

美国6月通胀同比可降至4%

——美国4月CPI点评

2023年5月11日

宏观经济	事件点评
------	------

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4月CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.1%；同比4.9%，预期5%，前值5%。

核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.4%；同比5.5%，预期5.5%，前值5.6%。

主要观点：

- 1、预计基数效应可持续到6月，同比可降至3.5~4%，年末CPI同比或在5%附近。
- 2、考察降息是否合适的时间段为4季度，降息最早为四季度末，若年末CPI同比低于5%，则小幅降息概率较高。
- 3、6月可以暂停加息，维持加息至5.25%以上衰退风险加大的观点。
- 4、美十债下限为3%~3.15%，正常波动范围为3.1%~3.65%，上限为3.8~3.95%；若出现降息预期，下限位于2.7~2.85%。
- 5、美股方面，鉴于两党分歧日益加大，在债务上限解决之前保持谨慎。解决后，下一季度财报之前没有明显的风险点，纳斯达克优于标普500等其他指数。长期仍保持中性。

预计基数效应可持续到6月，同比可降至3.5~4%，年末CPI同比或在5%附近。4月CPI同比与3月几乎没有差别(4.93 vs 4.98，以下省略%)，整体仍保持下降趋势，环比再次抬高(0.1 vs 0.4)。贡献最大的是住宅，以及二手车和汽油，其他上涨集中于服务类，如车险、休闲娱乐、家装和个人护理；下降的有机票和新车。目前通胀同比下降一方面基于基数效应，一方面是环比增速放缓。从去年6月价格同比项后的环比增速来看，多数环比明显下降，但仍高于0.3，表明尚未恢复到正常状态。从环比的脉冲大小看，短期看不到降息逻辑，需要看到扣除住宅以外的核心CPI环比稳定的处于0.3(年化3.6)以下。如果未来环比规模不再反弹，6月CPI同比大概率全年最低点，接近3.5~4%。随后缓慢升高至年末5%。**服务通胀具有粘性，但综合压力比我们去年年底预期的略有降低。**考察降息是否合适的时间段为4季度，降息最早为四季度末，若年末同比低于5%，则小幅降息概率较高。

能源、食品基本稳定。能源环比(0.6 vs -3.5)，除汽油(3 vs -4.6)外各分项均环比回落，天然气-4.9、电力-0.7以及燃料-4.5。由于原油价格在75-80美元震荡，能源对通胀的对冲作用减弱，后续通胀回落将主要依靠核心通胀分项。食品环比为0，居家食品(-0.2)继续下降，但非居家食品(0.4)同比持续缓慢上升，体现服务成本的上升。非居家食品包含有限服务、全服务餐饮食品等，与餐饮服务类价格相关。其下降不及居家食品显示服务业价格短期较难下降。总体看，食品分项价格基本处于正常波动范围。

住宅分项见顶回落缓慢，服务类价格继续小幅上涨，租金以外的核心通胀同比进入平台期。住宅环比(0.4 vs 0.6)终于确定性下降，其中租金和等价租金分别0.6、0.5。其他成分继续有涨有跌，连续8个月未出现普涨。上涨的有二手车1.4，其他小幅上涨的有休闲娱乐、家装、个人护理、服装和教育。下降的有，机票-2.6，新车-0.2，通信-0.1。服装、娱乐持续小幅上涨表明可选商品消费有止跌回升的迹象，均表明消费整体尚可。

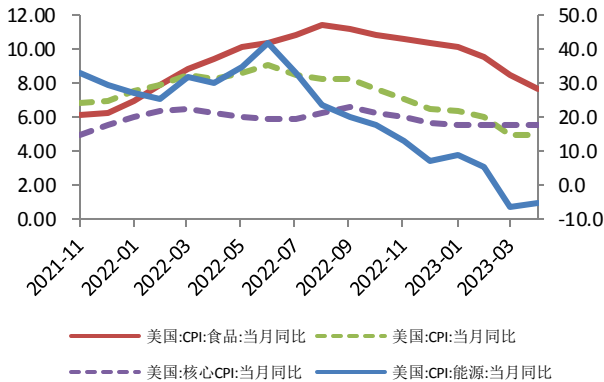
同比方面，住宅(8.1)终于见顶回落，贡献了核心通胀的60%。由于房贷利率高企，地产周期见顶，房价小幅回落；租房合约高峰过去，租金上涨速度下降，住宅的领先指标均显著的见顶回落，因此住宅贡献的通胀部分见顶回落是大概率事件，可支撑下半年核心通胀进一步回落。扣除住宅的核心通胀同比(3.7 vs 3.9)进入平台期3个月。虽然市场关心扣除住宅后的服务核心通胀，但这不是衡量整体通胀的最好标的。由于服务业人手短缺，就业仍在大幅增长，短期较难有效回落属于正常现象，预计仍有一个季度左右。但另一方面，扣除住宅以外的核心服务通胀占CPI比重为27.6%，住宅占34.4%，住宅分项见顶回落可对冲其余服务核心通胀压力。预计扣除住宅的服务类价格仍有粘性，但核心通胀整体反弹程度尚可，**但综合压力比我们去年年底预期的略有降低。**

6月可以暂停加息。我们仍维持加息至5.25%以上衰退风险加大的观点。

市场方面，若无降息预期，美十债下限为3%~3.15%，正常波动范围为3.1%~3.65%，上限3.8%~3.95%。若下半年出现降息预期，下限为2.7~2.85%。最近两次加息后美十债利率均以下跌收盘，表明市场对利率水平的承受能力已开始降低。美股方面，联邦政府债务上限是目前的风险点，鉴于两党分歧日益加大，在债务上限解决之前建议保持谨慎。若能顺利解决，在加息暂停的预期以及消费仍旧尚可的背景下，下一季度财报之前美股没有明显的风险点，纳斯达克优于标普500和其他指数。长期继续中性。

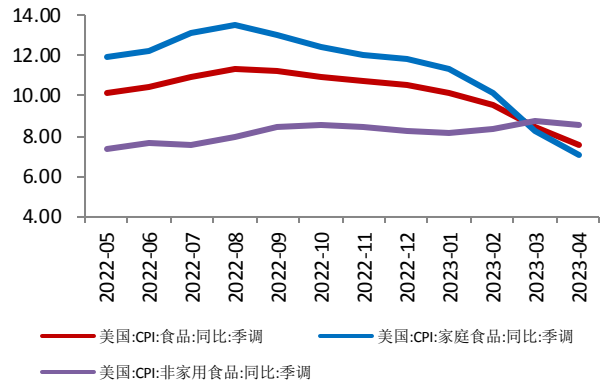
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



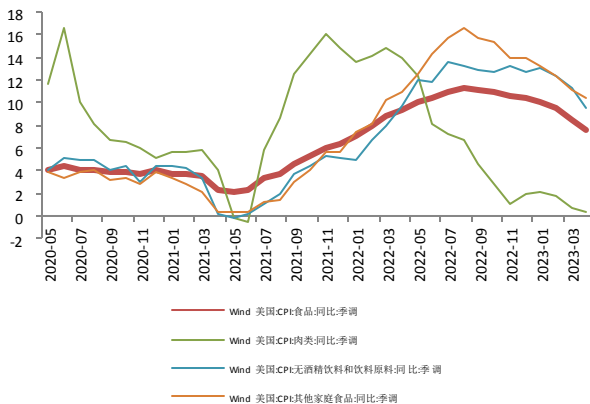
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: 非居家食品同比有所抬头



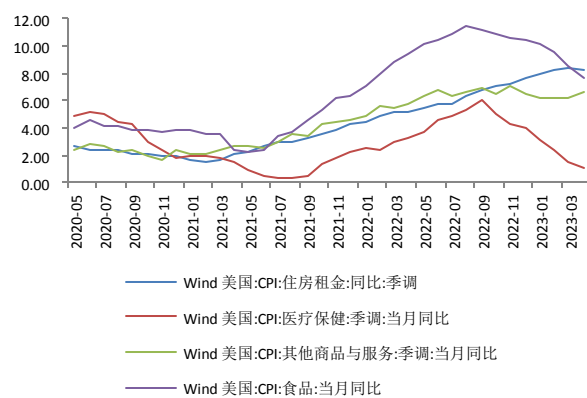
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 食品分项同比见顶



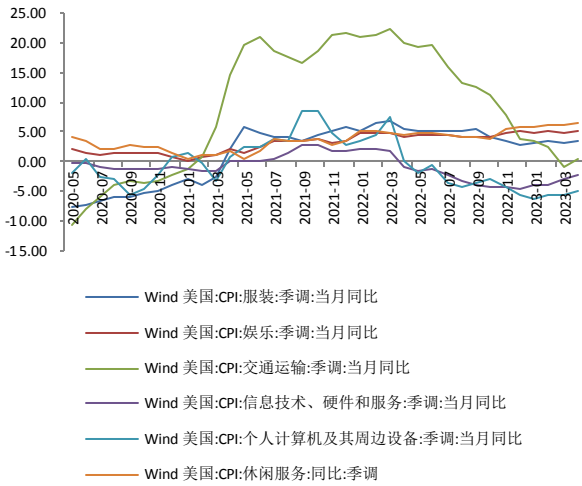
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 住宅同比终于见顶



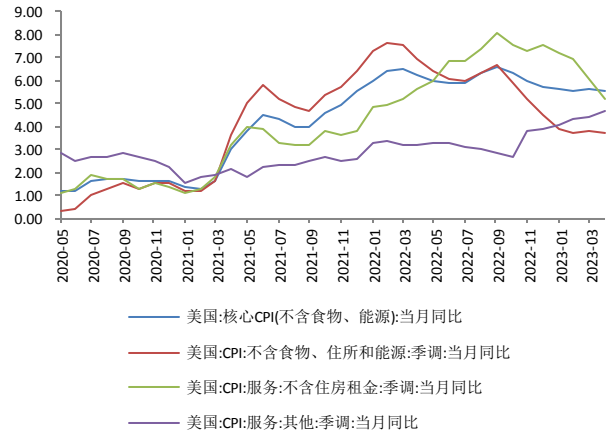
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 休闲服务价格稳步上涨



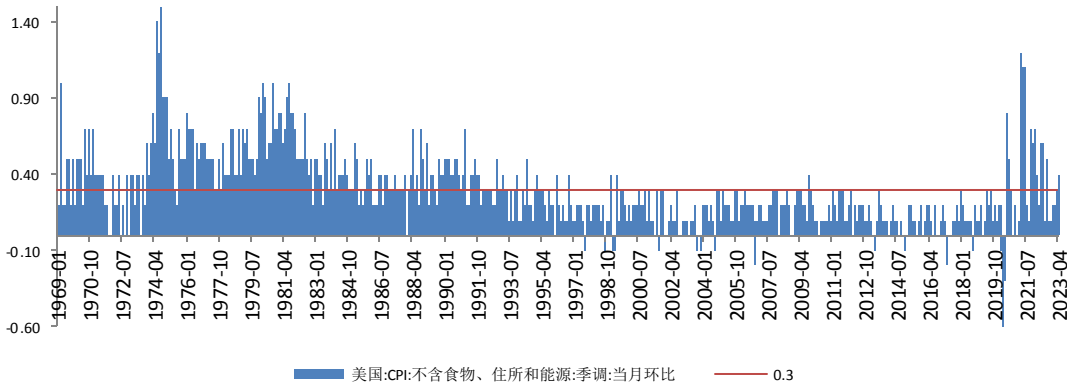
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 扣除住宅的核心通胀进入平台期



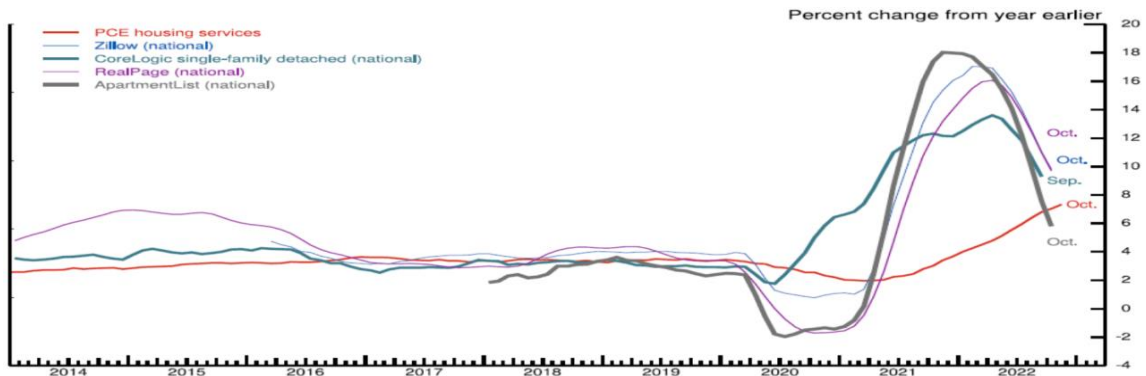
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7: CPI 环比增速放缓, 但还不够



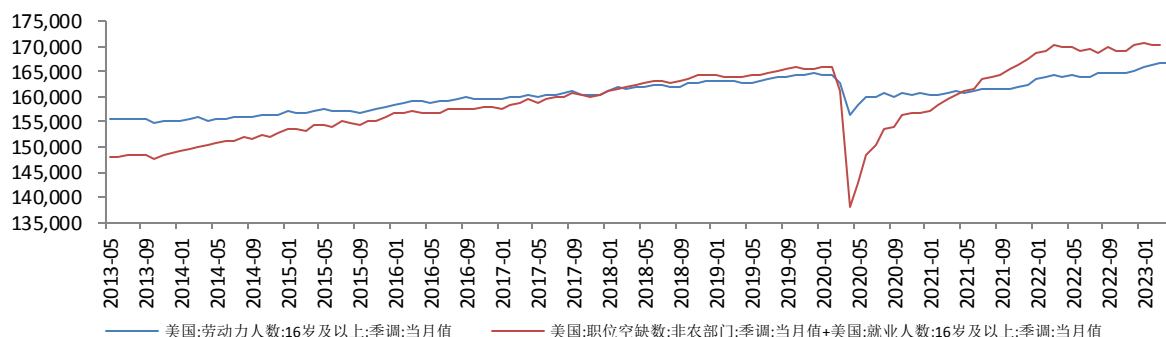
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: 住宅领先指标已先行回落



资料来源: FED, 东兴证券研究所

图9: 岗位空缺收窄但仍明显, 劳动力紧绷至少需要一个季度才能缓解



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图10: 美十债模型



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	宏观普通报告: 4月非农不影响6月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国一季度GDP不及预期, 但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落趋势保持, 3月加息0或25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农仍有空间, SVB对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息 25bp，美十债中枢下移	2023-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度 GDP 略超预期，美联储或加息 25bp	2023-01-30

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

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526