

基数效应护航，6月CPI将继续回落

——美国5月CPI点评

2023年6月14日

宏观经济 | 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国5月CPI环比0.1%，预期0.1%，前值0.4%；同比4.0%，预期4.1%，前值4.9%。

核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.4%；同比5.3%，预期5.3%，前值5.5%。

主要观点：

- 1、维持基数效应可持续到6月，同比可降至3.5~4%，年末CPI同比或在5%附近。
- 2、核心通胀环比近半年没有改善，年内降息概率不大。
- 3、考察降息是否合适的时间段为4季度，若年末CPI同比低于5%，则随后小幅降息概率较高。
- 4、短端利率结构改善，可以承受7月加息。
- 5、美十债正常波动范围上调25bp至3.4%~3.9%，上限为3.85~4%。
- 6、美股维持下一季度财报之前没有明显的风险点。长期仍保持中性。

维持基数效应可持续到6月，同比可降至3.5~4%，年末CPI同比或在5%附近。5月CPI贡献最大的是住宅，以及二手车，其他上涨集中于服务类，如车险、个人护理、服装和教育；下降的有机票和家具家装等。同比下降一方面基于基数效应，一方面来自能源价格回落。核心通胀环比从去年12月起进入0.4%附近的平台，并未出现显著放缓，3~5月还出现微涨，因此短期看不到降息逻辑。需看到扣除住宅以外的核心CPI环比稳定的处于0.3%以下，5月为0.3%，前值0.4%。纯基数角度，若未来环比规模不再反弹，6月CPI同比大概率为全年最低点，至3.5~4%。随后缓慢升高至年末5%。结合上周非农数据，服务通胀具有粘性，但综合压力比我们去年底预期的略有降低。最早考察降息是否合适的时间段为4季度，若年末同比低于5%，则随后或有小幅降息的概率。

能源、食品基本稳定。能源环比(-3.5 vs 0.6，省略%，下同)，主要分项均下降。由于近期原油价格(NYMEX)一直在67-75美元窄幅震荡，能源对通胀的对冲作用仍存但显著减弱，后续通胀回落仍主要依靠核心通胀分项。食品价格在持续2个月没有变化后环比增0.2，其中居家食品0.1 vs 0.2，非居家食品0.5 vs 0.4。非居家食品价格(全餐0.5，有限服务0.5)上涨体现服务成本的上升，短期较难下降。

住宅和商品环比小幅上升拖累核心通胀。住宅环比再次上涨(0.6 vs 0.4)，带动住宅环比上涨的来自外宿(1.8 vs -3)，而租金和等价租金均为0.5，增速基本与上月持平。核心通胀中的商品环比连续2个月维持在0.6，有部分季节性特征；不含住宅租金的服务环比跌入负值区间(-0.2)。核心通胀连续9个月未出现普涨。上涨的有二手车(4.4 vs 1.4)，小幅上涨的有车险2%、个人护理、服装和教育。服装连续3个月环比小幅上涨(0.3)表明可选商品消费有止跌回升的迹象。下降的有，家具家装(-0.6)，为2021年6月以来首次下降，也是2009年8月以来的最大环比降幅；此外，机票(-3 vs -2.6)，通信(-0.3 vs -0.1)，新车(-0.1 vs -0.2)。

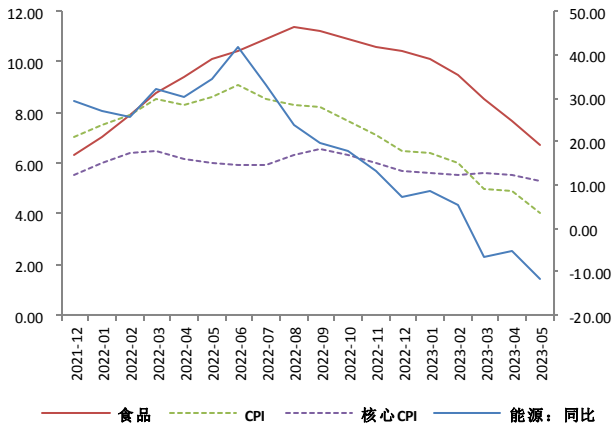
同比方面，住宅见顶回落慢慢，住宅以外的核心通胀同比小幅跌破平台。住宅确定见顶但回落缓慢(8 vs 8.1)，贡献60%的核心通胀，其他显著增长的有车险17.1，娱乐4.5，家具家装4.2，新车4.7。住宅的领先指标均显著的见顶回落，因此住宅贡献的通胀部分继续回落是大概率事件，可支撑下半年核心通胀进一步回落。扣除住宅的核心通胀同比(3.4 vs 3.7)终于小幅跌破3个月平台期，环比也在低位(0.02 vs 0.18)。因此，核心通胀的主要阻力还是来自住宅分项，综合压力比我们去年底预期的略有降低。

年内降息概率不大，利率结构改善。核心通胀环比并未跌破平台，年内降息概率不大。随着非农数据强劲，加息预期抬升，1年期国债利率已回到 FFR 上方，**短端利差倒挂结束，利率结构部分改善**。同时，FFR 利率在最近两个月中表现非常平稳，并未再次出现 3 月异常波动情况。这表明市场可承受未来的小幅加息并开始计入预期。若 6 月核心通胀环比仍保持目前的状态，7 月可以小幅加息。我们仍维持加息至 5.25% 以上衰退风险加大的观点。

市场方面，由于市场打消年内降息以及增加 7 月加息的预期，美十债波动范围上调至 3.4%-3.9%，上限 3.8%-4%。美股观点不变，财报季到来之前，美股没有明显风险点，长期仍维持中性。

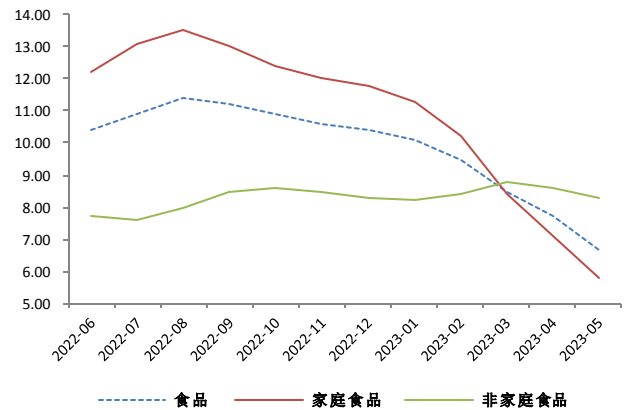
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1: CPI、核心 CPI、食品和能源价格同比



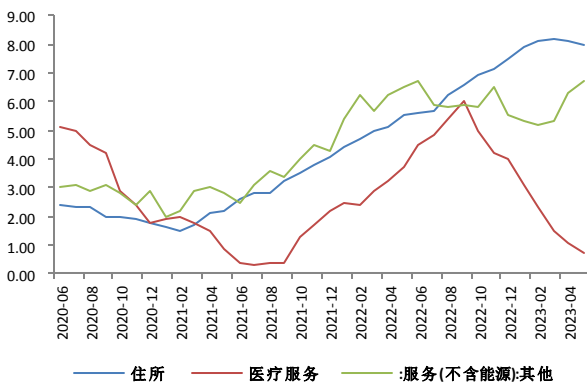
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: 非居家食品同比回落缓慢



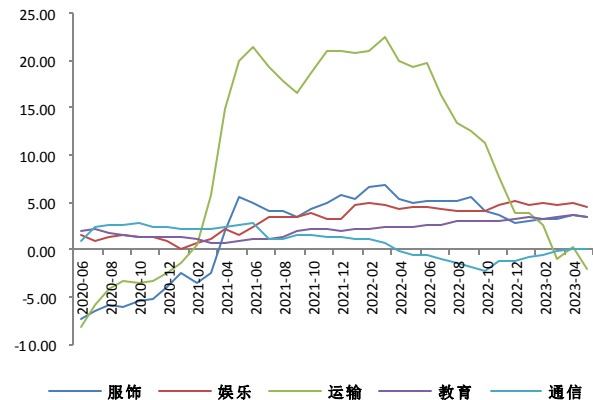
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 服务通胀分项 1



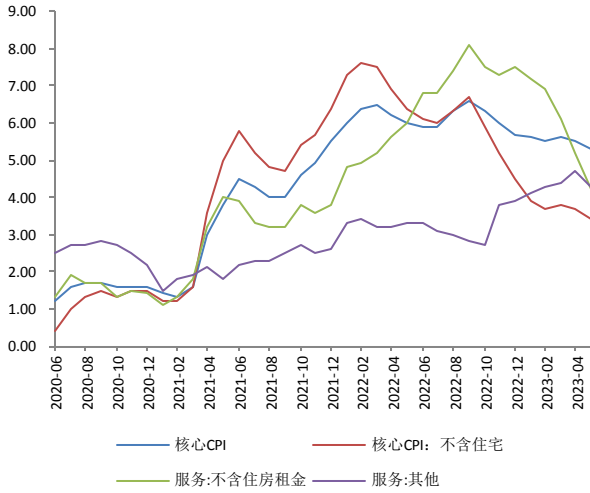
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 服务通胀分项 2



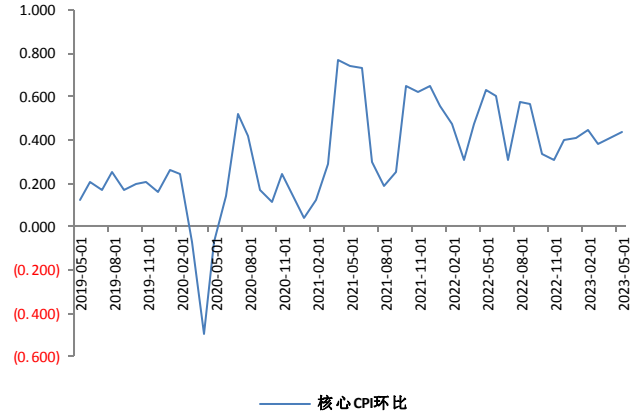
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5：休闲服务价格稳步上涨



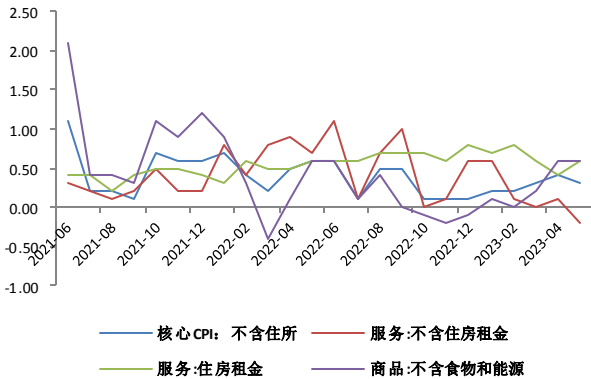
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：核心CPI环比没有下降



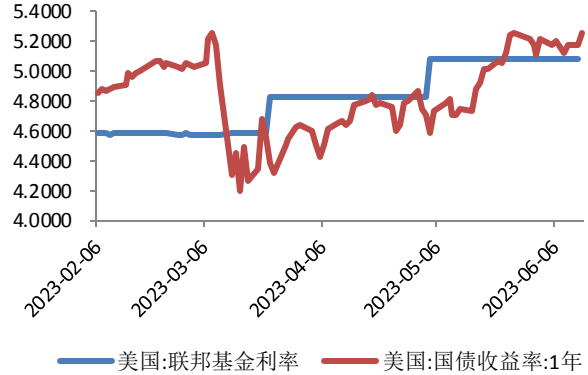
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图7：通胀分项环比尚可



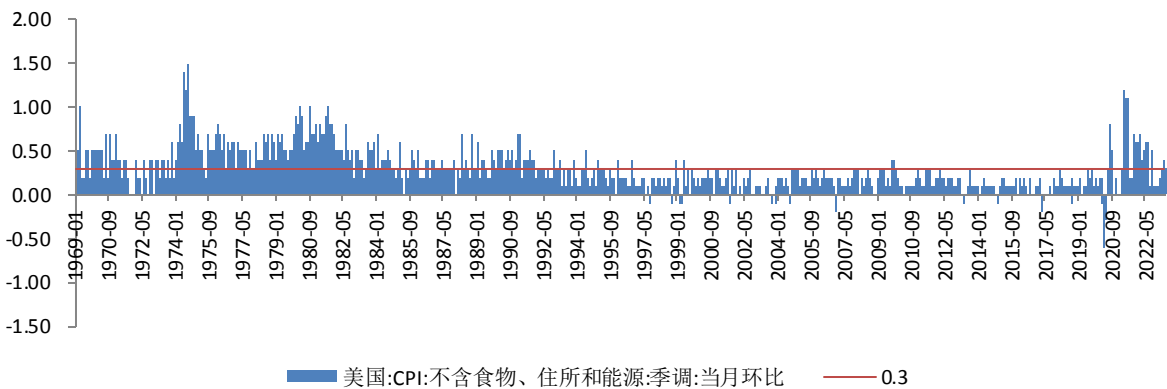
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：短端利率倒挂结束



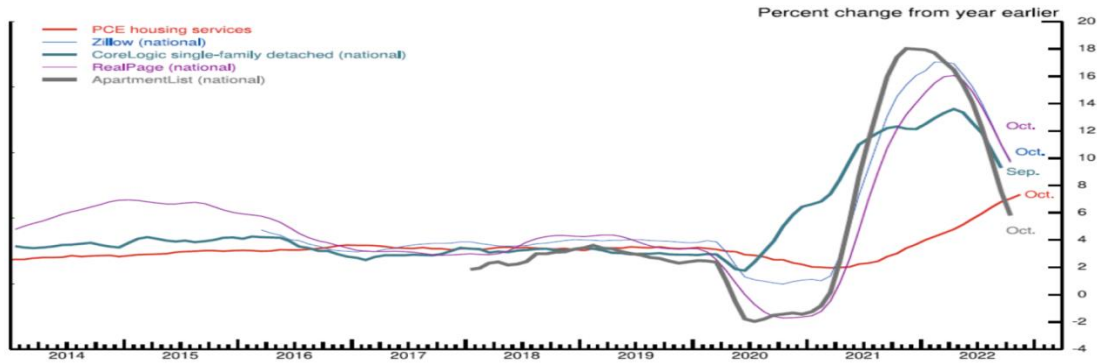
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：CPI环比增速放缓，但还不够



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：住宅领先指标已先行回落



资料来源：FED，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有上升空间	2023-06-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美国6月通胀同比可降至4%	2023-05-11
宏观普通报告	宏观普通报告：4月非农不影响6月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美国一季度GDP不及预期，但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有空间，SVB对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526