

2022年05月13日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美国4月CPI&PPI点评：通胀虽缓，余威难解

事件

2022年5月11日，美国劳工部公布了4月份的CPI数据：4月份CPI同比上涨8.3%，较上月8.5%的高点小幅回落，高于市场预期的8.1%；去除能源以及食品的核心CPI同比上涨6.2%，高于预期的6%。5月12日公布的4月份美国PPI环比增幅0.5%，是自去年9月份以来的最小涨幅；年化同比涨幅11%，高于市场10.7%的预期值。

投资要点

■ 核心观点

1、美国4月通胀高位微落，但降幅不及市场预期。4月份CPI同比上涨8.3%，较上月8.5%的高点小幅回落，高于市场预期的8.1%。国际油价高点回落，家庭食品仍有上涨压力。

2、服务业回暖，对核心CPI形成支撑。去除掉能源以及食品的核心CPI同比较上月下降0.3%，为6.2%，同样高于预期的6%。其中出行服务、住所、二手车涨幅较大，体现美国通胀具有较强韧性。

3、PPI虽有回落，但仍居高难下。4月份美国CPI环比增幅0.5%，是自去年9月份以来的最小涨幅；年化同比涨幅11%，虽然较3月的11.4%有所缓和，但仍高于市场10.7%的预期值。去除掉食品，能源和贸易的核心PPI小幅回落到6.9%，但仍处在相对高位。

4、美国通胀阶段性见顶，但很难急剧降温，预计在8.0%附近高位震荡。目前美国通胀中，服务业、家庭食品与房租还有继续上涨动能，而能源价格和汽车冲高动力不足，但是仍有支撑。美国通胀暂时见顶，但是难以快速下行。

5、加息50BP或成常态，市场继续交易紧缩预期。市场方面虽然看到了通胀数据的减弱和见顶，但是由于降幅不及预期，而且核心CPI对通胀形成支撑，持续高位运行，货币政策为应对高通胀，整体表现较为鹰派，预计年内还有多次50BP加息。

■ 风险提示

- (1) 俄乌冲突再起
- (2) 通胀再度冲高
- (3) 美联储加息加速

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

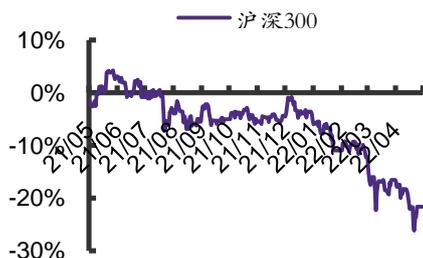
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《A股跌破3000点的冷思考》20220425

《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416

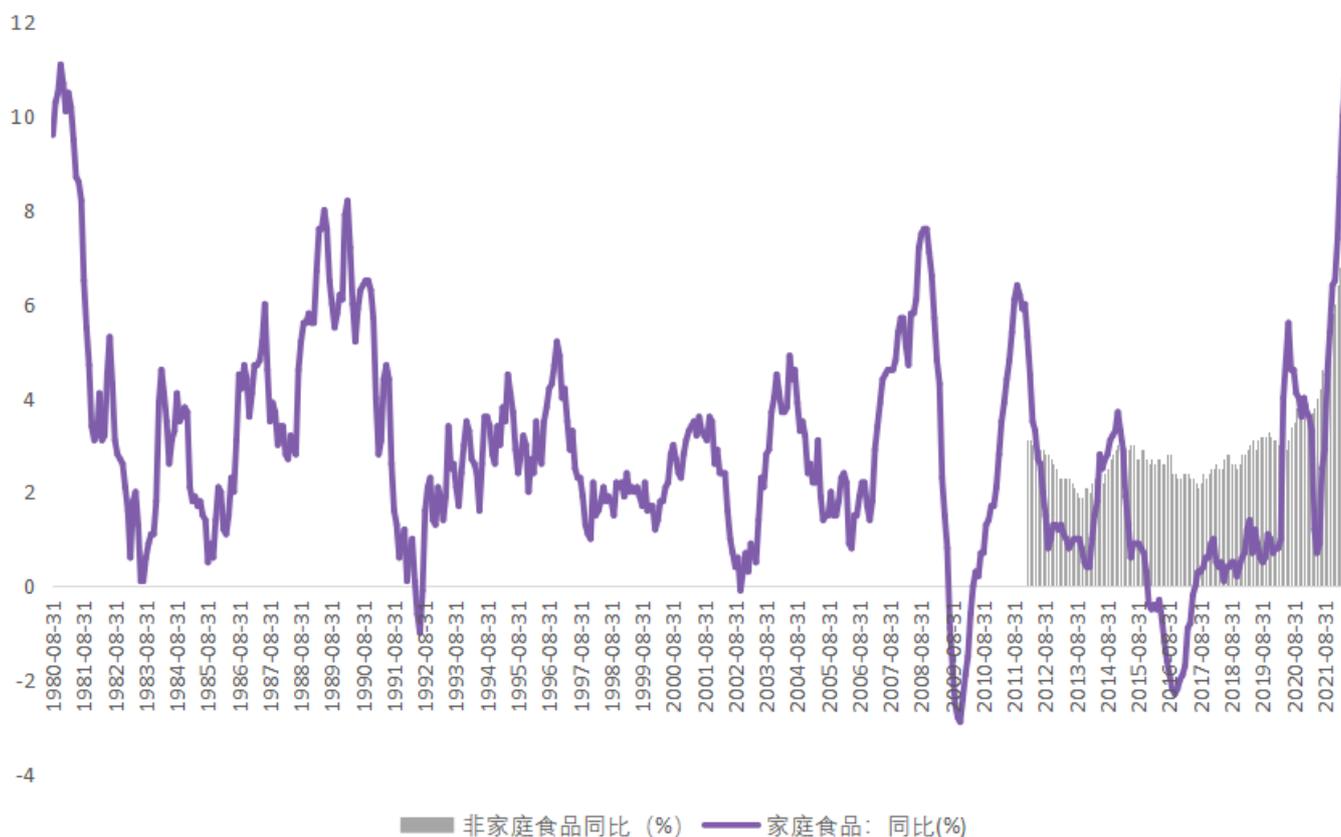
《当稳增长遇上高通胀：中国版

“FAANG”配置价值几何》20220408

1、油跌粮涨，CPI高位微落，降幅不及预期

4月份美国通胀有所回落，但还在高位运行，降幅不及市场预期。4月份CPI同比上涨8.3%，较上月8.5%的高点小幅回落，高于市场预期的8.1%。通胀的回落主要是在高基数影响下，食品和能源边际贡献减弱。从能源的角度来看，4月份美国能源价格同比上升30.3%，环比增速由3月份上升11%转为下行，环比下降2.7%，国际油价虽然目前依然维持在高位，但已经从高点回落，可见俄乌冲突对油价的影响在逐渐减弱。从食品的角度来看，食品项同比上升9.4%，较上个月上升0.9%。其中家庭食品同比上升10.8%，是1980年11月以来的最大涨幅，而家庭食品中肉类、家禽、鱼类和蛋类价格同比涨幅14.3%，创下了1979年5月以来的最大涨幅。从环比来看，4月份家庭食品的环比涨幅已经从3月份1.5%下降到了1%。但在国际粮价承压的背景下，家庭食品仍有上涨的动能。

图表 1：家庭食品价格同比增速创 40 年以来的最高



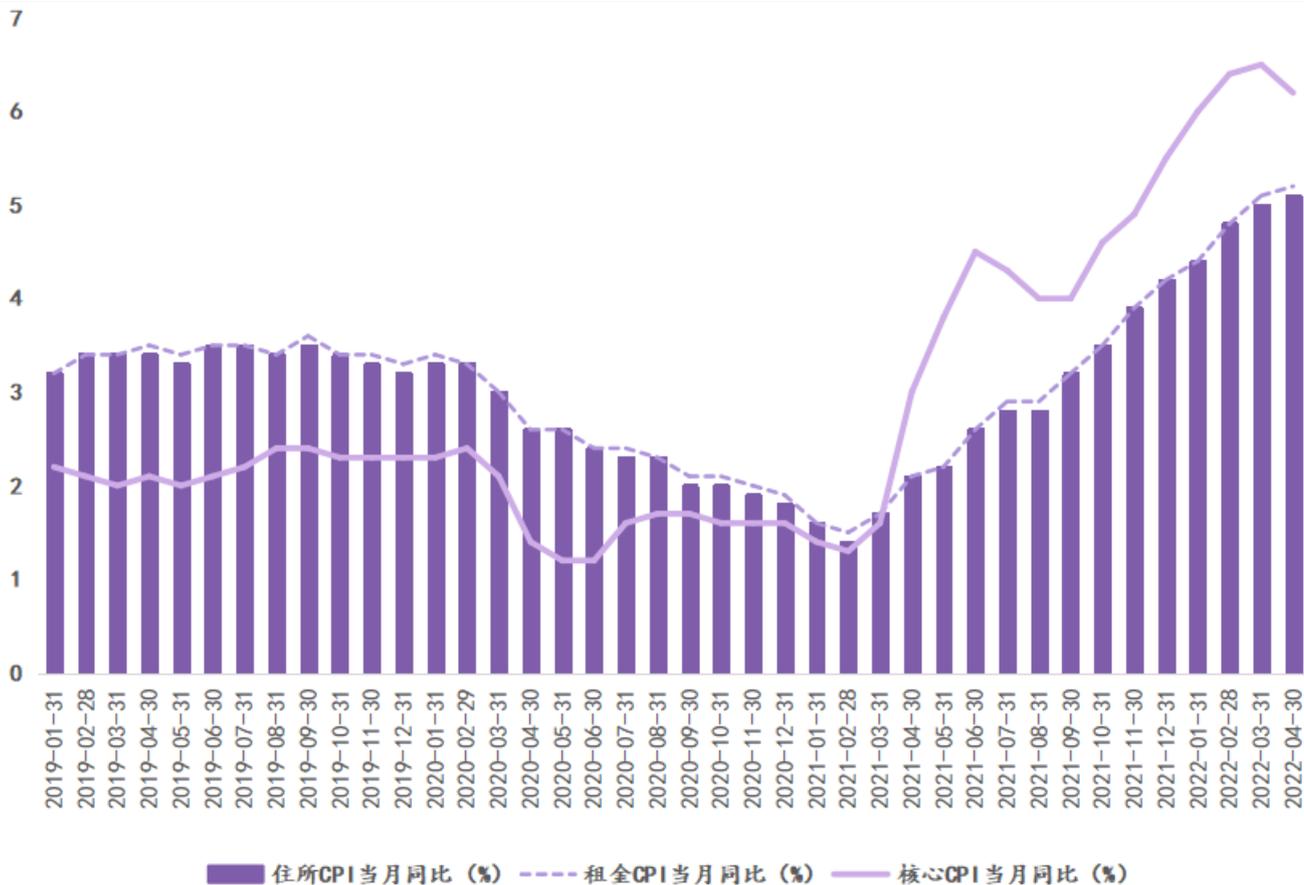
资料来源：美国劳工部，华鑫证券研究

2、服务业有所回暖，对核心CPI形成支撑

去除掉能源以及食品的核心CPI同比增速较上月回落0.3个百分点，为6.2%，但同样高于预期的6%。核心CPI涨幅更多的体现了美国通胀的韧性。从服务业来看，出行服务同比上涨8.5%，环比上升3.1%，主要是机票价格上涨的助力：4月份机票价格同比上

