

通胀下行但核心保有粘性，居住成本触顶回落趋势延续

20230511

核心内容：

- **CPI 略低于预期，核心保持粘性** 4月CPI同比增速从3月的5.0%降低至4.9%；剔除能源和食品的核心CPI同比上升至5.5%。季调环比方面，CPI与核心CPI增速为0.4%，核心增速与上月持平。我们倾向于（1）尽管本月原油价格出现回升，仍需要注意减产难以压过需求弱势并使油价显著上行，能源大幅通缩趋势保持；（2）尽管核心通胀不低，但通胀回落趋势随着居住成本的缓慢下行进一步确立，6月没有再次加息的必要；（3）时薪增速的上修和部分商品及服务的粘性加大了下半年核心通胀的粘性，同时银行业问题短期没有严重冲击信贷派生，因此美联储难以在三季度初就开始降息，年内也难以多次降息。
- **能源环比反弹但同比维持通缩，商品影响较弱，名义通胀上半年应降至4%以下** 能源商品环比增速2.7%，能源服务环比-1.7%；能源商品的反弹和WTI油价回升保持一致。尽管OPEC与俄罗斯减产对油价形成支撑，中国缓慢的复苏、欧洲经济的不确定性以及美国可能面临的弱衰退在2023年也难以使能源价格显著回升，名义CPI上半年降至4%以下可能性较高。一般商品方面，二手车、新车、家具和家用产品、服装、医疗商品等项目对CPI的同比拉动率约0.44%，一般商品对通胀压力已然不大。
- **居住成本放缓趋势确认，服务缓慢缓和但警惕时薪和超额储蓄的压力** CPI对房价和房租的统计滞后延长到18个月左右，但房租和业主等价租金的环比增速在3月降低后没有明显回升，这再次确认了居住成本开始触顶回落的趋势。去除滞后的居住成本的核心CPI拉动率在4月份降低至2.62%，进一步剔除商品后在2.2%左右，服务整体也有缓慢下行的态势。尽管近时期薪增速出现上修，通胀整体回落的趋势没有改变。不过，在此基础上，美国经济的相对韧性、至少可支撑到四季度的超额储蓄依旧不支持市场目前多次降息的预期。我们目前对5月CPI的预测增速为4.2%，核心在5.3%，下半年核心CPI增速中枢上调至4%左右。
- **对劳动市场和信贷的短期关注程度更高，通胀暂难改变市场降息预期** 尽管我们认为首次降息最早也要在2023年四季度末，且数据正在增加2023年内不降息的概率，目前来看通胀可能并不是市场最关注的因素。略超预期的劳动数据和符合预期的通胀数据均没有改变市场对年内多次降息的判断。在美国经济短期保持平稳韧性的情况下，投资者似乎在从企业利润、劳动数据和信贷中寻找支持降息的蛛丝马迹，但并未特别关注阻碍美联储降息的因素。这种预期在经济数据没有大幅好于预期的情况下，短期难以改变，因此美元资产二季度更多以震荡为主，在美国不发生债务违约的情况下权益资产难以大幅下跌。因此，短期劳动市场和信贷派生的数据更加值得关注，其下降可能为降息预期提供支撑。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金童

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性问题

美国劳工数据局（BLS）公布4月消费者价格指数（CPI），其同比增速从3月的5.0%降低至4.9%，略低于预期；剔除能源和食品的核心CPI同比上升至5.5%，比3月下行0.1%。季调环比方面，CPI与核心CPI增速为0.4%，核心增速与上月持平。4月份CPI延续了核心部分高于名义部分的特征，这种情况大概率在未来三个季度继续保持，而二季度名义CPI应在能源、食品和部分商品的带动下快速回落至4%以下可能性较高。不过，偏强的非农数据以及仍可支撑至年末的超额储蓄并不利于核心通胀的回落，利率保持高位以压低总需求依然有必要。

我们倾向于（1）尽管本月原油价格出现回升，仍需要注意减产难以压过需求弱势并使油价显著上行，能源大幅通缩趋势保持；（2）尽管核心通胀不低，但通胀回落趋势随着居住成本的缓慢下行进一步确立，6月没有再次加息的必要；（3）时薪增速的上修和部分商品及服务的粘性加大了下半年核心通胀的粘性，同时银行业问题短期没有严重冲击信贷派生，因此美联储难以在三季度初就开始降息，年内也难以多次降息。

从构成来看，尽管环比回升，但能源商品在高基数情况下依然是对CPI同比下降贡献最大的因素，二手车价格触底回升但短期仍将保持在通缩区域；此外家用食品、家具和家用产品、能源服务、运输服务同比均有明显下行。支撑CPI依然是居住成本两项、运输服务和食品。环比方面，家庭食品、能源服务、新车、家具和家用产品以及运输服务负增长，服装和医疗服务保持较低增速，能源商品和二手车从负增长状态反弹。同时，居住成本环比并未回升，显示其触顶回落的趋势开始清晰，利于核心通胀保持下行趋势。

将CPI分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。在二季度能源已经进入大幅通缩阶段，食品价格整体保持缓慢回落。商品在4月份对通胀贡献有小幅反弹，但对通胀整体影响不大，家具和家用产品也已经跟随房价出现回落。剔除房租的核心服务也处于下行中，其4月环比增速仅0.1%。最后，居住成本没有出现反弹意味着其触顶回落的趋势已经确定，这对未来核心CPI的降低有重要意义。我们目前对5月CPI的预测增速为4.2%，核心在5.3%左右，下半年核心CPI增速中枢上调至4%-4.5%的范围，显露粘性。

CPI数据公布后标普500与纳指上行，美债收益率回落，美元指数下行，名义通胀的回落和核心通胀环比没有加快的结果使市场相对乐观。我们仍然维持2023年末可能出现首次降息的假设，但近期较强的劳动数据和核心通胀在增加2024年初首次降息的概率，需要对劳动数据保持密切观察。预计美元和美债二季度以震荡为主，但年内下行方向不改；从历史角度看美股的估值水平并不低，但近期盈利预期的连续下调开始缓和，不过在经济继续放缓、高利率可能继续引发小规模危机的情况下或仍有一跌，短期需要保持谨慎。

图 1：4 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

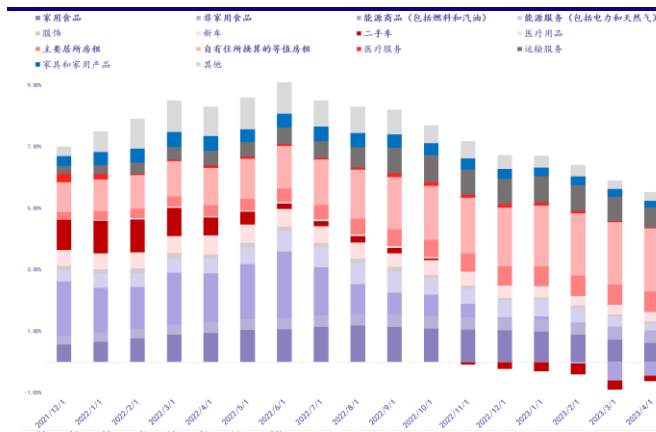
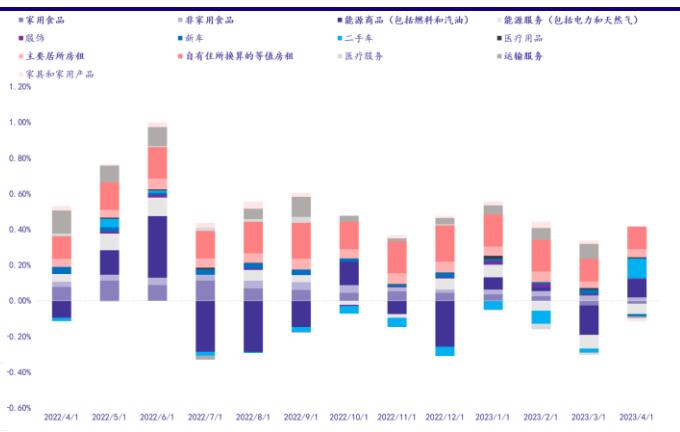


图 2：4 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

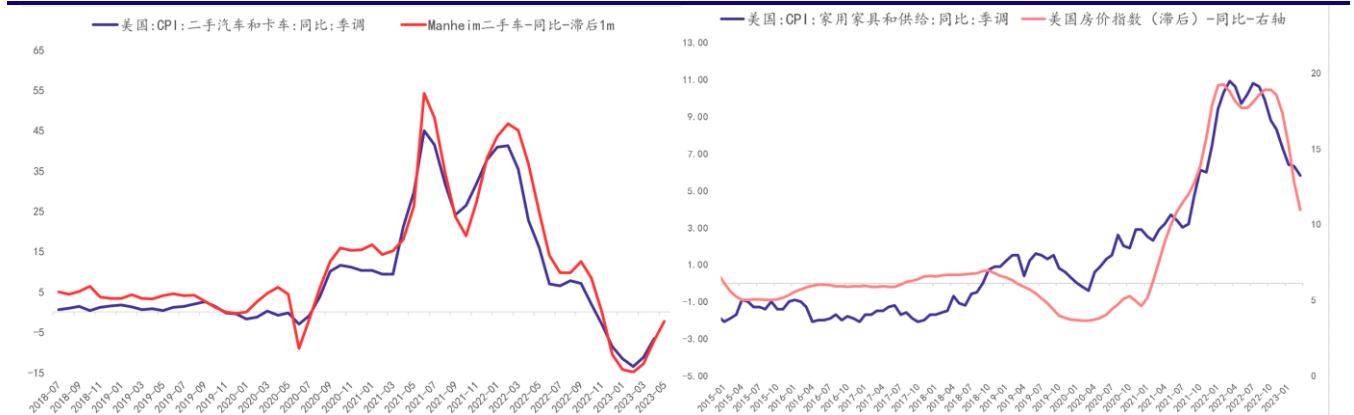
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(一) 能源环比回升但同比保持通缩，商品微升但影响不大

一般商品方面，二手车同比负增长 6.6%，拉动 CPI 下行 0.17 个百分点，但环比回升 4.4%，其价格的触底反弹在 CPI 中进一步反映；新车同比增速保持 5.8%，环比负增长 0.3%，整体上乘用车依然难以对 CPI 形成显著的上行压力。家具和家用产品环比负增长 0.4%，同比预计随着房价的回落将继续下行。服装环比增速保持 0.3%，同比亦处于缓慢下行中。以上项目对 CPI 的同比拉动率约 0.44%，一般商品对通胀压力已然不大。

图 3：二手车价格短期仍在通缩 (%)

图 4：家居相关商品开始跟随房价回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

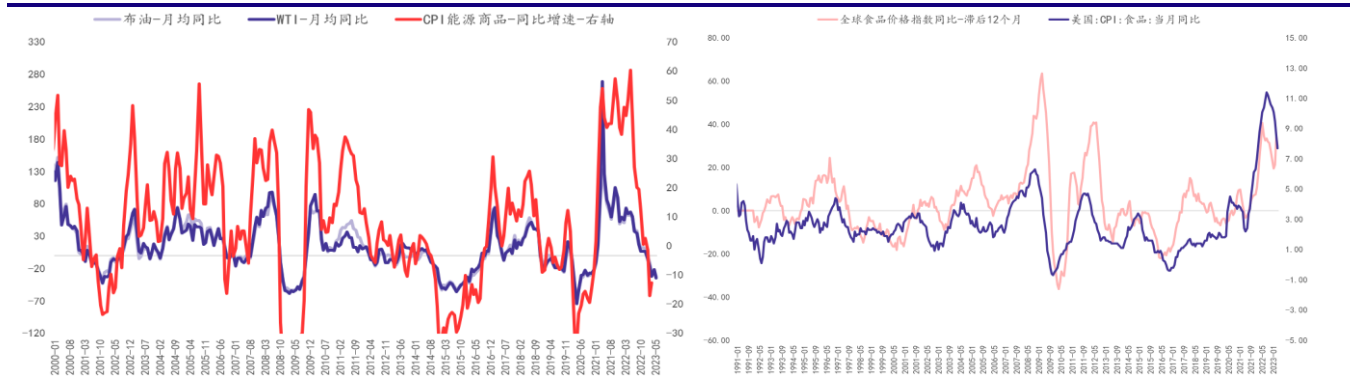
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速 2.7%，能源服务环比-1.7%，同比分别为-12.6%和 5.9%。能源商品的反弹和 WTI 油价回升保持一致。尽管 OPEC 与俄罗斯减产对油价形成支撑，中国偏缓的复苏、欧洲经济的不确定性以及美国可能面临的弱衰退在 2023 年也难使能源价格显著回升，名义 CPI 上半年降至 4% 以下可能性较高。NYMEX 天然气 4 月环比下行 9.14%，将进一步向能源服务传导。

食品价格整体保持环比零增长，家用食品下行 0.2%，非家用食品环比终于放缓至 0.4%。食品的增速滞后全球食品价格指数 7 个月左右，食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头维持。所以从服务以外的部分考虑，在商品保持弱势，能源进入通缩的格局下，名义 CPI 上半年回落至 4% 以下，不过核心部分仍将接近 5%，阻碍降息预期。

图 5：能源同比维持大幅通缩 (%)

图 6：食品价格回落进一步确认 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 居住成本放缓趋势确认, 服务缓慢缓和但警惕时薪和超额储蓄的压力

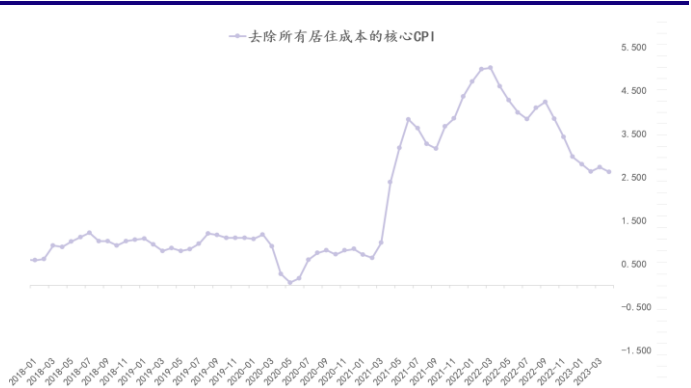
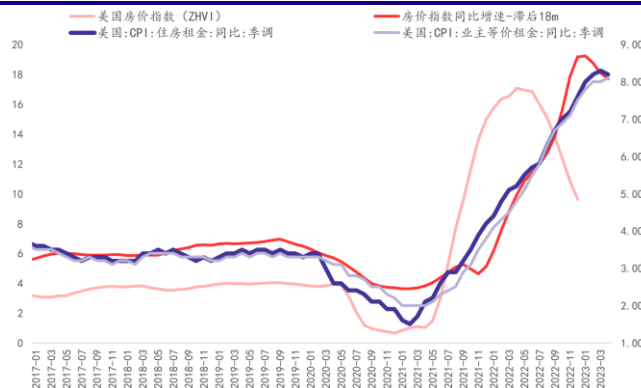
在食品与能源价格压力缓和、一般商品对 CPI 拉动较低之下, 核心 CPI 的增长来自于居住成本和核心服务的涨价。4 月租金环比小幅加快但业主等价租金维持 0.5%, 这进一步确认了居住成本开始回落的态势, 利于减轻核心 CPI 的压力, 也对应 PCE 中居住成本的回落。尽管近期时薪增速出现上修, 通胀整体回落的趋势没有改变, 只是核心粘性较强。在此基础上, 美国经济的相对韧性、至少可支撑到四季度的超额储蓄依旧不支持市场目前多次降息的预期。

滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动在 3 月仍高达 2.72%, 接近核心的一半, 也显示出 CPI 相对 PCE 给予了居住成本过高的权重。CPI 对房价和房租的统计滞后似乎延长到 18 个月左右, 但房租和业主等价租金的环比增速在 3 月降低后没有明显回升, 这再次确认了居住成本开始触顶回落的趋势。因此, 尽管二季度居住成本的同比增速仍会维持在相对高位, 核心 CPI 稳步降低概率在增加, 只是需要注意服务部分的阻力。

目前通胀最大的不确定性来自劳动市场, 去除滞后的居住成本的核心 CPI 拉动率在 4 月份降低至 2.62%, 进一步剔除商品后在 2.2% 左右, 服务整体也有缓慢下行的态势。整体上, CPI 的表现依然不支持通胀快速向 2% 靠拢或美国在二、三季度进入衰退的预期, 因此美联储在三季度初降息的概率并不高, 这可能是未来市场调整的一个原因。

图 7: 居住成本对 CPI 的拉动放缓确立 (%)

图 8: 核心价格整体放缓, 但下半年仍面临粘性

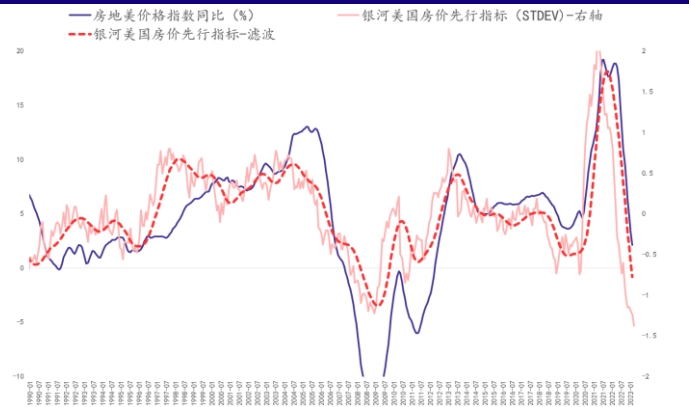
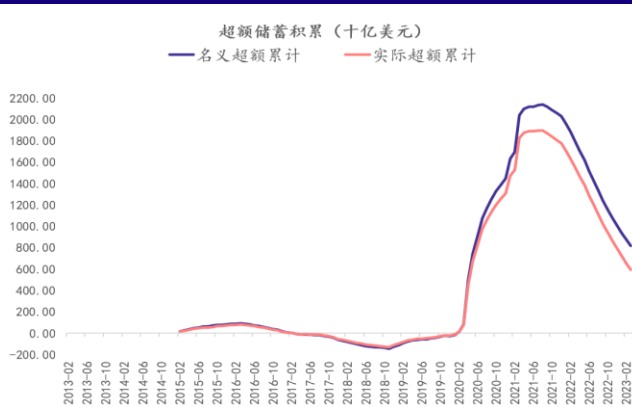


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 居民超额储蓄消耗的速率放缓, 但仍可支撑至四季度

图 10: 美国房价先行指标再度下行, 收到利率和货币供应的影响



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

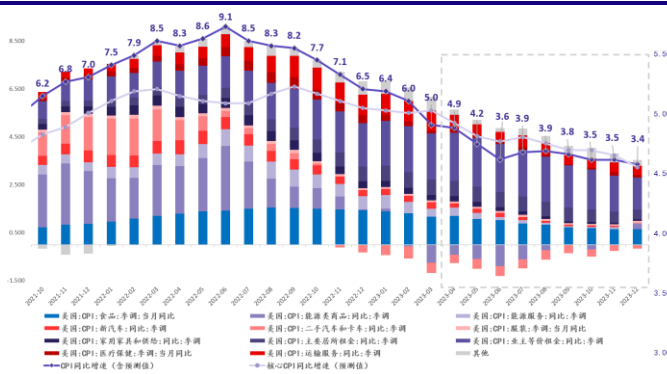
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 对劳动市场和信贷的短期关注程度更高，通胀暂难改变市场降息预期

尽管我们认为首次降息最早也要在 2023 年四季度末出现，且近期的劳动和核心通胀数据正在增加 2023 年内不降息的概率，短期来看通胀可能并不是市场最关注的因素。从近期数据公布后市场的反应来看，略超预期的劳动数据和符合预期的通胀数据均没有改变市场对年内多次降息的判断。在美国经济短期保持平稳韧性的情况下，投资者似乎在从企业利润、劳动数据和信贷中寻找支持降息的蛛丝马迹，但并未特别关注阻碍美联储降息的因素。这种预期在经济数据没有大幅好于预期的情况下，短期难以改变，因此美元资产二季度更多以震荡为主，在美国不发生债务违约的情况下权益资产难以大幅下跌。

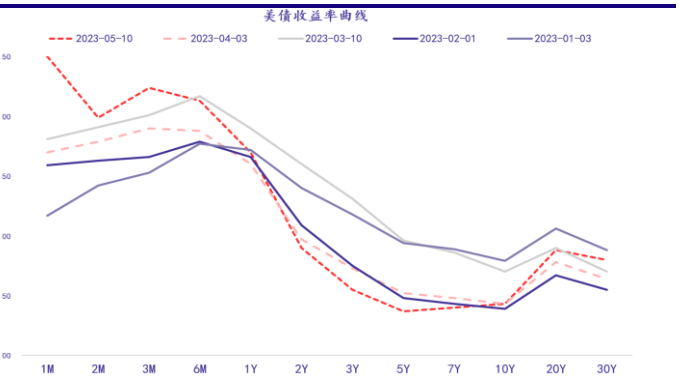
我们认为美国目前处于滚动衰退的第二阶段，即地产率先下滑后，商品消费和制造业显著放缓，而第三阶段服务需求的显著下行才是打击劳动市场和收入、触发 NBER 判断全面衰退的条件。因此，短期劳动市场和信贷派生的数据更加值得关注，其下降可能为降息预期提供支撑。

图 11：通胀压力依然不支持 CME 数据所反映的降息预期 (%)



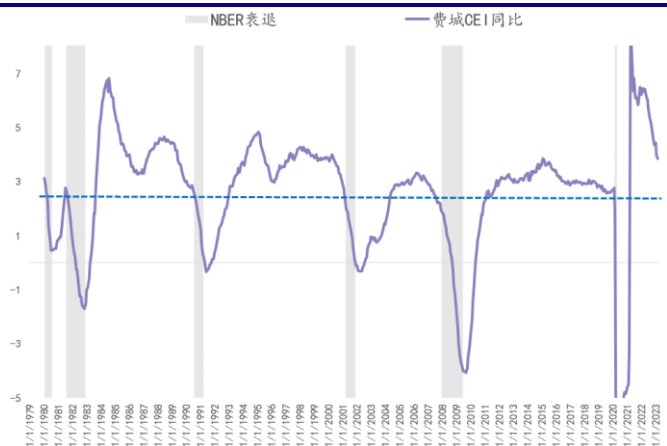
资料来源：中国银河证券研究院整理

图 12：收益率曲线短端体现对美国债务违约的担忧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：劳动市场 CEI 阻碍美国进入衰退 (%)



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 14：市场依然维持年内多次降息的预期

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.6%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.5%	60.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	51.4%	24.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.3%	50.4%	25.8%	2.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.3%	50.4%	25.8%	2.4%	0.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	21.4%	50.3%	25.7%	2.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	23.4%	48.6%	24.1%	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.7%	30.5%	41.7%	18.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.3%	5.0%	21.9%	37.5%	26.9%	7.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.2%	4.0%	18.3%	34.2%	29.2%	11.9%	2.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	2.6%	13.0%	28.3%	31.0%	18.3%	5.8%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	1.0%	6.5%	18.7%	29.3%	26.3%	13.6%	4.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn