

CPI 下行速度或不支持短期内降息

——美国 4 月 CPI 数据点评

宏观事件：

美国4月CPI同比增长4.9%，预期5%，通胀的回落略快于预期，前值5%。美债利率下行，美联储6月加息概率略微下降，但通胀数据或不支持美联3季度前就降息。4月CPI环比增长0.4%，持平预期0.4%，前值0.1%。美国4月核心CPI同比5.5%，预期5.5%，前值5.6%。4月核心CPI环比增长0.4%。CPI本月回落的重要贡献来自于能源分项，能源指数当月同比下降5.1%。

事件点评

➤ 核心服务仍然是通胀的韧性所在

核心CPI的韧性主要体现在服务上，商品的通胀4月小幅回升，但仍在2%附近，但服务的通胀还没有进入明显下行通道。从CPI的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格没有显著回落以前，核心CPI可能仍然会表现出相当的韧性。

➤ 核心服务通胀主要受困于住房相关分项通胀

住宅的通胀目前仍然是每月所有项目增长的最大贡献者，2023年4月贡献64%，而且目前还没有明显转入下行的趋势。从目前的趋势看，未来短期仍然是拖累通胀保持高位的分项。服务通胀如果把居所剔除以后在2022年10月达到顶峰后已经进入明显下行的通道。

➤ 4月CPI回落或仍慢于美联储基准情景

2023年压力测试的基准情景显示美联储的降息会发生在3季度。但对比目前的就业和通胀数据，实际数据和3季度美联储降息的就业和通胀基准情景数据仍有差距，这意味着或许美联储不会在3季度就开始降息。

➤ 风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
电话：0510-85187583
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《4月出口略超预期 4月外贸数据点评》2023.05.09
- 2、《就业市场仍热，失业率超预期下行美国4月非农就业数据点评》2023.05.07
- 3、《如期加息25基点，政策利率或已达顶点美联储5月议息会议点评》2023.05.04

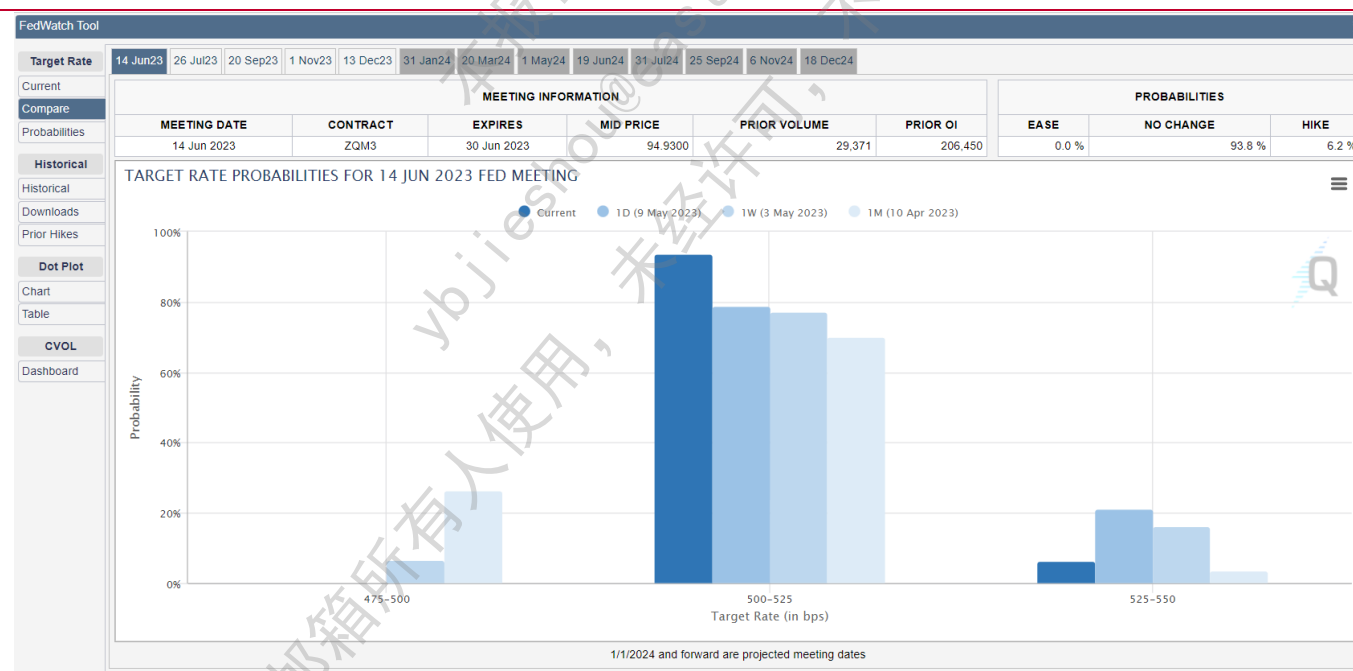
1. 4月CPI回落略快于预期

1.1. CPI下行略快于预期

➤ CPI和核心CPI

美国4月CPI的数据显示通胀的回落继续略快于预期，纳斯达克和标普500指数收盘上涨，而2年期和10年期美债利率都下行，美联储6月加息概率略微下降，维持当前利率的可能性重新回到90%以上。

图表1: CME加息概率变化 (%)



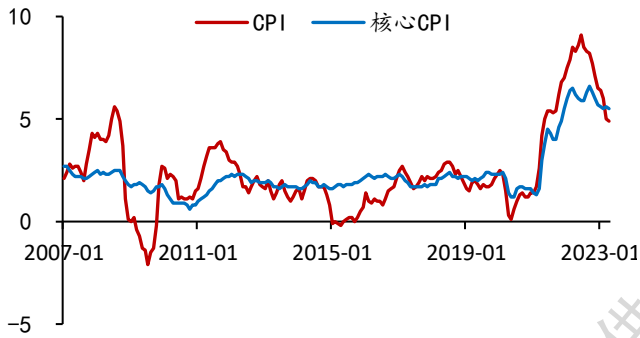
来源: Wind, 国联证券研究所

从具体的数字上看，4月CPI同比增长4.9%，预期5%，前值5%，为截至2021年4月以来最小的同比涨幅。4月CPI环比增长0.4%，持平预期0.4%，前值0.1%。

美国4月核心CPI同比5.5%，预期5.5%，前值5.6%。4月核心CPI环比增长0.4%，持平前值0.4%。

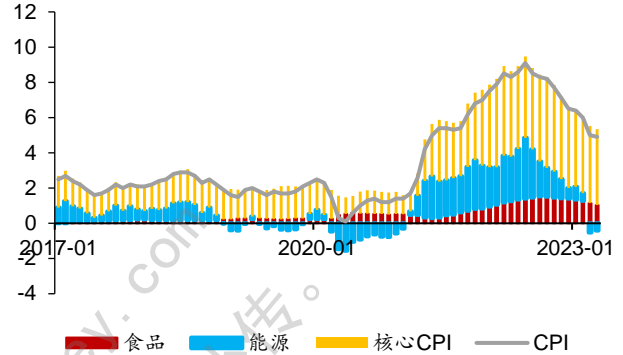
CPI本月回落的重要贡献仍然来自于能源分项，能源指数当月同比下降5.1%，环比增长0.6%，降幅较上月收窄。

图表 2: CPI 和核心 CPI(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: CPI 分项贡献分解(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

1.2. CPI 下行主要由于能源价格下降

➤ 能源价格继续下行

从 CPI 分成食品、能源和核心 CPI 的四分角度来看, 能源通胀同比负增长拉动 4 月 CPI 的同比下行, 食品通胀的回落亦有贡献。

但是核心 CPI 仍然表现出韧性, 从 2023 年 1 月到目前的 4 个月, 核心 CPI 一直在 5.5%和 5.6%之间波动。

图表 4: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比(%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2022年4月	8.3	9.4	30.3	6.2	0.4	0.8	-1.1	0.5
2022年5月	8.6	10.1	34.6	6	0.9	1.1	-3.4	0.6
2022年6月	9.1	10.4	41.6	5.9	1.2	1	-6.9	0.6
2022年7月	8.5	10.9	32.9	5.9	0	1.1	-4.7	0.3
2022年8月	8.3	11.4	23.8	6.3	0.2	0.8	-3.9	0.6
2022年9月	8.2	11.2	19.8	6.6	0.4	0.8	-1.7	0.6
2022年10月	7.7	10.9	17.6	6.3	0.5	0.7	-1.7	0.3
2022年11月	7.1	10.6	13.1	6	0.2	0.6	-1.4	0.3
2022年12月	6.5	10.4	7.3	5.7	0.1	0.4	-3.1	0.4
2023年1月	6.4	10.1	8.7	5.6	0.5	0.5	2	0.4
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.4	0.6	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0	-3.5	0.4
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.6	0.4

来源: Wind, 国联证券研究所

2. 核心服务仍然是通胀的韧性所在

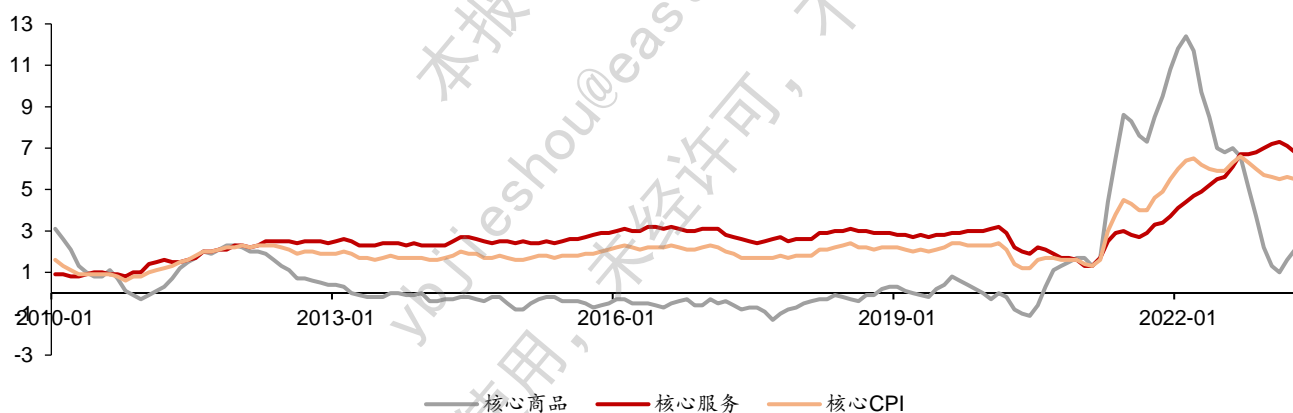
2.1. 核心服务还未有明显下行趋势

➤ 核心商品和核心服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。4 月商品的通胀 2.1%，较上月小幅上涨，但相较于 2022 年初的高点显著下行；4 月服务通胀 6.8%，较上月下降 0.3%，是否会转入明显下行通道还有待确认。

从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格没有显著回落以前，核心 CPI 可能仍然会表现出相当的韧性。

图表 5：核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2022年4月	9.70	4.90	0.10	0.60
2022年5月	8.50	5.20	0.60	0.60
2022年6月	7.00	5.50	0.60	0.60
2022年7月	6.80	5.60	0.10	0.40
2022年8月	7.00	6.10	0.40	0.60
2022年9月	6.60	6.70	0.00	0.80
2022年10月	5.10	6.70	-0.10	0.50
2022年11月	3.70	6.80	-0.20	0.50
2022年12月	2.20	7.00	-0.10	0.60
2023年1月	1.30	7.20	-0.10	0.50
2023年2月	1.00	7.30	0.00	0.60
2023年3月	1.60	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.10	6.80	0.60	0.40

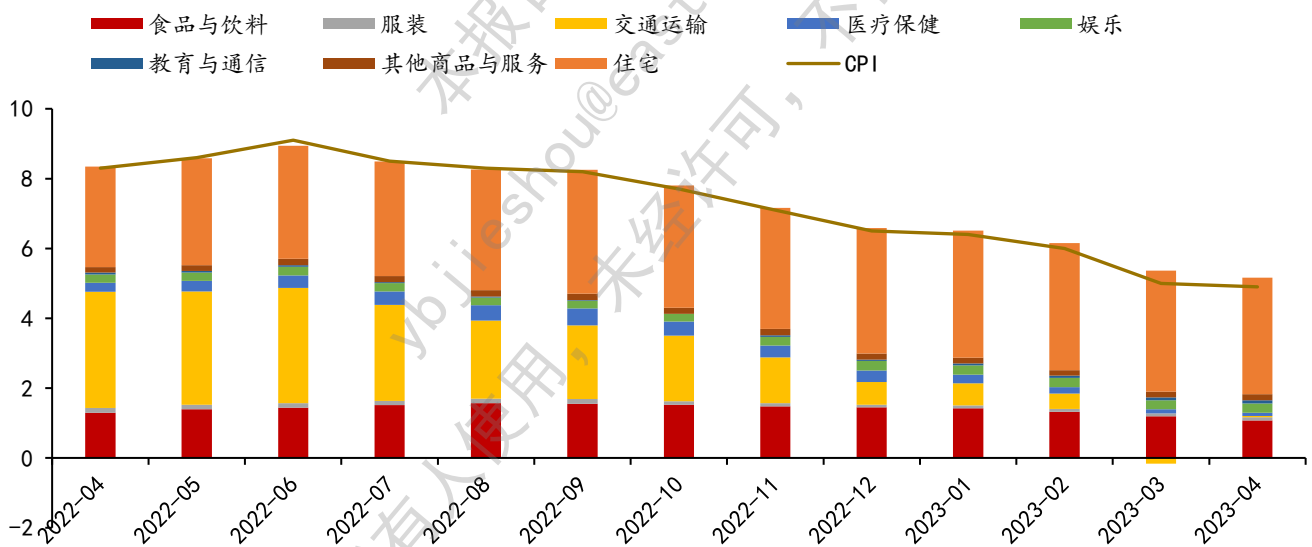
来源：Wind，国联证券研究所

2.2.核心服务主要受住房相关项目的影

➤ 核心服务通胀主要受困于居所通胀

住宅的通胀目前仍然是每月所有项目增长的最大贡献者，从2022年4月贡献大约35%逐渐增长到2023年4月贡献64%，而且目前还没有明显转入下行的趋势。从目前的趋势看，未来短期仍然是拖累通胀保持高位的分项。

图表7：CPI通胀同比不同分项的贡献率(%)

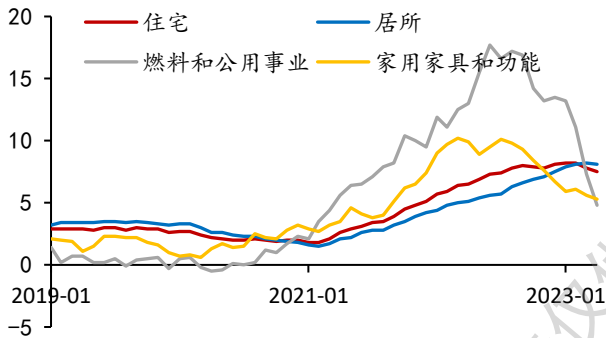


来源：Wind，国联证券研究所

住宅通胀里面，主要包括三个分项，分别是居所、燃料和公用事业，另一个是家用家具和功能，其中居所的权重最高。从近期的变动趋势看，燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落。

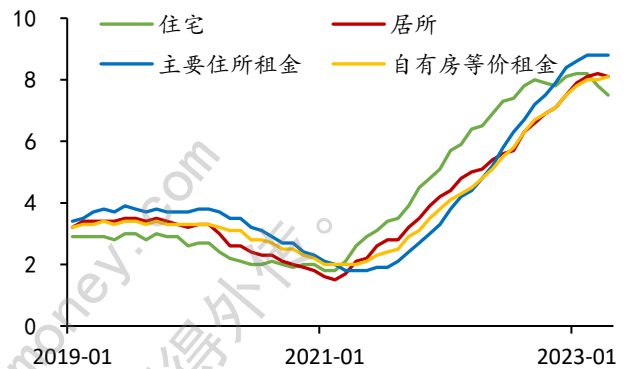
居所这项还位于高位，而居所包含的几个主要部分主要住所租金、自有房等价的租金的变动趋势也几乎相同，目前仍然位于高位。

图表 8: 住宅 CPI(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

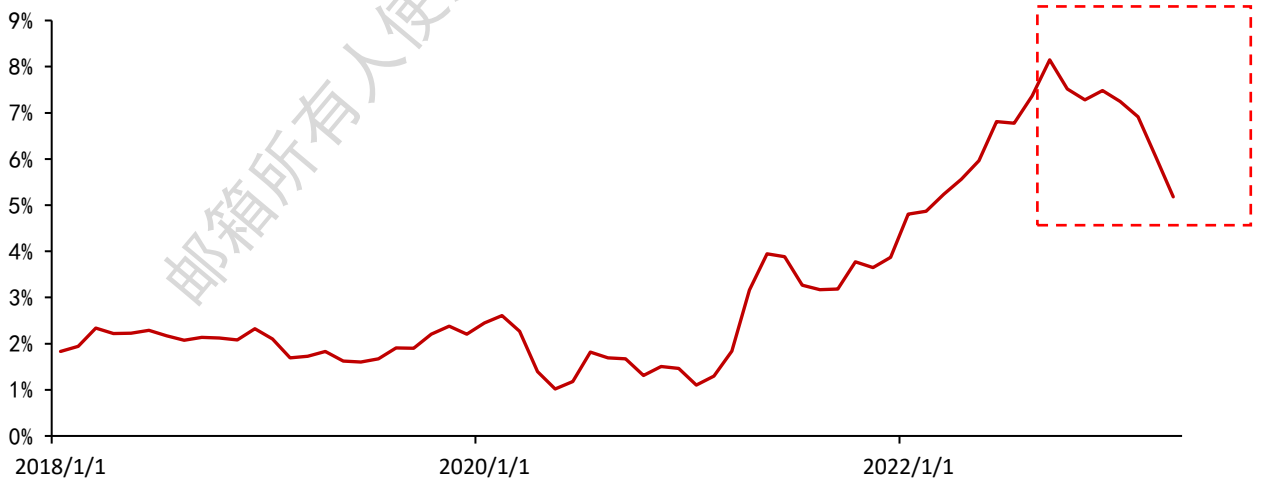
图表 9: 住房相关分项的通胀(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

服务通胀如果把居所剔除以后在 2022 年 10 月达到顶峰后已经进入明显下行的通道, 对比居所的通胀可以看到目前服务通胀的主要支撑就来自于居所的部分。

图表 10: 除居所外的服务通胀(%)



来源: FRED, 国联证券研究所

3. 4 月 CPI 回落或仍慢于美联储基准情景

3.1. CPI 通胀回落和美联储基准情景

- 美联储 2023 年压力测试的情景

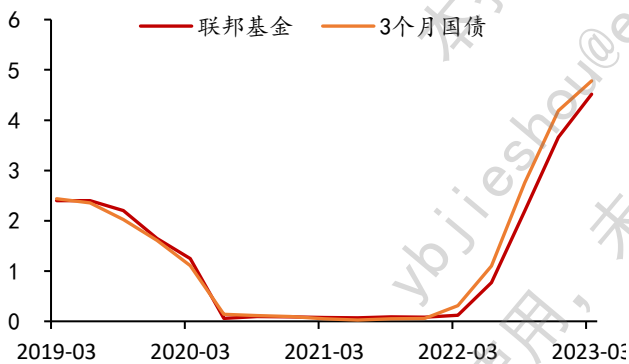
美联储每年在 2 月份的时候会公布当年压力测试的情景。在压力测试中, 美联储

会公布 3 个监管情景，分别是基准、危机和严重危机，其中危机和严重危机是美联储假设的未来可能发生经济危机的情景，基准情景是经济未发生危机的一个情景。

在基准情况下，我们可以看到美联储认为 3 月期的国债利率在 2023 年 2 季度会达到峰值 4.8%，并在 3 季度开始下行。到 2023 年底 3 月期的国债利率会下行到 4.4%。

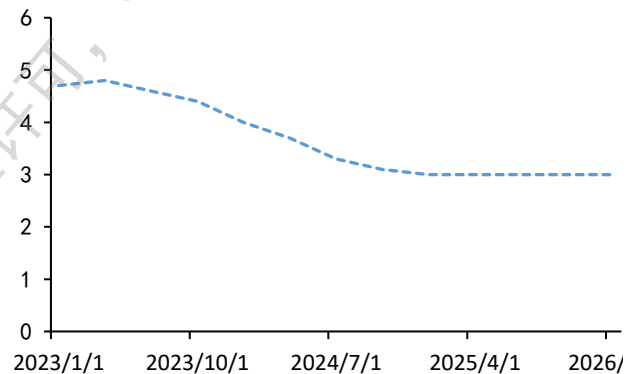
根据历史经验，在季度数据里 3 个月的国债利率和联邦基金的利率曲线是非常接近的，所以在 3 个月国债的情景中联邦基金利率的走势也会非常类似。也就是说基准情景中，美联储的降息会发生在 3 季度。

图表 11：联邦基金利率和 3 个月国债利率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

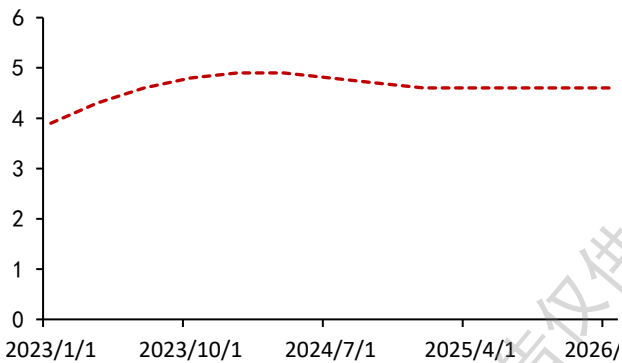
图表 12：3 个月国债基准情景(%)



来源：Wind，国联证券研究所

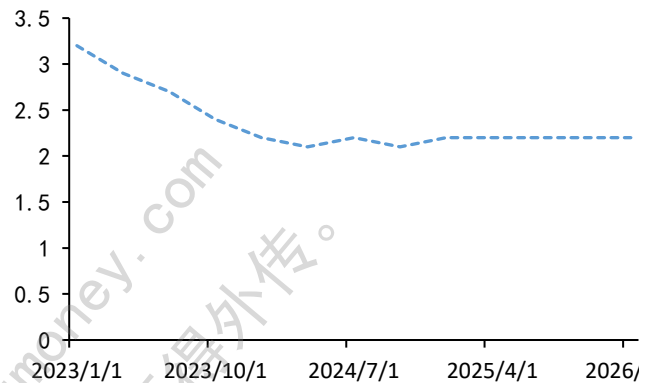
在就业市场上，美联储的展望较悲观，美联储在基准情景中认为 1 季度失业率已经上行到 3.9%，但实际 2023 年 1 季度的失业率仍然只有 3.5%。相反，美联储对于 CPI 通胀的展望相对乐观，在基准情景下 CPI 通胀在 2024 年初就可以回落到 2% 附近。

图表 13: 失业率基准情景(%)



来源: 美联储, 国联证券研究所

图表 14: CPI 基准情景(%)



来源: 美联储, 国联证券研究所

观察 2023 年压力测试的情景变量可以帮助我们了解美联储降息需要的就业市场数据和通胀数据。从目前的就业和通胀数据来看, 和 3 季度美联储降息的基准情景数据仍有差距, 这反过来意味着或许美联储不会在 3 季度就开始降息。

4. 风险提示

美联储鹰派超预期, 地缘政治风险超预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695