

2023年07月13日

市场与美联储分歧或将加大——美国6月CPI点评 ——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布6月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.0%，环比上升0.2%；核心CPI同比上升4.8%，环比上升0.2%，均低于市场预期。

● 高基数下美国通胀再下台阶，或为年内低点

1. 通胀同比水平超预期下行。美国6月CPI同比上升3.0%，为2021年3月以来最低。核心CPI同比上涨4.8%，较5月下降0.5个百分点，且下跌幅度均超过市场预期，或显示美联储抗击通胀的成效开始显现。往后看，高基数消失后，核心通胀高于整体通胀的态势或将逐渐消失，且由于劳动力市场尚有韧性，通胀水平大概率将逐渐反弹，通胀下行的进程或仍存波折，且离美联储的通胀目标尚有距离，美联储抗通胀还未结束。

2. 能源通胀加速下行，核心通胀迎来较大放缓。具体而言，6月能源项同比下降16.7%，同比跌幅较5月份扩大5.0个百分点；食品方面，6月份食品项同比上升5.7%，较5月份下降1.0个百分点，连续10个月下降；核心CPI方面，6月核心CPI同比上升4.8%，环比上升0.2%。同比与环比增速均较5月有较大下降。总的来看，6月核心CPI同比与环比增速均有较大幅度下降，一方面是2022年同期基数较高，但另一方面，二手车以及房租的环比增速均有较大幅度下行，或显示核心通胀继续上涨的动力已经有所放缓。

3. 6月通胀或为年内低点，美联储去通胀进入下半程。6月的通胀数据降幅略超市场预期，虽有高基数因素，但核心通胀同比与环比的较快下行，仍显示当前通胀的动能进一步放缓。从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，6月份同比、环比增速分别较5月份下降0.61、0.24个百分点至4.01%、0%，均出现较大幅度降温。往后看，我们认为在高基数消失后，整体通胀水平或将迎来提升，结合美联储6月FOMC预测来看，6月通胀水平或将是年内低点，美联储去通胀进程或将进入下半程，对美联储货币政策的考验或将进一步加深。一则若通胀水平上升，民众的通胀预期是否会发生脱锚；二则考虑到当前劳动力市场并未出现明显降温，核心通胀下行速度是否会出现反复，相关的隐忧尚存，离美联储的目标还有较长的一段距离。

● 通胀超预期下行或加大市场与美联储分歧

6月通胀数据的超预期下行，虽难改美联储7月加息决策，但或将加大市场与联储对后续加息路径的分歧。对美联储而言，由于通胀水平距离其目标尚有距离，当前其或秉持“多做比少做好”态度，这样即使紧缩过度，但只要通胀能够回到其目标管理区间，可以再度宽松以刺激经济增长。反之若紧缩不足，通胀迟迟未能下降至目标区间，则其权威和信誉度将会受到质疑，总体成本会更高。因此虽然6月通胀超预期下行，但考虑到后续的通胀反弹压力，美联储7月大概率继续加息，以稳定民众的通胀预期，并对通胀反弹风险进行控制。

但对市场而言，虽然美联储在6月FOMC的点阵图中显示2023年还将再加息50bp，且整体表态都较鹰派，但由于核心通胀等指标出现较大幅度下行，且考虑到核心商品和服务都有确定性下行趋势，美联储再往后加息的必要性或将减弱，双方之间的分歧或将会扩大。数据发布后，10年期美债收益率、美元指数下跌，CME利率期货显示9月不加息的概率为80.5%。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《6月金融数据喜忧参半——宏观经济点评》-2023.7.12

《PPI同比或已触底——6月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.7.11

《抓紧实施一批政策措施——宏观周报》-2023.7.9

目录

1、高基数下美国通胀再下台阶，或为年内低点.....	3
1.1、通胀同比水平超预期下行.....	3
1.2、能源通胀加速下行，核心通胀迎来较大放缓.....	3
1.3、6月通胀或为年内低点，美联储去通胀进入下半程.....	5
2、通胀超预期下行或加大市场与美联储分歧.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国通胀水平继续下行.....	3
图 2：6月通胀环比增速略有提升.....	3
图 3：能源通胀近期有较大幅度下行.....	4
图 4：食品通胀继续下行.....	4
图 5：核心商品与核心服务通胀环比增速迎来下降.....	4
图 6：美国汽油零售价格近期略有下降.....	5
图 7：粮食期货价格近期微升.....	5
图 8：美国二手车价格连续下行.....	6
图 9：美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10：6月美国非房核心服务通胀同比、环比均有较大幅度下降.....	6

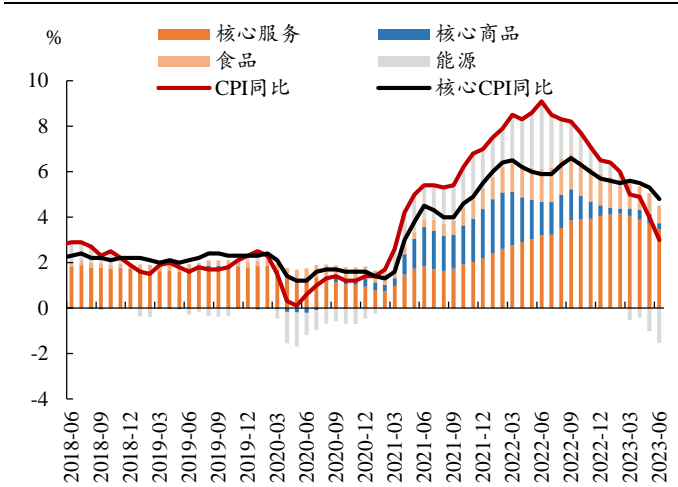
事件：美国公布 6 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.2%，；核心 CPI 同比上升 4.8%，环比上升 0.2%，均低于市场预期。

1、高基数下美国通胀再下台阶，或为年内低点

1.1、通胀同比水平超预期下行

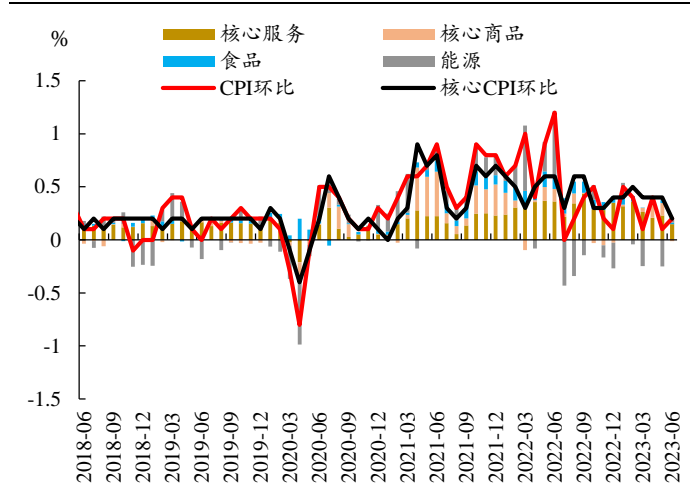
美国 6 月 CPI 同比上升 3.0%、环比上升 0.2%，绝对通胀水平为 2021 年 3 月以来最低。6 月通胀同比较 5 月回落 1.0 个百分点、环比较 5 月上升 0.1 个百分点，主因 6 月能源、核心商品同比增速均有较大幅度下降，带动整体 CPI 下行速度加快。核心 CPI 同比上涨 4.8%，较 5 月下降 0.5 个百分点，环比上升 0.2%，较 5 月份下降 0.2 个百分点。6 月份 CPI 与核心 CPI 走势同时向下，且下跌幅度均超过市场预期，或显示美联储抗击通胀的成效开始显现。核心通胀水平仍超过整体通胀水平，当前美国通胀的主要矛盾聚焦在核心服务与核心商品，反映的是劳动力市场的走势。考虑到当前美国就业市场下行较为缓慢，失业率有所降低，薪资增速保持韧性，对通胀的支撑作用还将保持一定韧性。往后看，高基数消失后，核心通胀高于整体通胀的态势或将逐渐消失，且由于劳动力市场尚有韧性，通胀水平大概率将逐渐反弹，通胀下行的进程或仍存波折，且离美联储的通胀目标尚有距离，美联储抗通胀还未结束。

图1：美国通胀水平继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：6月通胀环比增速略有提升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

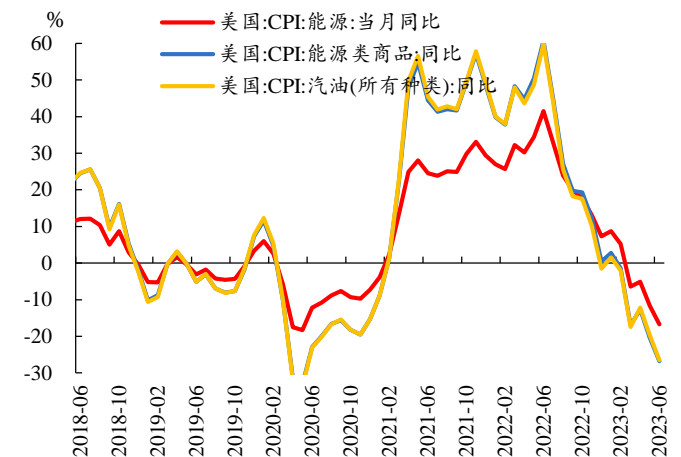
1.2、能源通胀加速下行，核心通胀迎来较大放缓

(1) **能源方面**，6 月能源项同比下降 16.7%，同比跌幅较 5 月份扩大 5.0 个百分点；环比上升 0.6%，环比增速较 5 月份上升 4.2 个百分点。其中汽油项环比上升 1.0%，环比增速较 5 月份提升 6.6 个百分点；燃油项环比下降 0.4%，环比跌幅较 5 月份收窄 7.3 个百分点。6 月能源通胀同比增速有较大幅度下降，我们认为主要是 2022 年 6 月高基数所致。事实上，6 月底美国汽油价格从 5 月底的 3.44 美元/加仑微升至 3.45 美元/加仑，基本保持平稳。

(2) **食品方面**，6 月份食品项同比上升 5.7%，较 5 月份下降 1.0 个百分点，连续 10 个月下降；环比较 5 月下降 0.1 个百分点至 0.1%。其中居家食品（Food at home）同比上升 4.7%，较 5 月份下降 1.1 个百分点。食品项的同比与环比增速同时下降，我们认为一方面是基数效应，另一方面则可能是 6 月粮食期货价格有所下降，

