

4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心

美国通胀4月基本符合预期。环比来看，核心通胀下滑至0.29%(3月：0.36%)，符合市场预期。整体CPI环比增速也略降0.07个百分点到0.31%，部分得益于食品价格的涨幅收窄。按同比看，美国整体CPI也下降0.1个百分点到3.4%，核心CPI下降0.2个百分点到3.6%(图表2)。

从环比细分数据看，超级核心服务CPI(即排除了住房价格的核心服务CPI)是帮助核心CPI下行的最大推动力，住房相关CPI也有所下滑(图表1)：

- **核心商品价格环比继续下跌(4月：-0.11%，3月：-0.15%)**。这主要受益于运输和家居环比通胀率的下降。尤其是和运输价格最为相关的二手车价格环比通胀率从3月的-1.1%进一步下跌至-1.4%。考虑到先行的曼海姆二手车价格指数的持续下行，二手车CPI的下跌或在5月继续。不过本次换季的服饰价格涨幅较高(4月：1.2%，3月：0.65%)，需要在后续月份继续观测其变化。
- **住房价格环比增速4月微跌至0.38%(3月：0.42%)**。这主要得益于外宿(主要是酒店)环比价格的显著下跌和主要居所租金CPI的略微下滑，而业主等价租金环比CPI继续维持大致稳定(0.42%)。
- **超级核心服务环比CPI增速下滑(4月：0.46%，3月：0.68%)**。运输服务的环比CPI增速下降，尤其是机票价格回落(4月：-0.81%，3月：-0.38%)是主要原因。拉高3月超级核心服务CPI的关键因素——汽车保险4月价格环比再升1.76%，增幅仍高但低于3月的2.58%。医疗护理环比CPI亦小幅下降0.11个百分点到0.45%，但仍相对偏高。不过娱乐服务价格涨幅有所扩大。

此外，尽管这次提前于CPI发布的PPI数据高于预期，但是和核心PCE相关项目的涨跌喜忧参半。PPI里的投资组合管理费环比增幅高达3.9%。然而，另外几个和核心PCE高度相关的项目，例如医疗服务费、以及3月导致PCE意外超预期的机票价格涨幅4月均回落。结合符合预期下行的4月核心CPI数据，我们预计4月核心PCE环比增速或将有一定程度的走弱。在经历了连续超预期强劲的一季度通胀数据之后，4月符合预期且有所下行的核心通胀以及此前不及预期的劳动力市场和零售数据或给美联储添加些降息信心。

往前看，我们预计二季度核心通胀或较一季度有所下降，但缓慢的核心通胀下行道路或仍有波折。尽管4月核心CPI环比增幅放缓，然而

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024年5月16日



扫码关注浦银国际研究

拉动放缓的几个关键因素——机票和外宿价格均属于高波动项目，其下行并不一定可持续。影响核心 CPI 的关键因素——除了机票价格外的超级核心服务 CPI 仍较为坚挺。在表现参差的劳动力数据影响下，其下行或仍较为缓和。此外，根据租金和住房 CPI 的历史关系，住房 CPI 或依然维持在较高水平。而商品环比 CPI 在过去 11 个月中仅有 1 个月录得正读数，其余月份均为负，或即将迎来触底反弹。我们认为商品价格在中期或有上行风险。

我们继续维持三季度开始降息的基本观点。我们的基本假设是接下来核心通胀率会在波折中下行，经济动能显著转弱。在此情况下，下半年或还有 50-75 个基点的降息。如果劳动力市场数据 6 月再次超预期下行，按照鲍威尔的说法，那么降息可能从 7 月就开始。但如果通胀、劳动力市场和实体经济数据继续全面维持强劲，那么我们也不能排除降息会延后至四季度（概率：30%），甚至全年没有降息的可能性（概率：10%）。基于距离 6 月美联储会议仅还有将于 5 月底发布的 4 月核心 PCE 数据以及 6 月初发布的 5 月就业报告，就目前的数据发布情况来看，我们预计 6 月会议的经济预测更新会将预计 2024 年的降息幅度从 75 个基点调至 50 个基点，并小幅调高 2024 年的核心通胀预测。

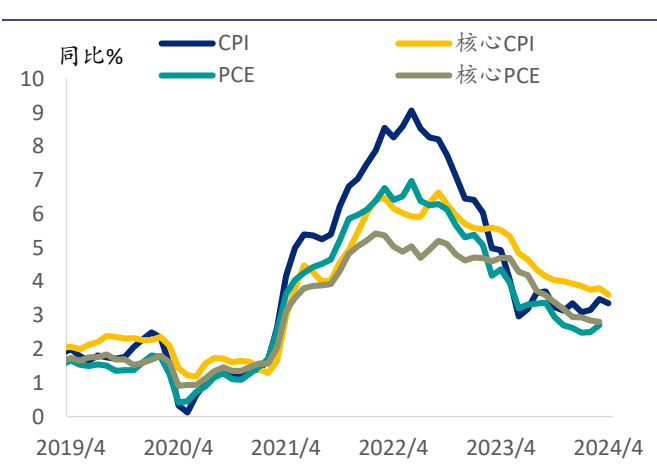
风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，地缘政治风险推升通胀。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 4 月	24 年 3 月	24 年 2 月		
CPI	0.31	0.38	0.44	100.0	0.31
食品	0.02	0.10	0.02	13.4	0.00
能源	1.12	1.13	2.26	7.0	0.08
核心 CPI	0.29	0.36	0.36	79.6	0.23
- 商品	-0.11	-0.15	0.11	18.6	-0.02
家用家具和供给	-0.39	-0.12	-0.31	3.5	-0.01
服装	1.20	0.65	0.55	2.6	0.03
运输	-0.72	-0.47	0.10	6.0	-0.04
医疗护理	0.45	0.16	0.09	1.5	0.01
娱乐商品	-0.03	-0.46	-0.20	2.1	0.00
教育和通讯商品	0.05	-1.16	0.24	0.8	0.00
酒精饮料	0.06	0.09	-0.05	0.8	0.00
其它	-0.15	0.22	0.67	1.4	0.00
- 服务	0.41	0.52	0.46	61.0	0.25
住房	0.38	0.42	0.43	36.1	0.14
主要居所租金	0.35	0.41	0.46	7.6	0.03
外宿	-0.16	0.08	0.15	1.5	0.00
业主等价租金	0.42	0.44	0.44	26.6	0.11
核心服务扣除住房	0.46	0.68	0.50	24.8	0.12
医疗护理	0.45	0.56	-0.05	6.5	0.03
运输	0.86	1.52	1.39	6.5	0.06
娱乐	0.34	0.06	0.45	3.2	0.01
教育和通讯商品	0.23	0.20	0.45	5.0	0.01
其它个人服务	0.94	1.26	-1.27	0.9	0.01

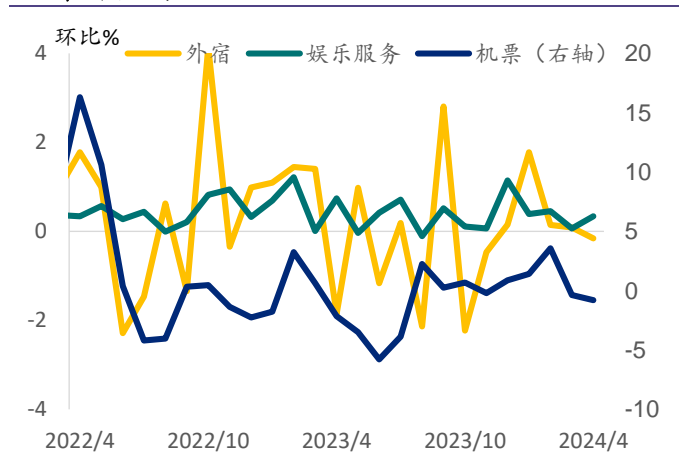
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 美国整体和核心 CPI 同比 4 月均下行



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 拉低 3 月核心 CPI 的两大因素——外宿和机票价格或较为波动



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023 年 12 月 13 日	美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 11 月 2 日	美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023 年 10 月 13 日	美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

