

美联储加息大概率已达终点，何时降息仍存在分歧

——4月美国CPI数据点评

相关研究：

- 1.《CPI增速回落，主要贡献项住房或明年1季度下行》 2022.12.26
- 2.《CPI继续回落符合预期，预计2月加息25BP》 2023.01.13
- 3.《商品通胀出现反弹，1月通胀下行受阻》 2023.02.15
- 4.《通胀数据符合预期，银行风险或影响加息节奏》 2023.03.16
- 5.《通胀超预期下行，4月能源、服务业价格或为扰动项》 2023.04.14

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

美国劳工部公布5月CPI数据，未季调CPI同比4.9%，预期5%，前值5%；季调后CPI环比0.4%，前值0.1%，符合预期；未季调核心CPI同比5.5%，前值5.6%，符合预期；核心CPI环比0.4%，与前值持平，符合预期。当日三大股指涨跌不一，道指跌0.09%，纳指涨1.04%，标普500指数涨0.45%。

□ CPI同比小幅低于预期，食品项与前期持平，汽油支撑能源项上涨

4月通胀表现出韧性，仅小幅下跌0.1个百分点，主要与住房项、二手车、汽油、家庭娱乐等分项价格有关。食品项同比7.7%，环比与前期持平。非家庭食品同比8.6%，环比上涨0.4%。能源项同比下跌5.1%，环比0.6%。其他能源项降幅被汽油项涨幅所抵消。4月下半月全球银行业风险、高通胀持续以及经济下行压力加大，油价开始下跌。EIA预测2023年4-9月汽油价格为3.4美元每加仑，同比下跌20%。

□ 核心CPI环比持平上月，住宅、二手车为主要贡献项

二手车和卡车项环比增速由-0.9%大幅上涨为4.4%。新车价格环比由正转负表明汽车零售市场可能开始走弱。核心商品增速回升可能意味着前期供应链缓解推动通胀下行动力减弱。住房项是最大贡献项，贡献了核心通胀上涨的60%。除住房项外的其他服务业环比为0.1%，基本保持稳定。核心服务项通胀回落主要看住房价格和劳动力因素。住房项先行指标自2022年3月开始回落，预计住房项二季度会继续回落。

随着高利率的持续、银行流动性危机的发酵以及一季度GDP数据低于预期，居民和企业信贷将进一步放缓，信贷收紧和加息具有一定的替代效应，有利于缓解就业供需问题。此外，美国第42条边境条款即将到期，有利于缓解低端服务业劳动力短缺问题。

□ 大概率已停止加息，美联储与市场就年内是否降息仍存在分歧

市场定价的焦点在于美联储何时开始降息。美联储倾向于即使小幅衰退也要控制通胀，而市场更倾向于定价降息避免衰退。总的来说，核心通胀和劳动力市场是判定降息时间的重要指标。如果通胀韧性和劳动力市场紧缺持续，美联储很难在年内开启降息进程。我们认为年内美联储开启降息的可能性较低。

□ 风险提示

海外国家经济走弱；地缘冲突进一步升级；加息导致流动性风险蔓延。

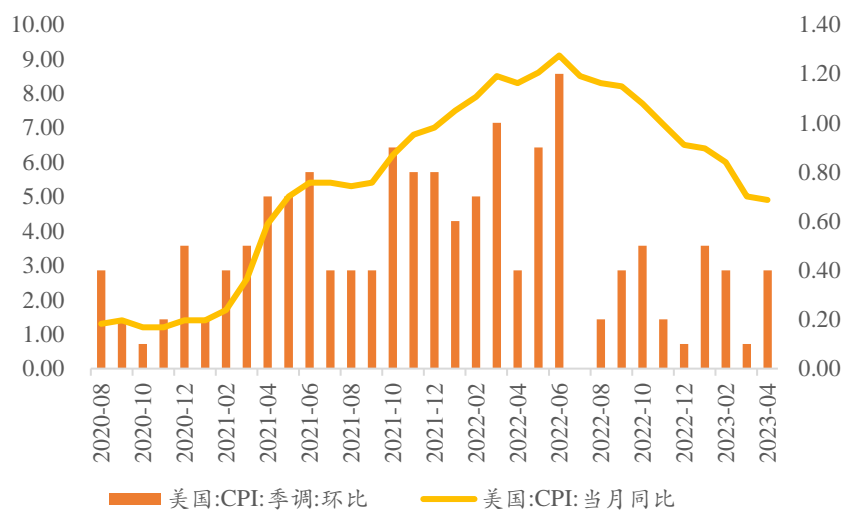
1 CPI 同比小幅低于预期，食品项与前期持平，汽油支撑能源项上涨

4 月 CPI 同比增长 4.9%，前值 5.0%，预期 5.0%，涨幅为 2021 年 5 月以来最低。核心 CPI 同比 5.5%，前值 5.6%，环比上涨 0.4%，前值 0.4%，符合预期。4 月通胀表现出韧性，仅小幅下跌 0.1 个百分点，主要与住房项、二手车、汽油、家庭娱乐等分项价格有关。

食品项同比 7.7%，环比与前期持平。家庭食物环比下跌 0.2%，跌幅较前期收窄。水果和蔬菜项环比下跌 0.5%，肉禽鱼蛋项环比下跌 0.3%。乳制品相关产品环比下跌 0.7%，其中牛奶环比下跌 2%，这是 2015 年 2 月以来最大跌幅。非酒精饮料环比下跌 0.1%。谷物和烘焙产品指数本月上涨 0.2%，前期上涨 0.6%。非家庭食品同比 8.6%，环比上涨 0.4%。

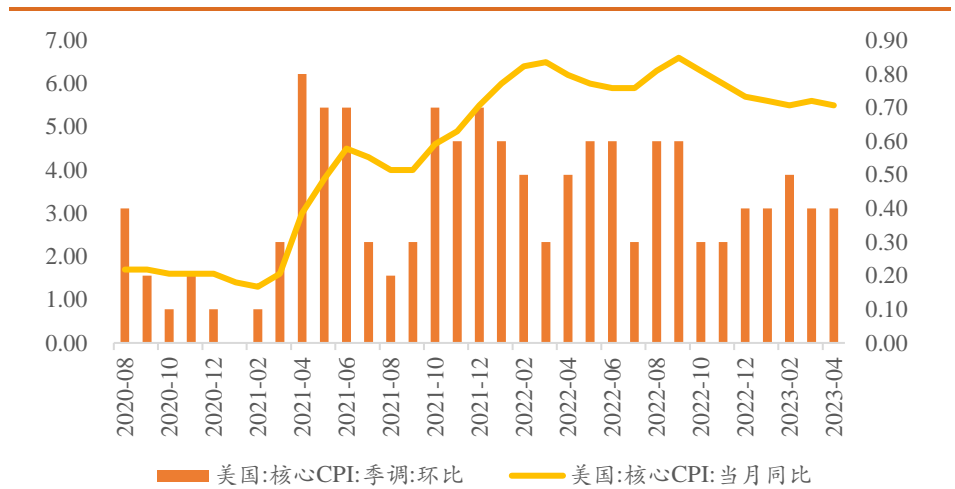
能源项同比下跌 5.1%，前值-6.4%；环比 0.6%，前值-3.5%。汽油项环比上涨 3%，前值下跌 4.6%。其他能源项均下跌，天然气项环比下跌 4.9%，连续三个月下跌；电力项环比下跌 0.7%；燃油项环比下跌 4.5%。但其他能源项的降幅被汽油项涨幅所抵消。汽油价格上涨不仅因为气温变暖后需求上涨，还受 OPEC+宣布石油减产的影响。4 月 2 日 OPEC+国家宣布达成减产协议，扭转了油价的下跌趋势，4 月中旬布伦特原油期货最高涨至 87 美元。但下半月全球银行业风险、高通胀持续以及经济下行压力加大，油价开始下跌。EIA 预测 2023 年 4-9 月汽油价格为 3.4 美元每加仑，同比下跌 20%。

图 1 美国 CPI 同比、环比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 美国核心 CPI 同比、环比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 1 美国 CPI 各分项权重、同比和环比 (%)

	占比	环比: 季调			同比: 非季调
		2023-02	2023-03	2023-04	2023-04
CPI	100	0.4	0.1	0.4	4.9
食品	13.5	0.4	0.0	0.0	7.7
家庭食品	8.7	0.3	-0.3	-0.2	7.1
非家庭食品	4.8	0.6	0.6	0.4	8.6
能源	7.0	-0.6	-3.5	0.6	-5.1
能源类商品	3.6	0.5	-4.6	2.7	-12.6
汽油	0.1	1.0	-4.6	3.0	-12.2
燃油	3.4	-7.9	-4.0	-4.5	-20.2
能源服务	3.4	-1.7	-2.3	-1.7	5.9
电力	2.6	0.5	-0.7	-0.7	8.4
公用 (管道) 燃气服务	0.8	-8.0	-7.1	-4.9	-2.1
核心CPI	79.5	0.5	0.4	0.4	5.5
核心商品	21.3	0.0	0.2	0.6	2.0
新交通工具	4.3	0.2	0.4	-0.2	5.4
二手车、卡车	2.6	-2.8	-0.9	4.4	-6.6
服饰	2.6	0.8	0.3	0.3	3.6
医疗护理商品	1.5	0.1	0.6	0.5	4.0
核心服务	58.2	0.6	0.4	0.4	6.8
住房租金	34.5	0.7	0.6	0.5	8.1
运输服务	5.8	1.1	1.4	-0.2	11.0
医疗服务	6.5	-0.7	-0.5	-0.1	0.4

资料来源：美国劳工部、湘财证券研究所

2 核心 CPI 环比持平上月，住宅、二手车为主要贡献项

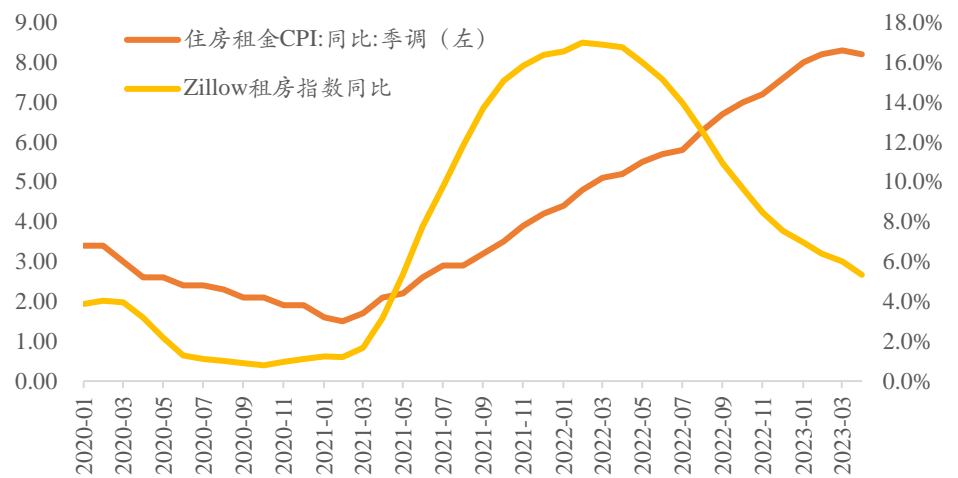
核心 CPI 同比 5.5%，前值 5.6%，环比上升 0.4%，与前值持平。二手车和卡车、医疗护理商品、住房项为主要贡献项，运输服务、医疗服务为拖累项。核心商品环比 0.6%，近三个月来增速有所扩大。其中二手车和卡车项环比增速由-0.9%大幅上涨为 4.4%，结束了连续 9 个月的价格下跌。新车价格环比由正转负，增速为-0.2%，表明汽车零售市场可能开始走弱。领先指标 Manheim 二手车批发价格在 4 月份环比下降了 3.0%，Manheim 通常领先 CPI 零售价格 2-3 个月，表明二手车项未来通胀压力将会缓解。核心商品增速回升可能意味着前期供应链缓解推动通胀下行动力减弱。

核心服务项环比为 0.4%，与前值持平。从近几个月数据来看，核心 CPI 回落速度缓慢，自去年 12 月以来一直在 5.5%-5.7%之间徘徊。住房项是最大贡献项，环比由 0.6%回落至 0.4%，同比上涨 8.1%，贡献了核心通胀上涨的 60%。除住房项外的其他服务业环比为 0.1%，1 月以来一直在 0-0.1%区间内，基本保持稳定。

向前看核心服务项通胀回落主要看住房价格和劳动力因素。住房项先行指标 Zillow 租房指数自 2022 年 3 月开始回落，距离疫情前 4%还有约 1.3 个百分点的差距。CPI 住房项通常落后 Zillow 指标 12 个月并已开始回落，预计二季度仍然会继续回落趋势。

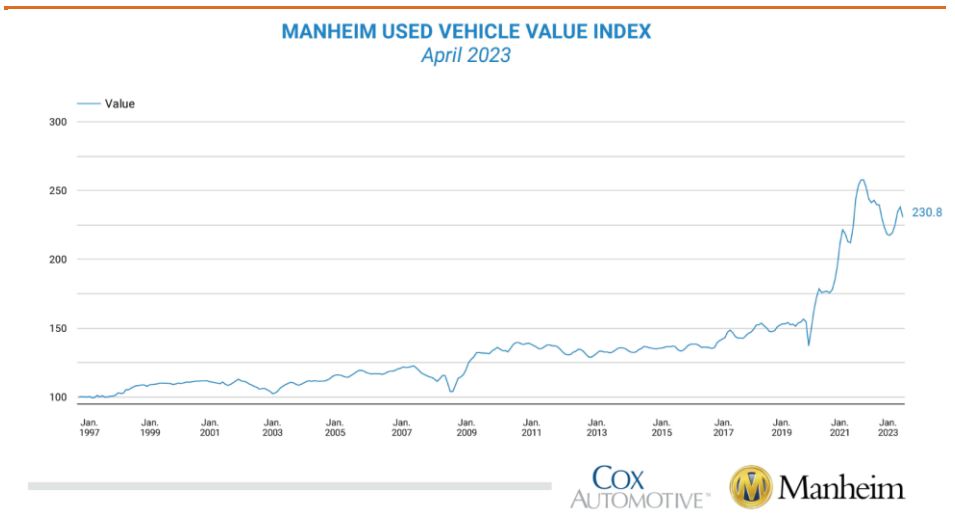
从非农数据看劳动力市场仍然处于供小于求的状态，但整体需求有所回落，平均时薪增速也放缓。随着高利率的持续、银行流动性危机的发酵以及一季度 GDP 数据低于预期，居民和企业信贷将进一步放缓，信贷收紧和加息具有一定的替代效应，有利于就业需求的进一步下行，缓解就业供需问题。此外，美国实施了 3 年的第 42 条边境条款即将到期，2020 年特朗普政府引用《美国法典》公共卫生和公民权利相关条款，以新冠疫情防控为由，对试图非法跨越陆路边境进入美国的移民实施集体驱逐，而无需评估这些人的具体情况和保护要求。根据边防部门统计，3 年时间里美国通过该条款向墨西哥或其他地区遣返了 280 万人。该条款的到期也有利于缓解低端服务业劳动力短缺问题。

图 3 领先指标持续回落 12 个月，CPI 住房项迎来拐点



资料来源：Zillow、Wind、湘财证券研究所

图 4 二手车领先指标出现回升



资料来源：Manheim、湘财证券研究所

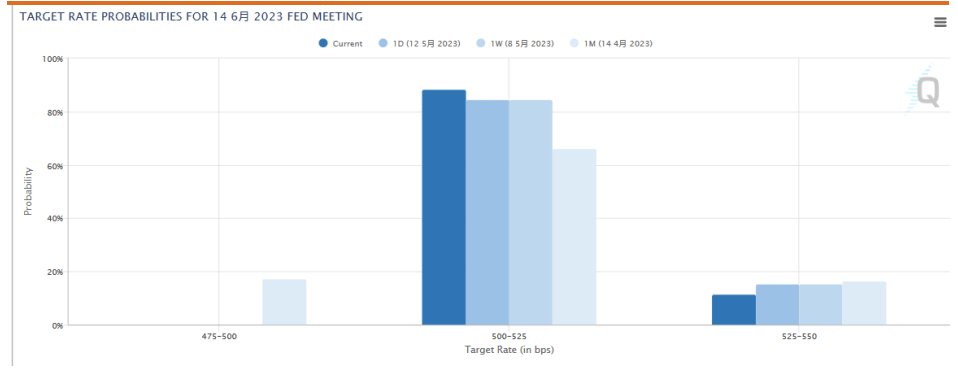
3 美联储大概率已停止加息，年内是否降息为新的讨论点

5 月 FOMC 会议加息 25BP 至 5%-5.25%，加息大概率已来到终点。现在市场定价的焦点在于美联储何时开始降息。美联储维持了此前年内不降息的判断，并认为今年会出现温和衰退，美联储更倾向于即使小幅衰退也要控制通胀。而市场定价 9 月开始降息，并在年底降息至 4.25%-4.5%。每当经济指标出现超预期下跌或出现新的银行暴雷事件后，市场对降息的预期就会增加，表

明市场更倾向于定价避免衰退。

总的来说，核心通胀和劳动力市场是判定降息时间的重要指标。如果通胀韧性和劳动力市场紧缺持续，美联储很难在年内开启降息进程。从通胀走势来看，受去年二季度高基数的影响，CPI 同比在 6 月将继续回落，但由于平均工资粘性，OPEC 减产导致的高油价，以及可能的商品通胀抬头，预计年内通胀难以回落至 2% 的合意区间。我们认为年内美联储开启降息的可能性较低。

图 5 CME 预期美联储停止加息的概率增加



资料来源：CME、湘财证券研究所

图 6 市场预期 9 月开始降息，年底降至 4.25-4.5%

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.7%	59.1%	13.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	45.9%	32.5%	5.5%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.2%	42.5%	34.0%	8.6%	0.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	14.3%	42.5%	33.9%	8.6%	0.6%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	13.9%	41.7%	34.2%	9.3%	0.9%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	15.9%	41.1%	32.4%	8.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.1%	22.8%	38.7%	25.9%	6.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	16.4%	33.0%	30.5%	13.5%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	2.7%	13.8%	29.6%	31.0%	17.0%	4.9%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	2.4%	12.4%	27.7%	30.9%	18.7%	6.4%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.3%	15.4%	28.3%	28.5%	16.3%	5.4%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

4 风险提示

海外国家经济走弱；地缘冲突进一步升级；加息导致流动性风险蔓延。

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。