

美国通胀继续回落仍指向加息尾声，核心粘性阻碍降息

20230613

核心内容：

- **CPI 略低于预期，核心保持粘性** 5月CPI同比增速从上月的4.9%降低至4.0%；剔除能源和食品的核心CPI同比缓和至5.3%。季调环比方面，CPI与核心CPI增速为0.1%和0.4%。我们倾向于（1）名义通胀6月大幅回落保持低位震荡，年末降低至3%附近；（2）非农时薪增速不弱、超额储蓄存留以及银行信贷派生尚没有显著放缓使在下半年支撑核心增速；（3）6月份暂停加息观察是大概率事件，7月加息的必要性有待观察，6月FOMC会议将给出指引；（4）由于美国经济数据的韧性，年末降息的概率显著降低，更可能延后至2024年初；（5）市场对7月再加息和利率“更高更久”的预期计入不少，此时也不宜忽略经济在高利率下继续放缓的影响。
- **能源保持通缩，商品影响依旧较弱，名义通胀6月继续大幅回落** 能源商品环比增速-5.6%，能源服务环比-1.4%，同比分别为-20.5%和1.6%。能源商品的下行和WTI油价保持一致；在仅沙特7月独自减产的情况下，供给缩减对油价的支撑可能弱化，而油价进一步走弱利于缓解下半年名义CPI的压力，预计年末回落至3%附近。本月二手车价格环比回升，但主要商品对CPI的同比拉动率依旧不足0.5%，虽然商品价格下半年可能出现边际反弹，对通胀压力整体不大。
- **居住成本还在放缓中，时薪、超额储蓄和消费信贷放缓较慢支持核心通胀的粘性，阻碍降息** 在能源价格大幅放缓、食品和一般商品对CPI拉动较低之下，CPI的增长继续来自于居住成本和核心服务的涨价。5月租金环比增速略降，和业主等价租金维持0.5%的增速，居住成本的缓慢缓和在进行中，这利于核心CPI和PCE保持回落态势。不过，核心通胀增速在薪资、超额储蓄和信贷的支撑下，年内大概率难以回到美联储可以接受的范围，这意味着劳动市场不超预期恶化的情况下，年内很难降息。我们目前对6月CPI的预测增速为3.16%，核心在5.0%，年末核心CPI增速在3.8%左右。
- **市场对利率的“更高更久”有所定价，不宜忽视缓慢走弱中的经济** 由于银行信贷紧缩情况不明显叠加劳动市场韧性，我们将预计首次降息的时间略微推迟至2024年初，但核心通胀和美国经济继续缓慢走弱的路径没有改变。即使美联储7月份选择继续加息，通胀和经济弱化的程度也难以大幅加快，服务通胀和经济的收缩更多依靠利率在高位的保持。目前市场对“更高更久”的利率有所定价，美元和美债收益率向上调整。虽然美欧经济差和利差收窄幅度不及预期等因素短期支持美元，其震荡走弱的大方向不变，年末仍可能回落至100下方。美债收益率对经济韧性计入较为充足，同样可能振荡向下，不过在就业数据明显恶化前在3.2%-3.3%的前低有支撑。美股中纳斯达克此前的盈利预期下调比标普和道琼斯更加充分，在弱衰退引发利率下行概率高的情况下更受益；不过，纳指和标普估值水平并不低，经济数据偏向弱衰退后仍有一跌。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金童

主要风险：重要经济体增速超预期下行、通胀意外上升、市场出现严重流动性问题的风险

美国劳工数据局 (BLS) 公布 5 月消费者价格指数 (CPI)，其同比增速从 4 月的 4.9% 降低至 4.0%，略低于 4.1% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 5.3%，比 4 月下行 0.2%。季调环比方面，CPI 增速从上月的 0.4% 降低至 0.1%，核心 CPI 增速为 0.4% 并与上月持平。5 月份 CPI 核心增速更高、放缓斜率更慢的特征将维持全年；名义 CPI 年末则有望回落至 3% 附近。核心通胀的韧性与劳动市场紧张程度缓慢的缓和相匹配，尽管家庭就业数据显示的劳动市场状况比非农稍弱，但其与超额储蓄和不低的时薪增速仍支撑核心增速，这是阻止美联储年内降息的关键。

我们倾向于 (1) 名义通胀 6 月大幅回落后保持低位震荡，年末降低至 3% 附近；(2) 非农时薪增速不弱、超额储蓄存留以及银行信贷派生尚没有显著放缓使在下半年支撑核心增速 (当前预测下半年平均值 4.3%、年末值 3.8%)；(3) 6 月份暂停加息观察是大概率事件，7 月加息的必要性有待观察，6 月 FOMC 会议将给出指引；(4) 由于美国经济数据的韧性，年末降息的概率显著降低，更可能延后至 2024 年初；(5) 市场对 7 月再加息和利率“更高更久”的预期计入不少，此时也不宜忽略经济在高利率下继续放缓的影响。

从构成来看，能源商品在高基数下继续带动 CPI 大幅下行，6 月其同比增速可能达到最低值；二手车同比保持在负值，家用食品、能源服务、和其他重要商品类别增速较低。支撑同比增速的依然是居住成本两项、运输服务和家用食品，但以上项目也都在放缓中。环比方面，能源商品和服务、新车、医疗服务以及家具和家用产品负增长，服装和医疗服务保持较低增速，二手车、运输服务和食品类有所反弹。

将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。在二季度能源已经进入大幅通缩阶段，原油价格的中枢在需求弱势且沙特减产作用不明显后可能进一步走低；食品保持放缓。商品类下半年可能边际回升，但对通胀整体压力依然不大。居住成本虽然滞后价格，但缓慢降低的趋势确定，这意味着核心 CPI 整体下行的趋势不易逆转。我们目前对 5 月 CPI 的预测增速为 3.16%，核心在 5.0% 左右，年末核心 CPI 增速可能降至 3.8%。

名义 CPI 略低于预期、核心偏强的情况基本符合市场预期。由于银行信贷紧缩情况不明显叠加劳动市场韧性，我们将预计首次降息的时间略微推迟至 2024 年初。目前市场对 7 月加息和年内不易降息都有所定价，二季度美元和美债收益率向上调整。虽然美欧经济差和利差收窄幅度不及预期等因素短期支持美元，其震荡走弱的大方向不变，年末仍可能回落至 100 下方。美债收益率对经济韧性计入较为充足，同样可能振荡向下，不过在就业数据明显恶化前在 3.2%-3.3% 的前低有支撑。美股中纳斯达克此前的盈利预期下调比标普和道琼斯更加充分，在弱衰退引发利率下行概率高的情况下更受益；不过，纳指和标普估值水平并不低，经济数据偏向弱衰退后仍有一跌。

图 1: 5 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

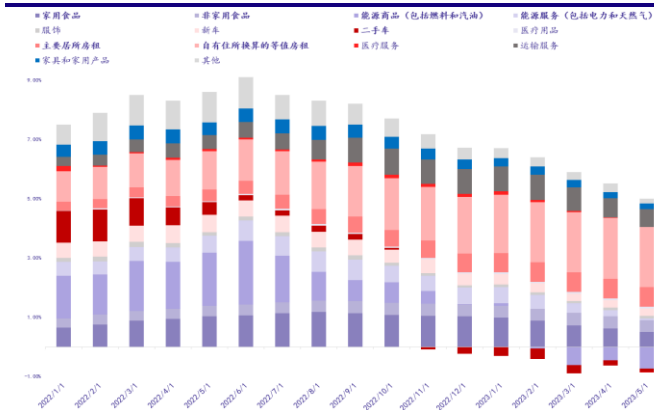
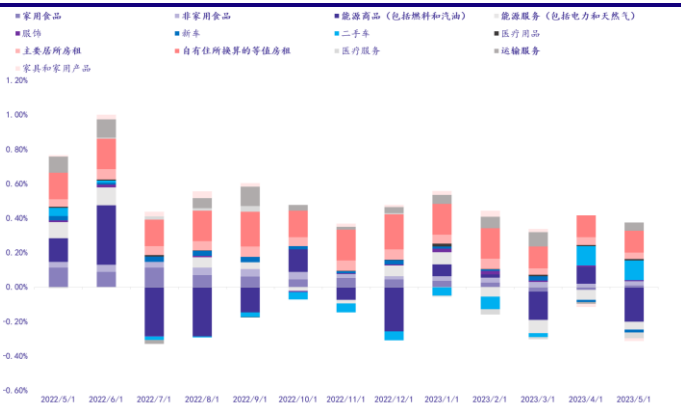


图 2: 5 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

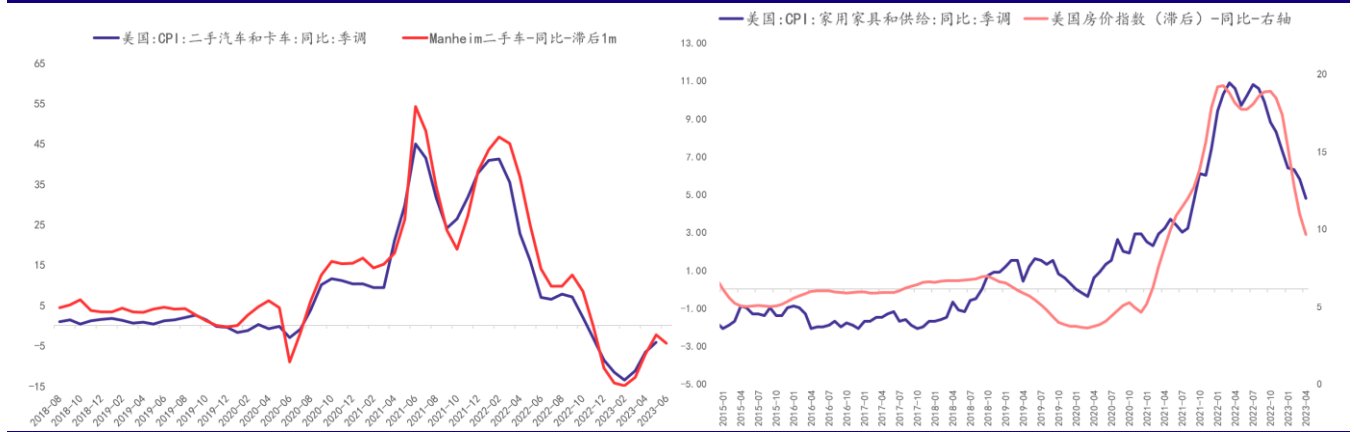
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

（一）能源保持通缩，商品影响仍较低

一般商品方面，二手车同比负增长 4.2%，拉动 CPI 下行 0.11 个百分点，但环比再度回升 4.4%，其价格的触底反弹使商品通胀略有回升；新车同比增速保持 5.8%，环比增长 -0.4%，乘用车依然难以对 CPI 形成显著的上行压力。家具和家用产品环比负增长 0.4%，同比预计随着房价的回落将保持下行。服装环比增速维持 0.3%，同比处于低位。以上项目对 CPI 的同比拉动率依旧不足 0.5%，一般商品对通胀压力不大，但下半年可能出现边际反弹。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落（%）



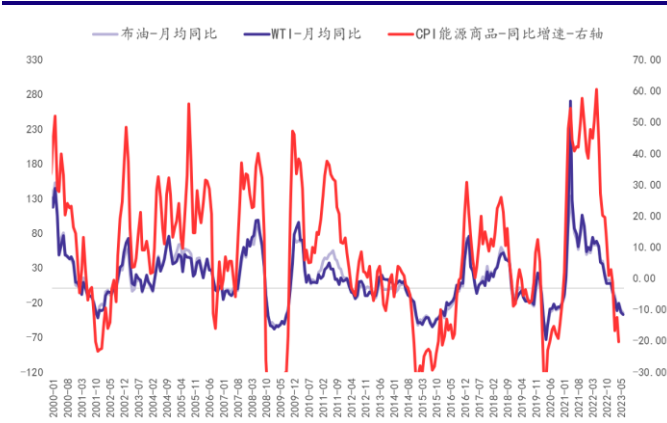
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速-5.6%，能源服务环比-1.4%，同比分别为-20.5%和 1.6%。能源商品的下行和 WTI 油价保持一致，原油价格中枢有降低的可能。欧元区经济表现不及预期、中国的弱恢复以及美国经济缓慢的下行压制需求，同时供给可能难以更显著的走低。尽管沙特阿拉伯宣布 7 月自愿额外减产 100 万桶/日，但可以从 IMF 的财政平衡油价中看出不少 OPEC 国家可以接受更低的油价，而俄罗斯则由于财政压力没有按计划减产；供给缩减对油价的支撑可能弱化，而油价进一步走弱利于缓解下半年名义 CPI 的压力，预计年末回落至 3%附近。NYMEX 天然气 5 月环比回升 4.9%，但其此前的降幅会进一步向能源服务传导。

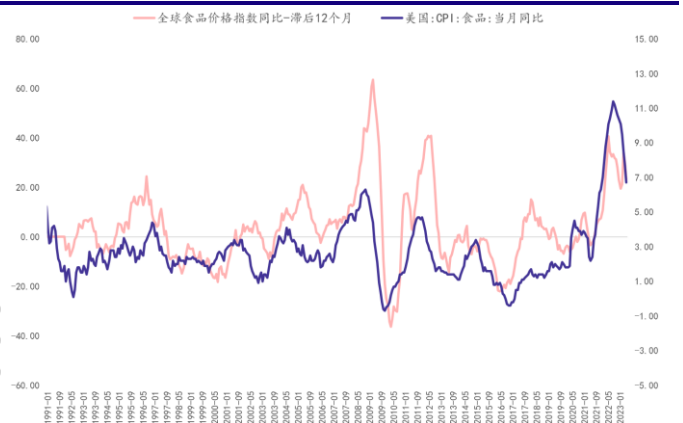
食品价格环比增长 0.2%，家用食品上行 0.1%，非家用食品环比回升至 0.4%。虽然环比单月波动，但食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右，食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头维持。所以从服务以外的部分考虑，商品保持弱势、能源进入通缩的局面没有变化，名义 CPI 上半年回落至 3.5%以下并维持低位概率较大；核心部分下半年仍会显著更高，阻碍降息。

图 5：能源同比维持大幅通缩（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：食品价格回落进一步确认（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

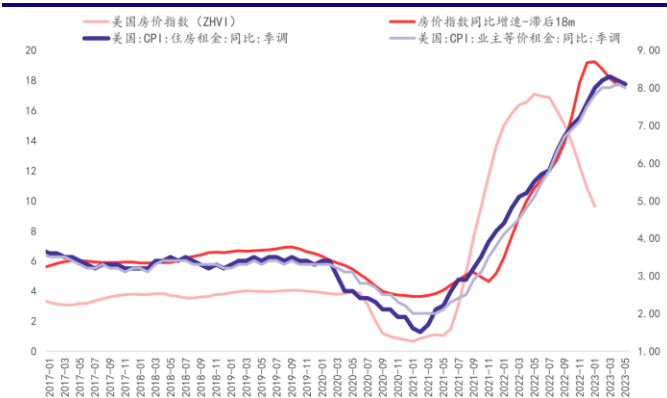
（二）居住成本缓和延续，劳动市场对应核心增速较强的粘性

在能源价格大幅放缓、食品和一般商品对 CPI 拉动较低之下，CPI 的增长继续来自于居住成本和核心服务的涨价。5 月租金环比增速略降，和业主等价租金维持 0.5% 的增速，居住成本的缓慢缓和在进行中，这利于核心 CPI 和 PCE 保持回落态势。不过，核心通胀增速在薪资、超额储蓄和信贷的支撑下，年内大概率难以回到美联储可以接受的范围，这意味着劳动市场不超预期恶化的情况下，年内很难降息。

滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动在 5 月仍接近 2.7%，也显示出 CPI 相对 PCE 给予了居住成本过高的权重。CPI 对房价和房租的统计滞后延长到 18 个月左右，但房租和业主等价租金的环比增速在 3 月后中枢降低，5 月数据继续支持居住成本触顶回落的判断。因此，尽管二季度居住成本的同比增速仍会维持在相对高位，核心 CPI 稳步降低概率还在增加，只是需要注意服务部分的阻力。

劳动市场依然是通胀中最不确定的变数，去除滞后的居住成本的核心 CPI 拉动率在 5 月份降低至 2.5%，进一步剔除商品后在 2% 左右，缓慢下行的态势和薪资增速的状态比较一致。整体上，CPI 的表现依然不支持通胀快速向 2% 靠拢，核心通胀意味着年内恐难以降息，但是通胀回落的方向仍是确定的。

图 7：居住成本对 CPI 的拉动保持放缓（%）



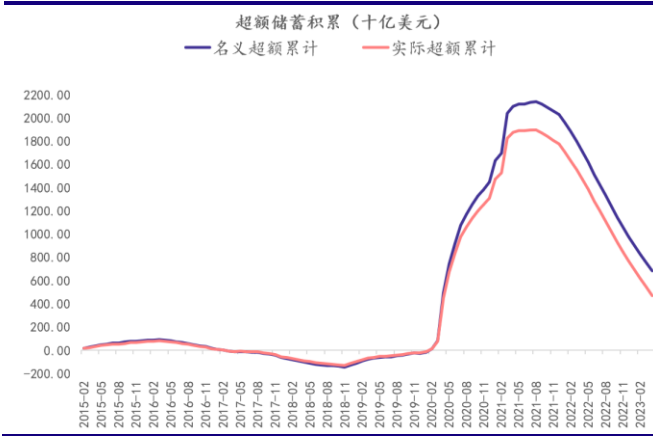
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：核心价格整体放缓，但下半年仍面临粘性



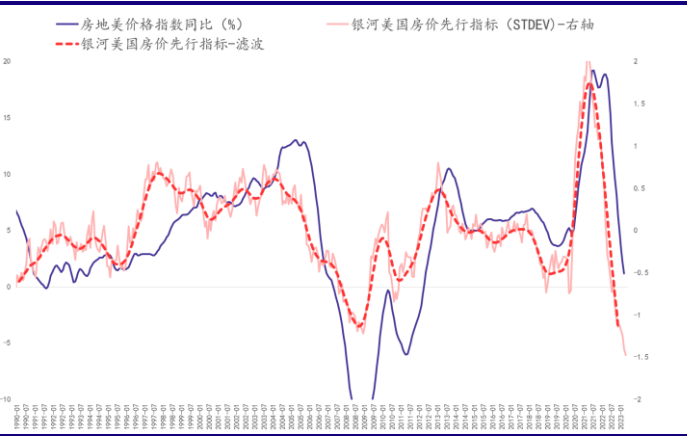
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：居民超额储蓄消耗的速率放缓，但仍可支撑至四季度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：美国房价先行指标下行受到利率和货币供应的影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

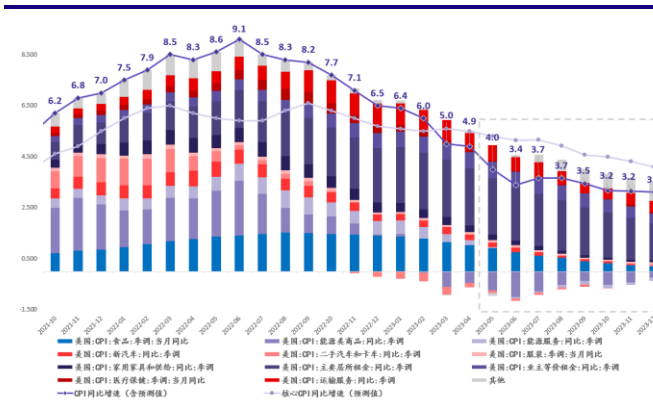
（三）市场对利率的“更高更久”有所定价，不宜忽视缓慢走弱的经济

自商业银行信贷稳定后，我们结合其他经济数据判断市场此前对三季度开启年内多次降息的预期过分乐观。这一预期在 5 月份得到较为充分的修正，CME 联邦基金利率期货反映市场已经接受了 7 月在加息一次以及年内较高概率不降息的预期，“更高更久”的利率路径定价相对充分，这也在美元和美债收益率的反弹中体现。

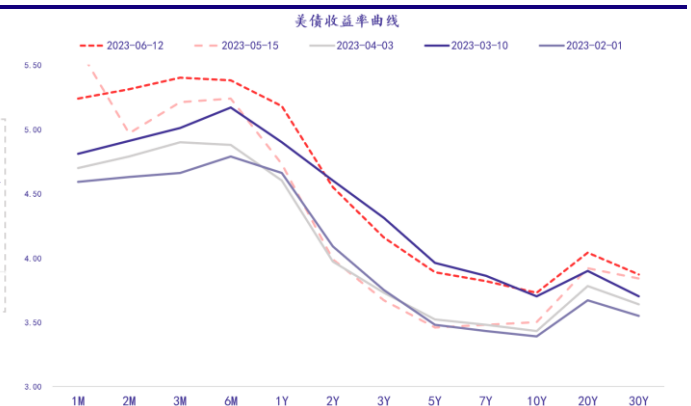
与此同时，核心通胀和美国经济继续缓慢走弱的路径没有改变。即使美联储 7 月份选择继续加息，通胀和经济弱化的程度也难以大幅加快，服务通胀和经济的收缩更多依靠利率在高位的保持。展望下半年，美元和美债收益率可能维持在区间中震荡走弱的态势，目前两者的向上调整比较到位，短期仍可能跟随其他走弱的经济数据回落。

6 月的 FOMC 会议中点阵图和经济预测 (SEP) 都可能发生调整。除了 PCE 通胀的上调，美联储对于年末失业率如果调低，则进一步暗示年内不会降息，但是美国目前的经济情况依旧难以逃逸弱衰退。

图 11：核心通胀阻碍降息，如果油价走弱和 CPI 回落幅度更大 图 12：收益率曲线已经较大幅度的向上调整



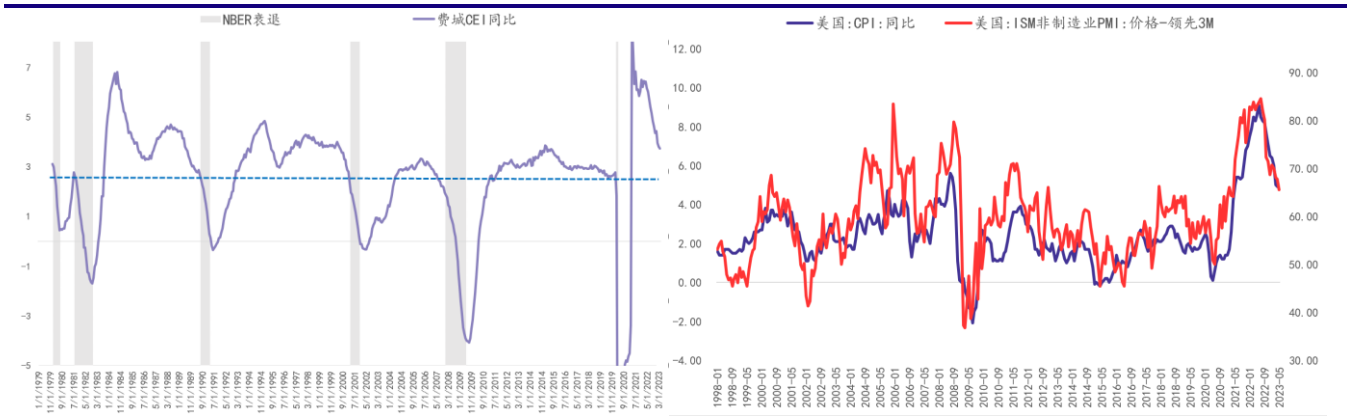
资料来源：中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：劳动市场阻碍美国进入衰退，但也在继续弱化 (%)

图 14：PMI 也显示通胀和经济还将继续回落



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn