

宏观动态跟踪报告

下半年美国通胀反弹风险值得关注——兼评美国4月通胀数据

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **4月美国通胀如期回落。**2023年4月美国CPI和核心CPI同比增速如期回落。其中，住房租金、二手车、汽油等分项环比上涨加快，食品、医疗保健等价格平稳。从CPI同比拉动看，4月住房租金拉动较3月小幅回落0.1个百分点至2.8%，能源分项连续第二个月拖累0.4个百分点，二手车和卡车分项的拖累则缩窄0.1个百分点至0.2%。4月通胀数据公布后，市场对政策利率预期小幅下修，CME利率期货市场预计6月不加息概率升至90%以上，且进一步押注下半年降息3次（75BP）。
- **1-4月美国通胀回落放缓。**2023年1-4月，美国通胀回落速度比2022年下半年更慢。2023年1-4月CPI平均环比增速为0.35%，高于2022年下半年平均环比增速的0.23%。原因在于，能源价格回落对CPI的拖累显著下降，以及二手车价格止跌回升。这说明，供给改善带来的利好正在耗尽，而需求驱动的通胀仍然顽固。我们理解，美国核心通胀的韧性与居民消费的韧性相匹配。一季度美国机动车和零部件等消费明显增长，与美国CPI二手车和卡车价格分项的反弹相匹配。
- **下半年美国通胀反弹风险值得关注。**今年二季度，由于基数原因美国CPI同比增速呈快速回落走势，市场很容易对美国通胀回落持乐观看法，并忽视通胀环比走势的韧性。但三季度以后，基数效应利好不再，在基准情形下，美国标题通胀率很可能企稳。我们进一步提示**下半年美国通胀超预期上行的可能性：第一，汽车价格可能超预期上行。**一季度美国汽车消费回升，可能夯实汽车制造商的财务状况，并限制其继续降价的空间。此外，美国汽车制造商存货量同比增速快速下降。**第二，房租回落可能再度滞后。**目前市场预期下半年美国住房租金回落。然而，历史上美国房价与租金的相关性并不稳定。考虑到当前美国房屋空置率更处于历史最低水平，住房供给的紧张也可能阻碍住房租金回落的斜率。**第三，能源价格可能受供给扰动而超预期反弹。**全球能源需求维持强劲；欧佩克+频繁出手呵护油价，未来也不排除采取新的行动；欧洲能源风险或在下一轮冬季回升。
- **如果下半年美国通胀较为顽固，美联储或将较难降息。**如果当前浓厚的降息预期被逐渐修正削弱，市场可能需要重估美联储长时间保持高利率对经济的负面影响，继而可能进一步计入中期经济衰退风险。相应地，美股调整压力仍未消散，因盈利预期仍有下修空间；在通胀和货币紧缩预期上修时期，美债利率和美元指数可能阶段企稳，黄金价格可能阶段回调。
- **风险提示：**美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

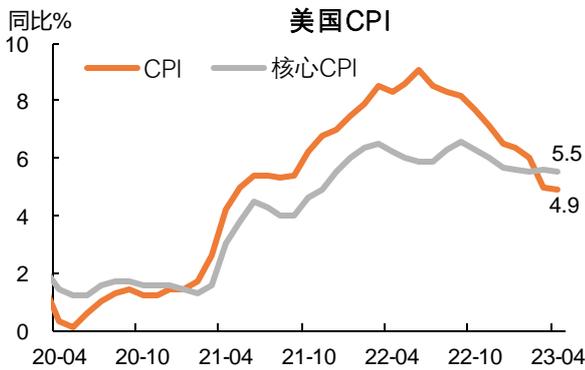
2023年4月美国CPI和核心CPI同比增速如期回落，市场进一步押注美联储6月不加息、下半年降息。但值得注意的是，2023年以来，美国通胀回落速度比2022年下半年更慢，供给改善带来的利好正在耗尽，而需求驱动的通胀仍然顽固。我们认为，美国通胀风险或在下半年，当基数效应利好不再，美国标题通胀率可能企稳，且不排除超预期反弹。具体地，下半年汽车价格回升、住房租金回落滞后、以及能源价格反弹的风险均值得关注。若下半年美国通胀较为顽固，美联储将较难降息，美国中期经济衰退风险将进一步上升。

一、4月美国通胀如期回落

2023年4月美国CPI同比低于前值和预期，核心CPI同比持平于预期、低于前值。美国劳工部(BLS)5月10日公布数据显示，美国4月CPI同比4.9%，略低于预期和前值5%，已连续10个月下滑；4月CPI环比0.4%，持平于预期、高于前值0.1%。4月核心CPI同比5.5%，持平预期，略低于前值5.6%，下行斜率较缓显示通胀粘性；4月核心CPI环比0.4%，持平于预期和前值。

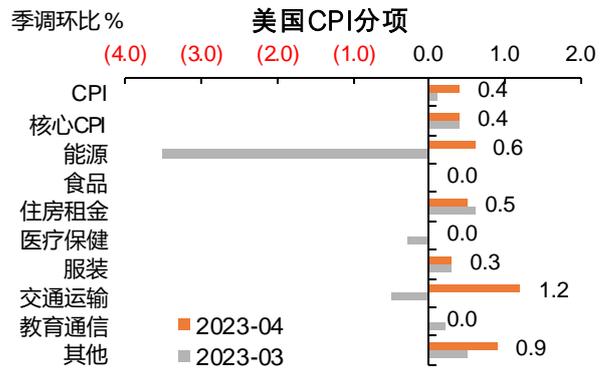
结构上，住房租金、二手车、汽油等分项环比上涨加快，食品、医疗保健等价格平稳。首先，CPI食品分项连续2个月环比零增长，家庭食品价格下跌与外出食品价格上涨相互抵消。其次，CPI能源分项环比上涨0.6%，显著高于前值-3.5%。其中，能源服务环比-1.7%，高于前值-2.3%；能源商品环比2.7%，高于前值-4.6%，能源商品中，汽油受OPEC减产和旅游旺季的影响，环比3%，高于前值-4.6%。此外，核心商品价格环比0.6%，高于前值0.2%，是自2022年中期以来最大涨幅，其中二手车和卡车环比4.4%，高于前值-0.9%；核心服务环比0.4%，持平前值，其中住房租金环比0.5%，低于前值0.6%。

图表1 美国4月CPI和核心CPI同比小幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

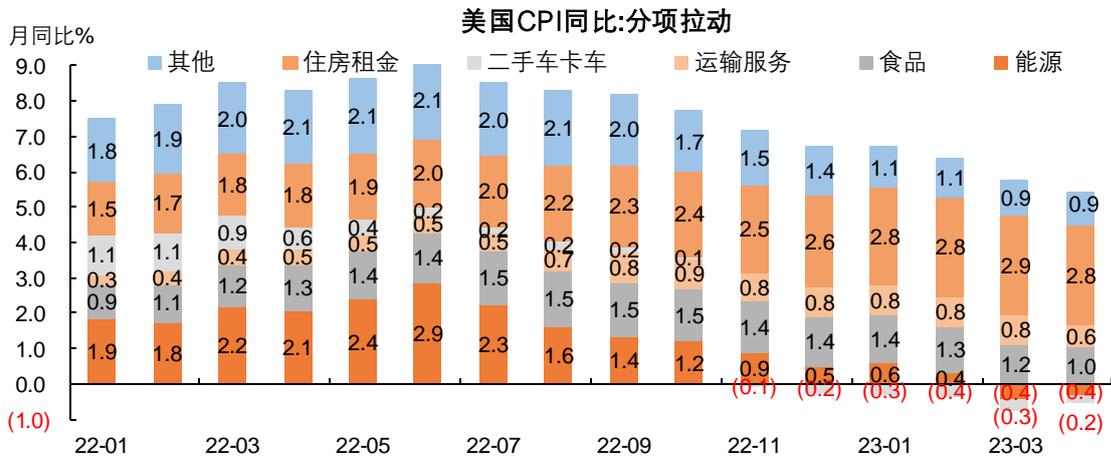
图表2 交运、其他、能源价格等分项环比增速上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从CPI同比拉动看，4月住房租金拉动较3月小幅回落0.1个百分点至2.8%，食品拉动回落0.2个百分点至1.0%，交通运输服务拉动回落0.2个百分点至0.6%，能源分项连续第二个月拖累0.4个百分点，二手车和卡车分项的拖累则缩窄0.1个百分点至0.2%；除上述分项的“其他”项目拉动0.9%。

图表3 从CPI同比拉动看，能源、二手车和卡车分项继续走弱



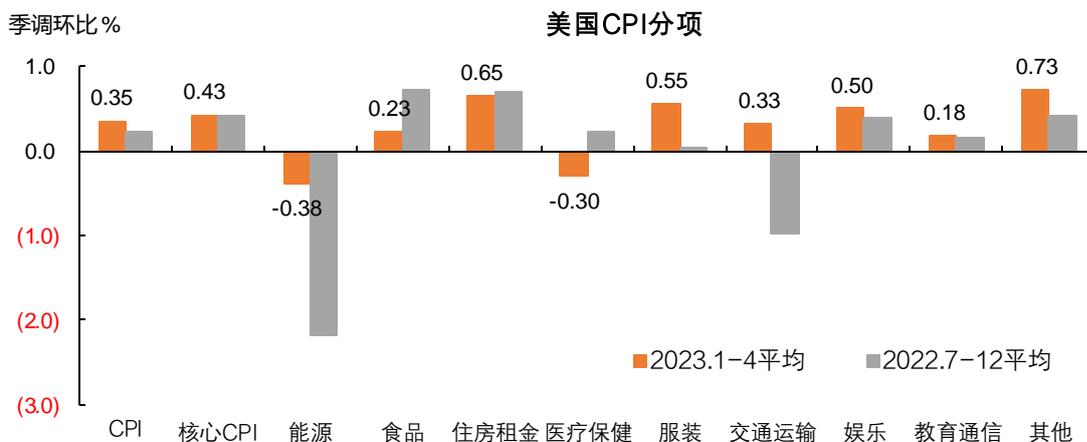
资料来源: Wind, 平安证券研究所

4月通胀数据公布后，市场对政策利率预期小幅下修，美股纳指和标普500收涨，美债利率和美元指数小幅下跌。5月10日，CME FedWatch显示6月美联储停止加息的概率，由前一天的78.8%上涨至91.5%；12月议息会议的加权平均利率预期为由前一天的4.36%降低至4.26%，即市场进一步押注下半年降息3次(75BP)左右。当日，美股道琼斯指数微跌0.09%，标普500指数和纳斯达克指数分别上涨0.45%和1.04%；美债收益率全线下跌，10年美债收益率下跌10BP至3.43%，2年美债收益率下跌11BP至3.90%；美元指数下跌0.21%至101.4；伦敦黄金现货下跌0.23%至2029美元/盎司。

二、1-4月美国通胀回落放缓

2023年1-4月，美国通胀回落速度比2022年下半年更慢，供给改善带来的利好正在耗尽，而需求驱动的通胀仍然顽固。我们测算，2023年1-4月美国CPI平均环比增速为0.35%，高于2022年下半年平均环比增速的0.23%；核心CPI平均环比保持在0.42-0.43%的高位。CPI环比走势上扬的原因在于，核心通胀仍然维持高位，而能源价格回落对CPI的拖累显著下降：2022年下半年国际能源价格高位回落，美国CPI能源分项平均环比下降2.2%，但2023年以来能源价格基本企稳，能源分项平均环比仅下降0.4%。核心通胀方面，最重要的住房租金环比增速维持高位，而二手车价格止跌回升，并抵消了医疗保健价格回落的利好。我们在此前报告中已提示，在美国通胀结构中，供给因素改善效果边际减弱，而需求因素没有明显降温，使得通胀回落的幅度存疑（参考报告《美国通胀压力反复》等）。

图表4 2023年1-4月，美国CPI环比走势高于2022下半年，主要受能源、交通运输等分项拉动



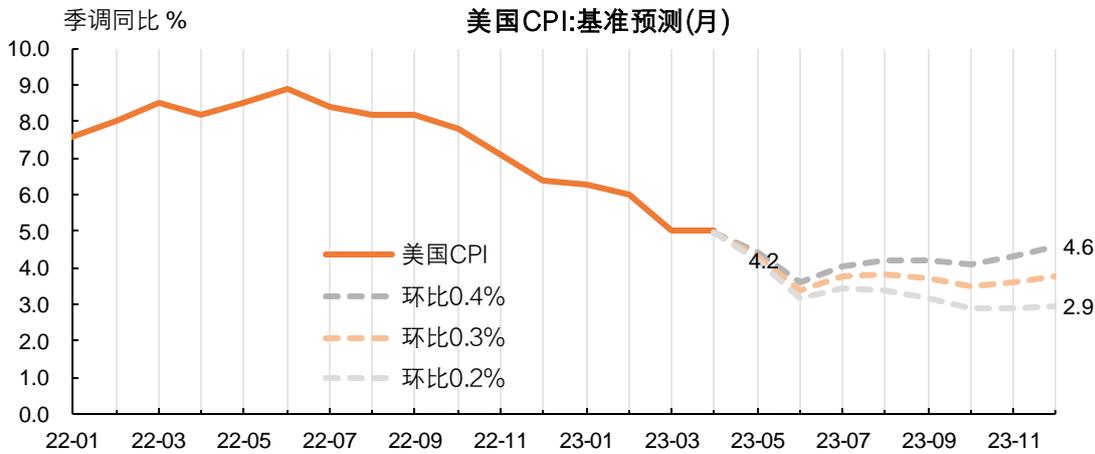
资料来源：Wind, 平安证券研究所

需要指出的是，美国核心通胀的韧性与居民消费的韧性相匹配。2023年一季度，美国个人消费支出环比大幅增长3.7%（折年率），对一季度美国GDP环比折年率的贡献高达2.5个百分点。结构上，服务消费维持强劲，而耐用品消费明显回升，尤其**机动车和零部件等消费明显增长，与美国CPI二手车和卡车分项的反弹相匹配**。美国居民消费的韧性，不仅得益于尚未耗尽的超额储蓄、薪资增长和家庭资产负债表健康等，也可能来自居民收入和财富分配的改善、财产性利息收入的上升、实际收入上升和消费预期改善等多方因素加持（参考报告《对美国消费韧性的三点思考——兼评美国一季度GDP数据》）。

三、下半年美国通胀反弹风险值得关注

今年下半年，美国通胀超预期上行的风险值得关注。综合考虑美国经济下行与通胀黏性，我们的基准假设是，2023年内美国CPI环比增速平均或在0.3%左右，介于2023年1-4月均值（0.35%）和2022年下半年（0.23%）之间，但仍高于2015-2019年平均水平（0.15%）；偏弱假设为0.2%，即考虑美国需求走弱的影响更大；偏强假设为0.4%，即考虑美国通胀黏性更强或发生新的供给冲击等。假设年内美国CPI季调环比0.2/0.3/0.4%，则2023年6月美国CPI季调同比或分别达到3.2/3.4/3.6%，12月或分别达到2.9/3.8/4.6%。这意味着，在二季度，由于基数原因，美国CPI同比增速呈快速回落走势，即便5月和6月CPI环比保持在0.4%高位，CPI同比增速也可能回落至3.5%左右。在此期间，市场很容易对通胀回落持乐观看法，并忽视美国通胀环比走势的韧性。但**三季度以后，基数效应利好不再，在基准情形下，美国标题通胀率很可能企稳。**

图表5 假设未来一年美国CPI季调环比0.2/0.3/0.4%，2023年终CPI同比将回落至2.9/3.8/4.6%

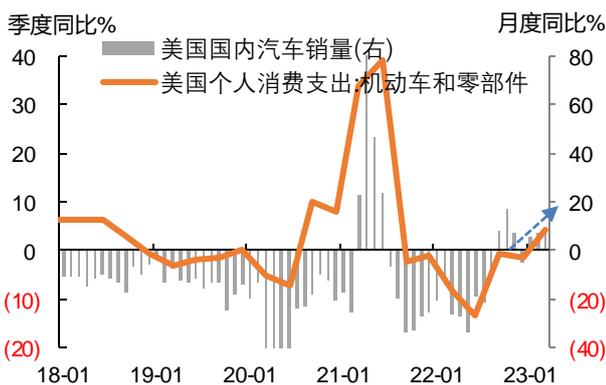


资料来源: Wind,平安证券研究所

在此基础上，我们进一步提示下半年美国通胀超预期上行的可能性。

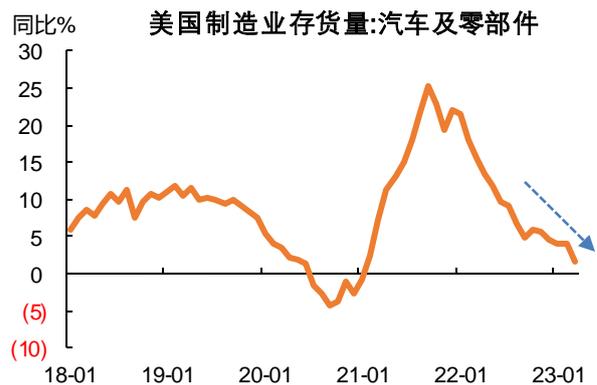
第一，汽车价格可能超预期上行。受2021年初财政刺激利好，美国汽车等耐用品消费一度爆发式增长，但自2021年下半年以来逐渐冷却。然而，目前有迹象表明，美国汽车消费需求并未完全“透支”。**2023年以来，随着国际供应链继续修复，加上多数电动汽车企业打响“价格战”，美国汽车消费企稳回升。**2023年一季度，美国机动车和零部件消费同比增长4.4%，在连续六个季度负增长后实现正增长。更高频的数据也印证了美国汽车消费回升的趋势，2023年1-3月美国国内汽车销量同比增速分别达5.8%、7.5%和9.2%，连续三个月加快增长。**汽车销售回暖会夯实汽车制造商的财务状况，也会限制其继续降价的空间。**此外，美国商务部数据显示，截至2023年3月，汽车制造商存货量同比增速下降至1.5%，这一数字在2018-19年维持在10%左右，暗示未来汽车供给压力可能上升。因此在下半年，美国汽车销售数量和价格均可能超预期上扬。

图表6 2023年一季度美国汽车消费同比增速回升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 美国汽车制造商存货量同比增速回落

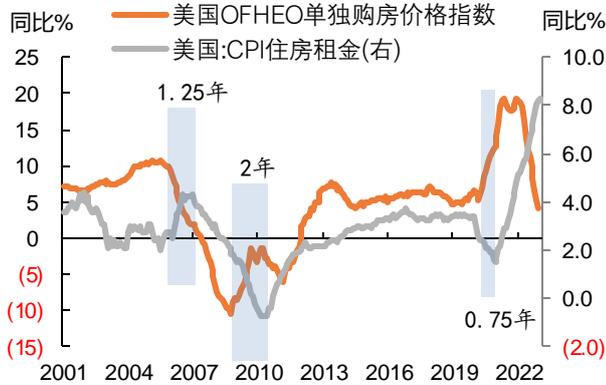


资料来源: Wind,平安证券研究所

第二，房租回落可能再度滞后。历史数据显示，美国房价（OFHEO单独购房价格指数）同比领先CPI住房租金同比9个月至2年不等。本轮美国房价同比增速于2022年中左右触顶回落，继而市场预期2023年下半年美国住房租金同比增速放缓。但是，房价与租金的相关性并不稳定。此外，考虑到当前美国房屋空置率更处于历史最低水平，住房供给紧张也可能阻碍住

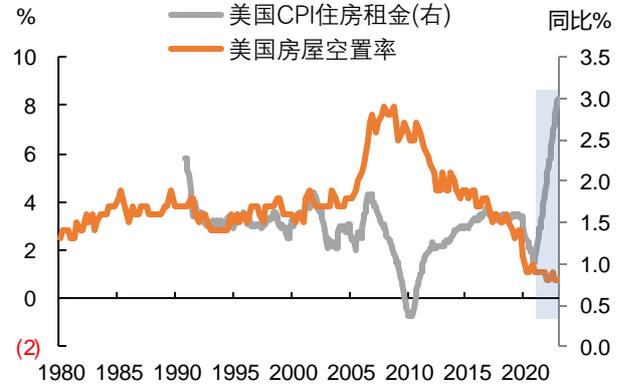
房租回落的斜率。如果 CPI 住房租金环比增速仍持续保持 0.5%以上，那么美国 CPI 环比很难下降至 0.3%以下，CPI 同比便有反弹风险。

图表8 美国房价与租金的相关性并不稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

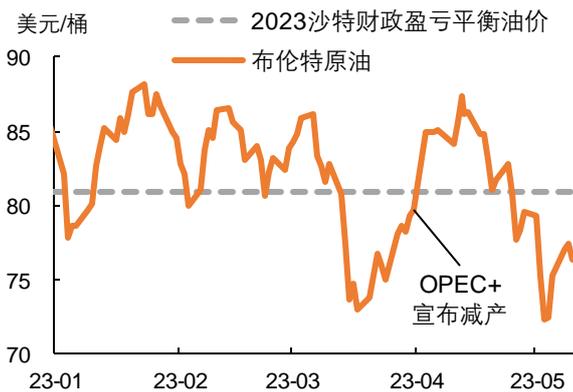
图表9 美国房屋空置率走低, 加持租金上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

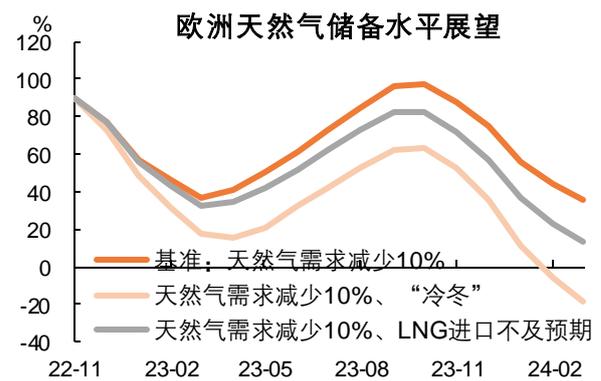
第三, 能源价格可能受供给扰动而超预期反弹。首先, 尽管美欧经济前景蒙尘, 但全球能源需求维持强劲。国际能源署(IEA)4月中旬发布月报显示, 其预计2023年全球石油需求将增加200万桶/日, 主要得益于中国需求复苏。其次, **欧佩克+频繁出手呵护油价, 未来也不排除采取新的行动。**2022年下半年以来, 欧佩克+更频繁地调整产量, 以干预市场、呵护油价。今年4月初, 欧佩克+意外宣布减产, 提振了因美欧银行危机而下挫的国际油价。但好景不长, 4月下旬以来美国地区银行危机再起, 油价回调。据IMF数据, 2023年沙特财政盈亏平衡油价为80.9美元/桶。往后看, 不排除欧佩克+进一步减产呵护油价。最后, **欧洲能源风险或在下一轮冬季回升。**展望下半年, 欧洲能源形势仍有不确定性。据IEA 2022年12月报告, 2023年欧盟天然气供需缺口仍有270亿立方米。OPEC 2022年11月预测, 若LNG进口不足或遭遇“冷冬”, 欧洲天然气储备可能处于警戒线水平之下。一旦欧洲能源风险再起, 原油、天然气等国际能源品价格可能反弹。

图表10 今年4月初欧佩克+宣布减产、提振油价



资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表11 今年冬季欧洲天然气储备仍有紧缺的可能

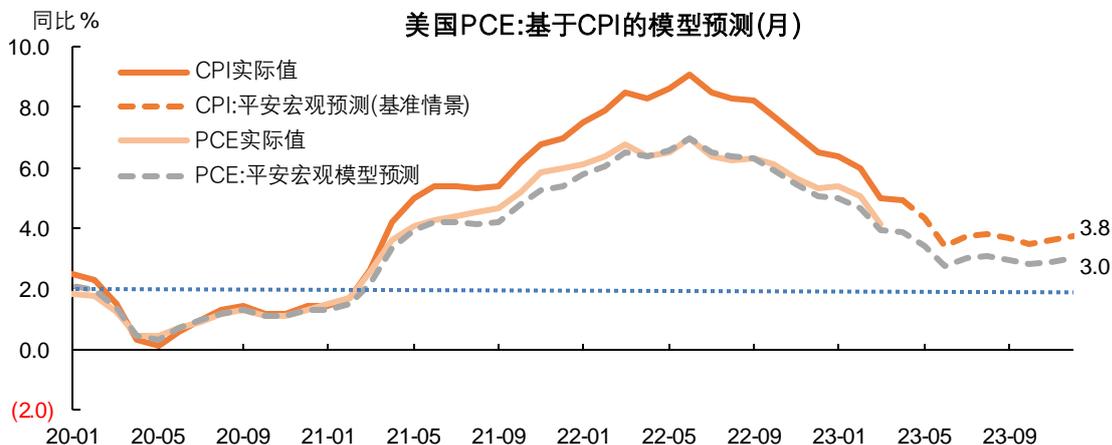


资料来源: OECD, 平安证券研究所

若下半年美国通胀较为顽固, 美联储或将较难降息。如果年末美国CPI同比增速维持在3.8%以上, 对应PCE同比将维持3%以上, 基本符合美联储2022年12月的预测水平, 当时2023年PCE预期中值为3.1%、核心PCE预期中值为3.5%, 鲍威尔讲话时较为明确地表示2023年可能不会降息。由此推断, 若当PCE同比维持3%以上时, 美联储选择降息的底气可能不足。截至目前, 市场对于美联储下半年降息的预期仍强。如果浓厚的降息预期被逐渐修正削弱, 市场可能需要重估美联

储长时间保持高利率对美国经济的负面影响，继而可能进一步计入中期经济衰退风险。相应地，美股调整压力仍未消散，因盈利预期仍有下修空间；在通胀和货币紧缩预期“上修”时期，美债利率和美元指数可能阶段企稳，黄金价格可能阶段回调。

图表12 我们的模型测算，若年末美国 CPI 同比为 3.8%，对应 PCE 同比约 3%



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033