

通胀如期回落，Q2 加息收尾

——美国5月通胀数据传递的信息

核心观点

4月通胀压力小幅回落对未来联储政策节奏影响有限，我们认为本轮美联储加息进程将于Q2结束，6月不再加息概率相对较大；Q4有望启动降息，缩表可能在全年延续。如期间受到金融稳定问题剧烈扰动，不排除降息提前至Q3、缩表提前暂停的可能性。

□ 本月CPI对联储政策节奏扰动有限，预计Q2加息收尾6月不再加息概率较大

4月美国CPI同比增速4.9%，相较前值5.0%小幅回落；环比增速0.4%，相较前值0.1%有所反弹，主要源于能源分项的驱动，本月能源分项环比上行0.6%（前值-3.5%）。4月核心CPI同比增速5.5%，相较前值5.6%小幅回落，与CPI的缺口继续扩大符合我们前期判断；环比增速0.4%与前值持平依然具有较强粘性。

整体来看，本月CPI走势小幅低于预期，通胀压力小幅回落对未来联储的政策节奏影响有限，我们认为本轮美联储加息进程将于Q2结束，6月不再加息的概率较大；Q4有望启动降息，缩表可能在全年延续。如果期间受到金融稳定问题的剧烈扰动，不排除降息提前至Q3、缩表提前暂停的可能性。

□ 核心商品分项下半年不具备持续反弹基础，住房分项短期可能继续保持粘性

核心CPI方面，我们继续沿用鲍威尔在《通货膨胀和劳动力市场》中的框架观测，划分为三项，分别是核心商品、住房和住房以外的核心服务：

住房分项方面，本月环比增速0.4%，相较前值小幅回落但韧性仍强。根据2月波士顿联储工作论文的测算，CPI中住房分项的韧性可能在2023年下半年逐步缓解，其中Q3末住房分项同比增速可能回落至5.9%（3月同比增速为7.8%），Q4将进一步回落至4%-5%区间，全年来看压力将有明显缓解，但年末整体仍将维持高位。

核心商品方面，本月环比增速0.6%，相较前值0.2%大幅反弹主要源于二手车的贡献，二手车分项4月环比4.4%滞后反映了前期二手车的涨价效应。整体来看，短期二手车价格可能继续对核心商品分项形成支撑，但我们预计下半年这一分项不具备持续反弹的基础，维持低位震荡的概率较大。

我们曾于半年度策略《水到渠成，股债双牛》中指出，从需求侧来看，预计企业端在去库周期下资本开支将持续回落，耐用品订单需求增速下行。居民端强就业和强收入对消费的支撑将从下半年起明显消退；超储方面，Q3起超额储蓄中具备较强释放潜力的部分可能逐步消耗完毕，此后超储的释放速度将大幅下降，对消费的支撑将明显减弱。从供给侧来看，当前全球供应链压力指数已回归至疫前水平，在我国疫情管理回归常态后预计不会对核心商品分项产生推升作用。

□ 住房以外核心服务预计上半年仍将维持韧性，下半年信用收缩助推其加速回落

住房以外的核心服务方面，我们测算本月增速约为0.4%，相较前值有所反弹，符合我们的前期判断。该分项主要与工资增速挂钩，我们预计上半年仍将保持韧性，但下半年可能伴随工资增速的回落而明显缓解压力。

我们曾于半年度策略报告《水到渠成，股债双牛》中指出：中小企业信贷收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和薪资压力。中小企业对就业市场的重要性极高，中小企业信贷收缩会对就业形成重要冲击。根据美国小企业协会（SBA）的测算，过去25年以来，美国中小企业贡献了美国新增就业人数的2/3，数据趋势也基本印证中小企业对于信贷可得性的预期和岗位空缺数存在明显的负相关关系。当前美国通胀粘性的核心部分来自于劳动力市场的薪资压力，中小企业信贷收缩可能会明显缓解薪资压力。

从行业的视角来看，根据美联储《小企业信贷可得性报告》的数据：从贡献的就业人数看，小微企业中位列前三的行业为医疗保健、娱乐餐饮与制造业，占比分

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 《出口延续强势，结构重于趋势——2023年4月进出口数据的背后》 2023.05.09
- 《4月外储：重回3.2万亿美元上方》 2023.05.07
- 《水到渠成，股债双牛》 2023.05.05

别达到 15%、14%和 8%。从企业的占比数量上看，小微企业中位列前三的行业为专业和商业服务、建筑与医疗保健，占比分别达到 13%、12%和 11%。

综合来看，专业和商业服务、医疗保健和住宿餐饮是招工缺口最为严重的行业。当前职位空缺数居前的四大行业分别为专业和商业服务、医疗保健、贸易运输和住宿餐饮业；职位空缺率居前的四大行业分别为艺术娱乐、住宿餐饮、专业和商业服务、医疗保健。

交叉比较就业缺口和小微企业的行业分布不难发现，小微企业中占比最高行业也是当前招工缺口最严重行业，包括专业和商业服务、医疗保健和住宿餐饮。因此，未来中小企业的信贷收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和工资增长压力，从而对美国通胀尤其是核心 CPI 压力的缓解起到“对症下药”的作用。

□ 预计美元和美债利率下半年持续回落，伦敦金可能再次挑战前高

美元方面，内部因素方面，考虑到美国下半年衰退压力显性化叠加降息预期可能驱动美元下行；外部因素方面，日央行年内可能对 YCC 政策作进一步调整，日元回流也会对美元形成利空。内外部因素共振预计驱动下半年美元回落 98 附近。

美债方面，通胀预期回落+实际利率下行共振，下半年 10 年美债利率或挑战 2.5%。一是源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行；二是 Q3 起点阵图可能给予市场更为明确的远期宽松预期，四季度美联储可能正式启动降息，并带动实际利率下行。

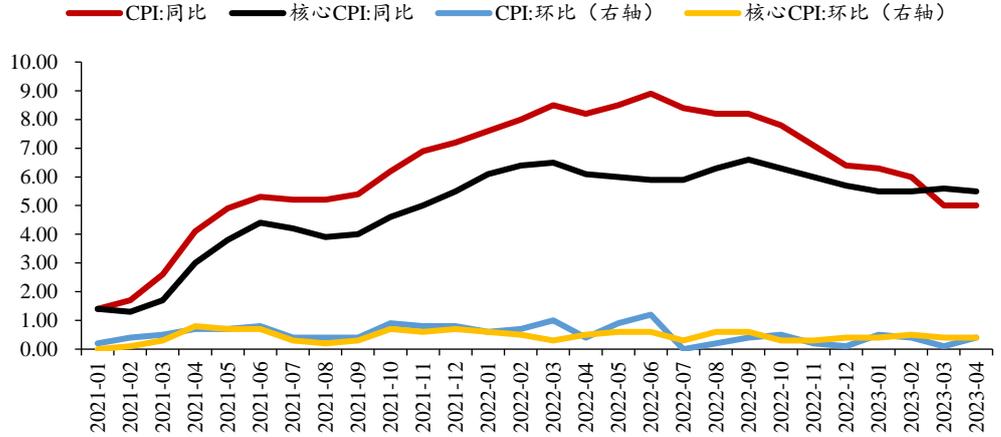
黄金方面，预计下半年伦敦金将再度挑战 2070 的前高位置，此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在，避险情绪仍是金价的重要支撑；二是信用紧缩的环境下，下半年美国通胀回落可能超预期，货币政策宽松空间可能进一步打开，实际利率下行将对金价形成提振。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

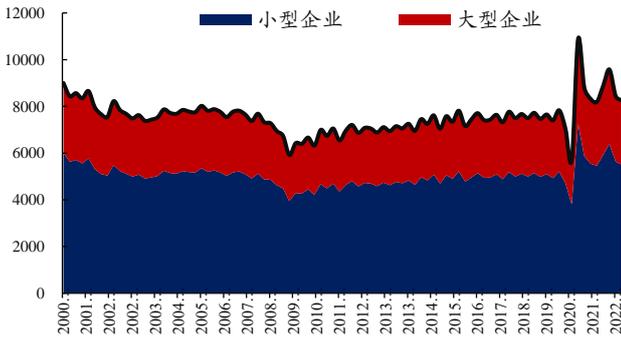
1.重要图表

图1: 美国通胀走势图 (%)



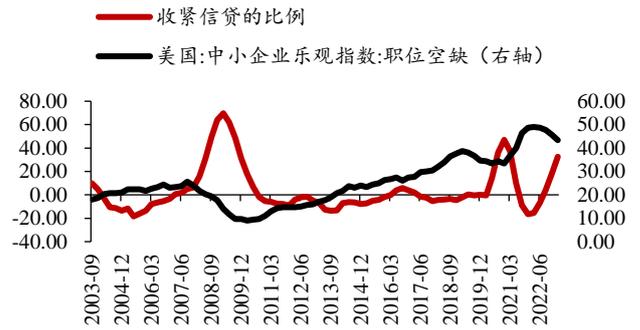
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 中小企业贡献了美国 2/3 的新增就业人数 (千人)



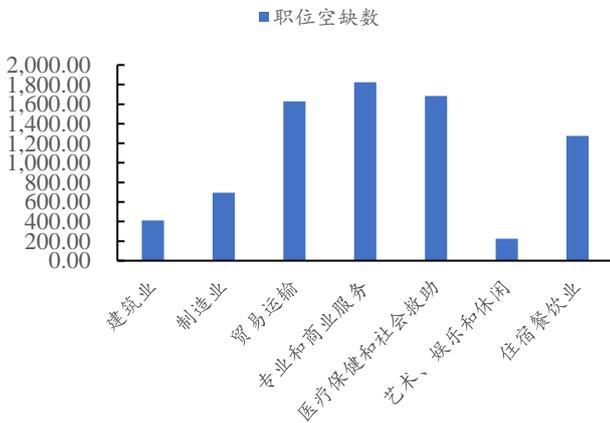
资料来源: BLS, 浙商证券研究所

图3: 美国中小企业信贷预期和岗位空缺呈现明显反向关系



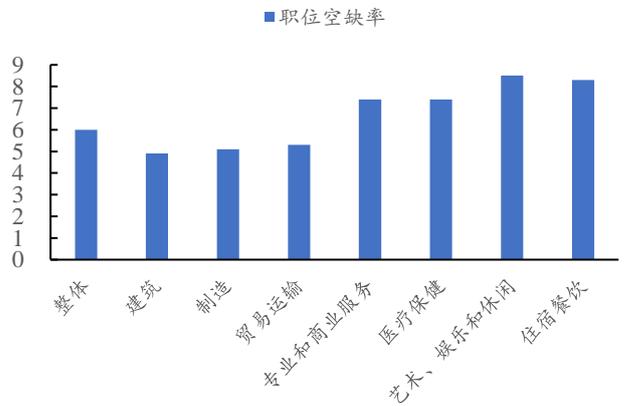
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 美国当前各非农行业的职位空缺数 (千人)



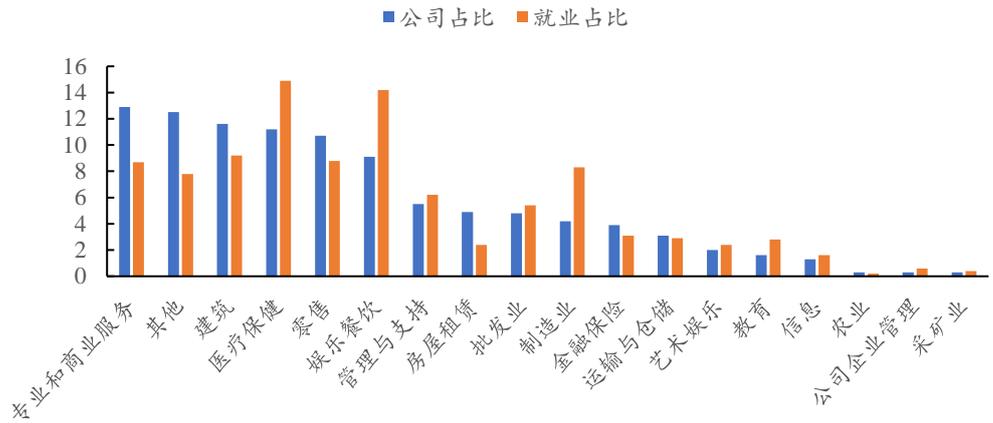
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 美国当前各非农行业的职位空缺率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 美国小微企业不同行业的公司数量和就业人数占比 (%)



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图7: 波士顿联储测算不同场景房租分项同比增速走势 (%)

Quarter	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
2022Q4	5.23	6.84	7.16	6.70	5.43
2023Q1	5.02	7.00	7.21	6.67	5.43
2023Q2	4.76	6.98	7.08	6.43	5.61
2023Q3	4.34	6.43	6.43	5.58	5.25
2023Q4	3.62	5.78	5.80	4.67	5.09
2024Q1	3.67	5.04	4.99	3.81	4.52
2024Q2	3.61	4.75	4.62	3.51	4.18
2024Q3	3.61	4.44	4.26	3.15	3.80
2024Q4	3.53	4.48	4.31	3.16	3.69

资料来源: 波士顿联储, 浙商证券研究所

图8: 全球供应链压力指数已回归至疫情前的常态水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>