

2024年05月16日

通胀水平重新下降，但去通胀之路仍崎岖不平

——美国4月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布4月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.4%，环比上升0.3%；核心CPI同比上升3.6%，环比上升0.3%，基本符合市场预期。

● 通胀水平重新下行，但后续下行斜率还需观察

1. 总体通胀与核心通胀均重新下行。美国4月CPI同比上升3.4%，增速较3月下降0.1个百分点，符合市场预期。核心CPI同比上涨3.6%，增速较3月份下降0.2个百分点。总的看，在经历了3月份的通胀反弹后，美联储需要对去通胀进程进行重新校准，4月通胀虽没有进一步超预期，但单月数据对美联储的决策影响并不大，还需要进一步观察后续通胀下行的斜率。

2. 能源通胀略有提升，核心通胀再度下行。具体而言，4月能源项同比上升2.6%，较3月份上升0.5个百分点；4月份食品项同比上升2.2%，较3月份持平，下降趋势继续暂停；核心商品环比增速较3月提升0.1个百分点至-0.1%；核心服务环比上升0.4%，较3月份下降0.1个百分点。其中住房项同比上升5.5%，环比上升0.4%，分别较3月下降0.2个百分点、持平。

3. 去通胀之路仍较崎岖，对后续通胀下行斜率保持密切观察。总的看，4月CPI数据显示美国通胀水平开始重新向下，去通胀进程未再继续遭遇逆风。从美联储主席鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，4月份同比、环比增速分别较3月份上升0.11个百分点、下降0.23个百分点，环比增速有所下降。往后看，我们需要对通胀下行的斜率保持密切跟踪。事实上，考虑到能源、粮食价格的持续高位，有可能会向核心通胀传导。且从Zillow房租指数来看，3季度后房租通胀或将向上，从而带动核心通胀回落更加缓慢，因此美国去通胀进程是否能够较为顺畅的实现，仍充满不确定性。

● 单月通胀数据影响有限，但市场波动或将放大

1. 4月通胀数据的下降，对市场而言是一个不错的消息，但后续去通胀斜率还有很大的不确定性。此外，实际薪资增速仍处在一个较高的水平，因此我们认为不宜对单月通胀数据过多关注与解读，其对美联储政策的影响或有限。

2. 事实上，从美联储主席鲍威尔近期的发言来看，虽然其认为通胀数据最终会下降，但2024年1季度的通胀数据削弱了其对降息的信心，美联储当前无法给出是否或合适能够降低利率的时点，高利率可能会持续下去。我们认为，当前的通胀数据虽然显示美联储大概率不会将加息作为后续货币政策的可选项，但从近期美国居民通胀预期有所上升来看，美联储还需要更多的数据来对去通胀进程进行观察。结合我们前述对美国通胀走势的判断，基准情形下，我们维持美联储首次降息时点或在2024年4季度，甚至有可能2024年不降息的判断。

3. 对各类资产而言，美国通胀符合预期下行，短期对市场情绪将形成一定的提振，数据发布后美股迎来一定幅度的上行，美债收益率则有一定幅度的下行，但这或与美国零售数据不及预期的关系更大。再往后看，由于通胀下行的斜率尚不确定，市场的乐观情绪有可能面临一定的修正压力。当然，考虑到美国经济韧性较强，其调整幅度或也有限，但市场波动幅度或有可能放大。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《4月社融数据异动背后的三重因素—4月金融数据点评》-2024.5.12

《适度宽货币，高质宽信用—Q1央行货币政策执行报告学习》-2024.5.12

《国际大宗商品价格整体向下调整—宏观周报》-2024.5.12

目 录

1、 通胀水平重新下行，但后续下行斜率还需观察.....	3
1.1、 总体通胀与核心通胀均重新下行	3
1.2、 能源通胀增速略有提升，核心通胀再度下行.....	4
1.3、 去通胀之路仍较崎岖，对后续通胀下行斜率保持密切观察.....	5
2、 单月通胀数据影响有限，但市场波动或将放大.....	7
3、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美国 4 月通胀水平重新下行.....	4
图 2： 4 月通胀环比增速较 3 月下降.....	4
图 3： 4 月能源通胀同比增速上升.....	4
图 4： 食品通胀较为平稳.....	4
图 5： 4 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反.....	5
图 6： 美国汽油零售价格近期录得小幅下跌.....	5
图 7： 粮食期货价格近期大多上涨.....	5
图 8： 美国二手车价格有望延续下行.....	6
图 9： 美国房租通胀后续或将继续下行.....	6
图 10： 4 月美国非房核心服务通胀同比增速上行、环比增速下行.....	6
图 11： 美国实际薪资同比增速仍处于较高位.....	7
图 12： 美国居民通胀预期有所上升.....	7
表 1： 美国 4 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 4 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.4%，环比上升 0.3%；核心 CPI 同比上升 3.6%，环比上升 0.3%，基本符合市场预期。

1、通胀水平重新下行，但后续下行斜率还需观察

1.1、总体通胀与核心通胀均重新下行

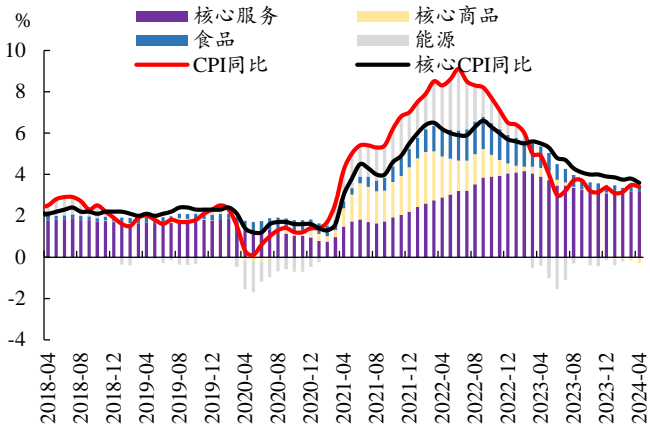
美国 4 月 CPI 同比上升 3.4%，增速较 3 月下降 0.1 个百分点，符合市场预期。环比增速录得 0.3%，环比增速较 3 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.6%，环比上升 0.3%，同比增速较 3 月份下降 0.2 个百分点，环比增速较 3 月下降 0.1 个百分点。4 月份 CPI 与核心 CPI 均出现一定程度下降，主因核心商品通胀出现了一定幅度的下行，同时核心服务未再继续反弹。总的看，在经历了 3 月份的通胀反弹后，美联储需要对去通胀进程进行重新校准，4 月通胀虽没有进一步超预期，但单月数据对美联储的决策影响并不大，还需要进一步观察后续通胀下行的斜率。

表1: 美国 4 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%)

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-04	2024-04	2024-03	2024-02	2024-04	2024-04	2024-03	2024-02
100	全部	3.4	3.4	3.5	3.2	0.3	0.3	0.4	0.4
13.56	食品	0.30	2.2	2.2	2.2	0.00	0	0.1	0
8.17	居家食品	0.09	1.1	1.2	1	-0.02	-0.2	0	0
5.39	外带食品	0.21	4.1	4.2	4.5	0.02	0.3	0.3	0.1
6.66	能源	0.19	2.6	2.1	-1.9	0.08	1.1	1.1	2.3
3.54	能源商品	0.08	1.1	0.9	-4.2	0.10	2.7	1.5	3.6
3.12	能源服务	0.11	3.6	3.1	0.5	-0.02	-0.7	0.7	0.8
18.89	核心商品	-0.28	-1.3	-0.7	-0.3	0.00	-0.1	-0.2	0.1
3.52	家居	-0.12	-2.8	-2.7	-2.3	-0.01	-0.4	-0.1	-0.3
2.51	服装	0.04	1.3	0.4	0	0.03	1.2	0.7	0.6
3.68	新车	-0.02	-0.4	-0.1	0.4	-0.02	-0.4	-0.2	-0.1
2.01	二手车	-0.17	-6.9	-2.2	-1.8	-0.03	-1.4	-1.1	0.5
1.49	医疗保健	0.04	2.5	2.5	2.9	0.01	0.4	0.2	0.1
0.85	含酒精饮料	0.02	2	2.4	2.4	0.00	0.1	0.1	0
1.372	其它商品	0.05	3.6	3.9	4.4	0.00	-0.1	0.2	0.7
60.9	核心服务	3.15	5.3	5.4	5.2	0.25	0.4	0.5	0.5
7.67	主要居所租金	0.41	5.4	5.7	5.8	0.03	0.4	0.4	0.5
26.77	业主等价租金	1.47	5.8	5.9	6	0.11	0.4	0.4	0.4
6.52	医疗服务	0.17	2.7	2.1	1.1	0.03	0.4	0.6	-0.1
6.29	交通运输服务	0.67	4.1	4.5	4.5	0.06	0.3	0.1	0.5
3.27	休闲服务	0.13	11.2	10.7	9.9	0.01	0.9	1.5	1.4
5.04	教育与通讯服务	0.08	1.6	1.4	1.5	0.01	0.2	0.2	0.5

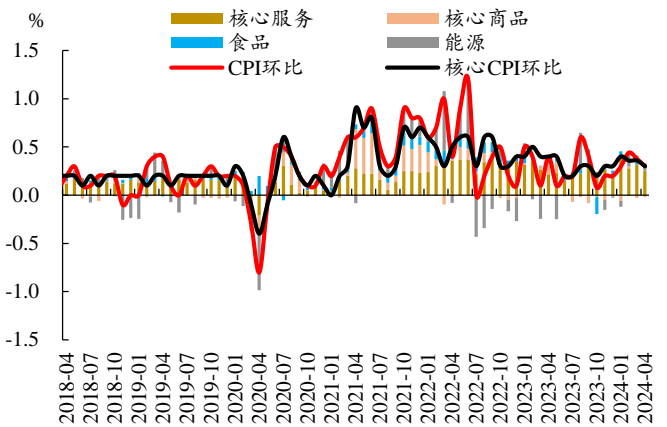
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 4 月通胀水平重新下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：4 月通胀环比增速较 3 月下降



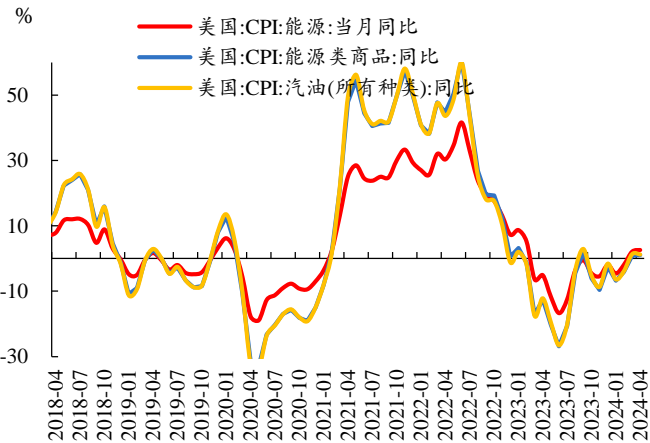
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、能源通胀增速略有提升，核心通胀再度下行

(1) **能源方面**，4 月能源项同比上升 2.6%，较 3 月份上升 0.5 个百分点；环比上升 1.1%，环比增速与 3 月持平。其中汽油项环比上升 2.8%，环比增速较 3 月份上升 1.1 个百分点；燃油项环比上升 0.9%，较 3 月份提升 2.2 个百分点。4 月能源通胀同比提升幅度相对有限，我们认为主要是 4 月中下旬国际原油价格有一定幅度下降。4 月末美国汽油价格从 4 月初的 3.4 美元/加仑上升至 3.5 美元/加仑，整体提升约 2.9%，与通胀数据表现较为一致。

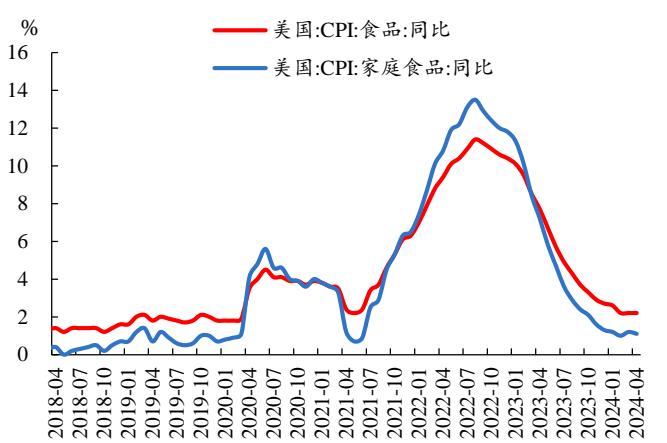
(2) **食品方面**，4 月份食品项同比上升 2.2%，较 3 月份持平，下降趋势连续 2 个月暂停；环比增速较 3 月下降 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 1.1%，较 3 月份下降 0.1 个百分点。食品项的同比增速未再继续下行，显示粮食期货价格 4 月反弹向居民消费端传导基本稳定。