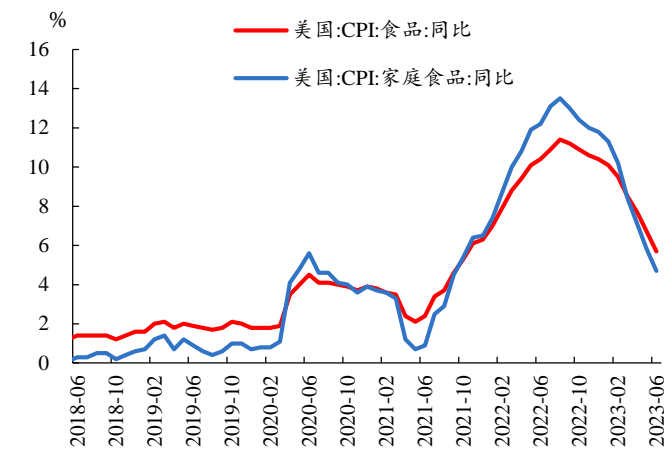
并逐步传导至居民消费端。

图3：能源通胀近期有较大幅度下行



数据来源：BLS、开源证券研究所

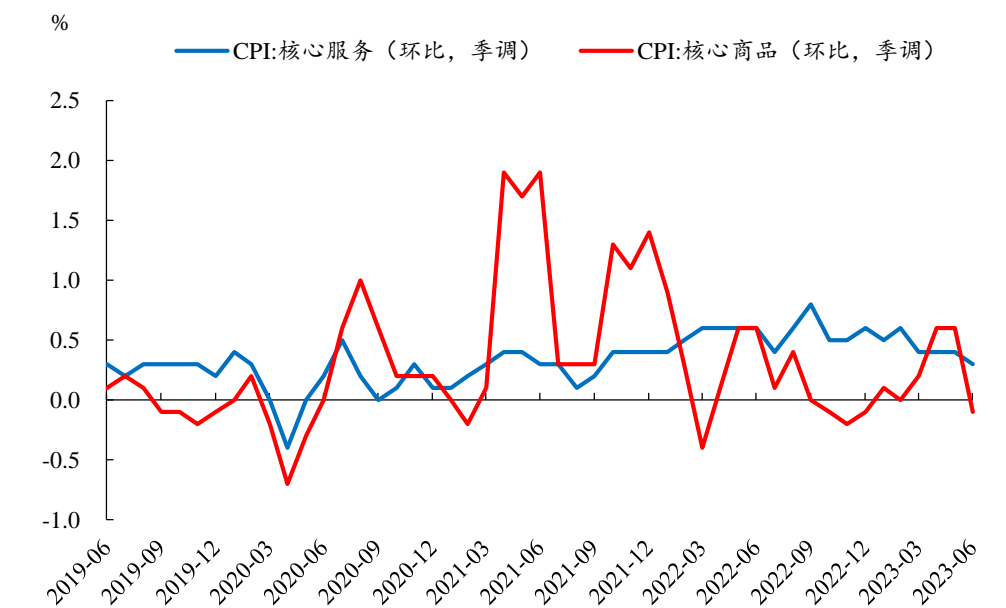
图4：食品通胀继续下行



数据来源：BLS、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面，6 月核心 CPI 同比上升 4.8%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 5 月有较多下降。分项来看，核心商品环比与同比增速均较 5 月下降较多；其中二手车项环比下降 0.5%，较 5 月份下降 4.9 个百分点，与曼海姆二手车价格指数走势开始趋同；新车方面，环比价格较 5 月份持平，环比增速较 5 月份提升 0.1 个百分点。核心服务环比上升 0.3%，较 5 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 7.8%，较 5 月份下降 0.2 个百分点；环比上升 0.4%，较 5 月份亦下降 0.2 个百分点，房租通胀已处于下行通道。交通运输服务环比上升 0.1%，较 5 月份下降 0.7 个百分点。总的来看，6 月核心 CPI 同比与环比增速均有较大幅度下降，一方面是 2022 年同期基数较高，但另一方面，二手车以及房租的环比增速均有较大幅度下行，或显示核心通胀继续上涨的动力已经有所放缓。

图5：核心商品与核心服务通胀环比增速迎来下降



数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、6月通胀或为年内低点，美联储去通胀进入下半程

(1) 高基数消失后，能源与粮食项短期内对通胀拖累作用有限。能源方面，截至7月10日，美国汽油价格为3.42美元/加仑，较6月底汽油价格下降0.87%，价格基本保持平稳。从近期原油价格表现来看，OPEC继续减产等因素对汽油价格产生一定支撑，原油价格短期内或难下行。食品方面，由于近期全球遭遇极端高温，对农作物生产造成较大负面影响，粮食价格短期内预计将会上升。综合来看，2022年6月份的高基数消失后，短期内能源与食品项对整体通胀拖累作用有限。

图6：美国汽油零售价格近期略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

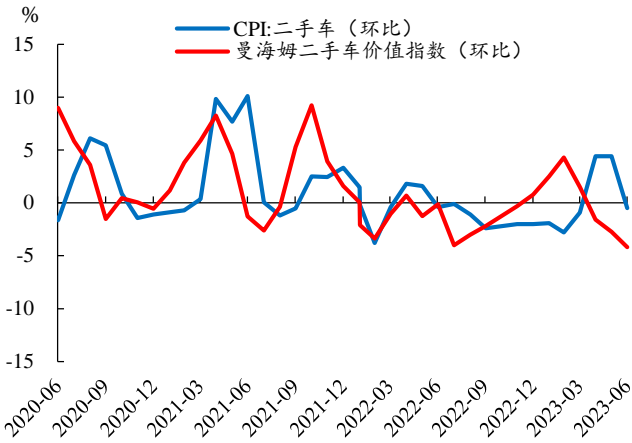
图7：粮食期货价格近期微升



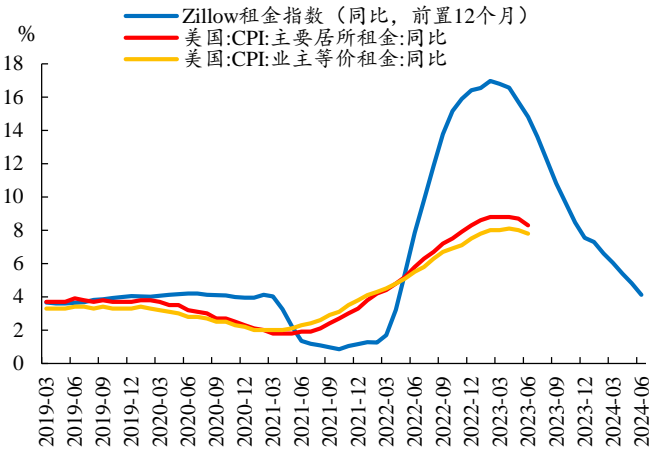
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀或将迎来持续下行，但速度还面临不确定性。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）6月环比下降4.19%，二手车价格或将继续较快下行，二手车通胀还有较大下行空间；新车方面，全球供应链压力环比继续改善，新车价格或也难有起色；核心服务方面，住房通胀仍是6月核心服务通胀的关键所在，并贡献了6月通胀的70%。从Zillow房租指数同比增速来看，当前房租通胀再度下行，后续将持续趋势性回落，且幅度或将有所提升，并推动整体核心服务通胀下行。但核心通胀在劳动力市场保持较强韧性的背景下，下行速度仍面临一定不确定性。

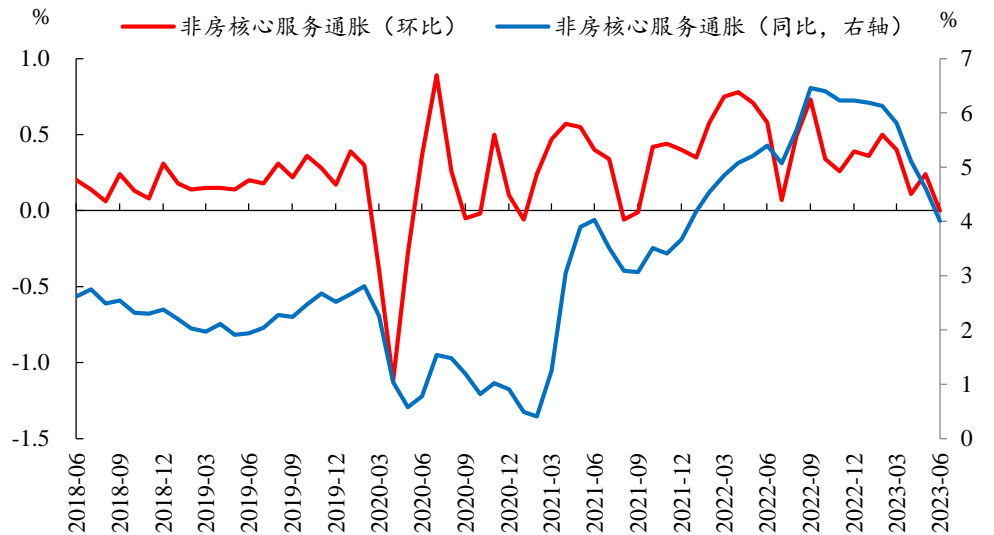
(3) 总的来看，6月的通胀数据显示美国通胀水平同比增速再次下降，且降幅略超市场预期，虽有高基数因素，但核心通胀同比与环比的较快下行，仍显示当前通胀的动能进一步放缓。从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，6月份同比、环比增速分别较5月份下降0.61、0.24个百分点至4.01%、0%，均出现较大幅度降温。往后看，我们认为在高基数消失后，整体通胀水平或将迎来提升，结合美联储6月FOMC预测来看，6月通胀水平或将是年内低点，美联储去通胀进程或将进入下半程，对美联储货币政策的考验或将进一步加深。一则若通胀水平上升，民众的通胀预期是否会发生脱锚；二则考虑到当前劳动力市场并未出现明显降温，核心通胀下行速度是否会出现反复，相关的隐忧尚存，离美联储的目标还有较长的一段距离。

图8：美国二手车价格连续下行


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图10：6月美国非房核心服务通胀同比、环比均有较大幅度下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、通胀超预期下行或加大市场与美联储分歧

6月通胀数据的超预期下行，虽难改美联储7月加息决策，但或将加大市场与联储对后续加息路径的分歧。从6月份的就业数据来看，后续美国劳动力市场供需会趋向更加平衡。不过6月份劳动力工作时长有所提升，意味着劳动力的供需改善还需时间，美国就业市场并未明显降温，对通胀的支撑力度不会有明显减弱。（详见《低失业率或将是后续加息的关键因素——美国6月非农就业数据点评》）从6月份的通胀数据来看，不仅是整体通胀水平出现下行，核心通胀的同比与环比均出现较大幅度的下行，且去除房租的核心通胀（超级核心服务通胀）亦呈现相同的走势，显示当前美国通胀的内生动能出现下降，美国去通胀进程取得了一定的成效。

我们曾指出，对美联储而言，由于通胀水平距离其目标尚有距离，当前其或秉持“多做比少做好”态度，这样即使紧缩过度，但只要通胀能够回到其目标管理区间，可以再度宽松以刺激经济增长。反之若紧缩不足，通胀迟迟未能下降至目标区间，则其权威和信誉度将会受到质疑，总体成本会更高。因此虽然6月通胀超预期

下行，但考虑到后续的通胀反弹压力，美联储 7 月大概率继续加息，以稳定民众的通胀预期，并对通胀反弹风险进行控制。

但对市场而言，虽然美联储在 6 月 FOMC 的点阵图中显示 2023 年还将再加息 50bp，且整体表态都较鹰派（详见《鹰派表态或将是美联储后续主基调——6 月 FOMC 会议点评》），但由于核心通胀等指标出现较大幅度下行，且考虑到核心商品和服务都有确定性下行趋势，美联储再往后加息的必要性或将减弱，双方之间的分歧或将会扩大。数据发布后，10 年期美债收益率、美元指数下跌，CME 利率期货显示 9 月不加息的概率为 80.5%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn