



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《历史数据不是简单的重复，社融温和回升可期》 - 2024.05.13

宏观观点

向正确的方向迈进一小步——美国4月CPI解读

● 核心观点

美国公布4月通胀数据，无论是CPI还是核心CPI，无论是同比还是环比，均较前值有所回落。本次通胀数据的回落扭转了一季度意外上涨的趋势，美股在乐观的情绪下上涨至历史新高。

从分项来看，通胀的韧性主要仍是由核心服务贡献，特别是剔除住房以外的核心服务。未来，核心服务能否接力核心商品提供去通胀动能，成为通胀能否顺利回落的关键。

核心商品分项同比持续为负，4月下降至-1.3%。此次CPI回落的主要贡献来自核心商品中的二手车分项。根据前瞻指标曼海姆指数来看，这一分项还有回落的空间。

克利夫兰联储的研究表明，新租户租金指数(NTRR)领先于美国CPI中的租金分项约一年，这一前瞻指标显示，1月业主等价租金(OER)的上行只是意外，住房租金通胀仍在回落进程中，未来短期可能会遭遇反弹，但长期仍有望继续改善。

本次核心服务通胀最主要的贡献来自运输服务中的机动车保险分项。背后的原因可能是新能源车转型升级过程中的维修成本上升，导致保险公司大幅上调费率。

整体而言，4月的通胀数据比一季度温和许多，打破了此前意外上涨的趋势，朝着美联储期望的方向迈进了一小步。但考虑到核心服务分项的黏性仍然较强，后续通胀的回落可能仍有波折，距离美联储的2%目标还有很长的路要走。

考虑到2023年下半年，CPI当月值接近走平，基数效应将在下半年变得不利。目前来看，除非劳动力市场出现明显降温的迹象，否则美联储要开启降息还需要等待多份数据验证通胀回落的趋势，年内降息可能不超过一次。

至于市场则仍处于交易“坏消息就是好消息”的阶段，放缓的通胀和低于预期的零售数据带来美股上涨并创下历史新高。复盘前几次美联储转向，我们可以看到，在加息结束、降息还未兑现的阶段，市场走势往往和经济相反，此时不利的经济基本面信息让市场倾向于交易分母端流动性宽松。当第一次降息真正来临的时候，经济可能已经明显走软，市场往往倾向于去交易分子端盈利下滑，此时“坏消息就是坏消息”。目前美国经济数据仍符合“金发姑娘”，美股或仍有一定的上涨空间。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国通胀超预期回落；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

1 4月通胀数据改善，商品和住房分项回落.....	4
2 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美国 4 月 CPI 各分项情况.....	4
图表 2: 4 月美国 CPI 增速回落 (%)	5
图表 3: 美国 CPI 核心商品、核心服务、住所分项同比增速 (%)	5
图表 4: 美国曼海姆二手车指数显示未来二手车分项仍有继续回落的空间.....	6
图表 5: 美国新租户租金指数显示租金分项长期仍有望改善	6
图表 6: 美国机动车保险增速攀升 (%)	7

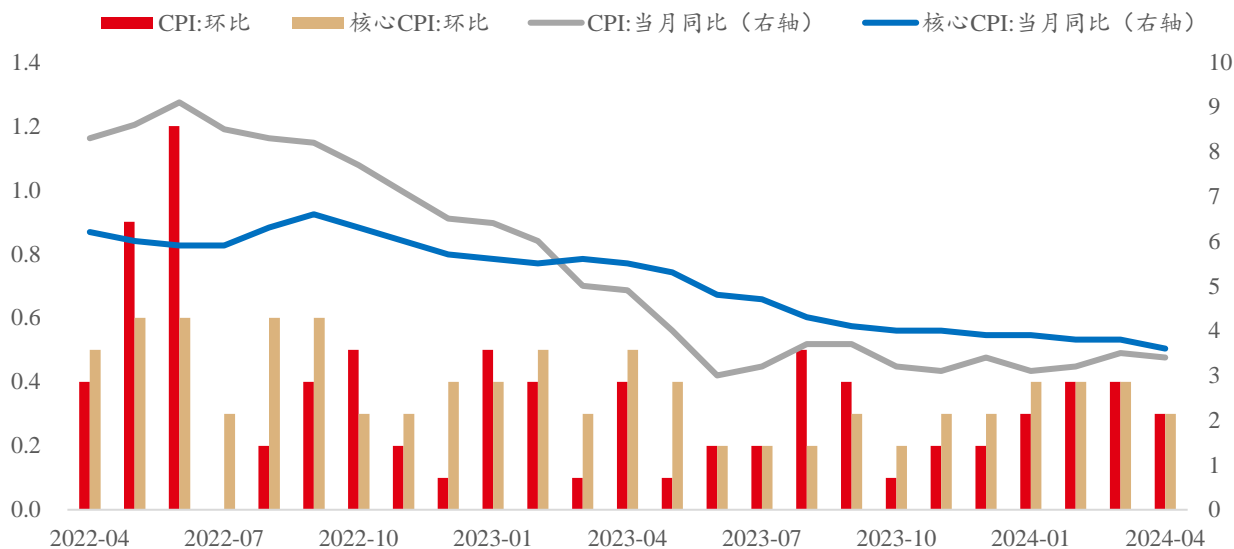
1 4月通胀数据改善，商品和住房分项回落

美国公布4月通胀数据，CPI和核心CPI环比均从0.4%回落至0.3%，CPI同比从3.5%回落至3.4%，核心CPI同比从3.8%回落至3.6%。本次通胀数据的回落扭转了一季度意外上涨的趋势，也缓解了市场对美联储进一步鹰派的担忧，美股在乐观的情绪下上涨至历史新高。

图表1：美国4月CPI各分项情况

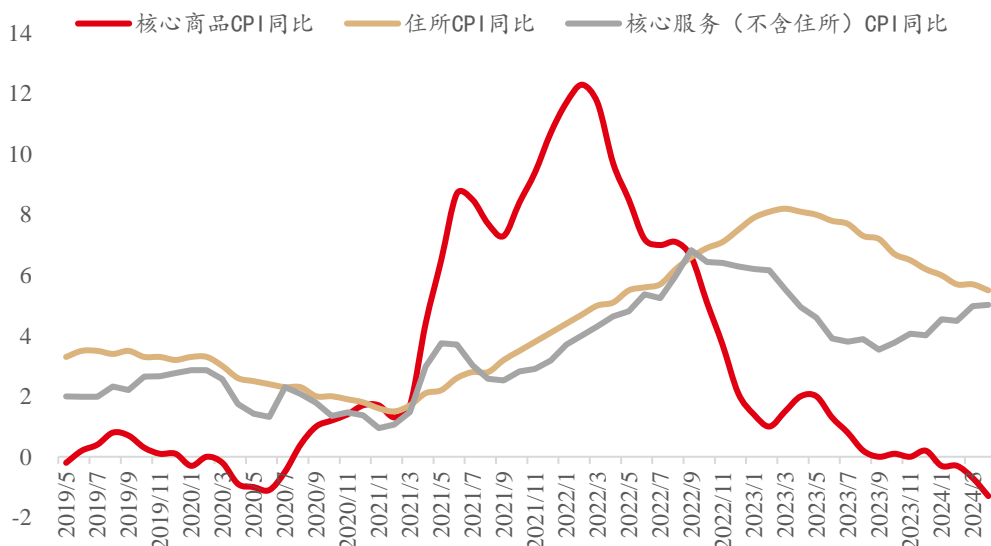
单位：%	权重	环比							同比
		2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-04
CPI	100	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	3.4
食品	13.6	0.3	0.2	0.2	0.4	0.0	0.1	0.0	2.2
家庭食品	8.2	0.3	0.1	0.1	0.4	0.0	0.0	-0.2	1.1
非家用食品	5.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.1	0.3	0.3	4.1
能源	6.7	-2.5	-2.3	0.4	-0.9	2.3	1.1	1.1	2.6
能源类商品	3.5	-4.9	-5.8	-0.1	-3.2	3.6	1.5	2.7	1.1
汽油	3.4	-5.0	-6.0	0.2	-3.3	3.8	1.7	2.8	1.2
燃油	0.1	-6.4	-1.1	-3.3	-4.5	1.1	-1.3	0.9	-0.8
能源服务	3.1	0.4	1.0	0.3	1.4	0.8	0.7	-0.7	3.6
电力	2.4	0.3	1.4	1.3	1.2	0.3	0.9	-0.1	5.1
燃气服务	0.7	0.3	1.2	-0.6	2.0	2.3	0.0	-2.9	-1.9
核心CPI	79.8	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	3.6
核心商品	18.9	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	-1.3
新交通工具	3.7	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4
二手汽车和卡车	2.0	-0.4	1.4	0.6	-3.4	0.5	-1.1	-1.4	-6.9
服装	2.5	0.0	-0.6	0.0	-0.7	0.6	0.7	1.2	1.3
医疗护理商品	1.5	0.4	0.5	-0.1	-0.6	0.1	0.2	0.4	2.5
核心服务	60.9	0.3	0.5	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4	5.3
住所	36.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	5.5
运输服务	6.3	0.9	1.0	0.1	1.0	1.4	1.5	0.9	11.2
医疗护理服务	6.5	0.2	0.5	0.4	0.5	0.0	0.5	0.4	2.6

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：4月美国CPI增速回落（%）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

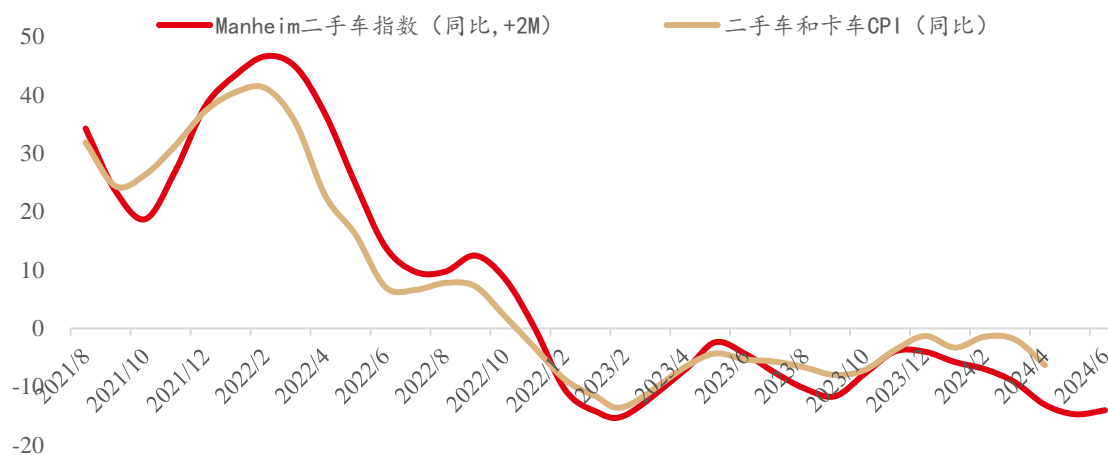
从分项来看，通胀的韧性主要仍是由核心服务贡献，特别是剔除住房的核心服务。未来，核心服务分项能否接力核心商品分项提供去通胀动能，成为通胀能否顺利回落的关键。

图表3：美国CPI核心商品、核心服务、住所分项同比增速（%）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

核心商品分项同比持续为负，4月下降至-1.3%。此次CPI回落的主要贡献来自核心商品中的二手车分项。根据前瞻指标曼海姆指数来看，这一分项还有回落的空间。

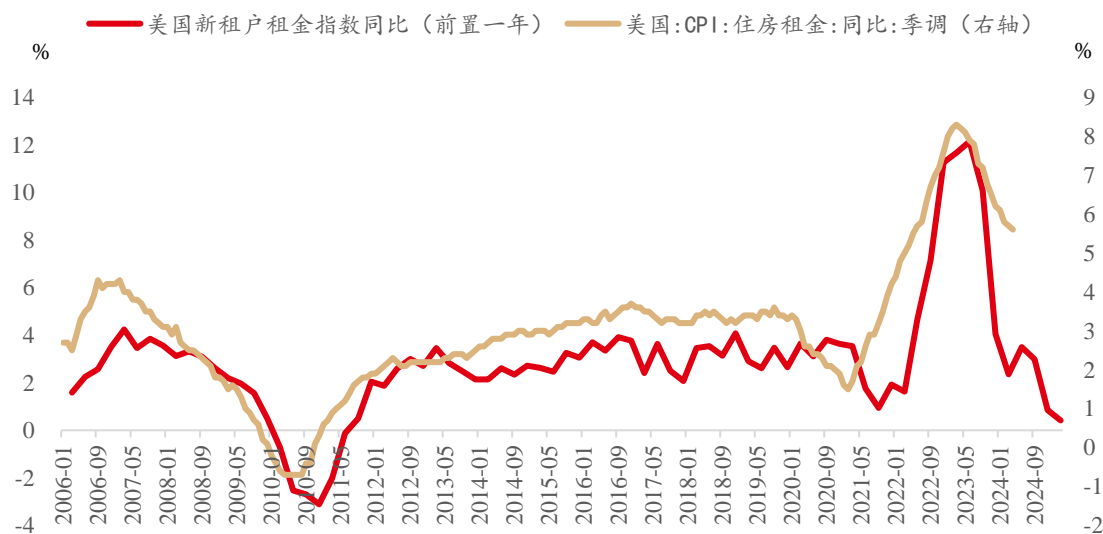
图表4：美国曼海姆二手车指数显示未来二手车分项仍有继续回落的空间



资料来源：Wind, Macromicro, 中邮证券研究所

克利夫兰联储的研究表明，新租户租金指数（NTRR）领先于美国CPI中的租金分项约一年，这一前瞻指标显示，1月业主等价租金（OER）的上行只是意外，住房租金通胀仍在回落进程中，未来短期可能会遭遇反弹，但长期仍有望继续改善。

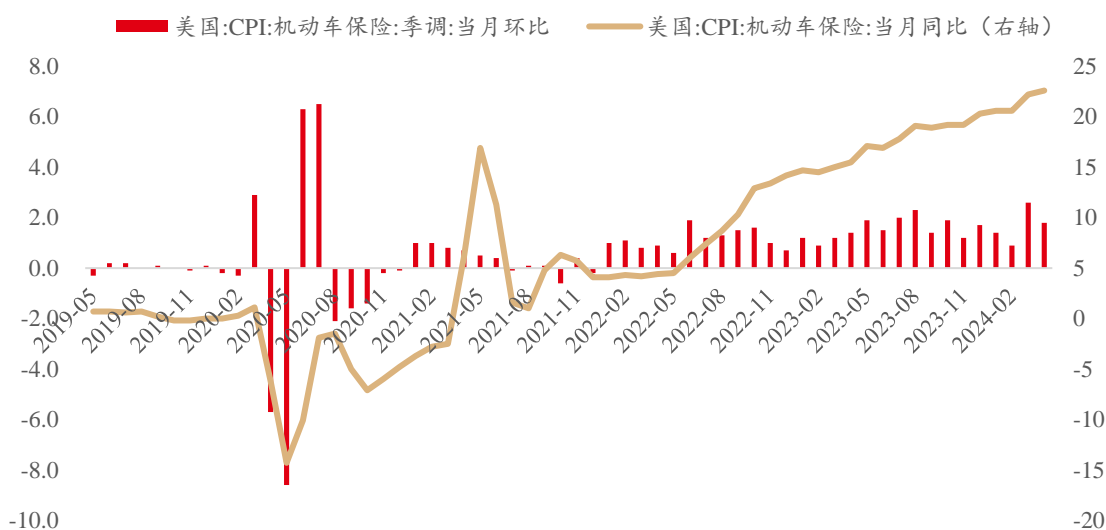
图表5：美国新租户租金指数显示租金分项长期仍有望改善



资料来源：Wind, 美国劳工统计局, 中邮证券研究所

本次核心服务通胀最主要的贡献来自运输服务中的机动车保险分项，同比高达 22.6%，对 CPI 的拉动效果高达 0.58%。背后的原因可能是新能源车转型升级过程中的维修成本上升，导致保险公司大幅上调费率。

图表6：美国机动车保险增速攀升（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

整体而言，4月的通胀数据比一季度温和许多，打破了此前意外上涨的趋势，朝着美联储期望的方向迈进了一小步。但考虑到核心服务分项的黏性仍然较强，后续通胀的回落可能仍有波折，距离美联储的2%目标还有很长的路要走。

考虑到2023年下半年，CPI当月值接近走平，基数效应将在下半年变得不利。目前来看，除非劳动力市场出现明显降温的迹象，否则美联储要开启降息还需要等待多份数据验证通胀回落的趋势，年内降息可能不超过一次。

至于市场则仍处于交易“坏消息就是好消息”的阶段，放缓的通胀和低于预期的零售数据带来美股上涨并创下历史新高。复盘前几次美联储转向，我们可以看到，在加息结束、降息还未兑现的阶段，市场走势往往和经济相反，此时不利的经济基本面信息让市场倾向于交易分母端流动性宽松。当第一次降息真正来临的时候，经济可能已经明显走软，市场往往倾向于去交易分子端盈利下滑，此时“坏消息就是坏消息”。目前美国经济数据仍符合“金发姑娘”，美股或仍有一定的上涨空间。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；美国物价水平超预期回落；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048