

4月美国通胀数据点评——

韧性犹存，降息很难

团队成员

投资要点：

- 事件：北京时间5月10日晚，美国劳工部公布了美国4月CPI同比增长4.9%，预期5.0%，前值为5.0%；季调后CPI环比上升0.4%，预期0.4%，前值为0.1%。5月11日晚，美国劳工部发布的4月PPI同比增长2.3%，预期2.4%，前值为2.7%；季调后PPI环比上升0.2%，预期0.3%，前值为-0.5%。
- 从CPI数据来看，能说明整体通胀走向的核心CPI仍然处于高位，同比增长5.5%，预期5.5%，前值5.6%。4月核心CPI同比涨幅依然高于当月CPI同比涨幅，说明除食品和能源之外的商品和服务领域存在价格上涨粘性。从核心CPI数据分项来看，住房同比上涨8.1%（前值8.2%），新车同比上涨5.4%（前值6.1%），医疗商品同比上涨4.0%（前值3.6%）为核心CPI的主要拉动项。
- CPI中能源分项同比下降5.1%（前值-6.4%），但环比上升0.6%（前值-3.5%），能源分项的下降是4月CPI同比下降的重要贡献项：一方面，由于2022年2月俄乌冲突爆发后使去年同期油价处于高位，基数较高，因此4月能源分项同比下降程度依旧较大；另一方面，4月OPEC宣布石油减产即将可能导致的油价上升使能源分项未来存在价格上涨压力，这导致未来CPI能源分项同比降幅受限，环比增幅将会进一步上升，因此未来能源分项对整体CPI的降温贡献有限。
- 从PPI数据来看，美国PPI年率超预期回落，显示美国生产端成本压力在逐渐减轻，此前公布的数据显示，3月密歇根大学消费者信心指数为62，虽然较前值有一定回落，但依然处于景气高位，但随着央行对银行危机救助措施的落地，该指数后续有望回升；另一方面，3月美国制造业PMI自有库存录得47.5%，前值为50.1%，企业的自有库存水平下降，在企业补库速度放缓的背景之下，库存-销售比的持续提高反映出了由于需求不足而带来的库存积压，库存-销售比自2022年3月以来震荡走高，而最近上升斜率有所放缓，反映出了需求端有回暖迹象。
- 美国通胀数据显示美国通胀韧性犹在。如果美国经济不出现大的风险，通胀在中期内又有回弹风险，我们认为美联储在今年可能很难降息，甚至不排除再次加息可能。
- 风险提示：美国银行危机扩散

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《金融是金融，经济是经济》
2023.3.29
- 2、《不妨乐观一些》
2023.3.12
- 3、《美国通胀仍具韧性，美元指数或将走强》
2023.2.15

正文目录

1	美国 CPI：通胀未来可能存在反复风险.....	1
2	美国 PPI：生产端成本压力在逐渐减轻.....	2
3	小结	3
4	风险提示	3

图表目录

图表 1：4 月 CPI 各分项变动.....	1
图表 2：6 月停止加息概率上升至 93.8%.....	1
图表 3：美国 PPI 年率超预期回落.....	2
图表 4：4 月 GSCPI 进一步下降	2
图表 5：库存-销售比上升斜率放缓.....	3
图表 6：密歇根大学消费者信心指数回落	3

1 美国 CPI：通胀未来可能仍然存在反复风险

美国 4 月末季调 CPI 年率超预期回落，同比增长 4.9%，预期 5.0%，前值为 5.0%；季调后 CPI 月率符合预期，环比上升 0.4%，预期 0.4%，前值为 0.1%。

然而，更能说明整体通胀走向的核心 CPI 仍然处于高位，同比增长 5.5%，预期 5.5%，前值 5.6%。4 月核心 CPI 同比涨幅依然高于当月 CPI 同比涨幅，说明除食品 and 能源之外的商品和服务领域存在价格上涨粘性。从核心 CPI 数据分项来看，住房同比上涨 8.1%（前值 8.2%），新车同比上涨 5.4%（前值 6.1%），医疗商品同比上涨 4.0%（前值 3.6%）为核心 CPI 的主要拉动项。数据公布后，芝商所 Fed Watch 工具显示 6 月停止加息的概率由公布前的 78.8% 上升至当前的 93.8%。

此外，CPI 中能源分项同比下降 5.1%（前值-6.4%），但环比上升 0.6%（前值-3.5%），能源分项的下降是 4 月 CPI 同比下降的重要贡献项：一方面，由于 2022 年 2 月俄乌冲突爆发后使去年同期油价处于高位，基数较高，因此 4 月能源分项同比下降程度依旧较大；另一方面，4 月 OPEC 宣布石油减产即将可能导致的油价上升使能源分项未来存在价格上涨压力，这导致未来 CPI 能源分项同比降幅受限，环比增幅将会进一步上升，因此未来能源分项对整体 CPI 的降温贡献有限。

此前 FOMC 公布的 3 月会议纪要显示核心通胀预计将在明年才会大幅放缓，如果核心 CPI 在年内仍然保持强韧，且在未来能源分项同比降幅有限的情况下，美国 CPI 有可能在三季度末或四季度初出现反弹，这让美联储年内降息变得不太可能。

图表 1：4 月 CPI 各分项变动

	同比（非季调）						环比（季调）					
	2022/11	2022/12	2023/1	2023/2	2023/3	2023/4	2022/11	2022/12	2023/1	2023/2	2023/3	2023/4
CPI	7.1%	6.5%	6.4%	6.0%	5.0%	4.9%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.1%	0.4%
食品	10.6%	10.4%	10.1%	9.5%	8.5%	7.7%	0.5%	0.3%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%
能源	12.1%	7.3%	8.7%	5.2%	-6.4%	-5.1%	-1.6%	-4.5%	2.0%	-0.6%	-3.5%	0.6%
核心CPI	6.0%	5.7%	5.6%	5.5%	5.6%	5.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
核心商品	3.7%	2.1%	1.4%	1.0%	1.5%	2.0%	-0.5%	-0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	0.6%
服装	3.6%	2.9%	3.1%	3.3%	3.3%	3.6%	0.2%	0.5%	0.8%	0.8%	0.3%	0.3%
新车	7.2%	5.9%	5.8%	5.8%	6.1%	5.4%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	-0.2%
医疗护理商品	3.1%	3.2%	3.4%	3.2%	3.6%	4.0%	0.2%	0.1%	1.1%	0.1%	0.6%	0.5%
核心服务	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%	7.1%	6.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%
住房	7.1%	7.5%	7.9%	8.1%	8.2%	8.1%	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%	0.4%
医疗护理服务	4.4%	4.1%	3.0%	2.1%	1.0%	0.4%	-0.7%	0.1%	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.1%
教育与交流	2.2%	2.4%	2.8%	2.9%	3.3%	3.1%	1.0%	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.1%

来源：Choice，华福证券研究所

图表 2：6 月停止加息概率上升至 93.8%

目标利率	6月加息概率			
	现在	2023/5/9	2023/5/4	2023/4/11
475-500	0.0%	0.0%	9.2%	25.1%
500-525（目前）	93.8%	78.8%	90.8%	69.6%
525-550	6.2%	21.2%	0.0%	5.3%
更新时间 2023/5/11				

来源：芝商所 Fed Watch 工具，华福证券研究所

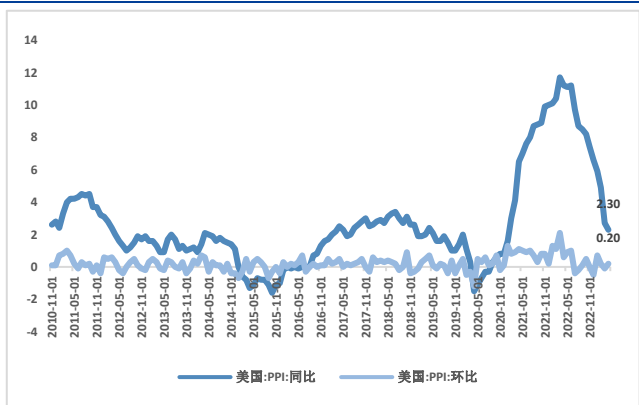
2 美国 PPI：生产端成本压力在逐渐减轻

北京时间 5 月 11 日晚，美国劳工部发布了 4 月生产者物价指数(PPI)，数据显示，4 月 PPI 年率超预期回落，同比增长 2.3%，预期 2.4%，前值为 2.7%；季调后 PPI 环比上升 0.2%，预期 0.3%，前值为-0.5%。

从需求端来看，美国 PPI 年率超预期回落，显示美国生产端成本压力在逐渐减轻，此前公布的数据显示，3 月密歇根大学消费者信心指数为 62，虽然较前值有一定回落，但依然处于景气高位，但随着央行对银行危机救助措施的落地，该指数后续有望回升；另一方面，3 月美国制造业 PMI 自有库存录得 47.5%，前值为 50.1%，企业的自有库存水平下降，在企业补库速度放缓的背景之下，库存-销售比的持续提高反映出了由于需求不足而带来的库存积压，库存-销售比自 2022 年 3 月以来震荡走高，而最近上升斜率有所放缓，反映出了需求端有回暖迹象。

从供给端来看，纽约联储公布的 4 月美国供应链压力指数（GSCPI）为-1.32，前值为-1.06，连续三个月处于零以下，反映出全球供应链出现潜在中断问题的概率越来越小，因此美国外部供给端受扰动的概率也就越来越低。

图表 3： 美国 PPI 年率超预期回落



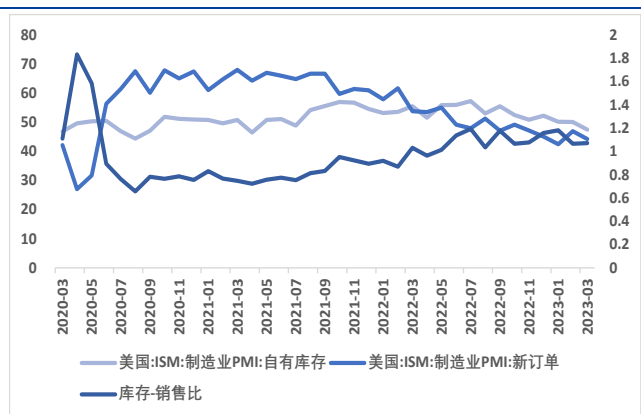
来源：Wind，华福证券研究所

图表 4： 4 月 GSCPI 进一步下降



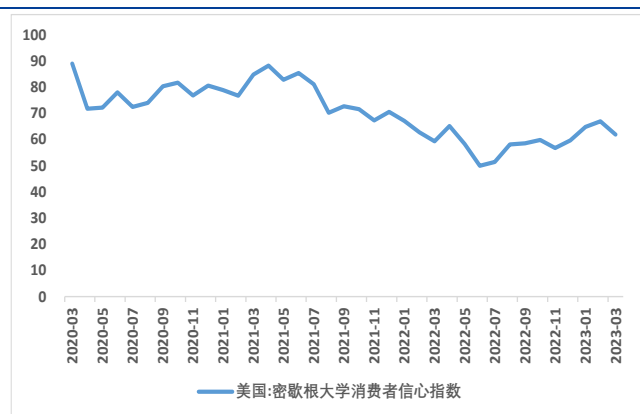
来源：Wind，华福证券研究所

图表 5： 库存-销售比上升斜率放缓



来源：Wind，华福证券研究所

图表 6： 密歇根大学消费者信心指数回落



来源：Wind，华福证券研究所

3 小结

美国通胀数据显示美国通胀韧性犹在。如果美国经济不出现大的风险，通胀在中期内又有回弹风险，我们认为美联储在今年可能很难降息，甚至不排除再次加息可能。

4 风险提示

美国银行危机扩散

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn