

通胀拐点已至，联储如何行动？—美国4月CPI数据点评

报告日期: 2022-05-12

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美联储会加快行动么？—美国1月CPI数据点评》2022-02-11
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？》2022-02-24
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“胀”的时刻还未到来—美国2月CPI数据点评》2022-03-11
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国3月FOMC会议点评》2022-03-17
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_地缘冲突下的通胀加速—美国3月CPI数据点评》2022-04-13
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_缩表落地，美联储“明鹰实鸽”—5月FOMC会议纪要点评》2022-05-05
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业继续改善，联储压力更增—美国4月非农数据点评》2022-05-07

主要观点:

- **事件:** 美国公布4月最新通胀数据。其中CPI同比上升8.3%，环比上升0.3%；核心CPI同比上升6.2%，环比上升0.6%，两项数据均较上月有所回落，但超市场预期。
- **美国通胀拐点已至，但预计后续回落速度缓慢，短期内或将高位徘徊**
 1. **美国通胀拐点已至，但核心通胀仍强，后续回落速度将会偏慢。** 美国4月CPI同比上升8.3%、环比上升0.3%，超过市场预期的8.1%与0.2%。但相较于上月，本月通胀同比与环比上升幅度分别下降0.2、0.9个百分点，原因一方面是本月汽油、服装、二手车等项较上月环比负增长，特别是汽油价格环比下降6.1%，带动整个能源项环比下降2.7%；另一方面则是去年4月份基数有所提高。核心CPI同比上涨6.2%，较上个月回落0.3个百分点，但超出市场预期的6.0%；环比增加0.6%，较上个月提升0.3个百分点，超出市场预期的0.4%。核心CPI同比虽然较上月有所下降，但是环比有较大提升，显示美国通胀内生增长动能仍然强劲，其中核心服务通胀环比提升0.7%，是推动此次核心通胀环比上升的最主要因素，符合我们前期关于美国服务通胀压力持续增加的判断。
 2. 具体来看，能源项同比上升30.3%，环比下降2.7%，环比增速较3月份大幅下降13.7个百分点，反映俄乌冲突对于原油等大宗商品的冲击在美国能源消费市场已经基本消化。食品项同比上升9.4%，环比上升0.9%。其中居家食品同比上升10.8%，创1980年11月以来最高。核心CPI数据显示当前美国内生通胀动能保持强劲，其中核心商品环比增速转正，主因新车价格上涨以及二手车价格下跌幅度收窄，在交通运输服务通胀以及住房通胀的推动下，核心服务环比增速则有所提升。
 - 1) 能源方面，4月能源项同比上升30.3%；环比下降2.7%，较3月份大幅下降13.7个百分点，是本月CPI环比增速下降的重要贡献项。其中汽油项环比下降6.1%、燃油项环比上升2.7%，分别较3月份大幅下降24.4个百分点与19.6个百分点。能源通胀环比增速的大幅下降，说明俄乌冲突对于原油等大宗商品的冲击在美国能源消费市场已经基本消化，4月份美国汽油价格最高至3.96美元/加仑，较3月份最高点下降5.2%。
 - 2) 食品方面，4月份食品项同比上升9.4%，较2月份提升0.6个百分点，环比上升0.9%，与3月份基本一致。其中居家食品（food at home）同比上升10.8%，较3月份提升0.8个百分点，环比上升1.0%，是带动食品项抬升的主要原因，创下1980年11月来的最高值。其中谷物、烘焙食品同比上涨10.3%，其他居家食品同比上涨11%，肉类鸡蛋更是同比上涨14.3%，并创下了1979年5月以来的最高值。
 - 3) 核心CPI数据中，4月核心CPI同比上升6.2%，环比上升0.6%。同比较上个月下降0.3个百分点，但环比较上个月提升0.3个百分点，显示通胀内生增长动能保持强劲。分项来看，**核心商品**环比上升0.2%，较上个月提升0.6个百分点，升幅较多。其中二手车项环比下降0.4%，降幅较上月缩窄3.4个百分点，但仍连续5个月下降，是核心商品下降的主要原因。新车方面，环比上升1.1%，较上月上升0.9个百分点，涨幅较大。

核心服务环比上升 0.7%，较 3 月份提升 0.1 个百分点，连续 3 个月上升。其中交通运输服务环比上升 3.1%，较 3 月份提升 1.1 个百分点，机票项环比大幅上升 18.6%，环比增速较 3 月份继续提升 7.9 个百分点，是 1963 年该项目有记录以来的最大涨幅，显示当前美国居民出行需求正在快速恢复。住房项同比上涨 5.1%，涨幅同 3 月份基本持平。本月核心商品环比转正主要是因为新车价格上升较多以及二手车价格跌幅收窄，核心服务通胀走高，则是由交通运输服务通胀的快速提升以及住房服务通胀的稳步上涨共同推动。

3.后续来看，短期内能源与粮食价格预计将保持高位震荡，相关通胀不确定性较大。核心商品通胀短期可能上升，核心服务通胀会延续升势，带动总体核心通胀更加坚挺。

1) 能源与粮食价格短期内预计仍将保持高位震荡，相关通胀不确定性较大。**能源方面**，截至 5 月 9 日，美国汽油价格重新上升至 4.16 美元/加仑，连续四周上升，3 月份油价最高点则为 4.18 美元/加仑。后续来看，随着俄乌冲突的持续以及欧盟制裁逐步涉及到俄罗斯的石油，国际油价短期预计保持高位震荡。**农产品**方面，作为全球重要的农产品出口国，俄乌冲突发生以来，全球粮食价格已经出现大幅提升，根据联合国粮农组织数据，全球食品指数自 2 月以来已经上升了 12.3%，其中谷物更是大幅上升 16.7%。而当前冲突仍在持续，暂未见到好转迹象，两国农产品以及相关化肥出口后续仍将持续受到影响，全球农产品价格预计仍将保持高位震荡。总体来看，由于当前短期内地缘政治局势的发展仍不明朗，能源与农产品将会受到较大影响，美国能源与农产品通胀的不确定性比较大。

2) 核心商品通胀短期可能上升，核心服务通胀会延续升势，带动总体核心通胀更加坚挺。**核心商品**方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）较上月环比下降 1.03%，环比跌幅缩窄。新车方面，由于我国 4 月份上海、吉林等汽车制造业集中地区疫情反复，相关的汽车以及汽车底盘无法顺利出口，以及对俄制裁可能导致的汽车零部件涨价，使得美国新车通胀环比增速提升。由于短期内我国疫情仍在持续，对俄制裁亦逐步加码，美国新车价格预计将会进一步提升。在二手车环比跌幅收窄以及新车价格上涨的支撑下，美国核心商品通胀短期可能上升。**核心服务**方面，服务通胀上行态势预计将会延续，一方面美国 4 月非农就业显示酒店与休闲业仍是当前就业的主要部分，在与疫情共存的政策下，交通运输通胀预计仍将增加；另一方面核心服务中最重要的住房通胀也同比增长 5.1%，环比涨幅亦保持上月速度，未见回落，为服务通胀提供了坚实的基础；

3) 总的来看，在去年同期较高基数的基础上，美国通胀数据拐点应已到达。纽约联储最新的调查显示，美国居民一年期通胀预期中值达到 6.3%，较上月的 6.6% 小幅降低。三年通胀预期中值则上升至 3.9%。但我们认为核心通胀的强劲，特别是核心服务通胀的环比增速进一步提升，显示美国当前由商品消费向服务消费转移的过程正在稳步推进。考虑到美国劳动力市场的火热状态以及工资的快速上涨，短期内美国服务通胀压力难以缓解，将推动整体核心通胀保持坚挺，带动通胀缓慢回落，整体或将呈现高位徘徊状态。

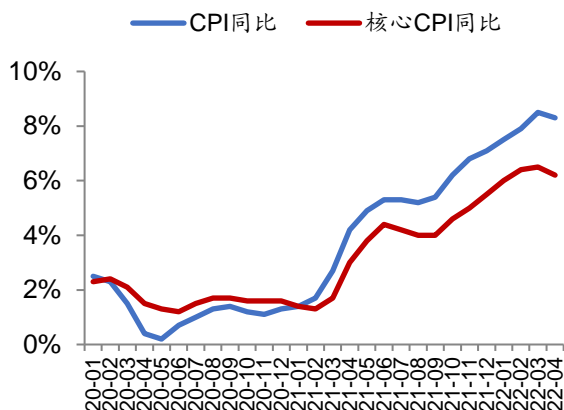
- **美国通胀可能“缓坡下行”，需警惕美联储后续仍可能实施更为强硬的紧缩政策**

强劲的劳动力市场和逐步修复的服务消费预示美国通胀仍有压力，虽拐点已至，但可能“缓坡下行”，需警惕美联储后续仍可能实施更为强硬的紧缩政策。5月FOMC会议上美联储宣布加息50bp以应对通胀，发布会上鲍威尔也表示当前通胀太高（much too high），不过不会积极考虑加息75bp，更多的考虑接下来会议上加息50bp，整体表态较为温和。（可参见报告《缩表落地，美联储“明鹰实鸽”——5月FOMC会议纪要点评》）但4月份的非农就业数据显示，美国当前劳动市场非常强劲，新增就业人数超过40万，失业率维持3.6%的低位。职位空缺数、职位空缺率以及员工离职率都继续保持增长，显示当前美国劳动力市场供需缺口进一步扩大，企业的雇佣成本将面临更大的上涨压力，“工资—通胀螺旋”将持续演绎，从而带动美国的服务通胀不断上涨（可参考报告《就业继续改善，联储压力更增——美国4月非农数据点评》）。在此情形下，即使后续能源以及粮食通胀回落，美国总体的通胀水平也将会维持在一个较高的水平。后续来看，由于就业市场的火热以及通胀的缓慢下行，美联储有一定可能会实施更大力度的紧缩政策，以应对当前较为严峻的局势。

● 风险提示

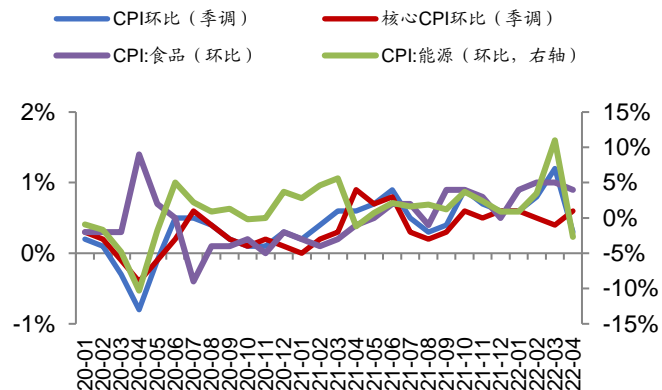
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国 CPI 拐点已至



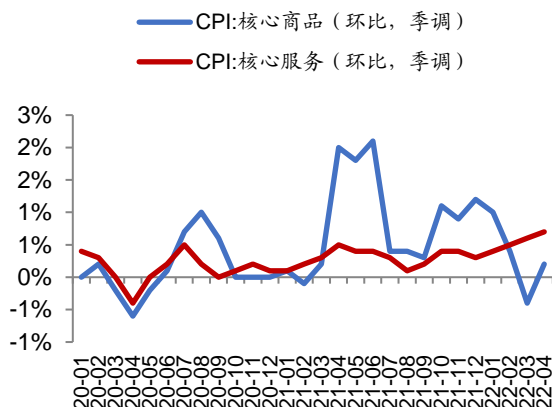
资料来源：BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 2 能源项环比下跌较多



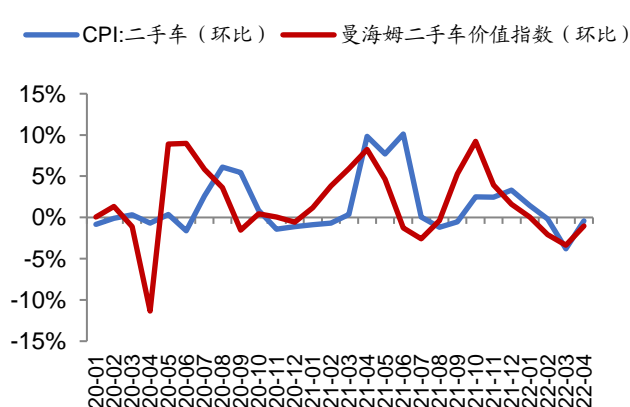
资料来源：BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国核心商品环比转正



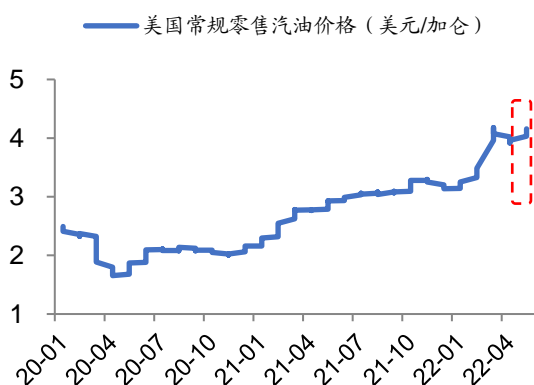
资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国二手车价格跌幅收窄



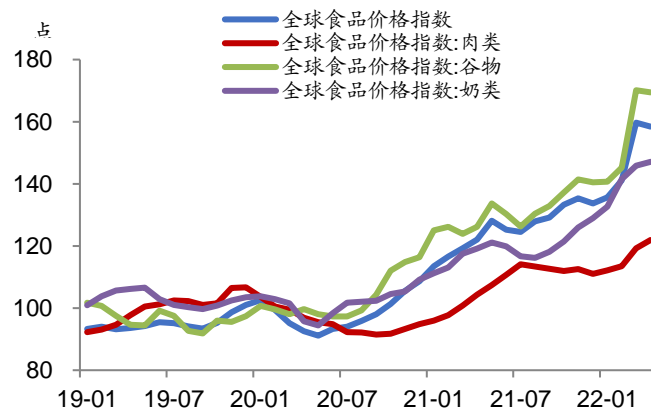
资料来源：Manheim, FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国汽油价格连续四周上升



资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 6 全球粮食价格上升



资料来源：Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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%至；
- 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；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。