

2023年05月11日

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

## 美国通胀下行遭遇平台期

——海外观察：2023年4月美国CPI

## 投资要点

- **事件：**4月美国CPI同比上涨4.9%，前值5.0%，预期5.0%；环比上涨0.4%，前值0.1%，预期0.4%。核心CPI同比上涨5.5%，前值5.6%，预期5.5%；环比上涨0.4%，前值0.4%，预期0.4%。
- **核心观点：**美国通胀下行速度再度放缓，核心通胀仍坚挺。数据公布后，市场推后了降息的预期时间。我们预计，5月CPI会在油价中枢回落、房租增速放缓等因素的驱动下加速回落。随着金融风险继续演化以及劳动力市场放松，美联储6月仍有较大可能不加息。
- **能源价格回升，阻止CPI降温。**受OPEC+减产影响，4月WTI原油期货结算价环比上涨9.9%，推动CPI能源分项上涨0.6%。5月以来，经济下行预期导致国际原油需求承压。截至5月9日，WTI原油价格较4月的中枢下滑了8.4%。当前海外市场经济风险仍未充分释放，原油价格将受制于需求侧的降温，维持在每桶65到75美元的区间内波动，对于美国通胀的影响将趋于减小。
- **住房价格拐点姗姗未到。**4月住房价格继续上涨，季调后的环比增幅达0.4%，环比增速连续第3个月放缓，但仍未向领先于其的美国房价走势看齐。从分项上看，权重达25%的业主等价租金环比涨幅仍达0.5%，与上月持平；主要居所租金环比上涨0.6%，涨幅较上月扩大0.1pct；权重仅有1%的包括酒店在内的外宿价格则环比下跌了3.4%，扭转了之前快速上升的趋势。CPI住房价格与房价存在滞后关系，但滞后的期数一直在变动。从历史数据看，1990年三季度，业主等价租金最迟曾落后于房价走势15个月出现拐点。本轮美国房价于2022年4月见顶，住房价格仍有望在5-7月拉动美国CPI加速下滑。
- **商品价格触底回升，服务价格仍有粘性。**二手车价格在连续6个月下跌后回升了4.4%，推动核心商品价格重回温和上行通道。美联储目前看重的超级核心通胀，即除住房、能源服务以外的服务价格同比上升5.2%，季调后环比上涨0.1%，涨幅较上月略微扩大，与超预期的就业数据相吻合。服务涨价领域广泛，娱乐、家装、个人护理、教育等服务分项的价格都出现了广泛上涨。超级核心通胀的降温仍需等待就业市场进一步放松后，服务业工资增速的回调。
- **市场小幅加码年内降息幅度预期。**由于CPI数据小幅弱于预期，联邦基金利率期货市场押注的年内降息幅度较数据公布前上升8bps至71bps。CME数据显示，市场的中性预期仍是美联储6月和7月保持利率不变，9月、11月各降息25bps。标普500指数期货上升，10年期美债利率下跌，美元下跌。
- **美联储仍将观望5月通胀数据。**4月过后，CPI数据的强势可能不会持续，5月通胀将在油价中枢回落、房租增速放缓、信贷条件进一步收紧等因素的驱动下加速回落。随着金融风险继续演化以及劳动力市场放松，美联储6月仍有较大可能不加息。
- **风险提示：**
  - 1) 全球金融市场流动性风险可能进一步发酵，使美联储放松政策；
  - 2) 美国两党可能无法就债务上限问题达成一致，导致债券价格震荡。

## 正文目录

1. 美国通胀下行速度再度放缓，核心通胀仍坚挺.....	4
2. 美联储仍将观望 5 月通胀数据 .....	5
3. 核心观点 .....	5
4. 风险提示 .....	5

## 图表目录

图 1 4 月美国 CPI 增速, % .....	4
图 2 近两年美国低收入人群工资增速尤高, %.....	5

**事件：**4月美国CPI同比上涨4.9%，前值5.0%，预期5.0%；环比上涨0.4%，前值0.1%，预期0.4%。核心CPI同比上涨5.5%，前值5.6%，预期5.5%；环比上涨0.4%，前值0.4%，预期0.4%。

**图1 4月美国CPI增速，%**

	2022年12月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	趋势	权重
<b>CPI</b>	-0.1	0.5	0.4	0.1	0.4		100.0
<b>1.食品</b>	0.3	0.5	0.4	0.0	0.0		13.5
1.1家庭食品	0.2	0.4	0.3	-0.3	-0.2		8.7
1.2非家用食品	0.4	0.6	0.6	0.6	0.4		4.8
<b>2.能源</b>	-4.5	2.0	-0.6	-3.5	0.6		6.9
2.1能源类商品	-9.4	1.9	0.5	-4.6	2.7		3.5
2.1.1汽油（所有种类）	-9.4	2.4	1.0	-4.6	3.0		0.2
2.1.2燃油	-16.6	-1.2	-7.9	-4.0	-4.5		3.3
2.2能源服务	1.5	2.1	-1.7	-2.3	-1.7		3.4
2.2.1电力	1.0	0.5	0.5	-0.7	-0.7		2.5
2.2.2管道燃气服务	3.0	6.7	-8.0	-7.1	-4.9		0.9
<b>核心CPI</b>	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4		79.5
<b>1.商品不包含能源和食品</b>	-0.3	0.1	0.0	0.2	0.6		21.4
1.1新车	-0.1	0.2	0.2	0.4	-0.2		4.3
1.2二手汽车和卡车	-2.5	-1.9	-2.8	-0.9	4.4		2.7
1.3服装	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3		2.5
1.4医疗类商品	0.1	1.1	0.1	0.6	0.5		1.5
<b>2.服务不包含能源服务</b>	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4		58.2
2.1住房	0.8	0.7	0.8	0.6	0.4		34.4
2.2运输服务	0.2	0.9	1.1	1.4	-0.2		5.8
2.3医疗服务	0.1	-0.7	-0.7	-0.5	-0.1		6.7

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

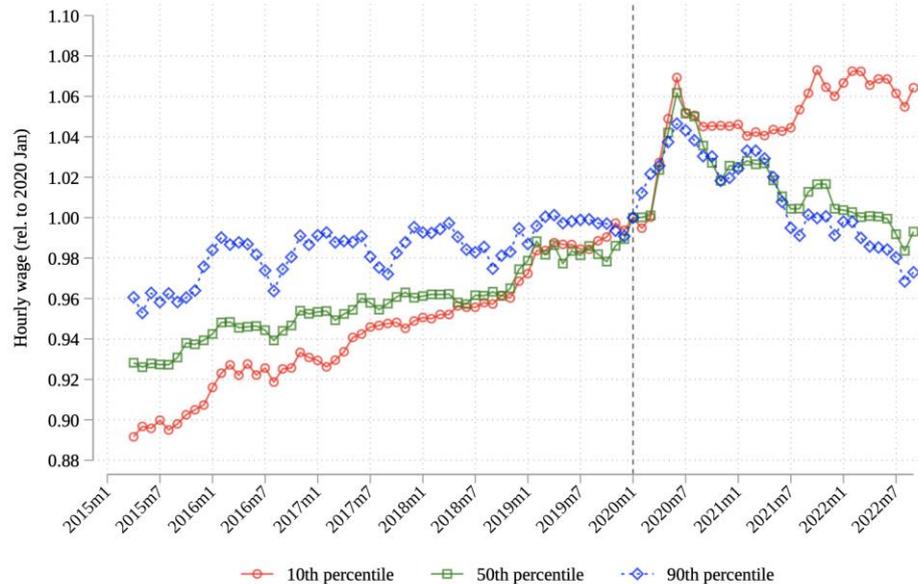
## 1. 美国通胀下行速度再度放缓，核心通胀仍坚挺

能源价格回升，阻止CPI降温。受OPEC+减产影响，4月WTI原油期货结算价环比上涨9.9%，推动CPI能源分项上涨0.6%。5月以来，经济下行预期导致国际原油需求承压。截至5月9日，WTI原油价格较4月的中枢下滑了8.4%。当前海外市场经济风险仍未充分释放，原油价格将受制于需求侧的降温，维持在每桶65到75美元的区间内波动，对于美国通胀的影响将趋于减小。

住房价格拐点姗姗未至。4月住房价格继续上涨，季调后的环比增幅达0.4%，环比增速连续第3个月放缓，但仍未向领先于其的美国房价走势看齐。从分项上看，权重达25%的业主等价租金环比涨幅仍达0.5%，与上月持平；主要居所租金环比上涨0.6%，涨幅较上月扩大0.1pct；权重仅有1%的包括酒店在内的外宿价格则环比下跌了3.4%，扭转了之前快速上升的趋势。CPI住房价格与房价存在滞后关系，但滞后的期数一直在变动。从历史数据看，1990年三季度，业主等价租金最迟曾落后于房价走势15个月出现拐点。本轮美国房价于2022年4月见顶，住房价格仍有望在5-7月拉动美国CPI加速下滑。

商品价格触底回升，服务价格仍有粘性。二手车价格在连续6个月下跌后回升了4.4%，推动核心商品价格重回温和上行通道。美联储目前看重的超级核心通胀，即除住房、能源服务以外的服务价格同比上升5.2%，季调后环比上涨0.1%，涨幅较上月略微扩大，与超预期的就业数据相吻合。服务涨价领域广泛，娱乐、家装、个人护理、教育等服务分项的价格都出现了广泛上涨。超级核心通胀的降温仍需等待就业市场进一步放松后，服务业工资增速的回调。

图2 近两年美国低收入人群工资增速尤高，%



资料来源：NBER，东海证券研究所

## 2. 美联储仍将观望 5 月通胀数据

市场小幅加码年内降息幅度预期。由于 CPI 数据小幅弱于预期，联邦基金利率期货市场押注的年内降息幅度较数据公布前上升 8bps 至 71bps。CME 数据显示，市场的中性预期仍是美联储 6 月和 7 月保持利率不变，9 月、11 月各降息 25bps。标普 500 指数期货上升，10 年期美债利率下跌，美元下跌。

美联储仍将观望 5 月通胀数据。4 月过后，CPI 数据的强势可能不会持续，5 月通胀将在油价中枢回落、房租增速放缓、信贷条件进一步收紧等因素的驱动下加速回落。随着金融风险继续演化以及劳动力市场放松，美联储 6 月仍有较大可能不加息。

## 3. 核心观点

美国通胀下行速度再度放缓，核心通胀仍坚挺。数据公布后，市场推后了降息的预期时间。我们预计，5 月 CPI 会在油价中枢回落、房租增速放缓等因素的驱动下加速回落。随着金融风险继续演化以及劳动力市场放松，美联储 6 月仍有较大可能不加息。

## 4. 风险提示

- 1) 全球金融市场流动性风险可能进一步发酵，使美联储放松政策；
- 2) 美国两党可能无法就债务上限问题达成一致，导致债券价格震荡。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089