图3：4 月能源通胀同比增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀较为平稳

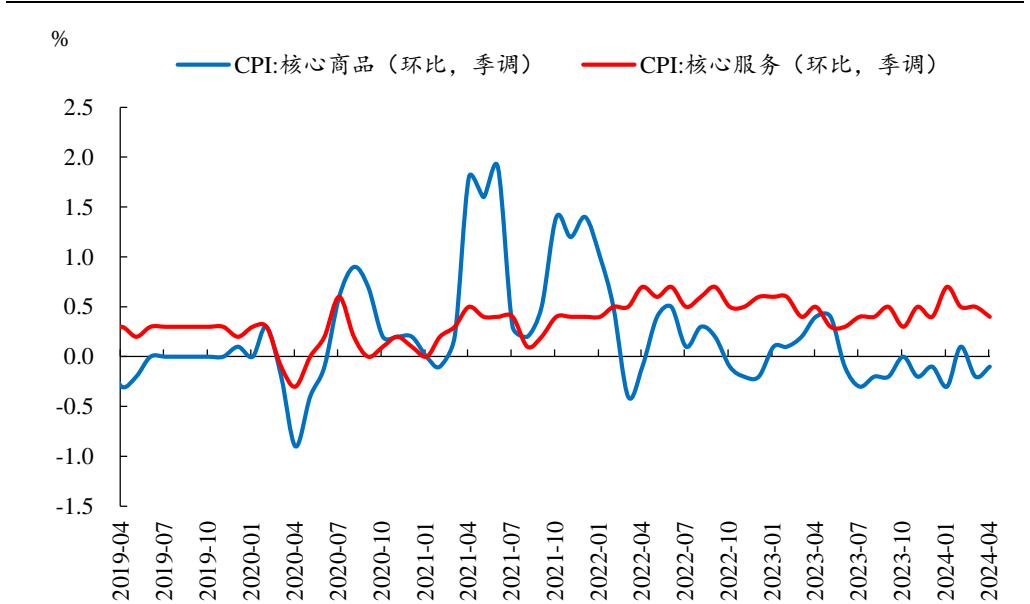


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心 CPI 方面**，4 月核心 CPI 同比上升 3.6%，环比上升 0.3%。同比与环比增速分别较 3 月下降 0.2 个百分点、0.059 个百分点。**分项来看**，核心商品环比增速较 3 月提升 0.1 个百分点至-0.1%；其中二手车项环比下降 1.4%，较 3 月份下降 0.3 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势进一步统一；新车方面，环比下降 0.4%，环比增速较 3 月份继续下降 0.2 个百分点。核心服务环比上升 0.4%，较 3 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 5.5%，环比上升 0.4%，分别较 3

月下降 0.2 个百分点、持平，房租通胀 4 月尚在缓慢放缓。交通运输服务环比上升 0.9%，较 3 月份下降 0.6 个百分点。总的看，4 月核心 CPI 同比增速重新下降，且环比增速亦继续下降，显示去通胀进程尚未遭受持续逆风。

图5：4 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、去通胀之路仍较崎岖，对后续通胀下行斜率保持密切观察

(1) 能源与粮食项短期内对通胀难有明显拖累。能源方面，截至 5 月 13 日，美国汽油价格为 3.46 美元/加仑，较 4 月底汽油价格下降约 1.0%。从近期原油价格表现来看，整体呈现出震荡走势，从 OPEC 最新的月报来看，原油价格或仍有支撑。食品方面，由于气候变化问题，粮食期货价格亦或难迎来较大幅度下跌。总的看，原油、粮食等价格或将维持一定范围的区间波动，短期内能源与食品项或对整体通胀很难有明显拖累。

图6：美国汽油零售价格近期录得小幅下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：粮食期货价格近期大多上涨



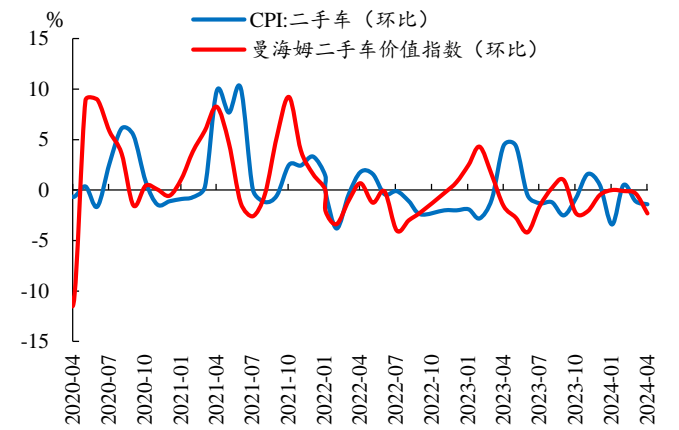
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀或将维持缓慢下行趋势。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 4 月环比下降 2.31%，预计二手车通胀后续环比增速有可能继续为负；新车方面，随着供应链的改善，预计环比增速将继

续为负；核心服务方面，住房通胀仍是4月核心服务通胀的关键所在，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落，且仍有一定程度的下行空间。往后看，由于核心商品通胀可能继续小幅下行，核心服务也将继续下行，后续核心通胀的走势或将继续向下。

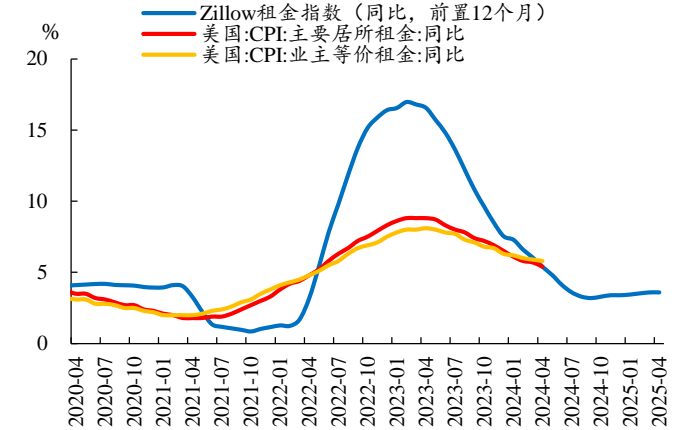
(3) 总的看，4月CPI数据显示美国通胀水平开始重新向下，去通胀进程未再继续遭遇逆风。从美联储主席鲍威尔关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，4月份同比、环比增速分别较3月份上升0.11个百分点、下降0.23个百分点，环比增速有所下降。往后看，我们需要对通胀下行的斜率保持密切跟踪。事实上，考虑到能源、粮食价格的持续高位，有可能会向核心通胀传导。且从 Zillow 房租指数来看，3季度后房租通胀或将向上，从而带动核心通胀回落更加缓慢，因此**美国去通胀进程是否能够较为顺畅的实现，仍充满不确定性。**

图8：美国二手车价格有望延续下行



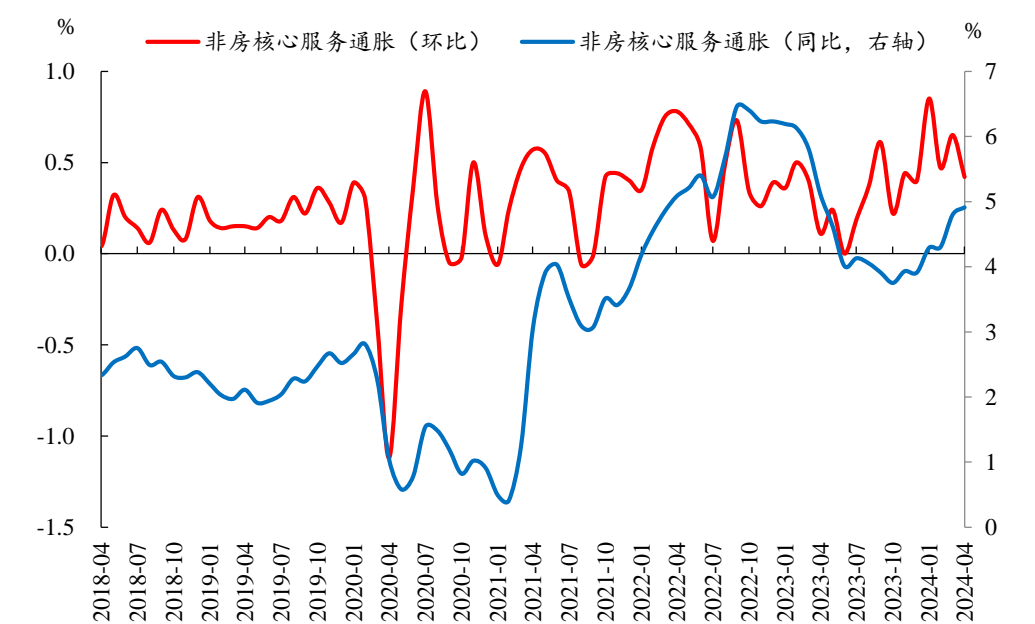
数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图10：4月美国非房核心服务通胀同比增速上行、环比增速下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、单月通胀数据影响有限，但市场波动或将放大

如何理解4月通胀数据对降息时点及各类资产的影响？

4月通胀数据的下降，对市场而言是一个不错的消息，但结合我们前述的分析，后续去通胀斜率还存在很大的不确定性。此外，如果我们从实际薪资增速（整体薪资同比增速—通胀同比增速）来看，4月份实际薪资增速仍处在一个较高的水平，考虑到4月份的非农就业虽有所走弱，但整体仍较有韧性，且后续可能存在一定的修正，从而对通胀形成支撑，因此我们认为不宜对单月通胀数据过多关注与解读，其对美联储政策的影响或有限。

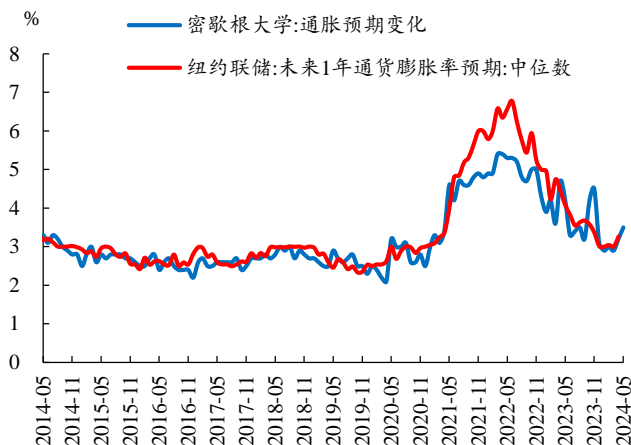
事实上，从美联储主席鲍威尔近期的发言来看¹，虽然其认为通胀数据最终会下降，但2024年1季度的通胀数据削弱了其降息的信心，美联储当前无法给出是否或合适能够降低利率的时点，高利率可能会持续下去。我们认为，当前的通胀数据虽然显示美联储大概率不会将加息作为后续货币政策的可选项，但从近期美国居民通胀预期有所上升来看，美联储还需要更多的数据来对去通胀进程进行观察。结合我们前述对美国通胀走势的判断，基准情形下，我们维持美联储首次降息时点或在2024年4季度，甚至有可能2024年不降息的判断。

图11：美国实际薪资同比增速仍处于较高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国居民通胀预期有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

对各类资产而言，美国通胀符合预期下行，短期对市场情绪将形成一定的提振，我们观察到数据发布后美股迎来一定幅度的上行，美债收益率则有一定幅度的下行，但这或与美国零售数据不及预期的关系更大²。再往后看，由于通胀下行的斜率尚不确定，市场的乐观情绪有可能面临一定的修正压力。当然，考虑到美国经济韧性较强，其调整幅度或也有限，但市场波动幅度或有可能会放大。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3714896>

² <https://wallstreetcn.com/articles/3714984>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年4月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn