

宏观报告

证券研究报告

2024年05月16日

美国 4 月通胀数据点评

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第3周》2024-05-13
- 2 《宏观报告：宏观-如何理解经济数据和金融数据的背离》2024-05-13
- 3 《宏观报告：宏观报告-收储存量房是否可行？》2024-05-12

美国 4 月 CPI 数据几乎全面符合预期，这是自 2023 年 12 月以来首次出现市场预期与实际数据再次契合。无论是总体 CPI 还是核心 CPI，4 月的小幅放缓都看似“刚刚好”：核心商品通缩加剧，核心服务通胀反弹趋势放缓，能源价格走弱，食品价格并未受到美国一些区域涨价的扰动。

但如果把视角跳脱出单月，我们认为这一份符合预期的通胀数据背后更多是美国 2024 Q1 通胀走高后的暂时回摆。我们认为与其关注某一个分项对当月通胀数据的影响，不如关注在通胀系统性抬升的情况下，各个实体部门对通胀的序贯式反馈。

比如，疫情后低技能服务业劳动力成本的居高不下，美国车险价格的持续上涨，加州快餐行业员工最低时薪从 16 美元提高至 20 美元，最近高技能服务业通胀的追赶创疫情以来新高。我们认为这些都反映出美国社会在逐渐接受疫后通胀中枢抬高的事实下，各个行业正在追赶式加薪以维持实际购买力的平稳。

我们认为美国二次通胀的内核是经济在接受通胀“回不去从前”的情况下寻找新的均衡，通胀作为经济运行的结果，易上难下依然是我们认为的基准情形。

风险提示：美国流动性超预期收紧，美股服务消费超预期回落，美国贷款违约率超预期升高

前言

美国 4 月 CPI 数据几乎全面符合预期，这是自 2023 年 12 月以来首次出现市场预期与实际数据再次契合。无论是总体 CPI 还是核心 CPI，4 月的小幅放缓都看似“刚刚好”：核心商品通缩加剧，核心服务通胀反弹趋势放缓，能源价格走弱，食品价格并未受到美国一些区域涨价的扰动。

但如果把视角跳脱出单月，我们认为这一份符合预期的通胀数据背后更多是美国 2024 Q1 通胀走高后的暂时回摆。我们认为与其关注某一个分项对当月通胀数据的影响，不如关注在通胀系统性抬升的情况下，各个实体部门对通胀的序贯式反馈。

比如，疫情后低技能服务业劳动力成本的居高不下，美国车险价格的持续上涨，加州快餐行业员工最低时薪从 16 美元提高至 20 美元，最近高技能服务业通胀的追赶创疫情以来新高。我们认为这些都反映出美国社会在逐渐接受疫后通胀中枢抬高的事实下，各个行业正在追赶式加薪以维持实际购买力的平稳。

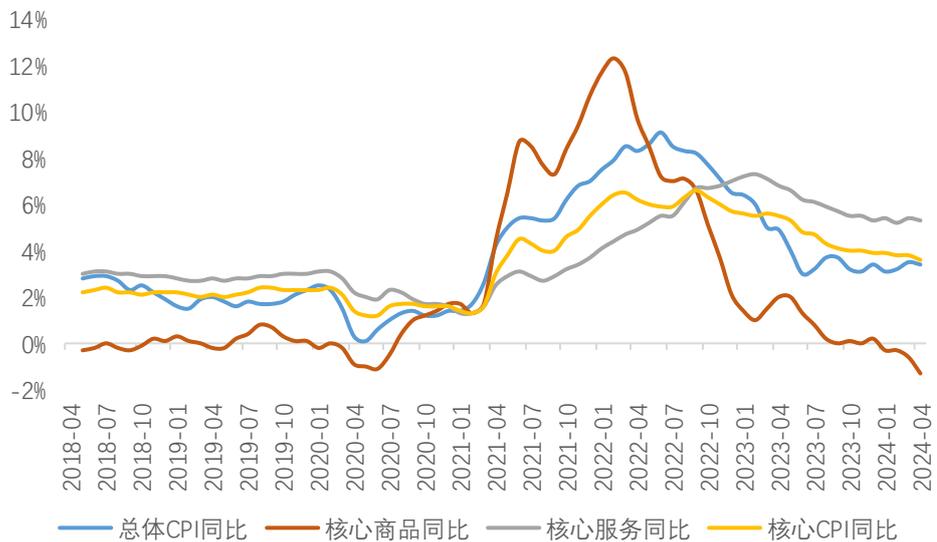
我们认为美国二次通胀的内核是经济在接受通胀“回不去从前”的情况下寻找新的均衡；通胀作为经济运行的结果，易上难下依然是我们认为是的基准情形。

正文

美国 4 月核心 CPI 环比增长 0.29%，相比上月的 0.36% 有所放缓；总体 CPI 环比增长 0.31%，也低于上月 0.38% 的水平。在高基数效应下，总体 CPI 和核心 CPI 同比分别下行至 3.36% 和 3.62%，其中核心 CPI 同比读数创 2021 年 5 月以来新低。

核心商品的持续通缩贡献了绝大多数的核心通胀下行，从同比角度看核心商品价格进一步下行至 -1.27%，这也是有统计以来核心商品同比读数的最低水平。二手车价格持续下行是核心商品通缩的主要原因，但我们认为其对核心商品价格拖累的可持续性有限。

图 1：美国 4 月核心商品 CPI 明显下行，但核心服务维持高位

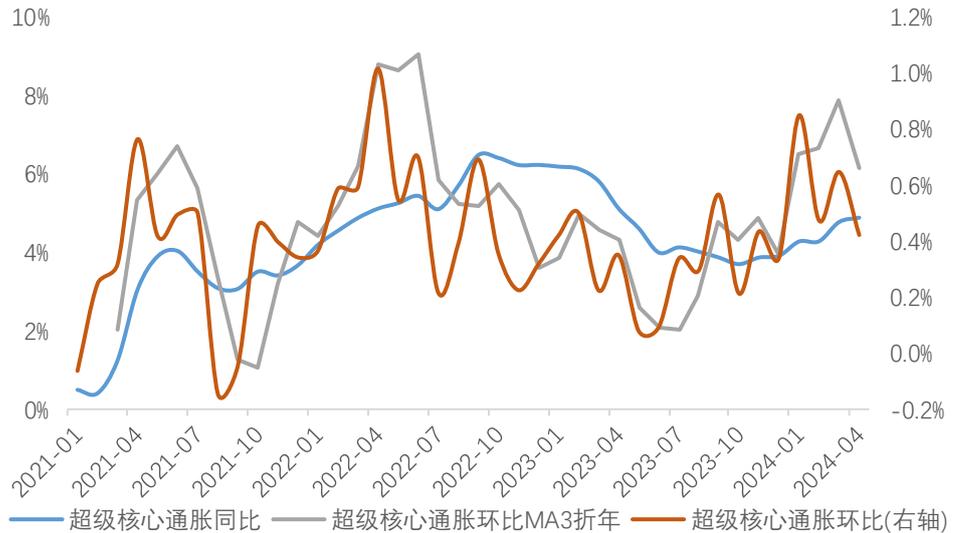


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

我们更为关注的是超级核心服务、住宅和能源价格。

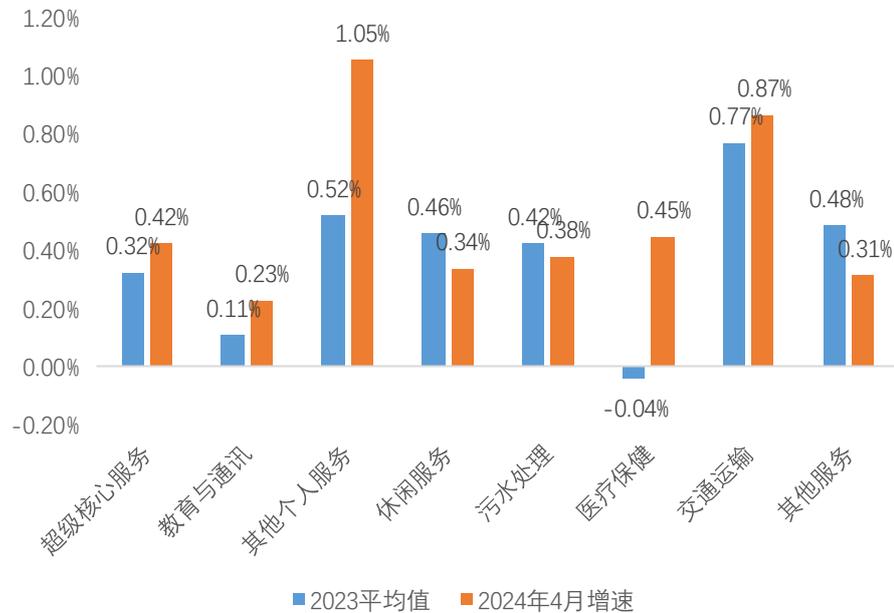
其中超级核心服务同比读数持续反弹；尽管环比有所放缓，但其中以“交通运输”和“医保服务”为首的共计占比超过 70% 的分项本月环比读数仍高于 2023 年平均水平，这也很难成为支持降息的理由。

图 2：超级核心服务持续反弹



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 3: 美国 4 月超级核心服务通胀环比增速绝大多数仍高于 2023 年平均增速



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

近期与住宅通胀相关的讨论持续升温，无论是联储官员还是部分观点都认为美国住宅通胀将出现向下拐点，但鲍威尔此前也同时表示住宅通胀的走势是一个 puzzle，有着极大不确定性。

我们认为在看待住宅通胀趋势方面，需要去拥抱更大的“确定性”，而不要持续的期待“不确定性”。住宅通胀最大的确定性就是美国 CPI 住宅分项同比滞后美国房价 12 个月变动，这个规律在疫情后依然成立。

我们早在 2024 年 3 月 12 日报告《美国核心通胀反弹的两条线索》中有提及，美国住房价格同比从 2023 年 6 月开始反弹，指向美国住房通胀同比或将于 6 月左右看到向上拐点；美国核心通胀的向上风险依然存在。

图 4: 美国 CPI 住房通胀同比读数即将面临反弹压力



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

能源通胀则是另一个需要担心的分项。无论是美国国内汽油价格进入夏天后季节性的走高，还是能源价格基数效应消退后对通胀转为正贡献，亦或是美国能源部在明确战略补库需求后对国际油价的支撑作用，都会对通胀产生更大的压力。

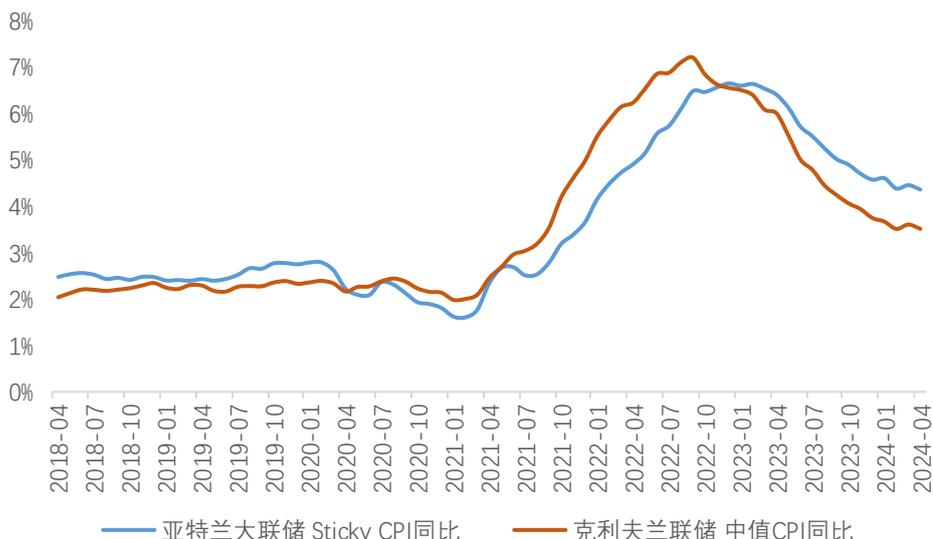
图 5: 美国能源价格的季节性上涨将对总体 CPI 带来压力



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

这一份符合预期的通胀报告背后其实或暗含更多未来通胀上行的风险，从克利夫兰联储的 Trimmed Mean CPI (去掉变动最大的 16%部分)和亚特兰大联储的粘性 CPI (衡量相对价格变动频率较低的部分) 角度看，远谈不上去通胀进程再次开启。

图 6: 中值通胀和粘性通胀数据仅仅走平，远谈不上改善

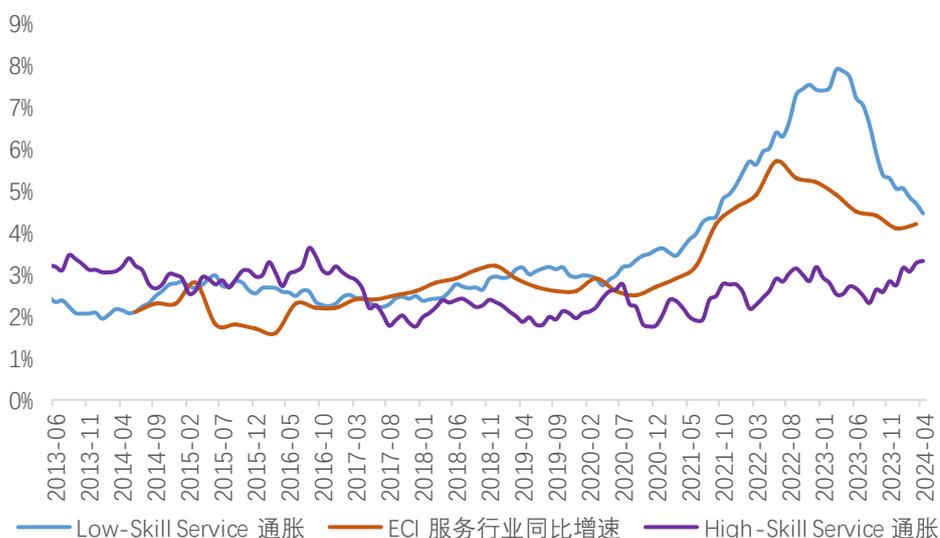


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

如果把视角跳脱出单月，我们认为这一份符合预期的通胀数据背后更多是美国 2024 Q1 通胀走高后的暂时回摆。

无论是疫情后低技能服务业劳动力成本的居高不下，美国车险价格的持续上涨，加州专门为快餐行业员工最低时薪从 16 美元提高至 20 美元，还是最近高技能服务业通胀的追赶，创疫情以来新高。我们认为这些都反映出美国社会在逐渐接受疫后通胀中枢抬高的情况下各个行业正追赶式加薪以维持实际购买力的相对平稳。

图 7：近期美国高技能服务业通胀也有所追赶



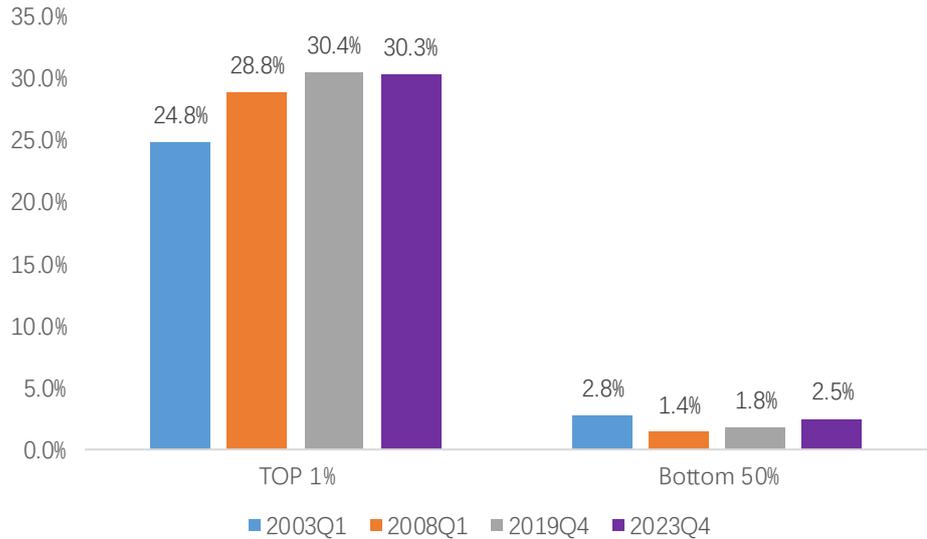
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

既然快餐行业可以提高最低工资，那零售业和快递业这些低技能服务业也可能跟随。我们可能看到了一个“潘多拉魔盒”的开启：美国各行业在面临刚性支出大幅上升的情况下，都有着充足的加薪理由。

与之相对的是美国疫情之后出现了一个反直觉的现象：贫富差距的压缩。处于光谱最下方的底层通过更高的薪资增速来增加财富，而处于光谱最上方的顶层通过美股、地产等财产增值获得财富增值。

从更广义的角度讲，这或许也是 2018 年美国开启制造业回流，补短板的结果：大量底层人民通过高赤字下的二次分配得到了更高的财富增速；当前美国的“胀”也就是如此状态下经济运行的伴生产物。

图 8：疫情后美国 Bottom 50%和 Top1%人群的财富占比都有所增加



资料来源：FED，天风证券研究所

因此，我们认为与其关注某一个分项对零星 CPI 数据“超预期”的拉动作用，不如将其看待为通胀系统性抬升情况下实体经济各部门的序贯式反馈。美国二次通胀的内核是在无奈接受通胀“回不去”从前的情况下，经济寻找新的均衡；通胀作为经济运行的结果，易上难下依然是我们认为的基准情形。

在财政高赤字的驱动下，美联储的货币政策只能做到被动应对。

除此之外，我们在 2024 年 4 月 1 日报告《如何看待当前美国降息预期？》中提到今年大选年，降息对拜登的选情是适得其反；我们认为一旦降息，通胀与通胀预期的迅速上行将使得美国短视的选民转向支持特朗普。大选的限制意味着美联储会处于更加被动的局面，宛如上一轮周期中，2015 年 12 月加息后，一直等到 2016 年大选结束才开启第二次加息。

既然通胀数据显得“刚刚好”；相对财政，美联储又处于弱势的一方，疲于应对不如无奈接受。降息没动力，加息没条件，我们认为对于联储来说“一动不如一静”是最好的选择。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com