才开始降息的可能性（概率：25%）。基于较为鸽派的美联储立场，我们仍相信今年美联储会开启降息，即便降息幅度可能低于我们的预期。然而，正如我们在上个月[月度宏观洞察](#)中所说的，美国经济数据的强劲更多的是浮于表面，利率在高水平维持更长时间或增加经济硬着陆的风险。

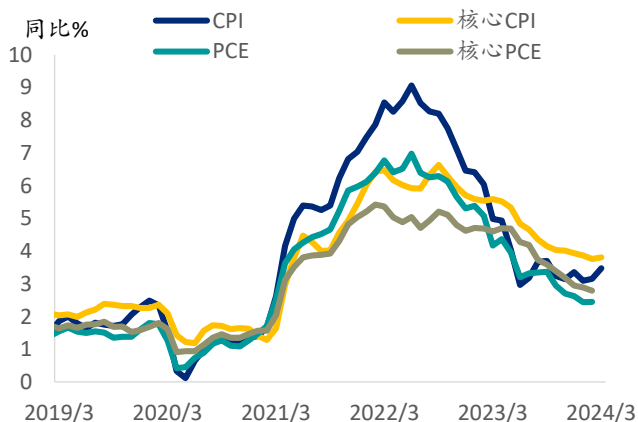
**风险提示：**美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，地缘政治风险推升通胀。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 3 月	24 年 2 月	24 年 1 月	24 年 3 月	24 年 3 月
CPI	0.38	0.44	0.31	100.0	0.38
食品	0.10	0.02	0.39	13.4	0.01
能源	1.13	2.26	-0.91	6.9	0.08
<b>核心 CPI</b>	<b>0.36</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	<b>79.7</b>	<b>0.29</b>
- 商品	-0.15	0.11	-0.32	18.7	-0.03
家用家具和供给	-0.12	-0.31	-0.13	3.6	0.00
服装	0.65	0.55	-0.70	2.6	0.02
运输	-0.47	0.10	-1.11	6.1	-0.03
医疗护理	0.16	0.09	-0.61	1.5	0.00
娱乐商品	-0.46	-0.20	0.77	2.1	-0.01
教育和通讯商品	-1.16	0.24	0.62	0.8	-0.01
酒精饮料	0.09	-0.05	0.27	0.8	0.00
其它	0.22	0.67	0.32	1.4	0.00
- 服务	0.52	0.46	0.66	61.0	0.32
住房	0.42	0.43	0.63	36.2	0.15
主要居所租金	0.41	0.46	0.36	7.6	0.03
外宿	0.08	0.15	1.78	1.5	0.00
业主等价租金	0.44	0.44	0.56	26.6	0.12
<b>核心服务扣除住房</b>	<b>0.68</b>	<b>0.50</b>	<b>0.70</b>	<b>24.8</b>	<b>0.17</b>
医疗护理	0.56	-0.05	0.70	6.5	0.04
运输	1.52	1.39	0.97	6.5	0.10
娱乐	0.06	0.45	0.39	3.2	0.00
教育和通讯商品	0.20	0.45	0.42	5.0	0.01
其它个人服务	1.26	-1.27	1.16	0.9	0.01

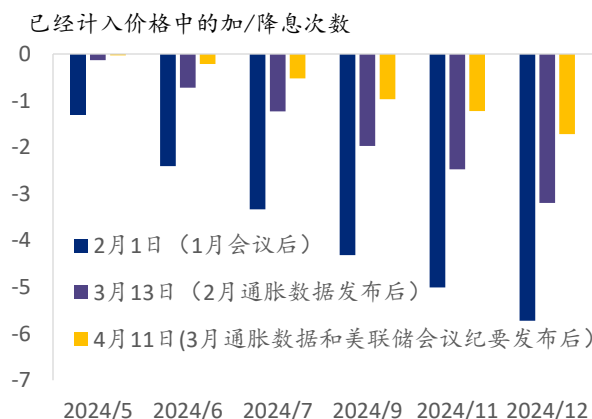
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 美国核心 CPI 同比 3 月持平, 但整体 CPI 继续上升



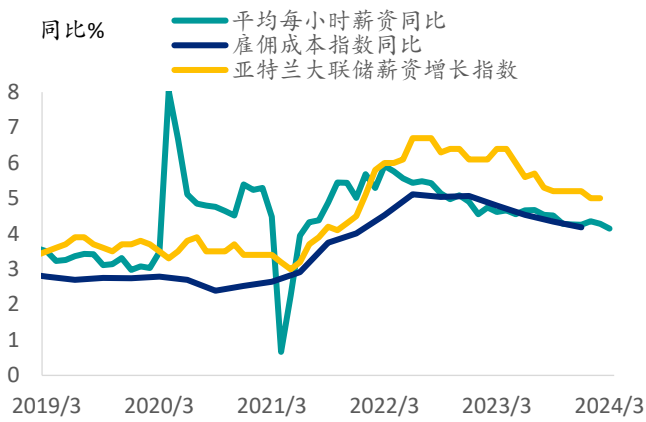
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 3 月通胀数据和美联储会议纪要发布后, 市场预期的今年降息次数已降至 2 次



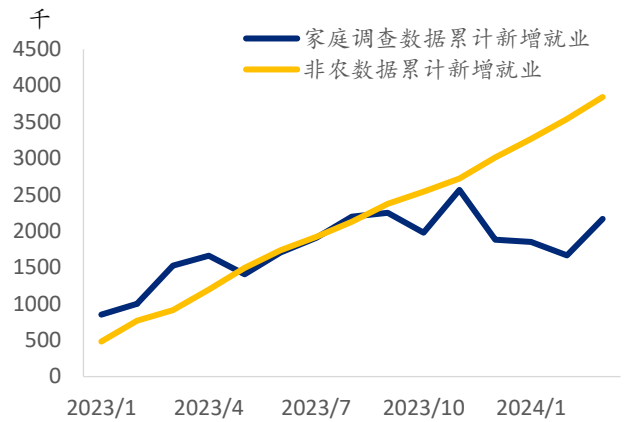
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 时薪同比 3 月下滑



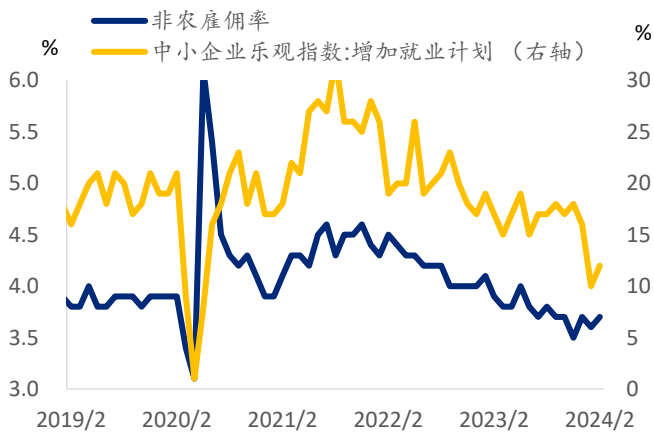
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 家庭调查新增就业数据自 2023 年以来的累计增幅显著小于非农新增就业数据的



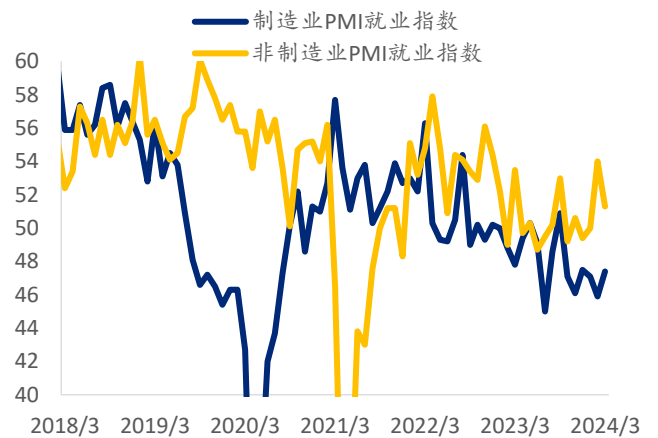
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 非农雇佣率和中小企业乐观指数整体趋势向下



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: PMI 数据亦指向就业形势下行



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 3 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？</a>
2024 年 3 月 21 日	<a href="#">3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启</a>
2024 年 3 月 13 日	<a href="#">美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性</a>
2024 年 3 月 4 日	<a href="#">月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？</a>
2024 年 2 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024 年 2 月 1 日	<a href="#">美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月</a>
2024 年 1 月 12 日	<a href="#">美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性</a>
2024 年 1 月 5 日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023 年 12 月 14 日	<a href="#">12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早</a>
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023 年 11 月 2 日	<a href="#">美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？</a>
2023 年 10 月 13 日	<a href="#">美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 21 日	<a href="#">美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久</a>
2023 年 9 月 14 日	<a href="#">美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023 年 8 月 11 日	<a href="#">美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023 年 7 月 27 日	<a href="#">美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束</a>
2023 年 7 月 13 日	<a href="#">美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议</a>
2023 年 7 月 6 日	<a href="#">美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 浦银国际证券财富管理团队

### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

## 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