涨33.3%，环比上涨18.6%。住所通胀同比上涨5.1%，租金和房租依然坚挺，两项均同比上升4.8%。4月份除食品和能源外的商品通胀同比上涨9.7%，较上月的11.7%有所回落。商品方面，二手车和卡车价格有所降温：4月份二手车卡车价格同比涨幅22.7%，较3月份的35.3%有所下降，从环比来看，二手车价格降幅有所收窄，环比增速从3月份的-3.8%收窄为4月份的-0.4%。而新车价格还在稳步上行，4月份同比涨幅为13.2%，环比涨幅为1.1%，较3月份的0.2%大幅提升。美国核心CPI的韧性依然强劲，是未来美国通胀的主要支撑。

图表 2：住所通胀同比上涨 5.1%，租金和房租坚挺



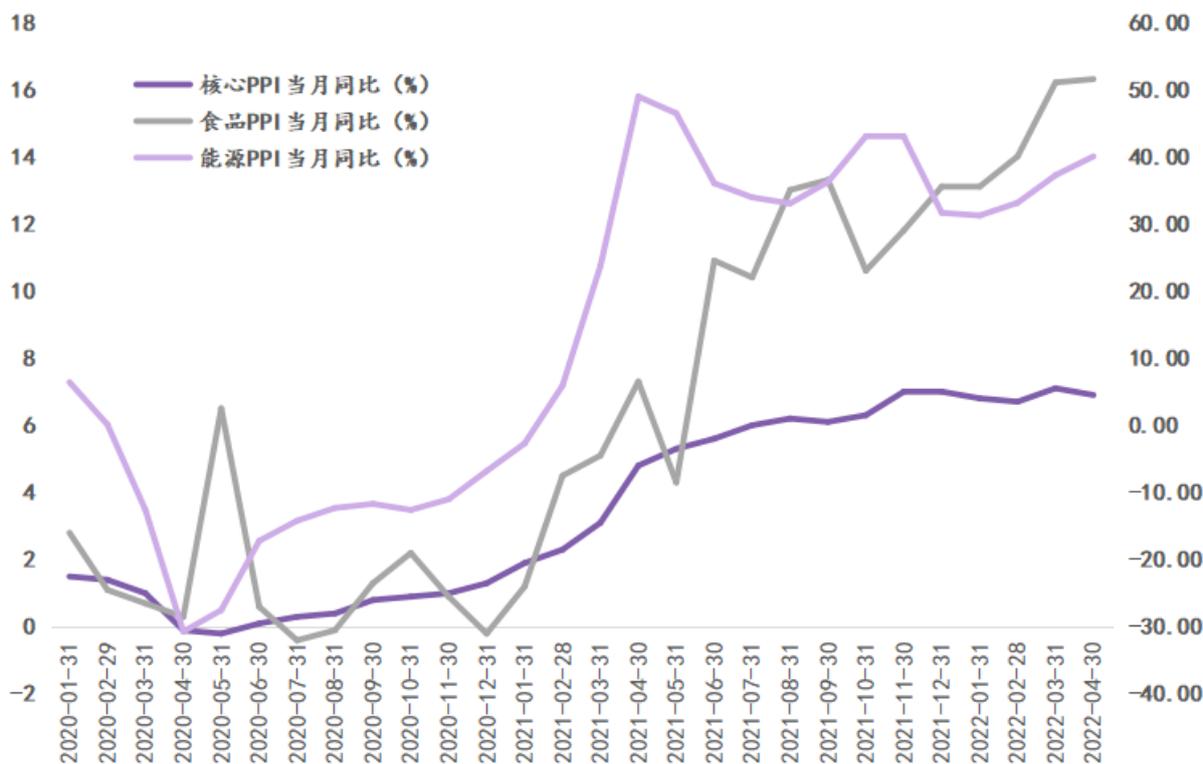
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、PPI 虽有回落，但仍居高难下

在连续两个月冲高之后，4月美国PPI数据出现了一定的回落，但仍然高于市场的预期，显示出了通胀居高不下的韧性。4月份美国PPI环比上行0.5%，是自去年9月份以来的最小涨幅；年化同比涨幅11%，较3月的11.4%有所缓和，但仍高于市场10.7%的预期值。去除掉食品，能源和贸易的核心PPI小幅回落到6.9%，仍处在相对的高位。分结构来看，4月份服务需求价格指数与3月份相当：贸易与其他分项环比下降，仓储物流虽然增幅较上月5.7%的增速有所回落，但仍有3.6%的增长，供应链问题依旧有待缓解。4月商品需求价格指数环比增幅1.3%，较3月份的2.4%有所下降。其中主要是食品和能源价格的涨幅收窄：食品价格由3月份的2.5%下降到了4月份的1.5%，能源价格从3月份的6.4%下降

到至1.7%。总体来说，4月份美国PPI增速开始放缓，但总体仍处在高位。核心PPI连续6个月保持在6.7%以上的高位，食品能源通胀传导已经形成，带动整体价格走高。

图表 3：核心 PPI 高企，体现通胀的高韧性 (%)



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

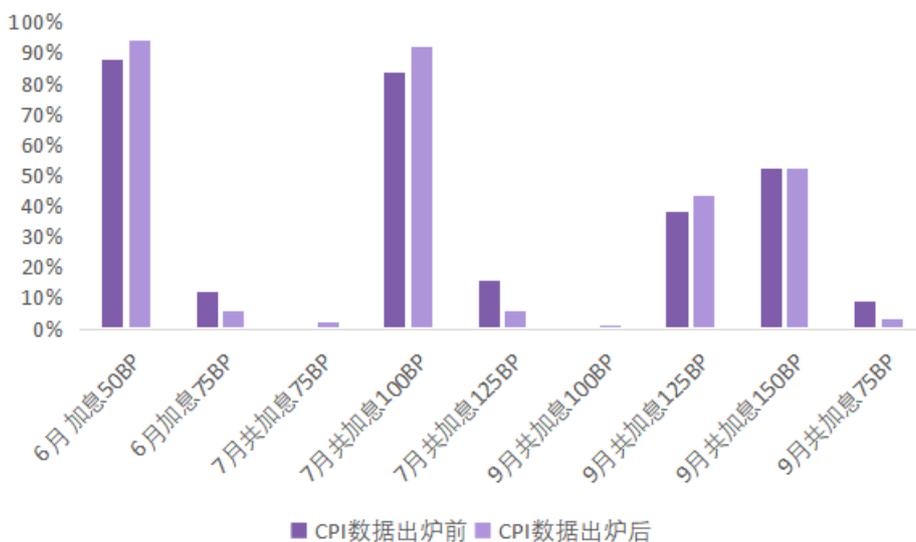
4、通胀阶段性见顶，但不会快速降温

美国通胀阶段性见顶，但大概率还是围绕8.0%高位震荡，不太会快速降温。主要从四方面考虑：一是国际能源价格对通胀的影响虽在逐步减弱，但支撑犹存。随着俄乌冲突常态化，地缘政治冲突对国际油价的边际影响开始减弱，目前国际油价已经冲高回落，但仍会维持高位震荡，对美国通胀的支撑还在。二是国际粮价在俄乌冲突影响下，供需端口凸显，今年仍有上升的动力，家庭食品有进一步上涨的空间。三是服务行业逐步回暖，房租的坚挺会增强美国通胀的韧性。同时服务业就业好转也会带动酒店等服务业价格的上升。四是二手车价格虽有回落，但是从环比来看跌幅有所收窄。新车方面，俄乌冲突和疫情冲击带来的供应链问题仍然存在，新车价格还有上行动能。综合来看，美国通胀分项中，服务业、家庭食品与房租还有上行动力，能源价格和汽车虽然不太会继续冲高，但是仍有支撑。所以，即使美国通胀出现阶段性见顶信号，但也不太会快速降温。

5、加息50BP或成常态，市场继续交易紧缩预期

通胀数据公布后，美股反应相对悲观，继续交易货币紧缩预期。CPI数据公布之后，美股集体收跌，纳斯达克更是跌超3%，虽然通胀数据出现了见顶回落，但是降幅不及预期，而且核心CPI的支撑还在，通胀压力并未缓释。CPI数据公布后，美联储最鹰派的官员布拉德用最鸽的手段释放最鹰的信号，他认为虽然美国当前通胀仍然过热，但是加息75BP的情景并不在考虑范围之内，给市场一定的安慰。但同时也上了一记重拳：布拉德认为目前美国中性利率在3.5%左右。鲍威尔也在5月13日表示，经济是否能软着陆可能并不取决于美联储，而美联储能做的就是用现有的工具尽快的让通胀回到2%的水平，因为“允许高通胀意味着更严重的经济衰退”。这意味着2022年剩下的6、7、9、11、12月都会加息50BP，高强度的持续加息对市场的压力仍值得警惕。CME在公布数据之后，下调了6月和7月中加息75BP的可能，上调了12月份总共加息225BP（50BP+50BP+50BP+50BP+25BP）的可能性。

图表 4：CPI 数据公布后，CME 下调了加息 75BP 的预期



资料来源：CME，华鑫证券研究

图表 5: 美国 4 月份核心 CPI 一览

	权重占比 (%)	同比变化		环比变化	
		2022/4/01	2022/2/01	2022/3/01	2022/4/01
CPI	100	8.3	0.8	1.2	0.3
食品	13.361	9.4	1	1	0.9
家庭食品	8.245	10.8	1.4	1.5	1
谷物和烘焙产品	1.047	10.3	1.1	1.5	1.1
肉类、禽类、鱼类和鸡蛋	1.878	14.3	1.2	1	1.4
乳制品	0.759	9.1	1.9	1.2	2.5
鲜果蔬菜	1.432	7.8	2.3	1.5	-0.3
非酒精饮料和饮料材料	0.942	9.8	1.6	1.2	2
其他食品	2.188	11	0.8	2	0.7
非家庭食品	5.116	7.2	0.4	0.3	0.6
能源	8.295	30.3	3.5	11	-2.7
能源商品	4.926	44.7	6.7	18.1	-5.4
燃油	0.161	80.5	7.7	22.3	2.7
车用燃油	4.685	44	6.7	18.3	-5.8
汽油	4.59	43.6	6.6	18.3	-6.1
能源服务	3.369	13.7	-0.4	1.8	1.3
电力	2.511	11	-1.1	2.2	0.7
公用燃气公司	0.858	22.7	1.5	0.6	3.1
核心CPI (除去能源和食品)	78.344	6.2	0.5	0.3	0.6
除能源食品以外的商品	21.513	9.7	0.4	-0.4	0.2
服饰	2.538	5.4	0.7	0.6	-0.8
新车	4.014	13.2	0.3	0.2	1.1
二手车和卡车	4.038	22.7	-0.2	-3.8	-0.4
医疗商品	1.5	2.1	0.3	0.2	0.1
酒精饮料	0.878	3.9	0.8	0.5	0.4
烟草及相关产品	0.516	7.2	0.6	0.5	0.4
除能源食品以外的服务	56.831	4.9	0.5	0.6	0.7
住所	32.452	5.1	0.5	0.5	0.5
主要住所租金	7.278	4.8	0.6	0.4	0.6
业主等量房租	23.816	4.8	0.4	0.4	0.5
医疗服务	6.881	3.5	0.1	0.6	0.5
医师服务	1.849	1.2	-0.1	0.5	0.2
医院服务	2.17	3.6	-0.1	0.4	0.5
交通运输服务	5.673	8.5	1.4	2	3.1
车辆保养维修	1.023	5.3	1.7	-0.3	0.5
车辆保险	2.397	4.4	1.2	0.7	0.8
机票价格	0.543	33.3	5.2	10.7	18.6

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 俄乌冲突再起
- (2) 通胀再度冲高
- (3) 美联储加息加速

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。