

通胀超市场预期回落，美联储或于7月首次降息

2024年/5月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

美国2024年4月CPI同比上涨3.4%(市场预期上涨3.4%，前值上涨3.5%)，环比上涨0.3%(市场预期上涨0.4%，前值上涨0.4%)；核心CPI同比上涨3.6%(市场预期上涨3.6%，前值上涨3.8%)，环比上涨0.3%(市场预期上涨0.3%，前值上涨0.4%)。

点评：

- 1、4月美国CPI和核心CPI同比环比增速均低于市场预期，其中核心CPI同比增速创2021年12月以来新低，市场对二次通胀的风险预期有所降低。
- 2、从CPI的分项构成上看，商品分项同比上涨0.3%，相比上月减少0.3个百分点；服务分项同比上涨5.2%，相比上月减少0.1个百分点。而非耐用品同比持续走低是商品增速下降的主要原因，其中，非耐用品同比上涨1.8%，相比上月增加0.1个百分点；耐用品同比下跌3.2%，相比上月跌幅扩大1.1个百分点。此外，结合各项权重综合计算，对4月CPI贡献最大的是家计项(1.99%)，其次是机动车保险(0.41%)，之后分别是食品项(0.3%)、能源项(0.18%)和医疗服务项(0.175%)。
- 3、4月美国CPI增速低于市场预期的主要原因是：**核心商品价格持续回落，同时服务价格同比增速小幅降温。**

首先，能源价格同比增速继续反弹，完全符合我们此前预期。

数据显示，4月能源价格同比上涨2.6%，对本月CPI的贡献为0.18%，相比上月小幅增加0.03个百分点。其中，汽油价格同比上涨1.2%，对本月CPI的贡献为0.04%，对本月CPI的贡献与上月持平；管道天然气价格同比下跌1.9%，对本月CPI的贡献为-0.01%，相比上月的影响缩减0.01个百分点。进入5月国际原油价格出现较大幅度下跌，再度跌破80美元/桶，但考虑到去年5月的低基数效应，预计5月能源项对CPI的正向拉

动还将持续，但之后该项对 CPI 的贡献很可能再度转为负值，并带动通胀回落。

其次，食品价格同比增速继续与上月持平。

数据显示，4 月食品项同比上涨 2.2%，连续三个月持平，本月对 CPI 的贡献依然为 0.3%。

第三，核心商品价格同比增速持续回落。

数据显示，4 月除能源和食品外的核心商品价格同比下跌 1.3%，本月对 CPI 的贡献为-0.24%，相比上月扩大 0.11 个百分点。其中，新车价格同比下跌 0.4%，较上月继续扩大 0.3 个百分点，连续 2 个月同比增速转负；二手车价格同比大幅下跌 6.9%，较上月跌幅扩大 4.7 个百分点，完全符合我们此前预期。由于作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数仍在回落中，预计该项对 CPI 的拖累短期还将持续。


第四，服务价格同比增速小幅降温。

数据显示，4 月服务项同比上涨 5.3%，较上月降低 0.1 个百分点，是去年 2 月以来的次低增速。其中，占比最大的家计项上涨 5.5%，重回自去年 3 月以来的持续下降趋势，本月对 CPI 的拉动为 1.99%，相比上月降低 0.07 个百分点，完全符合我们此前预计。作为先行指标的美国 ZILLOW 指数同比涨幅与 CPI 统计中的租金价格涨幅存在 13 个月的时间滞后，考虑到滞后效应，由于前者从 2022 年 2 月至 2023 年 9 月处于持续回落趋势，预计未来几个月家计项对 CPI 的贡献很可能继续降低。

4 月其他服务价格有所反弹。其中，医疗项同比上涨 2.7%，本月对 CPI 的贡献为 0.18%，相比上月增加 0.04 个百分点；交通运输项同比上涨 11.2%，本月对 CPI 的拉动为 0.73%，相比上月扩大 0.05 个百分点。

结论：

- 1、4 月美国 CPI 和核心 CPI 同比环比增速均低于市场预期，我们判断未来通胀震荡走低概率较大。同时，近期公布的美国初请失业金人数、职业空缺率、劳动者薪酬增速均表明劳动力市场出现降温迹象。虽然 4 月 PPI 环比增速超市场预期，但由于前值下修至-0.1%，而且从分项看能源价格环比上涨为主要因素，当月食品价格环比回落，预计该指标未来难以持续增长。我们维持此前判断，美联储连续加息带来货币政策的时滞效应已经逐渐在消费、就业等方面体现出来，美国经济开始出现一定的放缓迹象。（详见报告《美联储或于 7 月首次降息》）
- 2、目前 CME 交易所预测美联储 6 月不降息的概率为 91.3%，7 月不降息的概



率也高达 68.3%，而 9 月开始降息的概率则大幅提升至 72.4%。与市场观点不同，我们认为美联储降息时点不宜过晚，考虑到通胀和劳动力市场仍需要时间观察，6 月降息概率不大，或将于 7 月首次降息，单次降息 25bp 或者 50bp 均有可能，小幅调低全年降息幅度为 75-100bp。

3、对未来大类资产价格走势，我们的判断是：

- 在降息预期提前的刺激下，美三大股指均创历史新高，预计在降息真正落地前，继续震荡上行的概率较大，但围绕降息预期变化，震荡幅度很可能会继续加大。
- 如我们此前预计，近期美元指数已经跌破 105，预计中期很可能将维持 100-105 的震荡区间。
- 如我们此前预计，近期十年期美债收益率持续回落，再度跌破 4.4%，预计围绕 4.2% 中枢震荡概率较大，短期仍有回落空间。
- 黄金价格经过 4 月下旬的调整，近期持续反弹再度逼近历史新高，预计短期围绕 2300 美元/盎司高位震荡的概率较大。

➤ 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工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。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

