



5 月 11 日，美国 4 月 CPI 增速强于市场预期。虽然核心 CPI “见顶”，但市场紧缩情绪重燃。同时，午夜后衰退交易再起，美股反弹势头被打破，跟随美债利率一路下跌。

➤ **4 月总体 CPI 及核心 CPI 均回落不及预期，核心通胀回落基本依靠基数效应。**

4 月美国总体 CPI 和核心 CPI 增速回落均不及市场预期。美国 4 月 CPI 同比增速 +8.3%，预期 +8.1%；环比 +0.3%，预期 +0.2%。4 月核心 CPI 同比 +6.2%，预期 +6.0%；环比 +0.6%，预期 +0.3%。

4 月美国核心 CPI 同比见顶的背后是基数效应拖累。前期报告中我们提示美国核心 CPI 同比翘尾因素将在 2022 年 4 月开始快速下降，因此核心 CPI 同比读数大概率在 3 月见顶。但超预期的环比增速或意味着美国通胀的内生趋弱动力不强。

➤ **超预期通胀的背后：一波未平一波又起。**

从环比增速分析，4 月 CPI 增速超预期和食品、能源服务、新车价格、租金和运输服务有关。

非核心通胀方面，食品通胀仍然严重，天然气价格大涨对冲原油下行。受俄乌冲突和能源价格高企引发的种植成本提升影响，粮食价格居高不下。另一方面，由于原油价格从 3 月份的高点回落明显，市场期待 4 月美国能源通胀可以显著下降。但因欧洲加大对美国天然气的进口，美国天然气价格在 4 月大幅上升。4 月份美国 CPI 中天然气服务分项环比增速达 3.1%，对冲了一部分能源商品通胀下行的影响。

新车通胀 4 月“死灰复燃”，或和统计口径修改和供应链有关。在 2022 年一季度，美国 CPI 新车分项环比增速已经连续 3 个月录得较低的环比增速（低于 0.3%），但 4 月环比增速却上升至 1.1%，我们认为这可能与两大因素有关。第一，4 月份开始，劳工部用 J.D.Power（某汽车市场信息平台）的交易数据代替自己的调查来评估新车价格。这使得新车价格中包含了更多汽车经销商(dealer)的报价，在新车供应紧张的当下，或将提高新车价格的估计。第二，美国新车供应问题未得到实质性解决，叠加 4 月份中国部分城市因疫情而封锁，美国新车供应链紧张问题或加剧。

租金通胀未来或维持高位。由于在 CPI 中权重极高（接近 33%），4 月租金通胀对美国 CPI 同比的拉动已经达到 1.71%。美国租金通胀环比和工资环比增速高度相关，偏紧的劳动力市场或意味未来租金增速仍将维持高位。另外，从高频领先指标看，租金通胀未来回落的空间也不大。

➤ **单次加息 75BP 或仍为保留选项，资本市场紧缩恐慌再起。**

我们再次强调，核心通胀见顶降低了单次大幅加息的可能性。但见顶不意味着显著下行，在 PCE 核心通胀回到 2-2.5% 区间前，美联储不会停止加息。

4 月 CPI 公布后，市场对未来单次加息 75BP 的押注有所增加。通胀数据公布后，OIS 掉期隐含利率明显走高，虽然隐含利率午夜有所回落，但更远期的利率回落幅度较小，这意味着市场提高了未来（如 9 月会议）单次加息 75BP 的概率。

紧缩恐慌重燃，衰退交易再现。CPI 数据公布后，美债利率和美元同时冲高，美股期货下跌。紧缩情绪有所消化后，10 年期美债利率走低，美股低开高走。但随着时间推移，美债利率走弱幅度更甚，美股则大幅跳水，而美元指数并未跟随回落，这正是典型的“衰退交易”。近期 10 年 2 年期美债利差有所回落，正对应着美股波动性的显著提高。

➤ **风险提示：**海外央行加息节奏超预期；地缘政治风险；通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

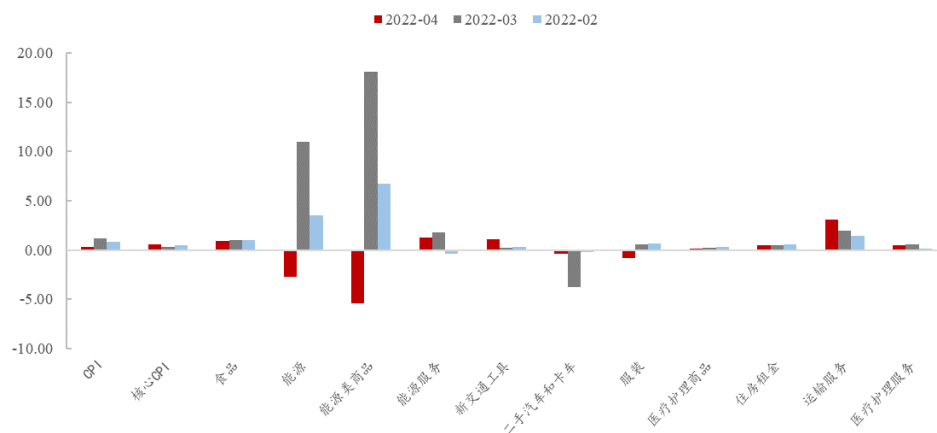
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

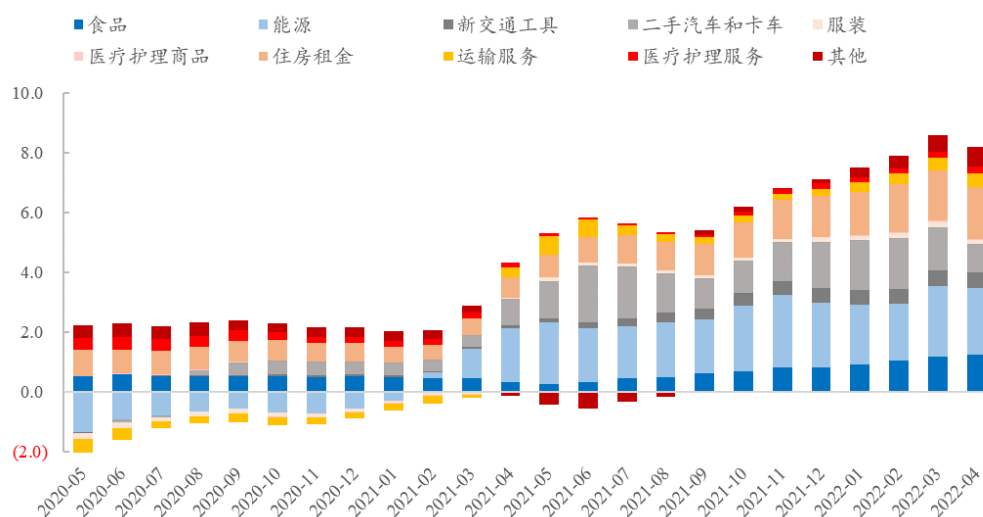
- 1.落地了，加息 50BP——美联储 5 月议息会议点评
- 2.高通胀压力下，美国今年到底加息几次？——美国 1 月 CPI 点评
3. 预期内的美联储和预期外的欧央行——美国 2 月 CPI 及欧央行 3 月议息会议点评

图 1：美国 CPI 各分项环比增速（单位：%）



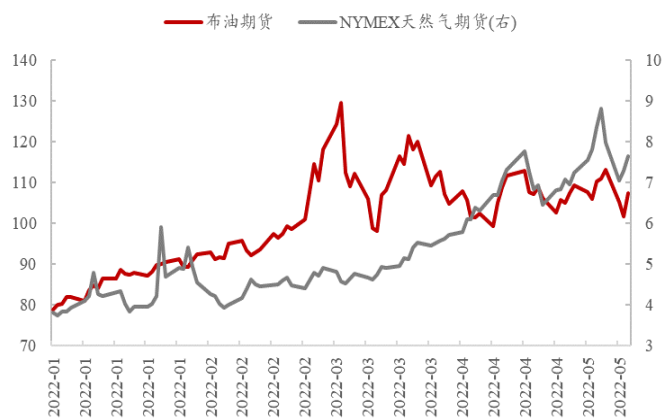
资料来源：BLS，民生证券研究院

图 2：美国 CPI 各分项的同比拉动（单位：%）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图 3：天然气和原油（左：美元/桶，右：美元/百万英热）



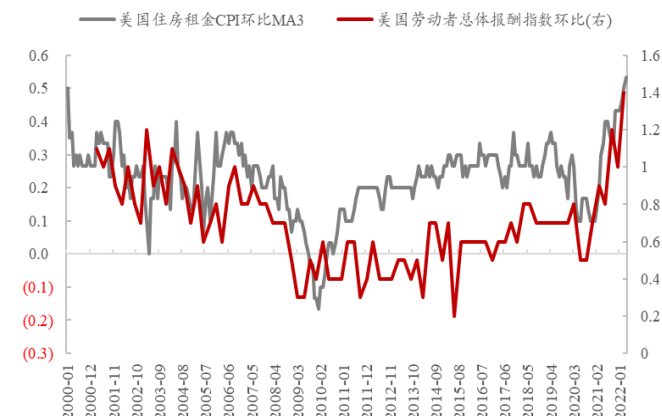
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：美国汽车部门产能利用率仍很低（单位：%）



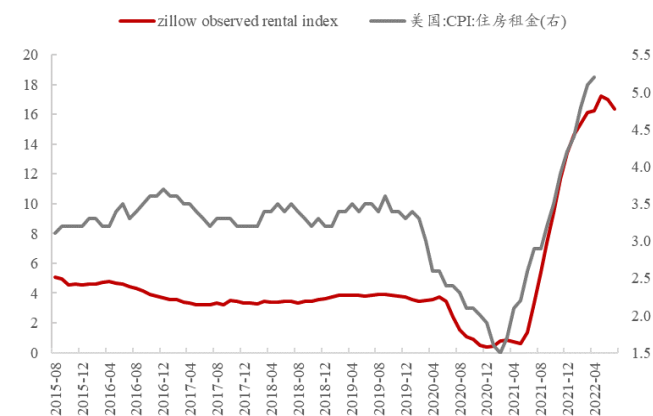
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：高企的工资增速或继续支撑租金通胀（单位：%）



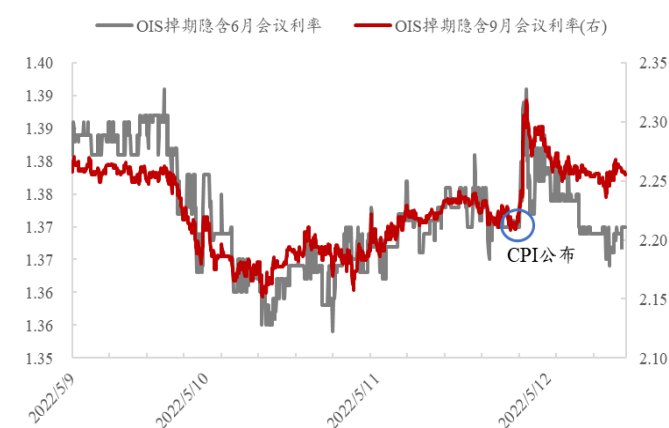
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：Zillow 租金指数同比和美国租金通胀（单位：%）



资料来源：Zillow，Wind，民生证券研究院（租金CPI滞后3个月）

图 7：市场对美联储加息预期提高（单位：次）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 8：近期美债期限利差快速回落（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41587

