

美国通胀的高基数蜜月期已结束

——6月美国通胀数据传递的信号

核心观点

7月起，高基数效应带动CPI快速回落的蜜月期已结束，CPI同比增速可能自7月起小幅反弹，后续再度下行需要美国衰退压力显性化的催动，结合本月通胀和就业数据，7月议息会议鲍威尔的态度相较6月不会出现明显变化，继续加息概率较大。

对于近期表现强劲的制造业建筑支出，短期确实可以为美国经济和通胀韧性提供增量，但制造业建筑支出在整体固投中占比不足3%不宜高估其支撑作用；当前制造业整体需求仍然偏弱，相关投资主要源于计算机和电子行业受到拜登产业回流政策的明显驱动，未来政策红利消退后供给侧的资本开支能否创造需求并实质性改善美国制造业景气度仍然有待观察。

□ 基数效应对CPI的蜜月期已结束，7月CPI可能小幅反弹再度下行需衰退驱动

6月美国CPI同比增速3.0%，在基数效应下相较前值4.0%大幅回落且略低于市场预期；环比增速0.2%，相较前值0.1%小幅反弹，主要源于能源分项贡献，本月能源分项环比上行0.6%（前值-3.6%）。4月核心CPI同比增速4.8%，相较前值5.3%继续回落；环比增速0.2%，此前3-5月环比增速维持在0.4%，本月回落核心通胀粘性出现小幅松动。

本月CPI下行主要源于基数效应和核心CPI粘性的小幅回落。分项来看：核心商品分项环比-0.1%相较前值大幅回落，2023年以来首次跌回负增长区间，二手车分项压力的回落也作出了积极贡献，这一趋势也符合我们前期对核心商品分项的判断；住房分项环比0.4%，相较前值0.6%小幅回落；我们测算的剔除住房以外的核心服务分项环比本月位于0.1%-0.2%区间，相较前值基本持平，薪资压力对核心服务的上行驱动延续了5月以来的低水平。

7月起，高基数效应带动CPI快速回落的蜜月期已结束，CPI同比增速可能自7月起小幅反弹，后续再度下行需要美国衰退压力显性化的催动。整体来看，本月CPI走势小幅低于预期，数据发布后美元指数和10年期美债利率小幅回落，美股期指小幅反弹。

□ 制造业建设支出短期为经济提供韧性，但在固投中占比极低&持续性仍不确定

5月美国制造业建筑支出表现强劲同样引发市场对美国经济及通胀未来韧性的较多关注，5月制造业建筑支出折年规模1943亿美元，同比增速高达76.3%；2023年以来增速中枢高达74%。这一数据也与开年以来广义的制造业数据出现明显背离：Q2以来美国制造业PMI在荣枯线以下连续回落，6月已降至46；美国制造业新增订单增速Q2中枢降至0以下，相较Q1大幅回落。

对于制造业建筑支出的强劲表现以及相关数据的背离，我们认为应辩证看待这一数据表现：相关数据增长在短期内确实可以增强美国经济韧性，但制造业建筑支出在整体固投中占比不足3%不宜高估其支撑作用；当前制造业整体需求仍然偏弱，相关投资主要源于计算机和电子行业受到拜登产业回流政策的明显驱动，未来政策红利消退后供给侧的资本开支能否创造需求并实质性改善美国制造业景气度仍然有待观察。

一是制造业建筑支出在整体固投中占比较低，该指标衡量的主要是制造业对厂房建筑相关的固定资产投资支出，是商业地产建筑中较为重要的分项，占比约18%，但权重远低于商用办公楼（占比约34%）；我们曾于前期报告中多次指出，美国商业地产尤其是办公楼可能在年内面临投资增速下行压力，高权重部分的下行可能对制造业建筑支出形成对冲；从固投整体结构来看，制造业建筑支出在整体固定资产投资中的占比约为2.9%，对广义固投的拉动作用相对有限。

二是制造业建筑支出强劲主要源于计算机和电子行业驱动，与美国鼓励相关产业回流的政策导向相关，政策驱动红利过后能否持续改善行业景气度以及带动广义

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

制造业增长仍有较大不确定性。根据财政部6月发布的工作论文，本轮制造业建筑支出增长主要由计算机和电子行业所驱动，原因是拜登任内签署《基础设施投资和就业法案》、《降低通货膨胀法案》和《芯片法案》带动相关产业回流形成了大量资本开支。然而当前美国的芯片制造成本具有明显的竞争劣势，政策驱动的投资红利能否持续（尤其是相关补贴到期）并实质改善行业景气度仍然有待观察（奥巴马任期内也曾推行美国制造业回流计划并承诺在第二任期创造100万个制造业就业岗位，最终仅实现39.5万增量，效果明显不及预期）。

□ **联储7月加息概率大，Q4选年临近联储继续鹰派不符合选民利益**

结合本月通胀和就业数据，我们认为7月议息会议鲍威尔的态度相较6月不会出现明显变化，6月联储在暂停加息的同时在点阵图中对下半年继续给出50BP的加息预期，综合两项信号来看我们认为美联储可能已顺势于Q2起转向以季度为频的加息节奏，结合联储当前相机抉择的框架，我们认为：

Q3经济和通胀仍有韧性，大概率继续加息，其中7月加息但9月不加息的概率较大；Q4是否继续加息目前尚有不不确定性。如果Q4信用收缩压力加大，衰退压力显性化，则美联储存在Q4不再加息的可能；与此同时，直接执行降息或在点阵图中对2024年进行鸽派政策指引均是潜在选项（6月点阵图显示当前联储官员对2024年的政策路径尚未形成一致共识）。

此外，伴随2024年大选年临近，政治和选民诉求对联储政策的扰动权重可能进一步加大。对比2022年，当前美国居民对通胀的态度可能已发生微妙变化。2022年美国居民工资增速跑输通胀，全年个人可支配收入实际增速均值为-6%，民调均显示美国居民对通胀怨声载道，因此联储打压通胀符合选民利益和白宫的政治诉求。2023年以来美国居民实际收入已经转正，伴随下半年CPI可能继续向3%-3.5%的区间回落，相对稳定的物价环境和实际收入正增长是选民较为乐见的物价环境。在2024大选年将近的背景下，美联储Q4继续坚持鹰派加息不符合选民基本利益，可能受到政治层面的阻力。

□ **衰退压力显性化以前，美债利率和美元不具备趋势性下行的基础**

近期美债利率曾阶段性上冲至4%以上，主要源于就业、制造业等各项数据超预期后，宽松预期再度回撤。当前CME利率期货对年内剩余加息路径的定价仍是7月加息25BP，此后不再加息；但对首次降息定价的时间点出现了明显后移，此前降息预期位于年末，现已后移至2024年Q1末。短期来看，我们认为短期经济数据仍有韧性，美债利率维持高位震荡甚至进一步反弹的概率较大；在衰退压力真正显性化以前，美债利率不具备趋势性下行的基础。

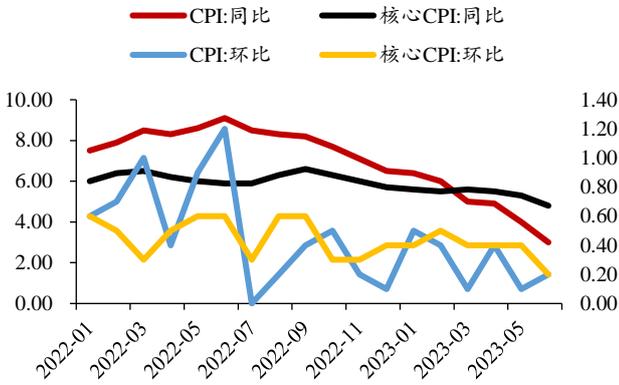
美元方面，短期美国经济仍具韧性，美元尚不具备大幅回落的基础。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

1.重要图表

图1: 美国 CPI 压力继续缓解 (%，环比右轴)



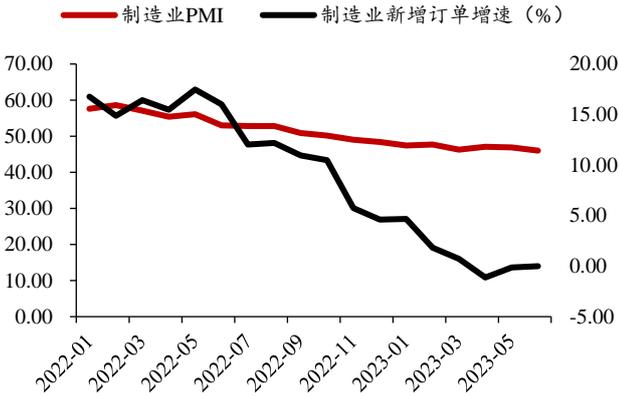
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国居民个人实际可支配收入同比增速 (%)



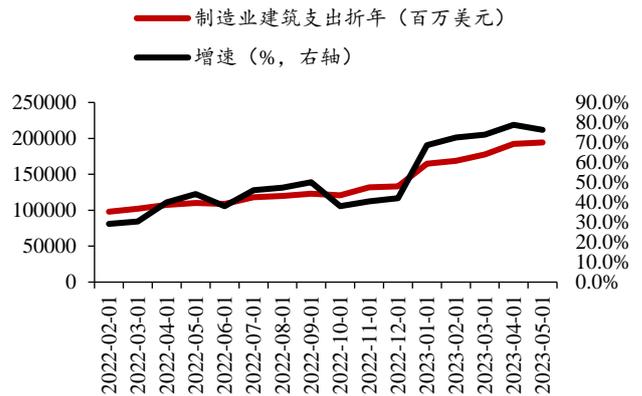
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美国制造业整体仍然面临下行压力 (%，增速右轴)



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图4: 美国制造业建筑支出今年以来整体保持强劲



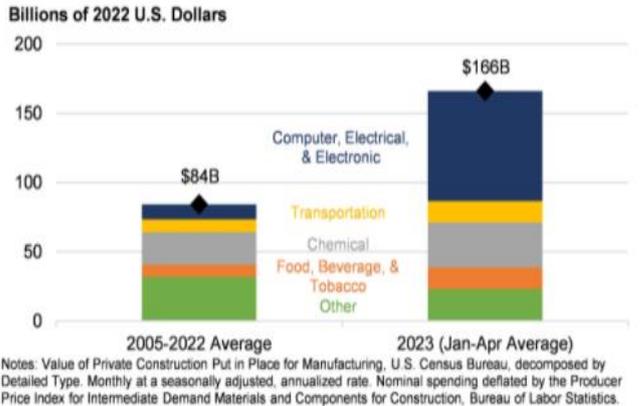
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图5: 不同行业对建筑支出的当月贡献规模 (十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 浙商证券研究所

图6: 不同行业对建筑支出的累计贡献规模 (十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>