



宏观点评

居住通胀拐点若现，上半年同比或触底3%

2023年4月美国CPI数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

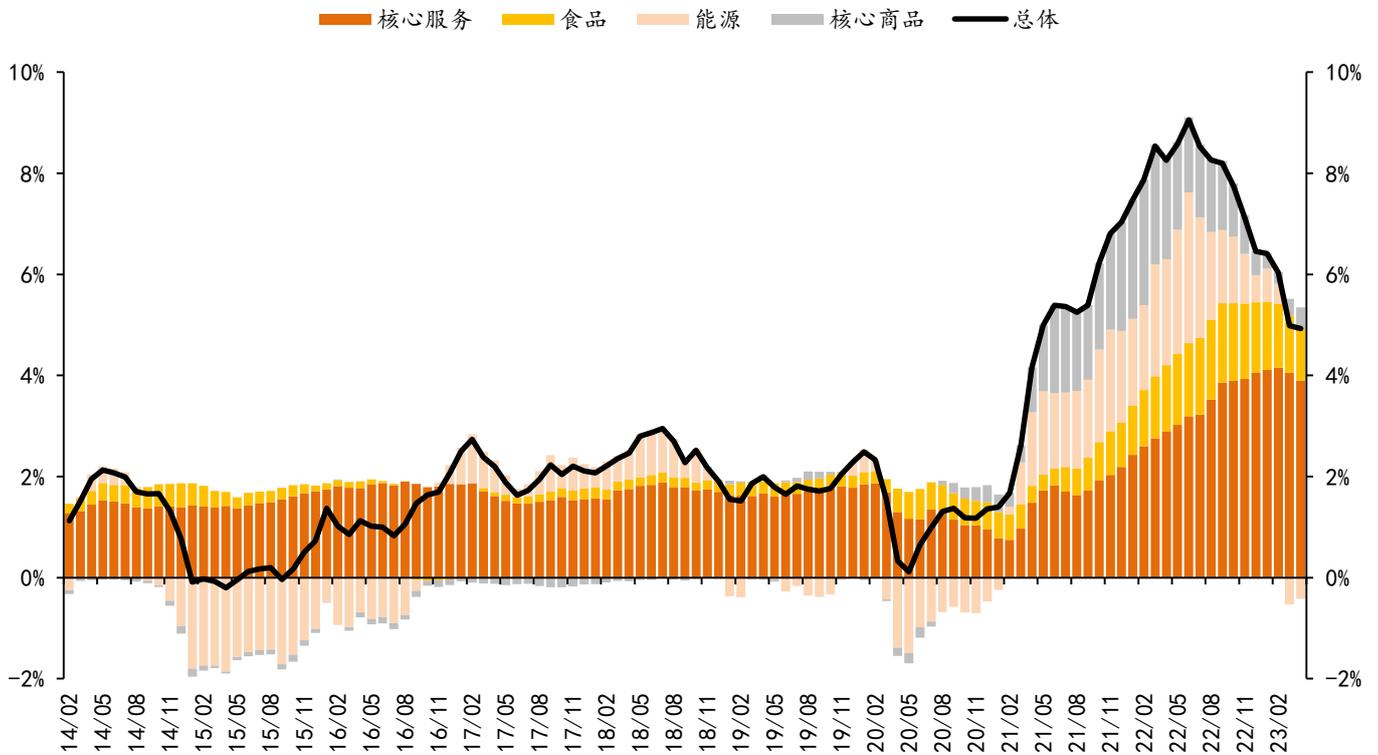
- **核心观点：**4月美国CPI延续“同比回落超预期、核心通胀仍坚挺”的态势，且环比与核心环比均在0.4%的高位。美国通胀上半年下行的趋势进一步强化，但6月或是全年低位。4月CPI同比中，能源在油价震荡与高基数共同作用下继续负贡献，商品通胀继续回升，食品与核心服务通胀继续回落。在0-0.6%的宽幅测算下，美国通胀上半年下行的趋势得到进一步强化，但下半年的基数效应仍然强劲，除非经济深度衰退前置，否则6月筑底、全年深V仍然是美国通胀路径的基准情形。
- **通胀数据：**4月美国CPI同比+4.9%，预期与前值+5.0%；环比+0.4%，持平预期，前值+0.1%。核心CPI同比+5.5%，持平预期，前值+5.6%；环比+0.4%，持平预期与前值。由于环比数据涉及季调，故存在同比不及预期、环比持平预期的情况；彭博分析师对核心CPI的预测值中，虽然中位数为+0.4%，但众数为+0.3%，+0.4%的环比增速在一定程度上可看作小幅超预期。
- **数据结构：**商品通胀在二手车拉动下增速持续加快，居住通胀同比首现回落，非居住核心服务通胀降温明显。①**核心商品：**同比+2.01%，环比+0.57%，均较前值继续回升，其中二手车环比大幅转正（由-0.88%→+4.45%）是主要贡献，Manheim二手车价格反弹的滞后效应持续显现。②**居住通胀：**同比+8.11%，较+8.18%的前值和峰值回落，居住通胀的拐点或现；环比+0.42%，前值+0.56%，其中租金+0.56%（前值+0.49%），自住房折算+0.54%（前值+0.48%），酒店住宿-2.96%（前值+2.70%），环比拉动率达-0.03%，是本次拖累居住通胀的重要原因。若酒店住宿继续大幅波动，存在错判居住服务通胀达峰的风险。此外，当前美国现房供应与可售房屋数量为本世纪以来新低，房屋库存的持续不足对房价的上行压力及其是否会延缓居住通胀的回落亦值得关注。③**非居住核心服务：**同比+5.16%，前值+5.73%；环比+0.27%，前值+0.29%，延续回落趋势，其中运输服务的季节性转负（环比-0.18%，前值+1.38%）是重要贡献。彭博编制的包含酒店住宿的“超级核心通胀”环比+0.11%，前值+0.4%，降温明显，运输服务和酒店住宿环比的大幅转负均为主要拖累。从通胀广度来看，CPI扩散指数显示，三个月均环比折年率（3MMAar）在4%以上的项目占比为59.5%，虽较66.1%的前值回落，但绝对占比仍居高。
- **通胀前景：**在0-0.6%的宽幅测算下，美国通胀上半年延续下行的趋势得到进一步强化——5月同比至4-4.25%、6月至3-3.25%概率较大。假定美联储6月不加息，则5、6月美国即期实际利率分别为+1%、+2%。但同时，下半年的低基数效应仍然强劲（图11），除非金融危机引致经济深度衰退前置，否则6月筑底、全年深V仍然是美国通胀路径的基准情形。假定通胀维持+0.4%的环比中枢，则12月通胀同比存在回升至+5.5%的风险。通胀掉期数据显示（图12），交易员预测5、6月CPI同比分别为+4.07%、+3.0%，环比保持+0.4%的增长中枢，预期Q3和Q4分别降至+0.2%及以下。
- **策略启示：**彭博一致预期数据显示市场预期下半年通胀延续回落的同时，也预期下半年经济维持韧性，其中权重最大的消费未来三个季度环比年率分别为+0.5%、+0.4%、+0.4%。在总供给收缩的情况下，如果美国居民部门的超额储蓄年内无法消耗殆尽（我们最新测算要到2024.7），则年内【居民超储→消费内循环→总量经济先行软着陆/浅衰退→总供给收缩下的通胀难下→美联储不降息】的路径实现概率较大，当前市场【低通胀-软着陆】的预测组合中，年内或证伪“低通胀”。
- **风险提示：**美联储过早开启降息周期引发通胀反弹；美联储紧缩周期维持时间过长，引发金融系统流动性危机。

图 1：美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	同比拉动率	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05
100.00	所有项目	4.93%	4.93%	4.98%	6.04%	6.41%	6.45%	7.11%	7.75%	8.20%	8.26%	8.52%	9.06%	8.58%
13.47	食品	1.03%	7.65%	8.50%	9.49%	10.13%	10.41%	10.63%	10.95%	11.24%	11.37%	10.93%	10.44%	10.15%
8.66	食品商品	0.62%	7.15%	8.37%	10.17%	11.35%	11.79%	11.98%	12.40%	12.97%	13.54%	13.11%	12.23%	11.91%
4.81	食品服务	0.41%	8.55%	8.78%	8.41%	8.20%	8.25%	8.49%	8.59%	8.48%	8.04%	7.57%	7.66%	7.40%
6.91	能源	-0.35%	-5.06%	-6.42%	5.19%	8.70%	7.31%	13.07%	17.63%	19.79%	23.81%	32.93%	41.62%	34.60%
3.59	能源商品	-0.45%	-12.61%	-17.03%	-1.35%	2.75%	0.42%	12.24%	19.28%	19.67%	27.09%	44.86%	60.63%	50.28%
3.39	机动车汽油	-0.42%	-12.45%	-17.33%	-1.71%	1.94%	-0.87%	10.78%	18.05%	18.76%	26.16%	44.47%	60.23%	49.15%
3.32	能源服务	0.20%	5.95%	9.18%	13.33%	15.64%	15.61%	14.19%	15.63%	19.77%	19.84%	18.78%	19.42%	16.23%
2.54	电力服务	0.21%	8.42%	10.17%	12.87%	11.90%	14.29%	13.74%	14.13%	15.51%	15.76%	15.23%	13.68%	12.00%
0.78	天然气服务	-0.02%	-2.10%	5.54%	14.34%	26.75%	19.31%	15.45%	19.99%	33.10%	33.01%	30.50%	38.40%	30.23%
79.62	核心项目	4.39%	5.52%	5.59%	5.54%	5.58%	5.71%	5.96%	6.28%	6.63%	6.32%	5.91%	5.92%	6.02%
21.34	核心商品	0.43%	2.01%	1.53%	1.03%	1.44%	2.15%	3.68%	5.08%	6.63%	7.06%	6.98%	7.16%	8.49%
4.43	家居陈设&用品	0.21%	4.77%	5.79%	6.33%	6.37%	7.28%	8.28%	8.81%	9.90%	10.60%	10.78%	10.17%	9.71%
2.61	服装	0.09%	3.65%	3.25%	3.26%	3.06%	2.91%	3.55%	4.09%	5.46%	5.06%	5.13%	5.23%	4.98%
7.58	交通运输商品	-0.02%	-0.30%	-1.82%	-3.18%	-2.26%	-0.95%	2.37%	5.48%	8.40%	9.10%	8.80%	9.55%	14.14%
4.29	新车	0.23%	5.42%	6.12%	5.83%	5.78%	5.89%	7.20%	8.39%	9.40%	10.05%	10.44%	11.43%	12.62%
2.57	二手车	-0.17%	-6.56%	-11.15%	-13.58%	-11.62%	-8.83%	-3.34%	2.03%	7.18%	7.78%	6.61%	7.10%	16.06%
1.46	医保商品	0.06%	4.01%	3.59%	3.19%	3.39%	3.21%	3.13%	3.06%	3.67%	4.09%	3.65%	3.22%	2.41%
2.28	休闲商品	0.07%	2.90%	3.16%	2.85%	3.27%	4.11%	3.63%	4.31%	4.05%	3.84%	4.12%	4.47%	3.77%
0.90	教育&通讯商品	-0.07%	-8.29%	-10.17%	-10.47%	-10.26%	-10.08%	-9.68%	-9.08%	-8.32%	-7.33%	-6.99%	-5.71%	-6.03%
0.84	酒饮	0.04%	4.64%	4.53%	4.92%	5.82%	5.78%	5.54%	5.01%	4.09%	4.28%	4.22%	4.04%	4.04%
1.25	其他商品	0.08%	6.80%	6.91%	6.96%	7.15%	7.17%	7.51%	7.21%	7.90%	7.57%	6.73%	6.57%	6.16%
58.27	核心服务	3.99%	6.84%	7.13%	7.26%	7.16%	7.05%	6.82%	6.74%	6.65%	6.07%	5.54%	5.48%	5.16%
32.29	居住	2.62%	8.11%	8.18%	8.10%	7.88%	7.51%	7.12%	6.92%	6.59%	6.24%	5.69%	5.61%	5.45%
7.24	租金	0.64%	8.80%	8.81%	8.76%	8.56%	8.35%	7.91%	7.52%	7.21%	6.74%	6.31%	5.78%	5.22%
1.03	酒店住宿	0.03%	3.31%	7.26%	6.73%	7.69%	3.18%	3.24%	5.86%	2.91%	4.03%	1.04%	10.00%	19.27%
23.66	住房折算	1.92%	8.12%	8.04%	8.01%	7.76%	7.53%	7.13%	6.89%	6.68%	6.29%	5.83%	5.48%	5.09%
1.08	供水&垃圾处理	0.06%	5.41%	5.39%	5.25%	4.97%	4.94%	5.01%	4.77%	4.93%	4.63%	4.35%	4.43%	4.35%
6.82	医保服务	0.03%	0.41%	1.03%	2.15%	2.99%	4.12%	4.38%	5.45%	6.51%	5.65%	5.09%	4.82%	4.02%
3.45	专业医疗服务	0.07%	2.15%	2.17%	2.41%	2.67%	2.96%	3.07%	3.31%	3.28%	2.41%	2.22%	2.57%	1.93%
2.51	医院	0.08%	3.33%	3.22%	4.00%	3.99%	4.57%	3.16%	3.39%	3.94%	4.05%	4.03%	3.92%	3.84%
5.86	运输服务	0.65%	11.03%	13.88%	14.64%	14.63%	14.58%	14.19%	15.19%	14.60%	11.32%	9.15%	8.83%	7.93%
3.13	休闲服务	0.20%	6.39%	5.94%	6.34%	5.75%	5.71%	5.38%	3.94%	4.06%	4.24%	4.53%	4.72%	4.86%
5.31	教育&通讯服务	0.17%	3.13%	3.25%	2.86%	2.77%	2.41%	2.24%	1.32%	1.36%	1.53%	1.52%	1.69%	1.68%
1.36	其他服务	0.09%	6.30%	5.25%	5.21%	5.34%	5.55%	6.49%	5.76%	5.93%	5.77%	5.91%	6.73%	6.46%

资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国 CPI 同比增速与四大分项同比拉动率



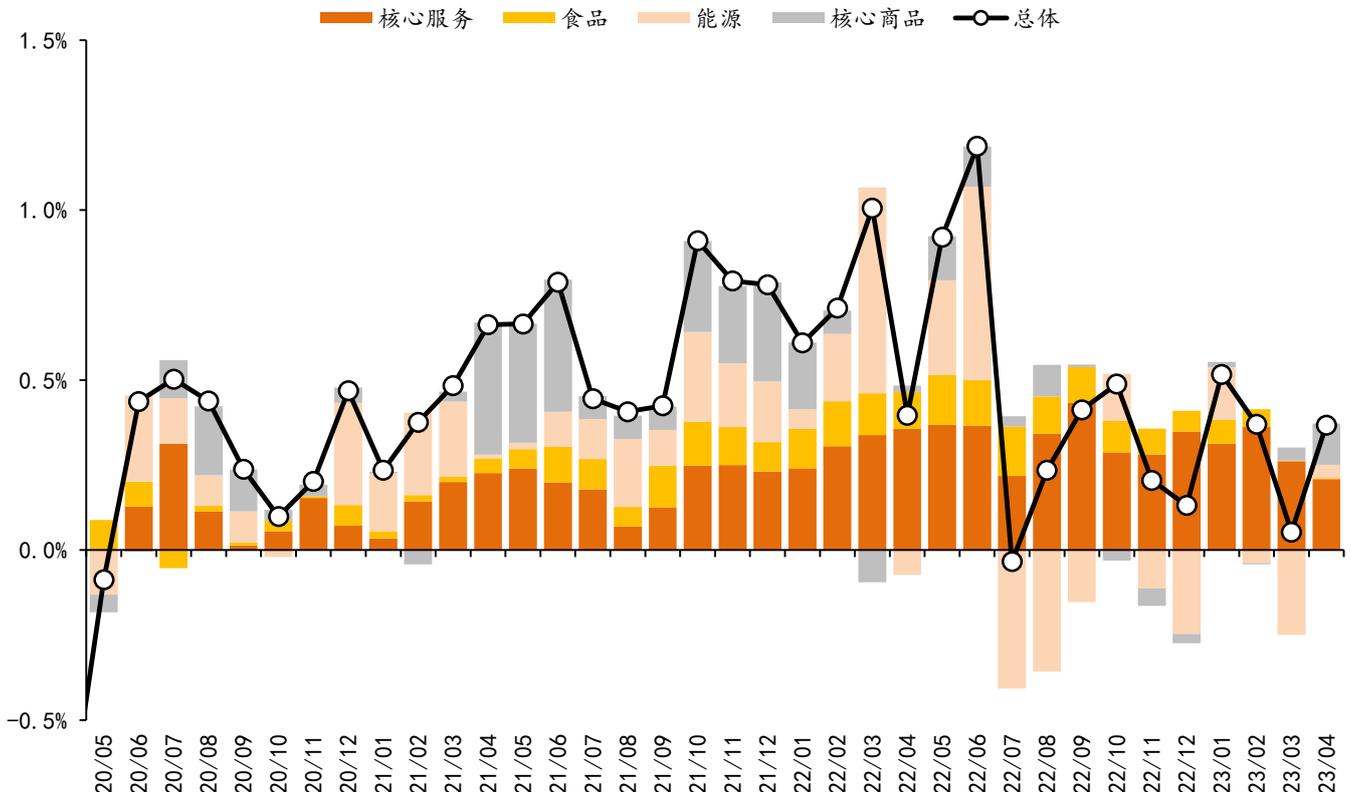
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3: 美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	环比拉动率	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05
100.00	所有项目	0.37%	0.37%	0.05%	0.37%	0.52%	0.13%	0.21%	0.49%	0.41%	0.23%	-0.03%	1.19%	0.92%
13.47	食品	0.00%	0.02%	0.01%	0.39%	0.51%	0.45%	0.55%	0.68%	0.78%	0.83%	1.08%	1.00%	1.10%
8.66	食品商品	-0.01%	-0.17%	-0.31%	0.25%	0.42%	0.49%	0.58%	0.52%	0.67%	0.80%	1.32%	1.04%	1.32%
4.81	食品服务	0.02%	0.37%	0.60%	0.63%	0.62%	0.38%	0.51%	0.94%	0.94%	0.87%	0.70%	0.95%	0.74%
6.91	能源	0.04%	0.56%	-3.52%	-0.56%	1.97%	-3.06%	-1.41%	1.68%	-1.74%	-3.89%	-4.70%	6.89%	3.36%
3.59	能源商品	0.10%	2.66%	-4.62%	0.52%	1.91%	-7.16%	-2.09%	3.69%	-4.08%	-8.00%	-7.87%	9.58%	3.76%
3.39	机动车汽油	0.10%	2.80%	-4.74%	0.91%	2.28%	-6.89%	-2.24%	3.33%	-4.16%	-8.29%	-7.95%	10.20%	3.30%
3.32	能源服务	-0.06%	-1.68%	-2.31%	-1.71%	2.12%	1.91%	-0.57%	-0.68%	1.18%	1.79%	0.04%	3.10%	2.80%
2.54	电力服务	-0.02%	-0.69%	-0.73%	0.54%	0.49%	1.34%	0.48%	0.47%	0.78%	1.16%	1.54%	1.49%	1.28%
0.78	天然气服务	-0.04%	-4.90%	-7.13%	-7.99%	6.75%	3.53%	-3.41%	-3.71%	2.22%	3.49%	-3.83%	7.49%	7.18%
79.62	核心项目	0.33%	0.41%	0.38%	0.45%	0.41%	0.40%	0.31%	0.33%	0.57%	0.58%	0.31%	0.60%	0.63%
21.34	核心商品	0.12%	0.57%	0.18%	-0.01%	0.07%	-0.13%	-0.24%	-0.14%	0.03%	0.44%	0.14%	0.55%	0.60%
4.43	家居陈设&用品	-0.02%	-0.40%	0.37%	0.76%	0.51%	0.25%	0.36%	0.04%	0.48%	0.88%	0.62%	0.55%	0.24%
2.61	服装	0.01%	0.27%	0.26%	0.81%	0.83%	0.21%	0.10%	-0.25%	0.04%	0.28%	-0.12%	0.70%	0.45%
7.58	交通运输商品	0.11%	1.45%	-0.04%	-0.90%	-0.71%	-0.62%	-0.66%	-0.50%	-0.16%	0.37%	-0.14%	0.53%	1.24%
4.29	新车	-0.01%	-0.22%	0.38%	0.18%	0.23%	0.58%	0.47%	0.56%	0.67%	0.84%	0.47%	0.52%	0.60%
2.57	二手车	0.11%	4.45%	-0.88%	-2.77%	-1.94%	-1.99%	-1.99%	-1.71%	-1.10%	-0.18%	-0.82%	0.52%	1.86%
1.46	医保商品	0.01%	0.46%	0.59%	0.15%	1.06%	1.11%	0.19%	-0.02%	-0.09%	0.24%	0.59%	0.39%	0.25%
2.28	休闲商品	0.01%	0.29%	0.24%	0.44%	0.12%	0.09%	-0.34%	0.78%	-0.05%	0.64%	0.15%	0.39%	0.11%
0.90	教育&通讯商品	0.00%	-0.18%	-0.50%	-0.77%	-0.09%	-0.92%	-1.69%	-1.53%	-0.53%	-0.40%	-0.46%	0.18%	-1.71%
0.84	酒饮	0.00%	0.47%	0.14%	-0.28%	0.41%	0.65%	0.64%	0.69%	0.31%	0.36%	0.43%	0.35%	0.38%
1.25	其他商品	0.00%	0.24%	0.53%	0.74%	0.77%	-0.07%	0.62%	0.58%	0.39%	1.15%	0.34%	0.50%	0.80%
58.27	核心服务	0.21%	0.36%	0.45%	0.62%	0.55%	0.61%	0.49%	0.51%	0.77%	0.61%	0.38%	0.64%	0.65%
32.29	居住	0.14%	0.42%	0.56%	0.76%	0.74%	0.79%	0.64%	0.72%	0.74%	0.67%	0.57%	0.58%	0.62%
7.24	租金	0.04%	0.56%	0.49%	0.76%	0.74%	0.79%	0.77%	0.72%	0.81%	0.74%	0.70%	0.76%	0.62%
1.03	酒店住宿	-0.03%	-2.96%	2.70%	2.26%	1.20%	1.10%	-0.52%	3.49%	-0.51%	-0.09%	-1.74%	-3.09%	1.70%
23.66	自住房租	0.13%	0.54%	0.48%	0.70%	0.67%	0.79%	0.65%	0.62%	0.79%	0.69%	0.63%	0.67%	0.59%
1.08	供水&垃圾处理	0.00%	0.33%	0.27%	0.79%	0.85%	0.25%	0.31%	0.17%	0.79%	0.49%	0.35%	0.40%	0.29%
6.82	医保服务	-0.01%	-0.14%	-0.50%	-0.70%	-0.68%	0.30%	-0.49%	-0.38%	0.83%	0.68%	0.39%	0.65%	0.44%
3.45	专业医疗服务	0.00%	0.11%	0.04%	-0.32%	-0.09%	0.08%	0.10%	0.17%	0.68%	0.63%	0.01%	0.58%	0.13%
2.51	医院	0.01%	0.43%	-0.24%	0.11%	0.69%	1.15%	-0.50%	0.04%	0.06%	0.68%	0.59%	0.12%	0.17%
5.86	运输服务	-0.01%	-0.18%	1.38%	1.14%	0.85%	0.63%	0.33%	0.60%	1.91%	0.99%	-0.40%	1.80%	1.55%
3.13	休闲服务	0.02%	0.69%	0.13%	1.42%	0.82%	0.29%	0.91%	0.71%	0.14%	-0.03%	0.42%	0.22%	0.50%
5.31	教育&通讯服务	0.04%	0.74%	0.01%	1.19%	0.73%	0.29%	0.94%	0.78%	0.19%	0.03%	0.50%	0.32%	0.50%

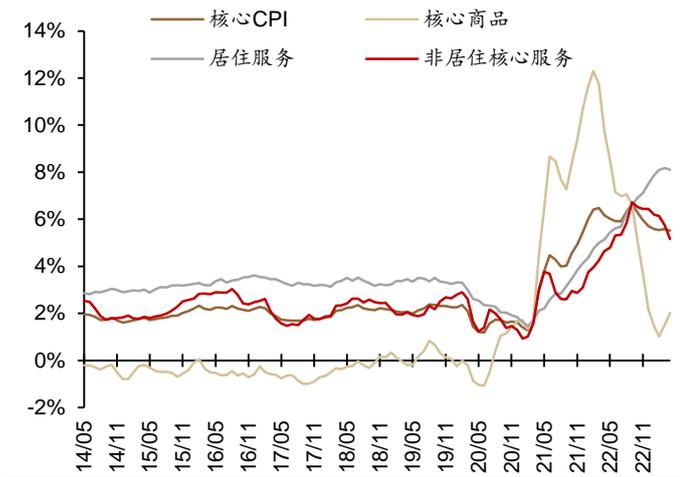
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 4: 美国 CPI 环比增速与四大分项环比拉动率



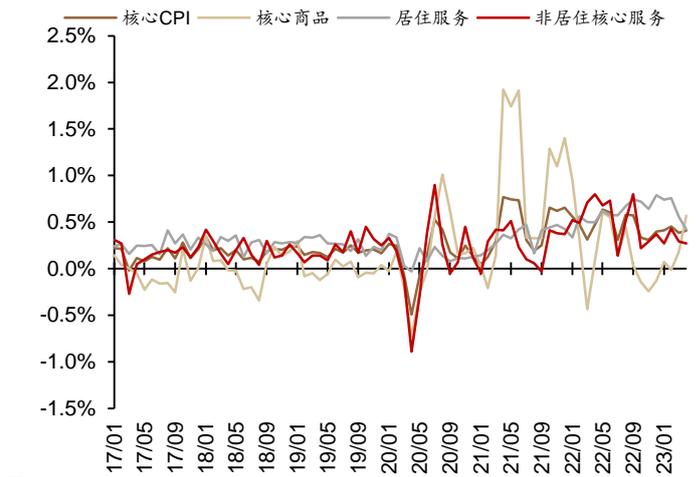
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 5: CPI 及主要分项同比增速



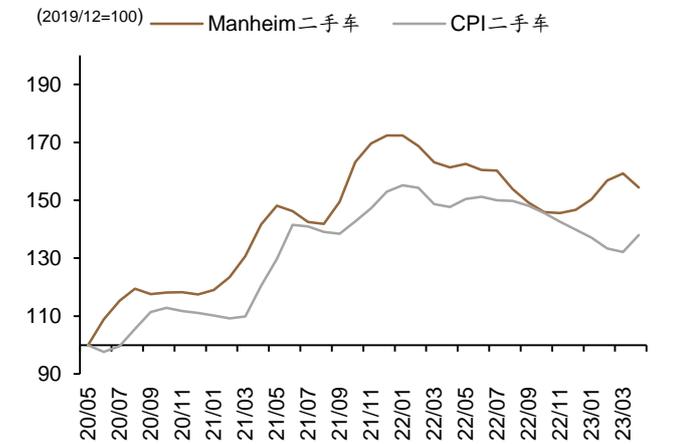
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 6: CPI 及主要分项环比增速



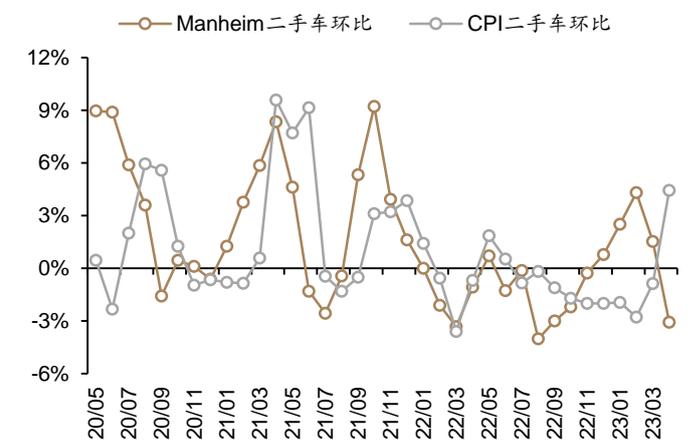
资料来源: 彭博, 德邦研究所; 环比为 3MA 年率

图 7: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数累积涨幅



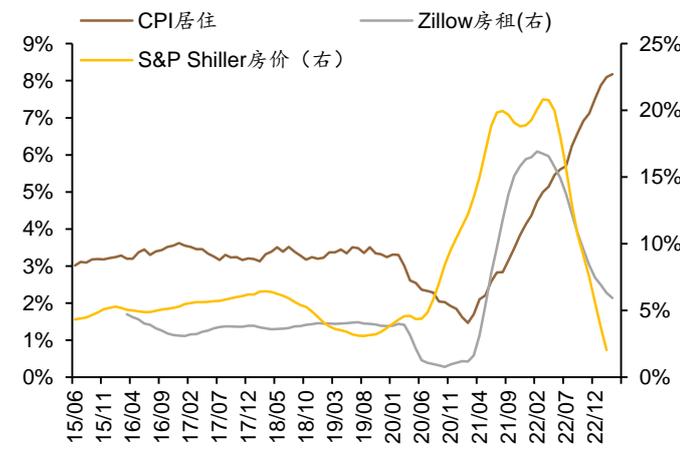
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 8: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数环比增速



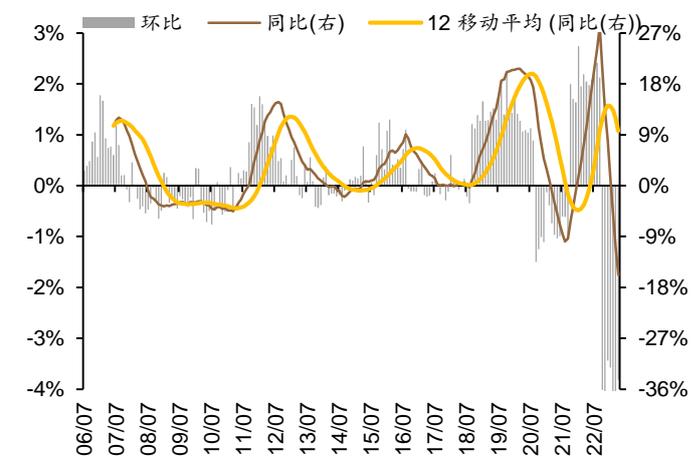
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 9: Zillow 房租、S&P Shiller 房价与 CPI 居住指数同比增速



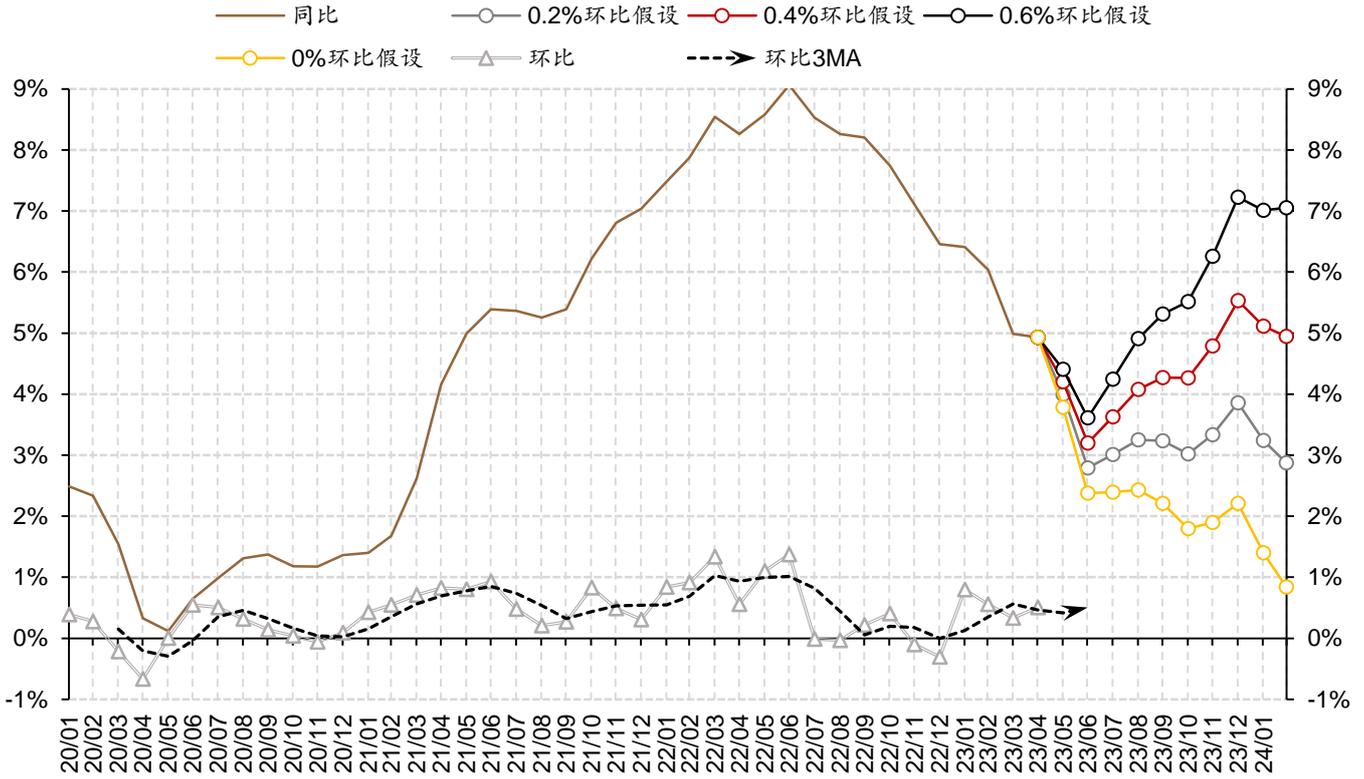
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 10: CPI 健康保险分项同比&环比增速



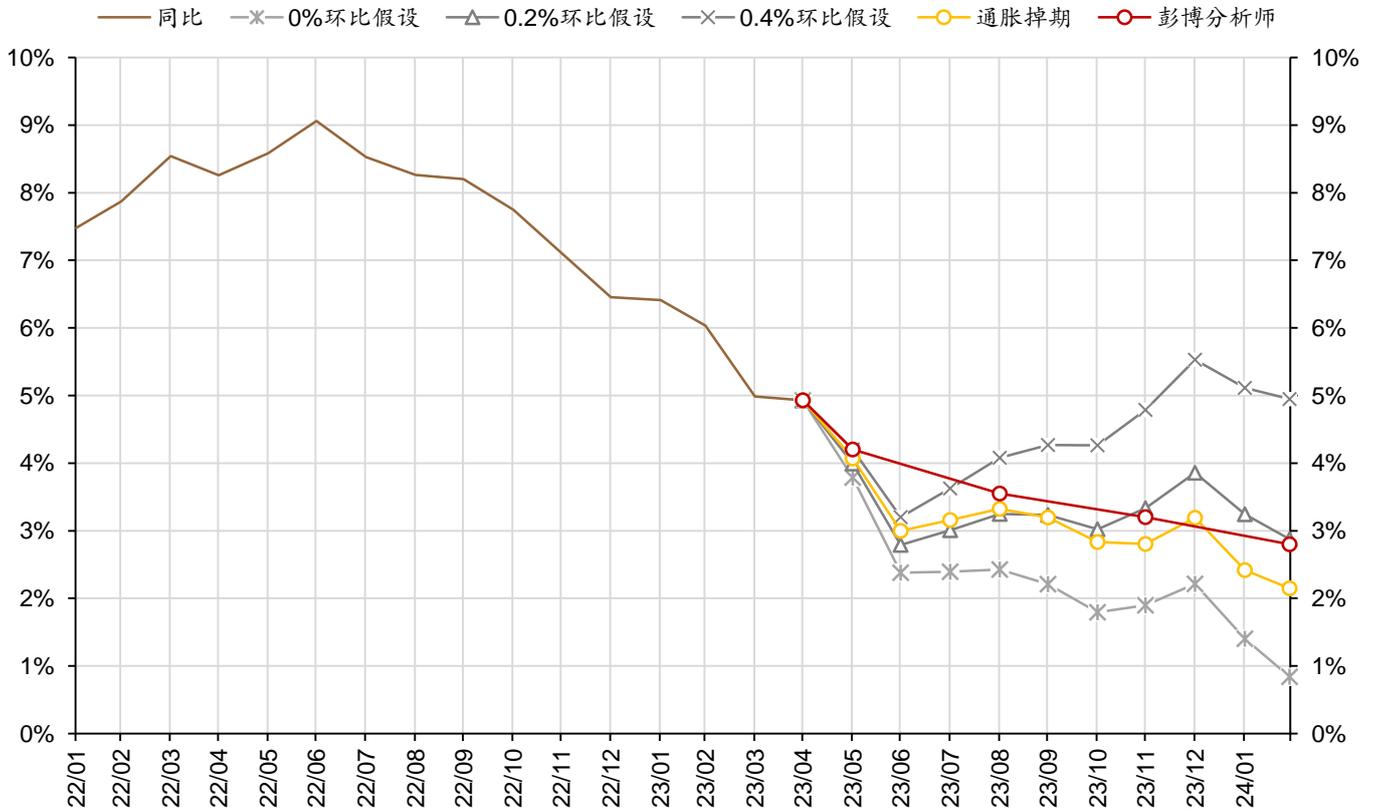
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 11: 不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

图 12: 不同环比增长中枢假设下及市场预期美国 CPI 同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。