

# 美国 4 月 CPI 数据点评

## 通胀核心部分“下台阶”

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002  
 证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

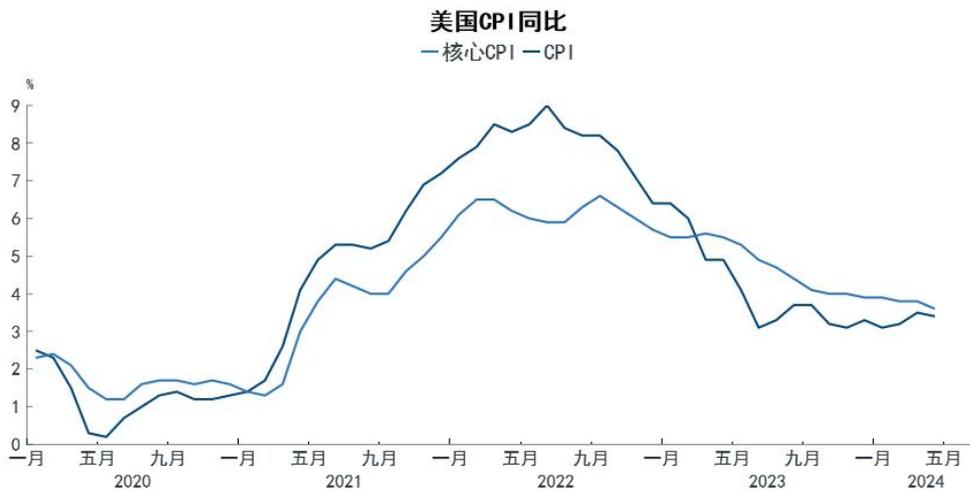
### 事项：

美东时间 5 月 15 日，美国劳工统计局发布 4 月 CPI 通胀数据：环比来看，CPI 和核心 CPI 均上涨 0.3%，均较上月回落 0.1 个百分点。同比来看，CPI 上涨 3.4%，较上月回落 0.1 个百分点；核心 CPI 上涨 3.6%，较上月回落 0.2 个百分点。

### CPI 通胀走势：“核心部分”开始追赶“非核心部分”

同比来看，CPI 核心和非核心部分表现不一。趋势上，整体 CPI 同比走势仍在 3-4% 的区间内震荡；而核心 CPI 同比有下台阶的迹象，4 月份从 3.9% 左右的平台降至 3.6%，为 2021 年 4 月以来的最低水平。

图1：美国 CPI 通胀同比走势



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

从 CPI 环比结构来看，通胀非核心部分中，食品通胀保持良好降温态势，4 月食品价格环比持平，连续三个月低于近 12 个月的平均水平；4 月能源通胀出现结构性分化，汽油和燃油为能源通胀的主要贡献，环比分别上涨 2.7% 和 2.3%，连续三个月高于近 12 个月的平均水平；而电力和天然气对能源通胀贡献转负，环比分别下跌 0.1% 和 2.9 个百分点。

通胀核心部分中，4 月核心商品通胀继续低位运行，有且仅有服装分项环比涨幅高于近 12 个月的平均水平。4 月核心服务通胀延续降温态势，其中占核心服务权重最大的住房价格环比上涨 0.4%，连续三个月低于近 12 个月的平均水平。

图2: 美国 CPI 环比热力图 (红色表示高于近 12 个月的平均水平, 蓝色表示低于近 12 个月的平均水平)

美国CPI各分项环比 (单位: %)

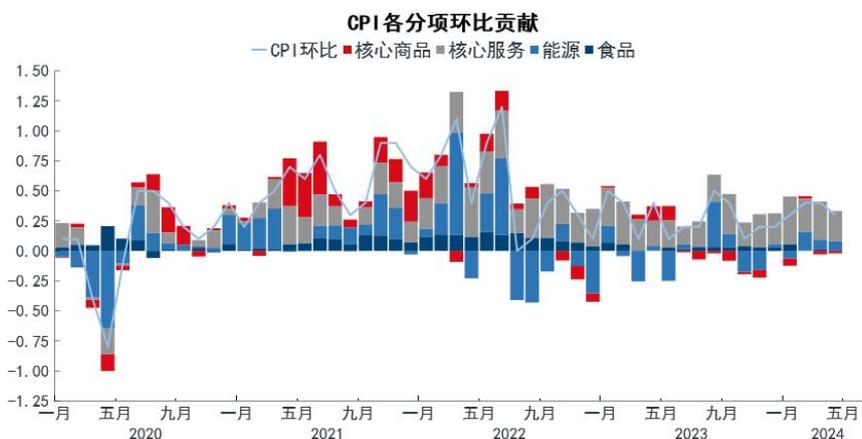
项目	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月
CPI	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.5	0.2	0.2	0.1	0.4
食品	0.0	0.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
家用食品	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.2
在外用餐	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.4
能源	1.1	1.1	2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1	1.2	4.4	0.0	0.5	-3.0	0.7
能源商品	2.7	1.5	3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3	1.8	8.3	-0.1	0.6	-4.5	2.5
汽油	2.7	1.6	3.7	-3.3	-0.6	-4.0	-4.3	1.7	8.3	-0.2	0.7	-4.5	2.7
燃油	2.3	-1.1	0.7	-2.3	-2.5	-1.0	-3.7	3.9	7.0	2.1	-1.0	-4.3	-0.3
能源服务	-0.7	0.7	0.8	1.4	0.3	1.0	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3	-1.2	-1.2
电力	-0.1	0.9	0.3	1.2	0.6	1.0	0.4	0.8	0.2	-0.4	0.7	-0.7	-0.3
天然气	-2.9	0.0	2.3	2.0	-0.6	1.2	0.3	-1.4	-0.3	1.5	-1.1	-2.9	-4.1
核心CPI	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
核心商品	-0.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.4	0.4
新车	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1
二手汽车和卡车	-1.4	-1.1	0.5	-3.4	0.6	1.4	-0.4	-1.8	-1.9	-1.5	-0.6	3.2	3.2
服装	1.2	0.7	0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
医疗商品	0.4	0.2	0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6	0.5
核心服务	0.4	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5
住房	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5
交通运输	0.9	1.5	1.4	1.0	0.1	1.0	0.9	0.7	1.6	0.8	0.4	0.3	0.5
医疗服务	0.4	0.6	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1

数据来源: 国信证券, Macrobond, BLS

资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从贡献程度来看, 4月核心服务和能源分项依旧是CPI环比贡献最大的分项, 分别贡献了0.3%和0.1%的增长。但趋势上看, 今年以来, 核心服务和能源部分对整体CPI环比贡献度逐渐下降。

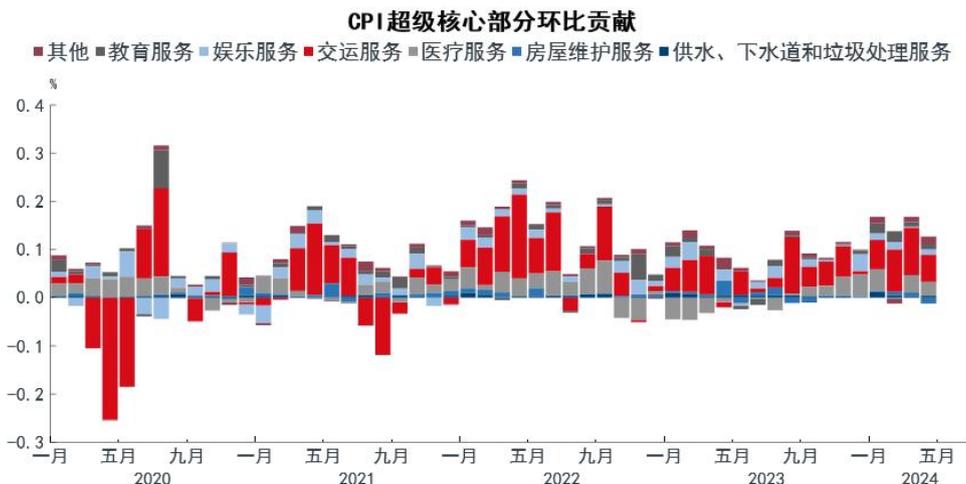
图3: 美国CPI各一级分项环比贡献



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储关注的超级核心通胀(扣除住房的核心服务部分)部分来看, 4月份超级核心部分贡献了CPI环比0.12%的增长, 较上月下降0.05%, 主要因为交通运输价格环比显著下滑。4月交通运输价格环比上涨0.9%, 较上月回落0.6个百分点。

图4: 美国CPI超级核心部分的环比贡献



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

整体来看，美国通胀结构上呈“非核心升、核心降”的特征。非核心部分上升主要受输入性影响较大，地缘政治冲突增加了能源供给的不确定性。而核心部分下降符合近期美国经济景气走弱的特征：4月美国PMI和就业数据均有所下滑，居民时薪增速进一步回落。我们认为其背后的原因与长端美债利率走势相关，去年底美联储过早释放降息信号使得长端美债利率快速下行，对实体需求抑制效果偏弱，反而造成通胀降温停滞；而今年随着市场降息预期持续后延，长端美债利率回升，强化了政策紧缩的效果。

图5：美债利率变化影响了货币紧缩的有效性



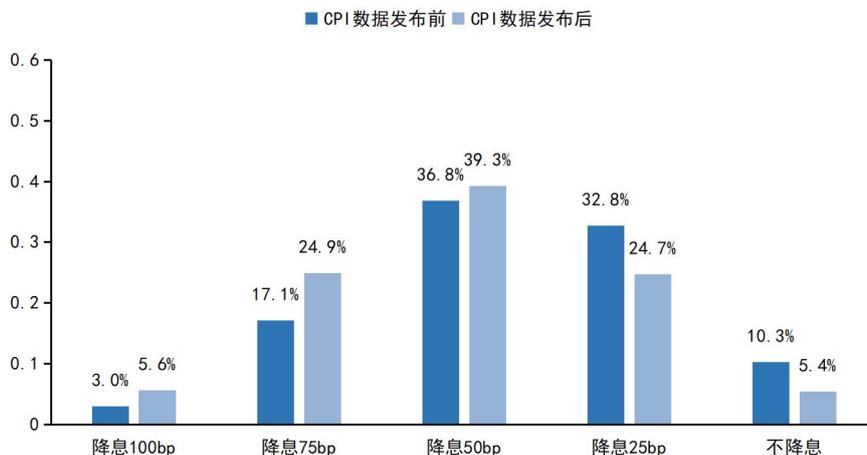
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

### 前瞻：不宜过早预期美联储“鸽派”转向

4月美国CPI数据发布后，市场降息预期迅速调整。期货市场反映2024年降息幅度的概率分布左移，全年降息50bp概率升至接近40%。尽管4月CPI通胀表现较为友好，但我们认为不宜过度期待美联储“鸽派”

转向。预计美联储将继续向市场传递“延迟降息”的信息使得长端利率维持在偏高水平，以增强货币紧缩的有效性。

图6: 芝商所 2024 年全年各降息幅度概率



资料来源：芝商所，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 风险提示

大选年美国政治环境变化超预期；国际地缘政治形势紧张超预期；

#### 相关研究报告：

- 《超长期特别国债发行安排解读-“两重”领域将成为特别国债支持重点》——2024-05-14
- 《4月金融数据解读-信贷增长“新起点”》——2024-05-12
- 《中国通胀数据快评-4月通胀同比上行，关注上游产品价格上涨向中下游的传导》——2024-05-11
- 《进出口数据快评-出口如期回暖》——2024-05-09
- 《宏观经济数据前瞻-2024年4月宏观经济指标预期一览》——2024-05-06

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032