

5 月 11 日，美国 4 月 CPI 增速强于市场预期。虽然核心 CPI “见顶”，但市场紧缩情绪重燃。同时，午夜后衰退交易再起，美股反弹势头被打破，跟随美债利率一路下跌。

➤ **4 月总体 CPI 及核心 CPI 均回落不及预期，核心通胀回落基本依靠基数效应。**

4 月美国总体 CPI 和核心 CPI 增速回落均不及市场预期。美国 4 月 CPI 同比增速 +8.3%，预期 +8.1%；环比 +0.3%，预期 +0.2%。4 月核心 CPI 同比 +6.2%，预期 +6.0%；环比 +0.6%，预期 +0.3%。

4 月美国核心 CPI 同比见顶的背后是基数效应拖累。前期报告中我们提示美国核心 CPI 同比翘尾因素将在 2022 年 4 月开始快速下降，因此核心 CPI 同比读数大概率在 3 月见顶。但超预期的环比增速或意味着美国通胀的内生趋弱动力不强。

➤ **超预期通胀的背后：一波未平一波又起。**

从环比增速分析，4 月 CPI 增速超预期和食品、能源服务、新车价格、租金和运输服务有关。

非核心通胀方面，食品通胀仍然严重，天然气价格大涨对冲原油下行。受俄乌冲突和能源价格高企引发的种植成本提升影响，粮食价格居高不下。另一方面，由于原油价格从 3 月份的高点回落明显，市场期待 4 月美国能源通胀可以显著下降。但因欧洲加大对美国天然气的进口，美国天然气价格在 4 月大幅上升。4 月份美国 CPI 中天然气服务分项环比增速达 3.1%，对冲了一部分能源商品通胀下行的影响。

新车通胀 4 月 “死灰复燃”，或和统计口径修改和供应链有关。在 2022 年一季度，美国 CPI 新车分项环比增速已经连续 3 个月录得较低的环比增速（低于 0.3%），但 4 月环比增速却上升至 1.1%，我们认为这可能与两大因素有关。第一，4 月份开始，劳工部用 J.D.Power（某汽车市场信息平台）的交易数据代替自己的调查来评估新车价格。这使得新车价格中包含了更多汽车经销商（dealer）的报价，在新车供应紧张的当下，或将提高新车价格的估计。第二，美国新车供应问题未得到实质性解决，叠加 4 月份中国部分城市因疫情而封锁，美国新车供应链紧张问题或加剧。

租金通胀未来或维持高位。由于在 CPI 中权重极高（接近 33%），4 月租金通胀对美国 CPI 同比的拉动已经达到 1.71%。美国租金通胀环比和工资环比增速高度相关，偏紧的劳动力市场或意味未来租金增速仍将维持高位。另外，从高频领先指标看，租金通胀未来回落的空间也不大。

➤ **单次加息 75BP 或仍为保留选项，资本市场紧缩恐慌再起。**

我们再次强调，核心通胀见顶降低了单次大幅加息的可能性。但见顶并不意味着显著下行，在 PCE 核心通胀回到 2-2.5% 区间前，美联储不会停止加息。

4 月 CPI 公布后，市场对未来单次加息 75BP 的押注有所增加。通胀数据公布后，OIS 掉期隐含利率明显走高，虽然隐含利率午夜有所回落，但更远期的利率回落幅度较小，这意味着市场提高了未来（如 9 月会议）单次加息 75BP 的概率。

紧缩恐慌重燃，衰退交易再现。CPI 数据公布后，美债利率和美元同时冲高，美股期货下跌。紧缩情绪有所消化后，10 年期美债利率走低，美股低开高走。但随着时间推移，美债利率走弱幅度更甚，美股则大幅跳水，而美元指数并未跟随回落，这正是典型的“衰退交易”。近期 10 年 2 年期美债利差有所回落，正对应着美股波动性的显著提高。

➤ **风险提示：**海外央行加息节奏超预期；地缘政治风险；通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

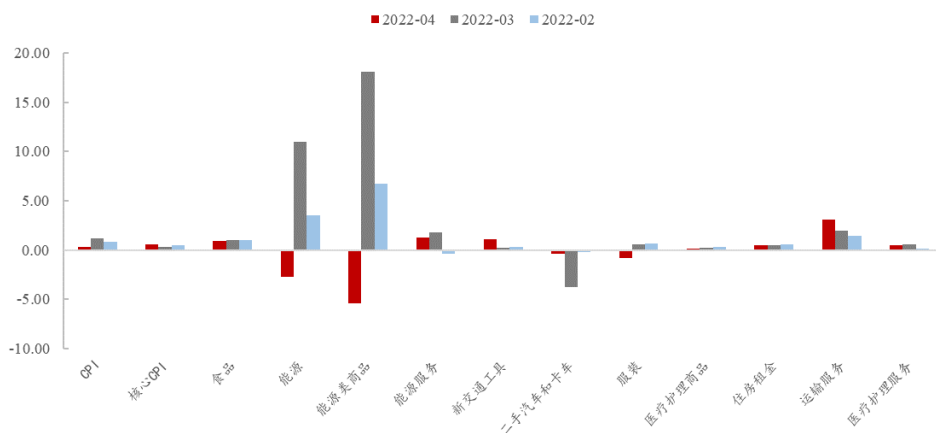
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

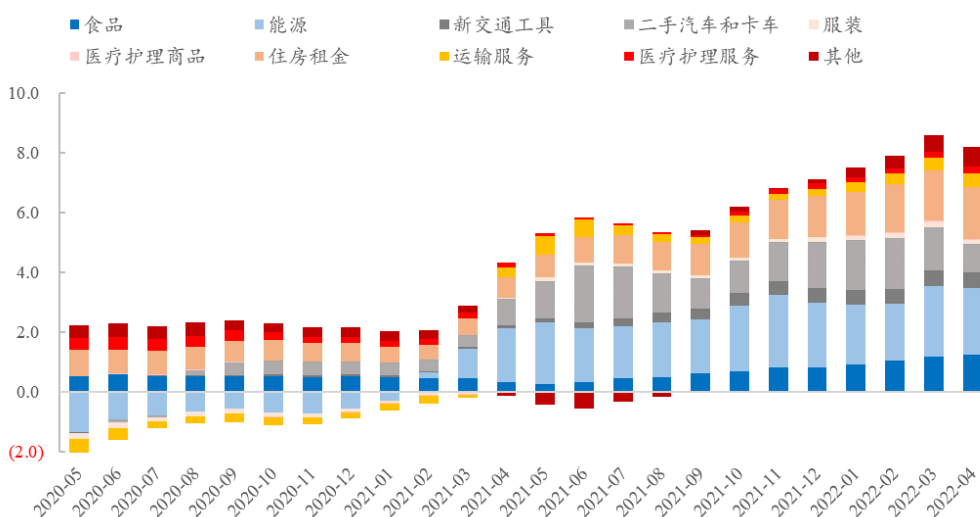
1. 落地了，加息 50BP——美联储 5 月议息会议点评
2. 高通胀压力下，美国今年到底加息几次？——美国 1 月 CPI 点评
3. 预期内的美联储和预期外的欧央行——美国 2 月 CPI 及欧央行 3 月议息会议点评

图 1: 美国 CPI 各分项环比增速 (单位: %)



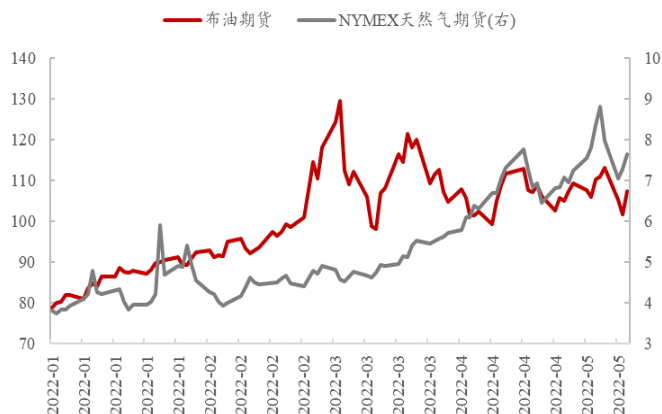
资料来源: BLS, 民生证券研究院

图 2: 美国 CPI 各分项的同比拉动 (单位: %)



资料来源: BLS, 民生证券研究院

图 3: 天然气和原油 (左: 美元/桶, 右: 美元/百万英热)



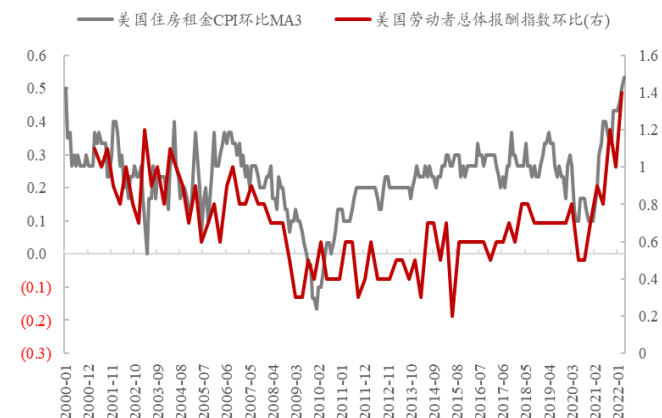
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 美国汽车部门产能利用率仍很低 (单位: %)



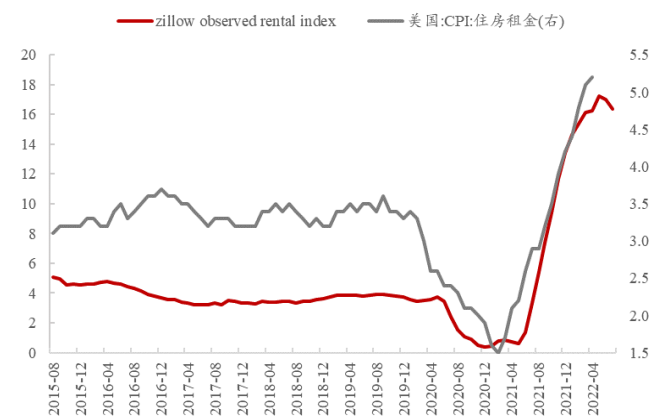
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5：高企的工资增速或继续支撑租金通胀（单位：%）



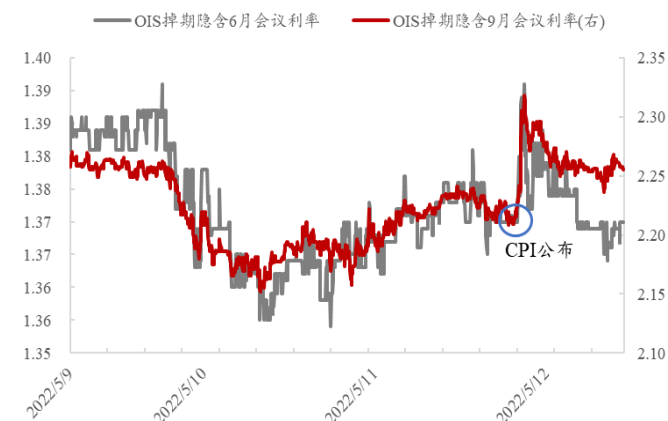
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：Zillow 租金指数同比和美国租金通胀（单位：%）



资料来源：Zillow，Wind，民生证券研究院（租金 CPI 滞后 3 个月）

图 7：市场对美联储加息预期提高（单位：次）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 8：近期美债期限利差快速回落（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001