

美国通胀超预期回落，但中期问题暗示加息不会立刻停止

20230712

核心内容：

- **CPI 与核心部分超预期回落，但核心粘性仍在** 6月CPI同比增速从5月的4.0%降低至3.0%，低于3.2%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比4.8%，比5月下行0.5%，同样好于预期。季调环比方面，CPI增速从上月的0.1%升至0.2%，核心CPI增速为0.2%并低于上月的0.4%。需要注意的是6月名义CPI由于基数效应迎来低点，但在7、8月份会因为同样的原因出现回升，但这并不改变通胀继续放缓的趋势。核心通胀本月下行幅度超过预期，但年内仍难以达到使美联储放松利率的程度。
- **能源、商品影响依旧较弱，名义通胀7、8月份可能回升，但不改整体下行趋势** 主要商品对CPI的同比拉动率仅0.4%左右，一般商品对通胀压力不大，即使下半年边际反弹也不会改变通胀的下行趋势。能源商品的同比增速在基数效应下达到低点，未来两个月基数效果的减弱可能带动名义CPI小幅回升，7月油价的恢复也会起到支撑作用。不过，通胀回落的趋势不会因此改变。
- **居住成本和核心服务回落，短期通胀控制压力不大，但还不能排除美联储9月加息的可能** 6月租金环比增速维持0.5%，业主等价租金稍降低至0.4%，居住成本的缓慢缓和还在进行中，这依旧利于核心CPI和PCE保持回落态势。同时，核心通胀增速在薪资、超额储蓄、信贷和资产价格产生的财富效应的支撑下，年内难以回到美联储可以接受的范围，年内降息难以出现，且为进一步加息留出空间。利用Zillow的房价指数ZHVI将CPI的居住成本部分修正为没有滞后的同步CPI可以发现，短期无论是名义还是核心CPI都已经大幅下降。这证明短期通胀压力并不大，美联储的通胀控制确有成效。不过，PCE和CPI核心服务走势的背离需要关注。
- **促使美联储三季度加息的因素不在短期，而在中期** 促使美联储在三季度加息的因素主要是两方面：一，美联储因担忧通胀反弹倾向于矫枉过正的姿态，其框架中金融稳定对加息的阻碍在二季度显著缓解，经济短期也可以承受更高的利率。二，在中期使通胀高于2%目标的证据近期有所加强，虽然超额储蓄在消耗，但是薪资回落速度略慢于预期、消费信贷没有加速收紧、房价的环比回升叠加股指恢复带来的财富效应都会支撑未来的通胀增速，这也是坚持2%中长期增速的美联储需要警惕的。我们判断（1）虽然就业缓和，非农时薪增速却出现上修，这在中期不利于通胀向2%目标靠拢，乐观情况下年末核心CPI可能回到3.5%附近，但基准仍在3.8%左右；（2）近期薪资数据和经济增长仍然不弱、信贷没有显著紧缩、股市上涨和房价环比企稳的财富效应在中期都对通胀构成压力，美联储目前存在继续加息的动力；（3）7月继续加息概率较大，9月仍需要对各类数据保持观察，但再加息最后一次概率并不低；（4）美联储加息在三季度将结束，但降息可能要等到2024年一季度。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：于金潼

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 6 月消费者价格指数 (CPI)，其同比增速从 5 月的 4.0% 降低至 3.0%，低于 3.2% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 4.8%，比 5 月下行 0.5%，同样好于预期。季调环比方面，CPI 增速从上月的 0.1% 升至 0.2%，核心 CPI 增速为 0.2% 并低于上月的 0.4%。需要注意的是 6 月名义 CPI 由于基数效应迎来低点，但在 7、8 月份会因为同样的原因出现回升，但这并不改变通胀继续放缓的趋势。核心通胀本月下行幅度超过预期，但年内仍难以达到使美联储放松利率的程度。

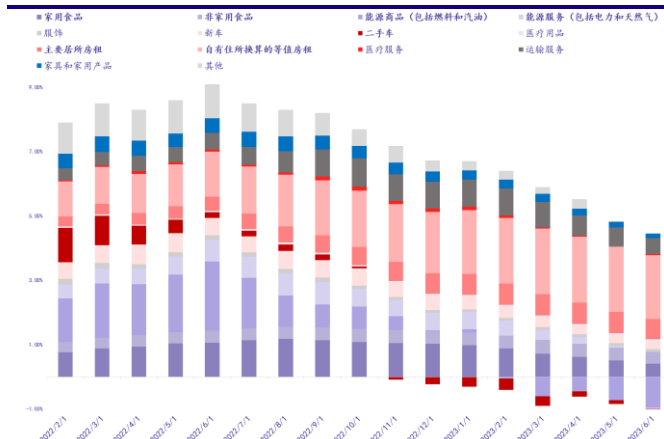
我们倾向于 (1) 名义通胀 7、8 月份可能因为基数效应出现反弹，但随后仍会缓和，年末有望降至 3% 以下。(2) 虽然就业缓和，非农时薪增速却出现上修，这在中期不利于通胀向 2% 目标靠拢，乐观情况下年末核心 CPI 可能回到 3.5% 附近，但基准仍在 3.8% 左右。(3) 通胀稳步回落的趋势二季度初就已经确立，困扰美联储并使其继续加息的可能不是短期趋势，而是通胀的中期走势仍存在高于 2% 目标的风险。(4) 近期薪资数据和经济增长仍然不弱、信贷没有显著紧缩、居民资产继续上行 (特别是股市上涨和房价环比企稳) 在中期都对通胀构成压力，美联储目前还有继续加息的动力。(5) 7 月继续加息概率较大，9 月仍需要对各类数据保持观察，但再加息最后一次概率并不低。(6) 美联储加息在三季度将结束，但降息可能要等到 2024 年一季度，尽管经济还在缓慢放缓中。

从构成来看，能源商品在高基数下继续带动 CPI 大幅下行，6 月能源同比增速达到最低值后将有所回升，带动名义 CPI 小幅反弹；二手车价格的再度下行同样为名义 CPI 超预期回落做出贡献，商品和核心服务均在继续放缓，对通胀拉动最高的居住成本也稳步回落。环比方面，新车及家具和家用产品保持负增长，食品增速较低，居住成本缓和，能源稍有回升。

我们继续将 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。能源三季度同比降幅可能收窄，带动通胀小幅回升；食品保持缓和。商品也处于放缓中，环比存在小幅反弹风险但整体通胀压力不大。居住成本同样保持缓慢下降。因此，通胀年内回落趋势依然确定，令美联储继续加息的更可能是中期对通胀高于 2% 目标的担忧。我们目前对 7 月 CPI 的预测增速为 3.3%，核心在 4.6% 左右。

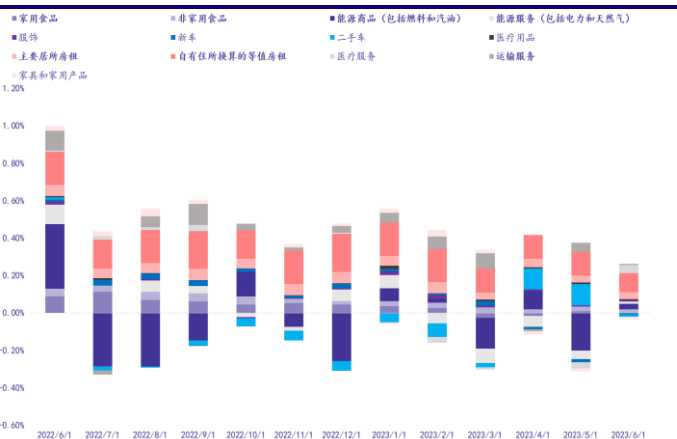
CPI 的超预期回落使市场开始预期美联储 7 月后停止加息，股债均明显上行，美元指数突破前低。鉴于市场对 7 月加息已经有较充分的预期，即使 9 月加息，美元指数也难再猛烈反弹，三季度可能降至 100 以下；10 年美债收益率在阶段性突破 4% 后上行压力不大，短期回落。我们认为目前数据还不能排除 9 月加息的可能，需要对影响中期通胀趋势的变量保持观察，也要特别警惕 PCE 核心服务的粘性。

图 1: 6 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 2: 6 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)

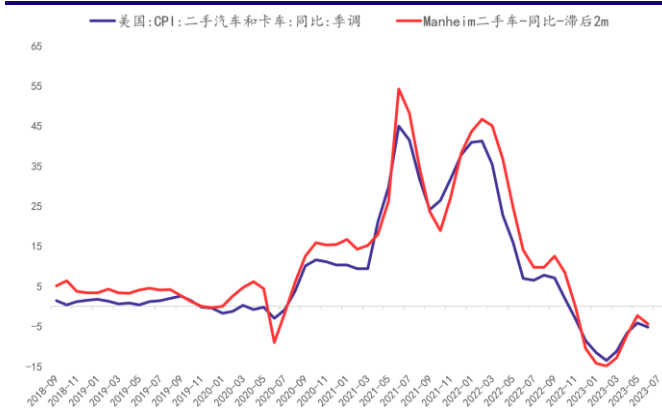


资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

(一) 能源同比通缩达到最低，商品在二手车价回落下影响仍较低

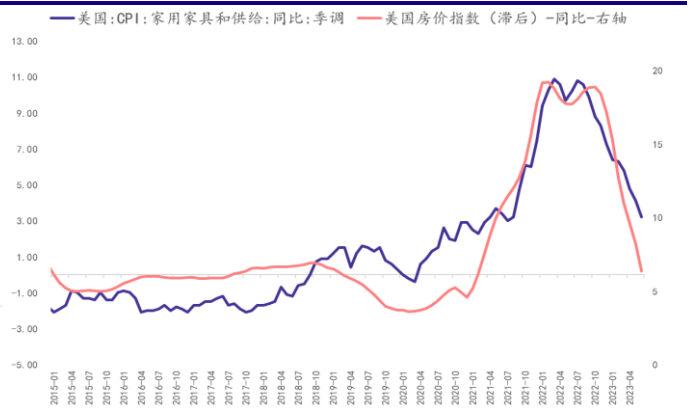
一般商品方面，二手车同比负增长 5.2%，拉动 CPI 下行 0.13 个百分点，环比下行 0.5%；新车同比增速保持 5.8%，环比增长-0.2%，乘用车依然难以对 CPI 形成显著的上行压力。家具和家用产品环比负增长 0.3%，同比增速降至 3.2%并会随着房价的回落保持下行。服装环比增速多个月维持 0.3%，同比处于低位。以上项目对 CPI 的同比拉动率仅 0.4%左右，一般商品对通胀压力不大，即使下半年边际反弹也不会改变通胀的下行趋势。

图 3：二手车价格短期仍在通缩 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落 (%)

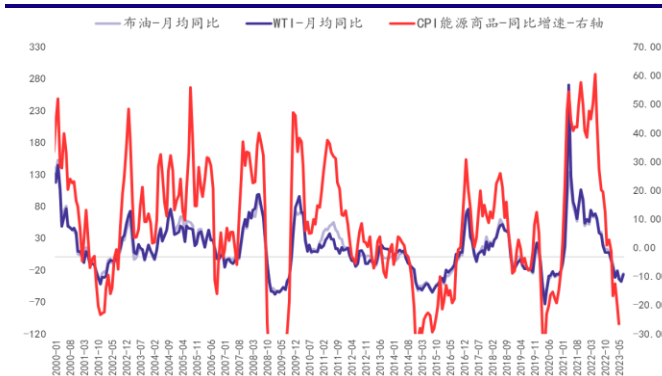


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速 0.8%，能源服务环比 0.4%，同比分别为-26.8%和-1.1%。能源商品的同比增速在基数效应下达到低点，未来两个月基数效果的减弱可能带动名义 CPI 小幅回升，7 月油价的恢复也会起到支撑作用。NYMEX 天然气 6 月环比回升 7.6%，但其此前的降幅由于滞后效果仍会进一步向能源服务传导。

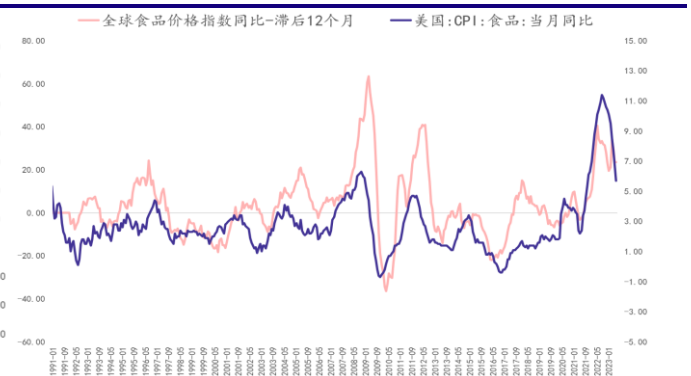
食品价格环比增长 0.1%，家用食品没有增长，非家用食品环比为 0.4%。虽然环比单月波动，但食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右，食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头维持。所以从服务以外的部分考虑，商品在 PMI 弱势、经济缓慢下行、库存仍在去化的过程中不易产生价格压力，而能源商品虽然在 7、8 月份有小幅反弹的可能，对通胀的价格压力也不可持续。核心部分的粘性主要取决于工资带动下的核心服务和居住成本，同时需要关注 PCE 价格指数和 CPI 在核心服务上的背离。

图 5：能源商品的同比低点到来，未来可能小幅回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：食品价格未来还会继续回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

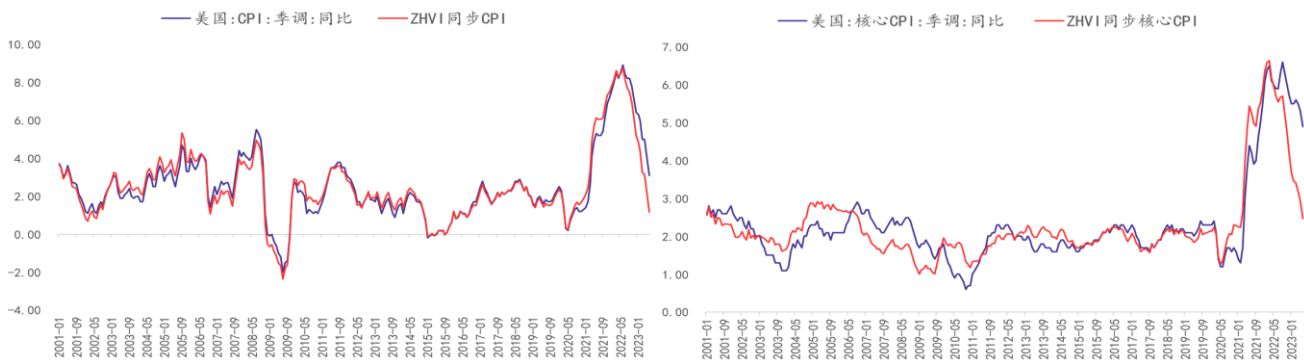
(二) 居住成本缓和延续，服务价格也在回落，通胀短期无忧

在能源价格保持相对低位、食品缓和、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。6 月租金环比增速维持 0.5%，业主等价租金稍降低至 0.4%，居住成本的缓缓缓和还在进行中，这依旧利于核心 CPI 和 PCE 保持回落态势。同时，核心通胀增速在薪资、超额储蓄、信贷和资产价格产生的财富效应的支撑下，年内难以回到美联储可以接受的范围，年内降息难以出现，且为进一步加息打开空间。

滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动在 6 月仍接近 2.6%，CPI 相对 PCE 给予了居住成本过高的权重也意味着核心 CPI 的下行速度会快于核心 PCE 价格指数，而美联储更关注后者。由于居住成本一般滞后房价 15-18 个月（取决于具体的房价指数），我们利用 Zillow 的房价指数 ZHVI 将 CPI 的居住成本部分修正为没有滞后的同步 CPI：不难发现，去除 CPI 的滞后效果后，短期无论是名义还是核心 CPI 都已经大幅下降，其中名义 CPI 已经回落到 2% 以下，核心 CPI 也降低至 2.5%。这虽然也反映了居住成本在 CPI 过高的权重，但同时证明短期通胀压力并不大，美联储的通胀控制确有成效。因此，短期通胀压力并不是让美联储在三季度继续加息的理由，还需要关注令其担忧的中期因素。

服务价格方面，CPI 的核心服务部分同比增速从前值 4.2% 进一步降低至 3.2%，保持回落趋势。不过，6 月非农时薪增速的上修意味着核心服务仍存在一定走平的压力，这在 PCE 价格指数的核心服务中得到更好的体现。因此，尽管我们认为从短期通胀控制角度考虑，三季度继续加息并无必要，但美联储的政策框架和心理以及影响通胀的中期因素还支持一到两次 25BP 的加息。

图 7：去除居住成本滞后效应后，名义通胀已经回到低水平（%） 图 8：核心 CPI 将居住成本同步后也显著下降（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 9：核心商品增速已经较低，短期不构成压力

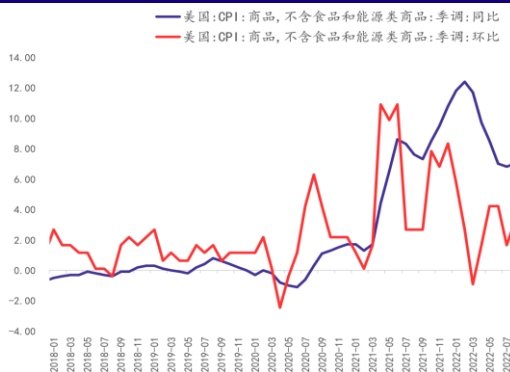
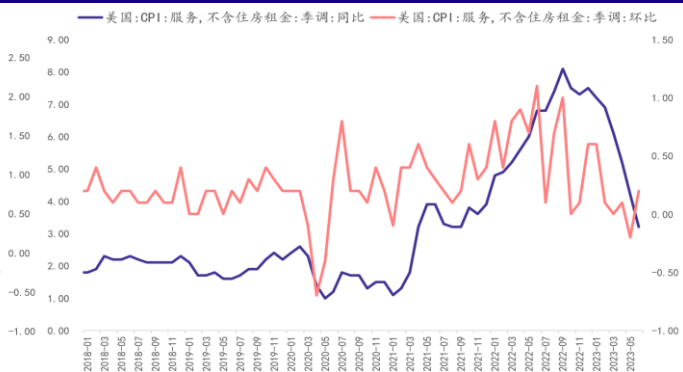


图 10：CPI 核心服务已经连续下降，但这与 PCE 核心服务走势背离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

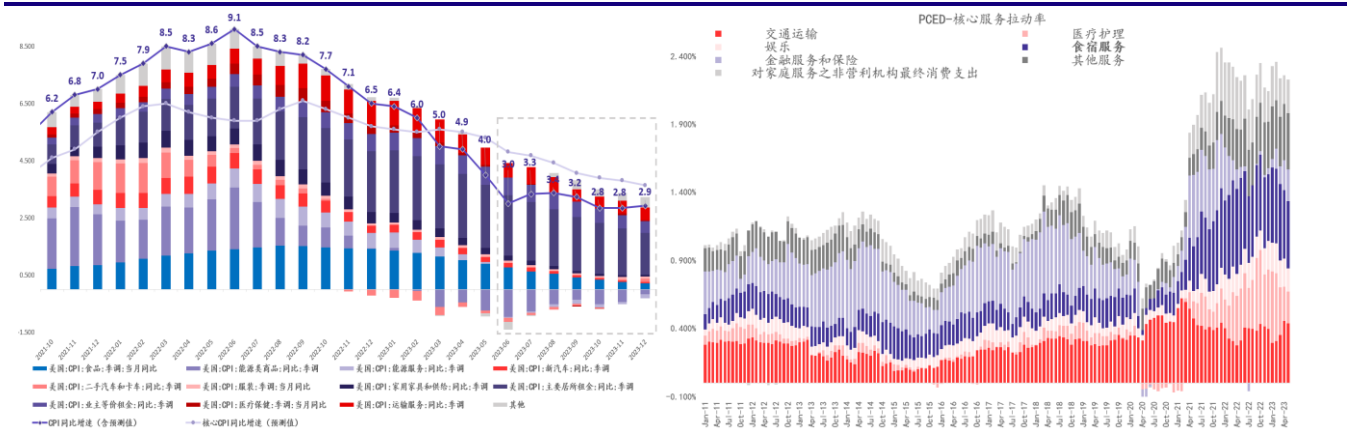
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 促使美联储三季度加息的因素不在短期, 而在中期

目前 CPI 数据基本表明短期通胀回落趋势不会改变, 难以发生反弹; 虽然更贴近居民消费的 PCE 价格指数的核心服务部分粘性更强, 短期也会缓慢回落。我们认为促使美联储在三季度加息的因素主要是两方面: (1) 美联储因担忧通胀反弹倾向于矫枉过正的姿态, 其框架中金融稳定对加息的阻碍在二季度显著缓解, 经济短期也可以承受更高的利率。(2) 在中期使通胀高于 2% 目标的证据近期有所加强, 虽然超额储蓄在消耗, 但是薪资回落速度略慢于预期、消费信贷没有加速收紧、房价的环比回升叠加股指恢复带来的财富效应都会支撑未来的通胀增速, 这也是坚持 2% 中长期增速的美联储需要警惕的。

从联邦基金利率期货市场预期来看, 目前 7 月加息概率较大且已经被充分定价, 投资者暂不相信美联储 9 月会继续加息。虽然如此, 目前美联储官员的表态和部分数据的韧性意味着不能排除 9 月再次加息的可能, 仍需要密切观察核心 PCE 通胀和服务的走势 (背后是房价和薪资的趋势)。近期美元指数已经显著走弱, 市场似乎已经提前定价了加息的尾声, 这种情况下美元指数存在因数据而小幅反弹的风险, 但不易突破 105 的前高。美债收益率出现回落, 但短期较大的发行量和对利率路径的不确定阻止其像美元指数一样连续快速下行。整体上, 美联储的紧缩在三季度后难以加强, 美国经济的下滑和通胀短期继续下降也支持 2024 年出现幅度不低的降息, 这对资产价格的修复无疑是好消息; 同时, 美联储 9 月是否加息可能会影响到人民银行加强利率政策的时点。

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: PCE 的核心服务走平, 此趋势似乎比 CPI 核心服务更可靠



资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

图 13: 房价环比开始回升, 这将增大中期通胀压力 (%)

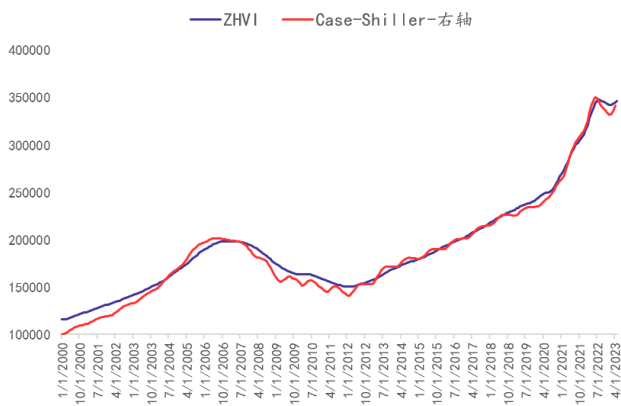
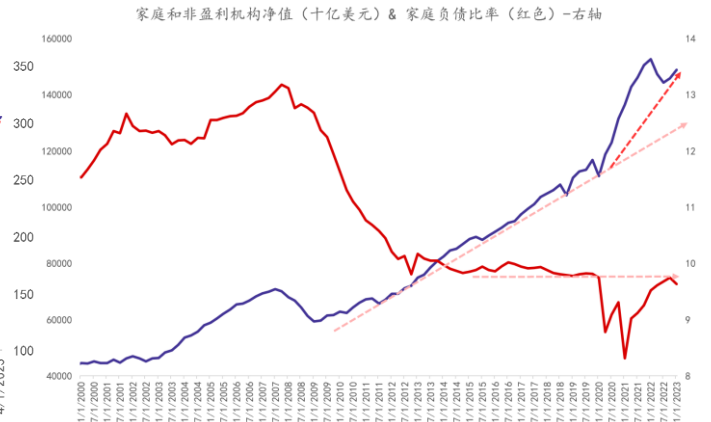


图 14: 家庭在财富效应下, 消费韧性也令美联储担忧



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 15: 市场预期 7 月再加息一次, 年内不降息, 暂不相信 6 月 FOMC 点阵图的指引

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	92.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	78.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	63.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	18.0%	55.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.1%	33.5%	42.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.9%	22.8%	38.4%	26.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.5%	24.2%	37.3%	24.4%	6.4%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.3%	31.4%	30.2%	14.4%	3.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	14.9%	29.8%	30.3%	16.2%	4.4%	0.6%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	13.5%	28.0%	30.2%	17.9%	5.8%	1.0%	0.1%
2024/11/6	0.0%	0.2%	2.4%	10.8%	24.2%	29.6%	21.1%	9.0%	2.3%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.5%	7.3%	18.6%	27.4%	24.7%	14.1%	5.1%	1.2%	0.2%	0.0%

资料来源: CME, 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。

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。

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，并不构成对客户投资咨询建议，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