

## 4月美国CPI点评：去通胀是政策转向重要背景板

报告发布日期

2023年05月11日

### 研究结论

- 5月10日，美国劳工部公布4月CPI数据。美国CPI同比4.9%，回落至5%以内，略低于预期和前值5%，环比0.4%，符合预期。核心通胀与预期一致，同比增速为5.5%，环比增速为0.4%。
- 重要分项：食品通胀增速下行，能源同比延续负增。二手车环比大幅涨价带动核心商品上行，核心服务略降，房租基本见顶。
- 食品同比增速分别为7.7%，前值8.5%，稳步趋势回落。能源同比增速为-5.1%，贡献本期数据的主要拖累。核心项增速依然稳固，同比较前值5.6%略降至5.5%，环比稳定在0.4%。核心商品中，二手车环比增速由负区间跳升至4.4%，推动核心商品同比回升至2%。核心服务仍然是本期通胀的主要支撑，但增速可以基本确认见顶，同比小幅回落至6.8%，其中住宅租金增速为8.1%，环比增速0.5%，持续下行，主要受到外宿价格降低的拖累，主要居所租金和业主等价租金同比分别录得8.8%和8.1%，仍持续位于高位。
- 核心项领先性指标预示各通胀分项将稳步下行。具有领先性的相关指标中，联合国食品价格指数延续趋势下行，2023年3月同比为-19.75%，深度负值，该指标领先CPI食品项约12个月，因此预计食品项将延续稳定回落的趋势。尽管本期二手车环比大幅涨价，但领先的市场指标Manheim和Blackbook二手车指数4月环比均较前值大幅下跌，分别跌3%和0.1%，意味着二手车通胀出现上涨的风险基本出清，该分项进一步的上侧风险受限。反映当前市场新签约房租价格的Zillow和Apartment List房租指数的最新读数显示，前几期环比增速回升的趋势有望逆转，且由于房租指数领先CPI房租分项约13个月，4月CPI住房项环比已确认回落趋势，短期内将继续下行。能源通胀则与未来油价走势挂钩，但同比口径受到高基数影响上行空间有限，或持续拖累整体CPI增速。
- 市场反应：数据发布后，美股小幅高开走低，美债曲线下行4-6bp。通胀持续回落已是当前市场一致预期，因而通胀数据对市场影响的弹性收窄。但去通胀叙事的延续，仍是联储政策转向的重要背景板，根据联邦基金利率期货显示的隐含利率路径，6月FOMC加息概率已经基本抹平。基准情形下，3月CPI数据将开启二季度CPI同比口径显著下行，预计CPI同比到年中稳步回落至约3%。
- 在通胀稳定随预期回落的背景下，银行状况、信用环境是联储转向的核心触发条件。近期银行业危机仍在地区性中小银行中持续发酵，新增1家FDIC接管银行（第一共和银行FRC），2家银行（西太平洋银行PacWest，阿莱恩斯西部银行WAL）股价出现暴跌，进入市场的高度怀疑列表。美联储资产负债表中，面向FDIC接手困境银行的其他贷款扩展5月第一周新增578亿。高利率环境下，中小银行资产质量下降、盈利能力受限、存款流失的问题难以被根除，银行倒闭潮若快速蔓延，深度和广度超过预期，不排除倒逼联储提前快速降息的可能性。
- 此外，流动性冲击的下一阶段，信用环境的恶化已逐渐体现在各类指标中：信贷加速紧缩，商业银行信贷规模整体增长在3月之后接近停滞；SLOOS高级贷款官员意见调查报告中各类信贷标准紧缩占比均再度上升，其中商业房地产收紧幅度尤为显著，这是近日市场交易的主要逻辑之一；各类信用利差（BBB级企业债、CMBS、MBS）等处于反弹趋势，市场定价的信用风险在缓慢抬升，但尚未进入警戒水平。上述指标重点信贷指标是目前美联储利率决策的重要权衡因素，且存在超预期恶化、形成不可控系统冲击的风险，市场已对此进行定价，其它可能会边际影响美联储利率决策的因素还包括就业市场的降温速度以及核心消费数据走势。

### 风险提示

美联储超预期加息的风险。通胀反弹的风险。

#### 证券分析师

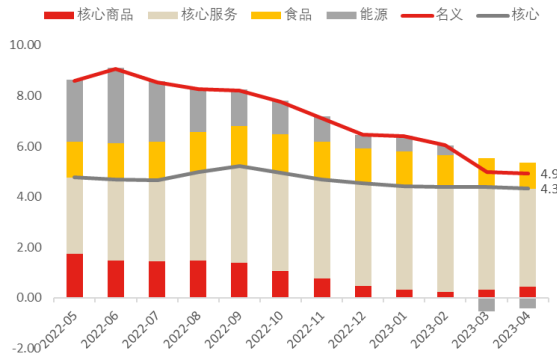
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

#### 联系人

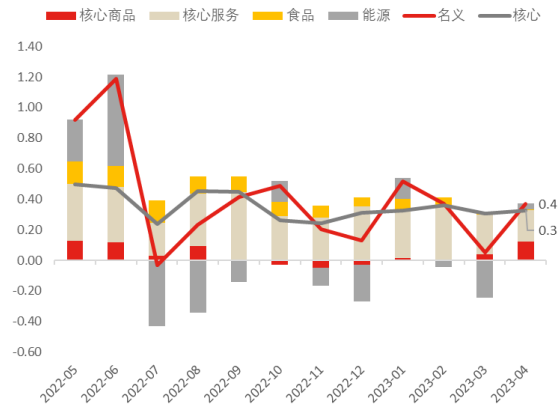
吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

#### 相关报告

4月就业数据维持韧性，避险情绪仍将反复左右市场	2023-05-09
3月美国CPI点评：去通胀是背景板，紧信贷是主变量	2023-04-17
3月美国就业继续回落，预期Q2拐点逐渐清晰	2023-04-10

**图 1：同比分项拉动 (%)**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 2：环比分项拉动 (%)**


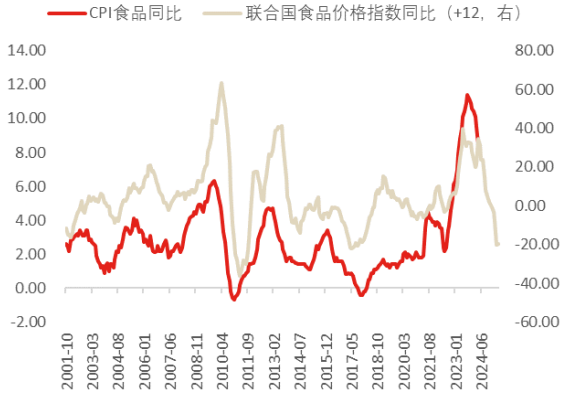
数据来源：wind，东方证券研究所

**图 3：CPI 分项同环比 (%)**

	CPI 同比						CPI 环比					
	Apr-23	Mar-23	Feb-23	Jan-23	Dec-22	Nov-22	Apr-23	Mar-23	Feb-23	Jan-23	Dec-22	Nov-22
所有	4.9%	5.0%	6.0%	6.4%	6.5%	7.1%	0.4%	0.1%	0.4%	0.5%	0.1%	0.2%
食品	7.7%	8.5%	9.5%	10.1%	10.4%	10.6%	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%
家用食品	7.1%	8.4%	10.2%	11.3%	11.8%	12.0%	-0.2%	-0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
谷物和烘焙制品	12.4%	13.6%	14.6%	15.6%	16.1%	16.4%	0.2%	0.6%	0.3%	1.0%	0.6%	1.2%
肉禽鱼蛋	2.8%	4.3%	6.8%	8.1%	7.7%	6.8%	-0.3%	-1.4%	-0.1%	0.7%	0.8%	0.0%
乳制品及相关产品	8.0%	10.7%	12.3%	14.0%	15.3%	16.4%	-0.7%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	1.1%
水果蔬菜	2.0%	2.5%	5.3%	7.2%	8.4%	9.7%	-0.5%	-1.3%	0.2%	-0.5%	-0.1%	1.1%
无酒精饮料和饮料原料	9.5%	11.3%	12.3%	13.1%	12.6%	13.2%	-0.1%	0.2%	1.0%	0.4%	0.5%	0.8%
其他家庭食物	10.4%	11.1%	12.4%	13.2%	13.9%	13.9%	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.2%
非家用食品	8.6%	8.8%	8.4%	8.2%	8.3%	8.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%
能源	-5.1%	-6.4%	5.2%	8.7%	7.3%	13.1%	0.6%	-3.5%	-0.6%	2.0%	-3.1%	-1.4%
能源商品	-12.6%	-17.0%	-1.4%	2.8%	0.4%	12.2%	2.7%	-4.6%	0.5%	1.9%	-7.2%	-2.1%
燃油	-20.2%	-14.2%	9.2%	27.7%	41.5%	65.7%	-4.5%	-4.0%	-7.9%	-1.2%	-16.6%	1.7%
汽车燃料	-12.4%	-17.3%	-1.7%	1.9%	-0.9%	10.8%	2.8%	-4.7%	0.9%	2.3%	-6.9%	-2.2%
汽油（所有类型）	-12.2%	-17.4%	-2.0%	1.5%	-1.5%	10.1%	3.0%	-4.6%	1.0%	2.4%	-7.0%	-2.3%
能源服务	5.9%	9.2%	13.3%	15.6%	15.6%	14.2%	-1.7%	-2.3%	-1.7%	2.1%	1.9%	-0.6%
电	8.4%	10.2%	12.9%	11.9%	14.3%	13.7%	-0.7%	-0.7%	0.5%	0.5%	1.3%	0.5%
公用事业（管道）燃气服务	-2.1%	5.5%	14.3%	26.7%	19.3%	15.5%	-4.9%	-7.1%	-8.0%	6.7%	3.5%	-3.4%
核心	5.5%	5.6%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
核心商品	2.0%	1.5%	1.0%	1.4%	2.1%	3.7%	0.6%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.2%
服饰	3.6%	3.3%	3.3%	3.1%	2.9%	3.6%	0.3%	0.3%	0.8%	0.8%	0.2%	0.1%
新车	5.4%	6.1%	5.8%	5.8%	5.9%	7.2%	-0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%
二手车和卡车	-6.6%	-11.2%	-13.6%	-11.6%	-8.8%	-3.3%	4.4%	-0.9%	-2.8%	-1.9%	-2.0%	-2.0%
医疗保健品	4.0%	3.6%	3.2%	3.4%	3.2%	3.1%	0.5%	0.6%	0.1%	1.1%	0.1%	0.2%
酒精饮料	4.6%	4.5%	4.9%	5.8%	5.8%	5.5%	0.5%	0.1%	-0.3%	0.4%	0.7%	0.6%
烟草和烟草制品	6.6%	6.9%	6.7%	6.3%	5.5%	6.3%	0.1%	0.8%	1.0%	0.7%	-0.1%	0.7%
核心服务	6.8%	7.1%	7.3%	7.2%	7.0%	6.8%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
住宅租金	8.1%	8.2%	8.1%	7.9%	7.5%	7.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
主要居所租金	8.8%	8.8%	8.8%	8.6%	8.3%	7.9%	0.6%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
业主等价租金	8.1%	8.0%	8.0%	7.8%	7.5%	7.1%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
医疗服务	0.4%	1.0%	2.1%	3.0%	4.1%	4.4%	-0.1%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	0.3%	-0.5%
医生服务	0.3%	0.5%	1.2%	1.7%	1.7%	1.5%	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.0%
运输服务	11.0%	13.9%	14.6%	14.6%	14.6%	14.2%	-0.2%	1.4%	1.1%	0.9%	0.6%	0.3%
机动车保养与维修	13.3%	13.3%	12.5%	14.2%	13.0%	11.7%	0.5%	0.3%	0.2%	1.3%	1.0%	1.3%
机动车辆保险	15.5%	15.0%	14.5%	14.7%	14.2%	13.4%	1.4%	1.2%	0.9%	1.4%	0.7%	1.0%
机票	-0.9%	17.7%	26.5%	25.6%	28.5%	36.0%	-2.6%	4.0%	6.4%	-2.1%	-2.1%	-1.6%

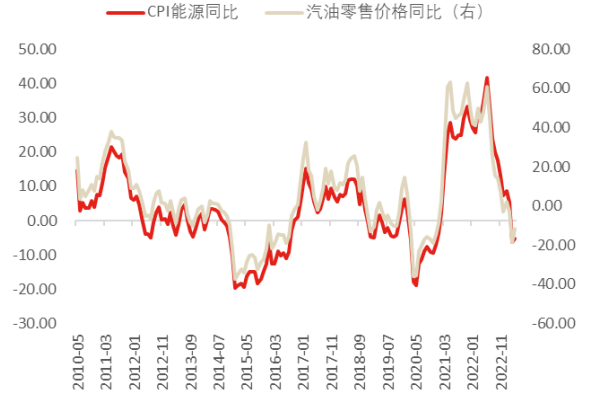
数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：食品：联合国食品价格指数（领先 12 个月）和 CPI 食品分项同比（%）



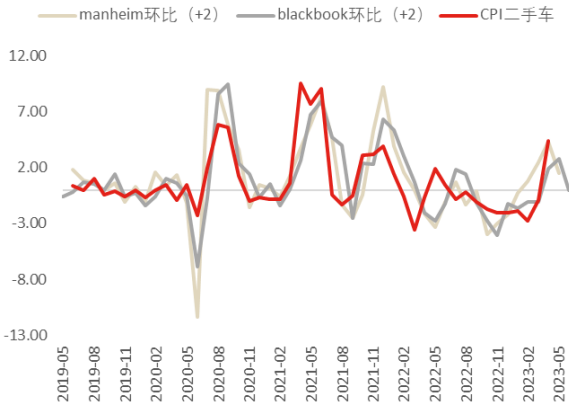
数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：能源：汽油零售价格和 CPI 能源分项同比（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：二手车：Manheim 和 Blackbook 二手车指数环比（领先 2 个月）和 CPI 二手车分项环比（%）



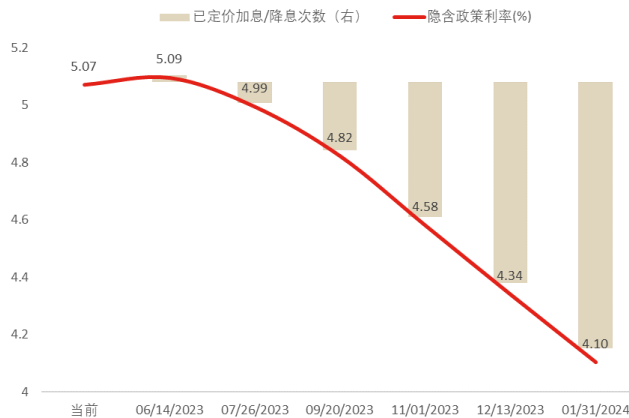
数据来源：wind，东方证券研究所

图 7：房租：Zillow 和 Apartment List 房租指数环比（分别领先 13、14 个月）和 CPI 住房租金环比（%）



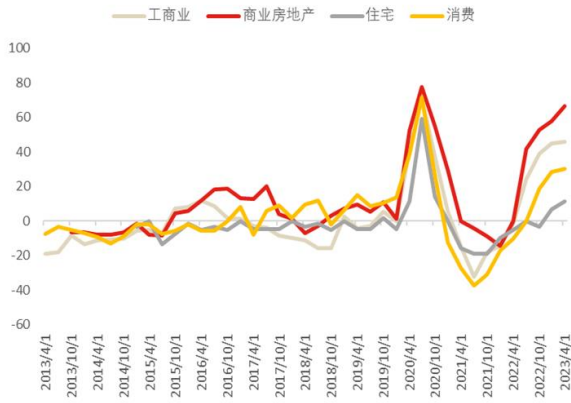
数据来源：wind，东方证券研究所

图 8：联邦基金利率定价隐含的政策利率路径



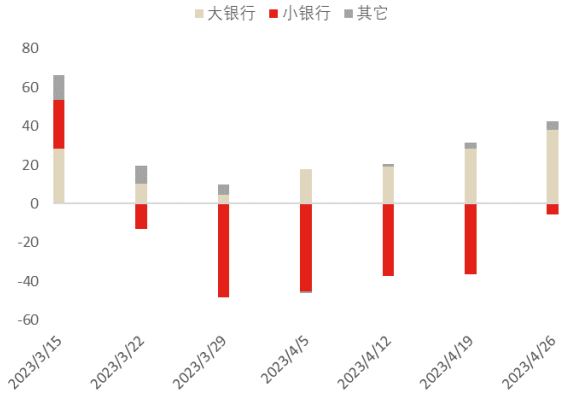
数据来源：wind，东方证券研究所

图 9：SLOOS 调查：信贷标准紧缩（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 10：信贷投放总量：总量、大银行、小银行（3.8 月以来累计变化）（十亿美元）



数据来源：wind，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。