

美国通胀压力下降

——美国6月CPI点评

2023年7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6月CPI环比0.2%，预期0.3%，前值0.1%；同比3%，预期3.1%，前值4%。

核心CPI环比0.2%，预期0.3%，前值0.4%；同比4.8%，预期5%，前值5.3%。

主要观点：

- 1、6月核心通胀环比减速显著，住宅价格影响或终于开始进入CPI数据，下半年通胀可能较为乐观。
- 2、若下半年CPI环比稳定在0.3%以下，年末CPI同比或在4.4%附近，则随后小幅降息概率较高。
- 3、短端利率结构改善稳定，可承受7月加息，但可以用延长现有政策利率水平的时间来替代。
- 4、美十债正常波动范围维持3.4%~3.9%，上限4~4.25%；美股维持三季度没有明显风险点，长期仍保持中性。

6月为基数效应最强月份，但在能源价格环比上升的背景下，通胀同比、环比均明显下降，表明6月通胀数据下降的质量较高。6月CPI贡献最大的仍为住宅（环比0.4%），贡献了CPI的70%，其次为车险（1.7%）、服装（0.3%）、休闲和个人护理；降低的有机票（-8.1%）、通信（-0.5%）、二手车（-0.5%）、家装（-0.1%）。同比显著下降一方面基于基数效应，一方面来自住宅分项终于环比减速。核心通胀环比从去年12月起进入0.4%附近的平台后迟迟不见显著放缓，3~5月还出现微涨，但6月跌破自2021年3月以来的高位平台落至0.2%（图6）。扣除住宅以外的核心CPI环比近几个月稳定的处于0.3%以下，6月为0%（前值0.3%），是通胀周期以来的最低点（图9）。若下半年CPI环比均在0.3%以下，随着基数效应减弱，年末CPI同比将缓慢升高至4.4%附近。

能源、食品基本稳定。能源环比（0.6% vs 前值-3.6%，下同），主要来自汽油1%。由于近期原油价格（NYMEX）一直在67-75美元窄幅震荡，能源不再能对通胀回落有所贡献，后续通胀回落仍主要依靠核心通胀。食品价格通胀压力基本消失，环比没有增长，前值0.1。居家食品的六大分项仅有2类增长：蔬果0.8vs1.3，烘焙类0.1。其余下跌的分项中，鸡蛋-7.3%，非酒精饮料-0.1%。非居家食品升0.4%，环比亦有所下降。

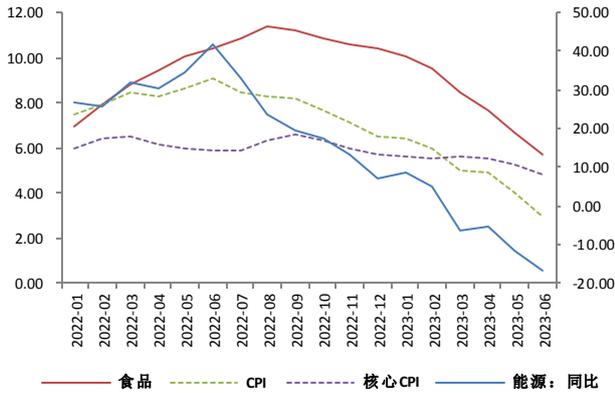
住宅价格环比降低显著回落带动CPI和核心CPI增幅下降。住宅环比再次上涨（0.2% vs 0.4%），为近期最小涨幅。核心通胀中的商品环比连续2个月维持在0.6后，6月环比下降-0.1%；不含住宅租金的服务（环比0.2% vs -0.2%）略有回升但仍在低位区间，并未出现美联储所说的顽固压力（图7）。随着住宅价格增速下降开始体现在CPI分项中（比去年预计的晚半年），我们维持下半年通胀压力较低判断。

关于货币政策。1) 维持政策利率高于5.25%衰退风险加大的判断，即继续加息的紧迫性并不高。从数据看，扣除住宅以外的服务类通胀并未出现美联储所说的顽固压力，上周非农数据质量也首次出现略微下降的现象，完全可以通过延长停留在5.25%的时间来代替再次加息。2) 美国经济短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%，但需要随着后期通胀形势的变化灵活调整，高于5.25%的时间不宜太长。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；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（图8）。这表明市场可承受未来的小幅加息并开始计入预期。非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，仍需1~2年才能显现（图13）。3) 最早考察降息是否合适的时间段为4季度，若年末CPI同比低于4.4%（即下半年通胀环比稳定在0.3%以下），则随后或有小幅降息的概率。

市场方面，观点不变。美十债波动范围3.6%~3.9%，上限4%~4.25%。美股观点不变，三季度没有明显风险点，长期泡沫再次出现，长期仍维持中性。

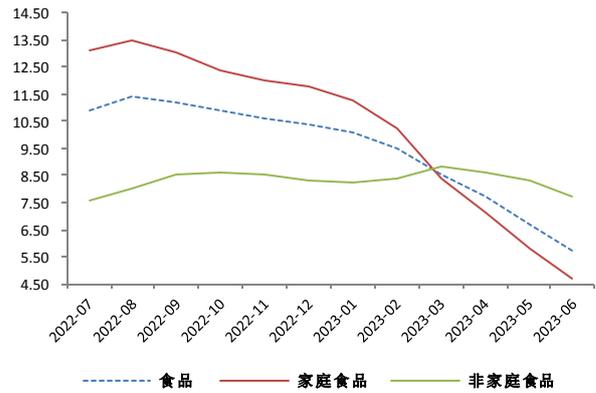
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比 (%)



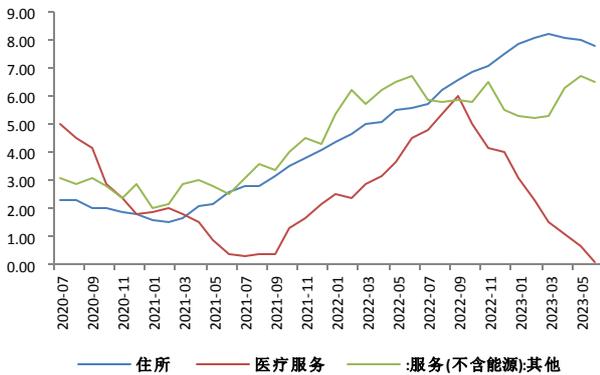
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: 食品同比回落显著 (%)



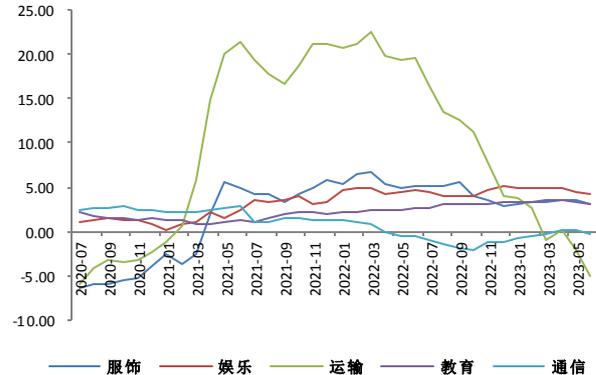
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 服务通胀同比分项 1 (%)



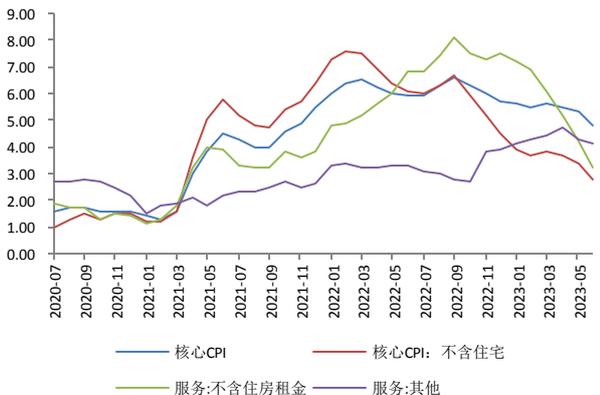
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 服务通胀同比分项 2 (%)



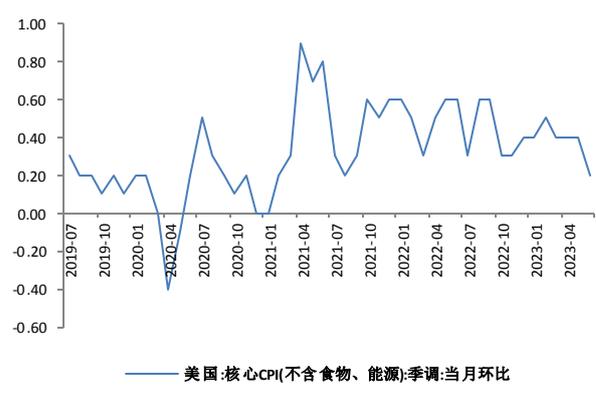
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 不含住宅服务同比回落显著 (%)



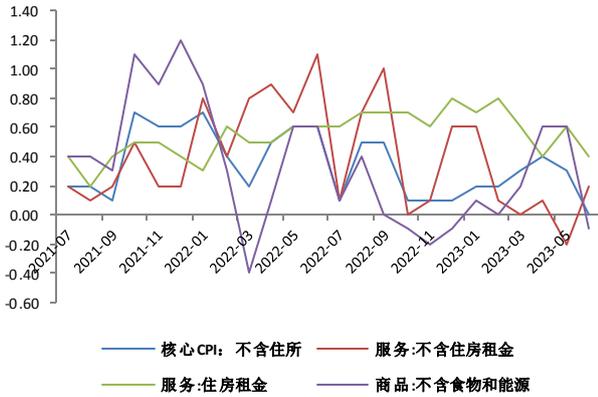
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 核心CPI环比跌破4%平台 (%)



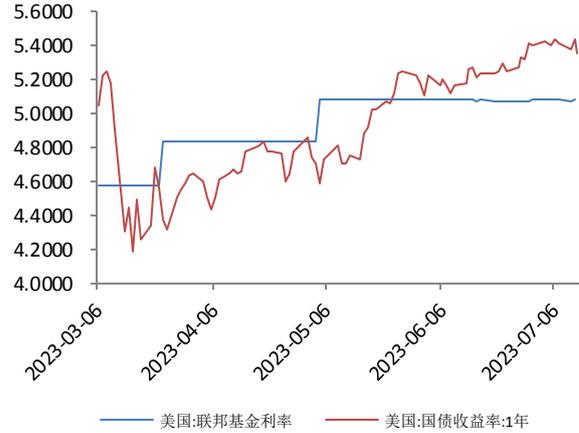
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7: 通胀分项环比尚可 (%)



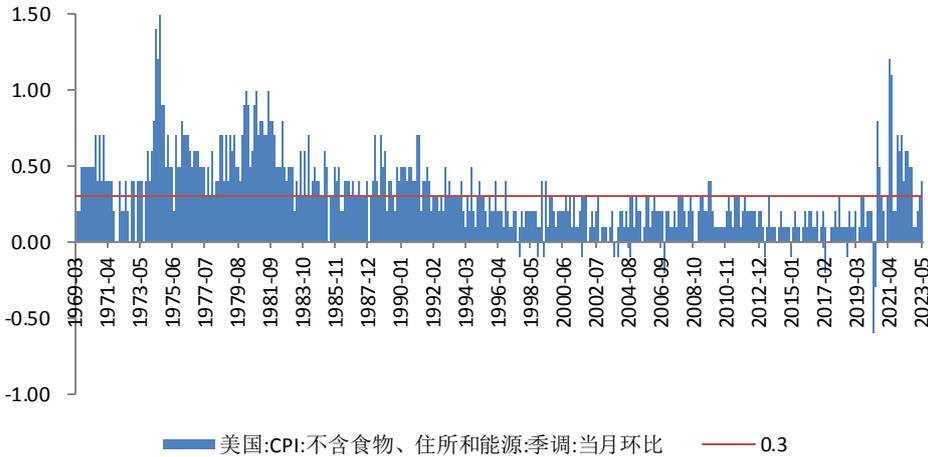
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: 短端利率倒挂结束 (%)



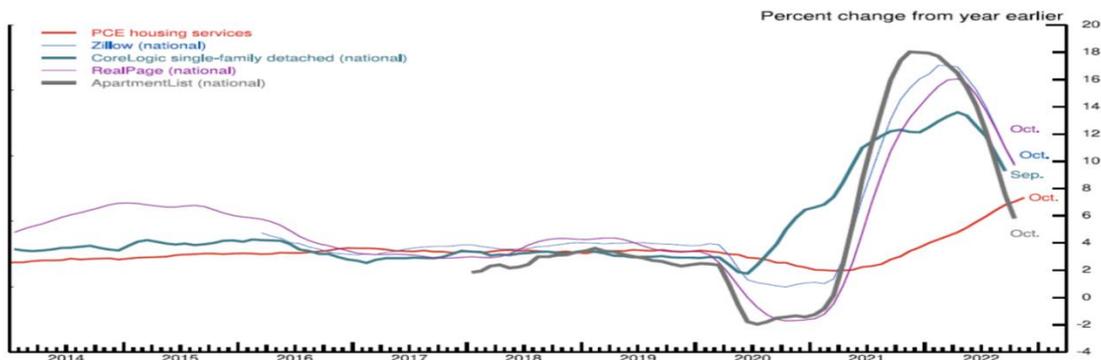
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 非住宅核心CPI环比增速放缓, 6月环比为0 (%)



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 (%)



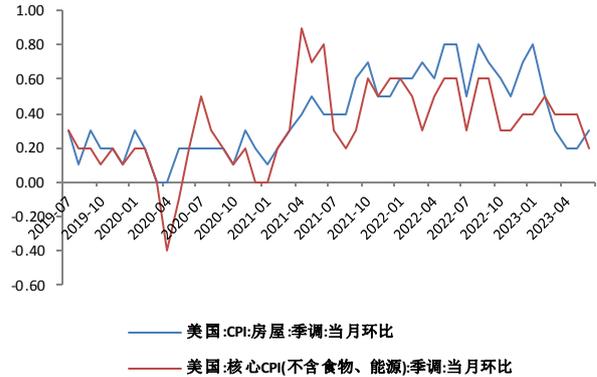
资料来源: FED, 东兴证券研究所

图11：住宅分项或开始降低通胀压力（%）：同比



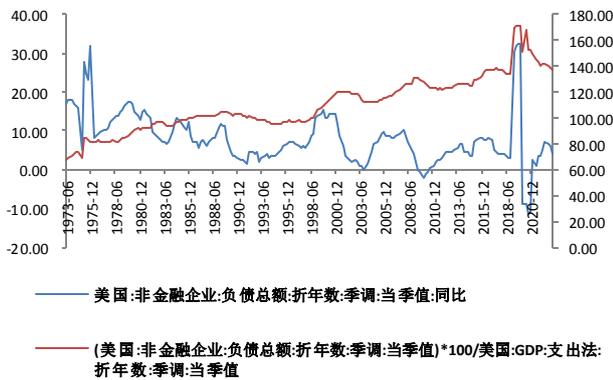
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：住宅分项或开始降低通胀压力（%）：环比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：企业杠杆率处于高位（%）



资料来源：iFinD，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：非农质量略降	2023-07-12
宏观普通报告	东兴宏观：衰退延迟--2023年年中海外经济展望	2023-07-07
宏观深度报告	东兴宏观：衰退延迟--2023年年中海外经济展望	2023-07-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储暂停加息，保留进一步加息空间	2023-06-16
宏观普通报告	宏观普通报告：基数效应护航，6月CPI将继续回落	2023-06-14
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

报告类型	标题	日期
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

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