

美国“二次通胀”风险是否已经解除？

事件点评

美国 CPI 点评（2024.4）

投资要点

- ◆ **美国 4 月核心 CPI 较上月小幅降温，符合市场预期，令市场再度重燃对美联储降息信心。**据美国劳工统计局当地时间 5 月 15 日上午公布的数据，美国 4 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别较 3 月下行 0.1、0.2 个百分点至 3.4% 和 3.6%，其中核心 CPI 环比上涨 0.3%，符合市场预期；同日公布的美国 4 月零售同比下跌 0.8 个百分点至 3.0%。两项数据同步降温令市场重燃对美国通胀降温、美联储降息概率提升的信心，美元指数价格时隔一个月再度跌破 105。
- ◆ **核心 CPI 结构显示，仅有汽车拖累下的耐用品通胀降温幅度超出我们预期，核心非耐用品、核心服务通胀在薪资的支撑下维持高位、房地产市场在本轮货币紧缩中通过房租持续保持强劲表现，均符合我们此前预期，也验证了美国失业率与通胀之间的“马鞍形”非线性关系。美国核心通胀当前正处于带有高位黏性但缓慢下行的通道中。**4 月耐用品对核心 CPI 同比的拖累幅度较 3 月再度加深 0.2 个百分点，跌幅大于我们预期，是核心 CPI 降温的主要原因；其中汽车环比跌幅高达 -0.81%，带动当月同比跌幅显著加深 1.7 个百分点至 -2.4%，为 2017 年 10 月以来跌幅最深的单月；但近期美国官员持续针对我国新能源汽车行业提出“产能过剩”等错误论调，预计后续美国汽车等耐用消费品价格可能因工人涨薪和保护主义政策的共同作用而再度上行。虽然 4 月美国失业率小幅反弹、时薪涨幅回落，但由于薪资向通胀的传导具有一定滞后性，已经形成的服务业“薪资通胀螺旋”并未见大幅降温，4 月核心服务通胀环比在上月已经大幅升温的基础上再度上涨 0.41%，对核心 CPI 的贡献持平于 1.5 个百分点的高位；房租价格环比上涨 0.39%，对核心 CPI 的贡献也如预期维持在 2.4 个百分点的较高水平，加之耐用消费品环比增幅也相对较高，4 月美国核心 CPI 呈现结构性偏强的特征。我们在此前的报告《美失业率上行，通胀必然回落？美国就业数据点评》（2024.5.3）中就已明确指出，当前美国失业率和通胀之间存在“马鞍形”的非线性关系，失业率的窄幅双向波动对应核心通胀带有高位黏性但缓慢下行的趋势，4 月核心 CPI 的小幅降温完全符合我们的预期。
- ◆ **从 5 月会议通过放缓缩表调控长端利率以期推升产出、弥合需求缺口开始，这样的核心通胀缓慢降温事实上可能也是美联储所乐于见到的，美国年内核心 CPI 仍可能出现“二次通胀”但幅度本就比较温和，更应当关注欧、英、日央行在当前经济“从滞胀转向通缩”的担忧下降息指引会否超预期。**当前美联储很有可能已经意识到了美国通胀的回落并非一蹴而就的，与其以经济陷入衰退风险为代价搏取通胀短期回落，不如用推升产出的方式弥合需求缺口，将格局放宽至以“薪资通胀螺旋黏性”换取“通胀回落趋势确定性”，更详细的分析可以参考我们此前的报告《“放缓缩表”促“通胀收敛”的双层逻辑——美联储 FOMC 会议点评（2024.5）》（2024.5.2）。4 月核心 CPI 的小幅降温大概率已经纳入美联储前期预测和决策之中，鲍威尔早已数度强调需要更多的数据来证明通胀会“可持续地下行”，我们预计 6-8 月美国核心 CPI 同比可能较 5 月出现 0.1 个百分点左右的温和反弹。我们维持美联储 9 月首次降息、全年降息 2 次的预测不变。与其关注美国单月通胀数据可能会对美联储决策造成的扰动，更应重视欧英日央行在经济前景恶化背景下可能激进降息的风险，人民币外溢性贬值风险仍存，宽松受限背景下财政发力是政策主导。
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

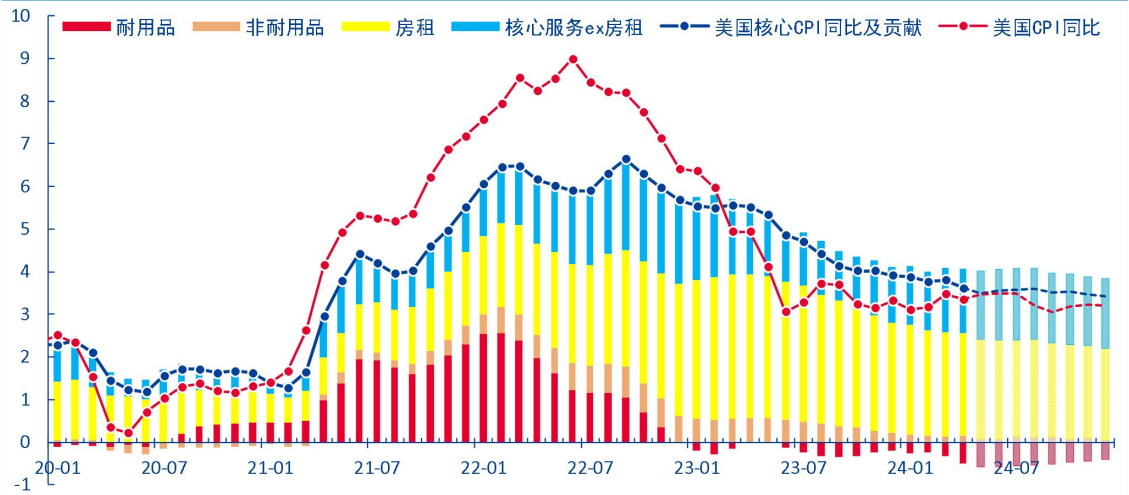
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 社融创纪录负增长，会否常态化？
2024.5.11
- 消费品补贴落地，核心 CPI 温和回升——
CPI、PPI 点评（2024.4） 2024.5.11
- 货币政策开始向中性收敛——货币政策执行
报告（24Q1）点评 2024.5.10
- 限购放松，争夺人才，成效几何？——华金
宏观·双循环周报（第 57 期） 2024.5.10
- 中端品低基数温和推升出口，能否持续？——
国际贸易数据点评（2024.4） 2024.5.9



图 1: 美国 CPI 同比及预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn