



通胀回落提升美联储政策空间

——美国通胀系列三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2024 年 6 月 12 日晚美国劳工部公布 5 月通胀数字。其中:

5 月 CPI 同比增 3.3%，低于预期和前值的 3.4%。

5 月 CPI 环比增 0.0%，低于预期的 0.1%，相比较前值回落 0.3 个百分点。

核心观点

■ 5 月美国通胀小幅回落，降息预期推动资产反弹

通胀 5 月小幅回落，降息预期短期有所增强。对于美联储而言，5 月份的通胀数字（+3.3%，增速放缓）从 3 月（+3.4%）再次产生了放缓空间，叠加 5 月非农就业给出的经济超预期组合，似乎多了政策的腾挪空间。因而我们注意到联邦基金利率期货市场对于美联储降息的定价结构分化很显著——增加对 12 月降息的押注，但是降低对 6 月和 7 月的降息定价。

通胀结构层面需继续关注服务通胀的压力回升。需要明确的是，借助于美国通胀的分项数据，我们发现今年以来美国通胀的韧性主要体现在其服务通胀分项上，而商品通胀分项继续保持回落的状态，这将使得美国的经济“繁荣组合”对于商品需求的改善效应较低。随着 5 月超预期的非农就业报告公布之后，市场短期有了再次回到“增长回升”和“通胀趋稳”的复苏定价状态，这将继续有利于美元资产的定价，安理会停火协议虽已通过，但地区短期的不确定并未消除，非美地区的流动性压力并未完全解除，在 5 月欧洲 PMI 超预期之后，瑞典央行、欧洲央行已经相继开启了降息的政策窗口，降息映射出的是“经济压力”还是“价格二次上涨”的可能，美国大选前的三季度可能给出答案。

■ 国内市场处在“稳增长”和“促改革”的观察期

改革蓄势待发，关注短期经济稳增长。4 月底中央政治局会议提出了 7 月召开三中全会，对于宏观经济而言，在美国通胀表征趋于稳定的观察阶段之后，对于国内 6 月依然是观察经济表现的时间窗口。一方面政治局会议对于稳增长的表述重提了降准降息等政策工具，5 月地产新政叠加超长期特别国债发行，推动经济增长预期的进一步修复；另一方面美国“通胀回落”和“经济回升”的组合驱动美元的走升，美元流动性压力仍将约束国内宏观政策宽松的空间，经济数字表征的“稳”将为市场注入更多信心。

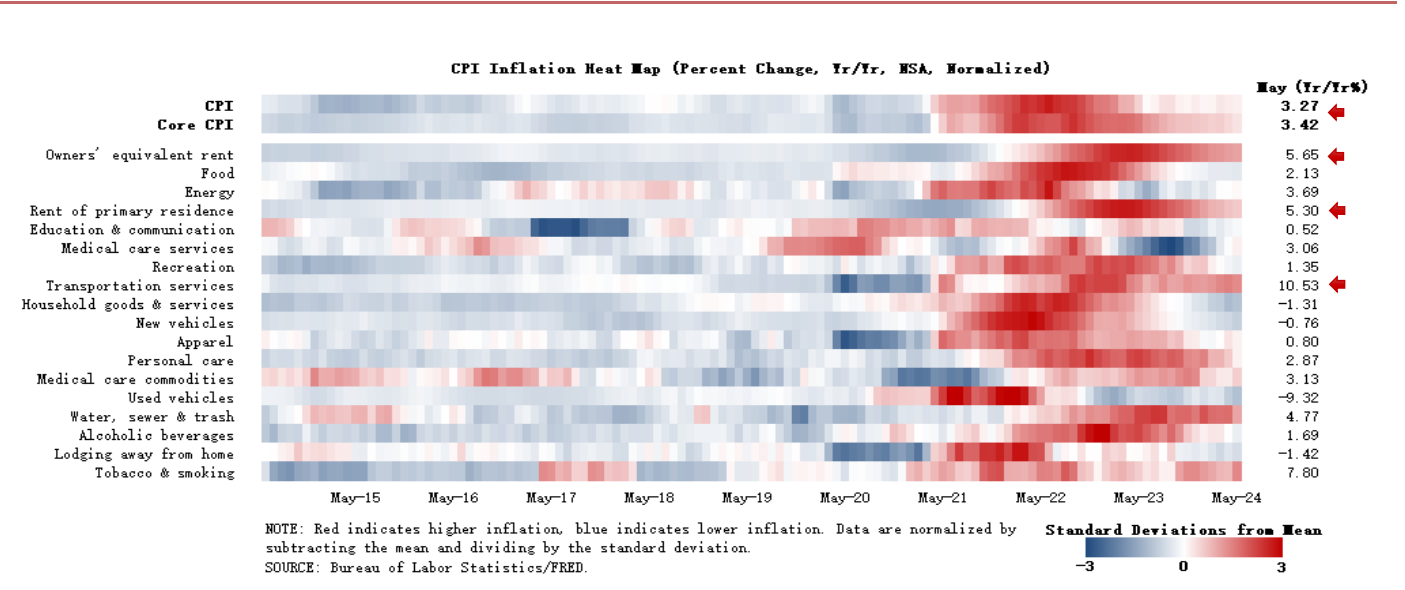
■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

相关图表

美国 5 月通胀热力图更新，继续显示出核心通胀小幅回落的特征，降至 3 年以来最低水平。其中住房分项（不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金）虽然继续处在显著的红色趋“热”状态，但是短期也有所回落；从波动项来看，食品通胀再次小幅回落，而能源通胀维持 4 月份的趋势，5 月继续从偏“冷”的状态小幅向上；特别的 5 月份交通运输分项的热度继续保持在高位，显示出内部物流层面的压力仍没有很好的改善。

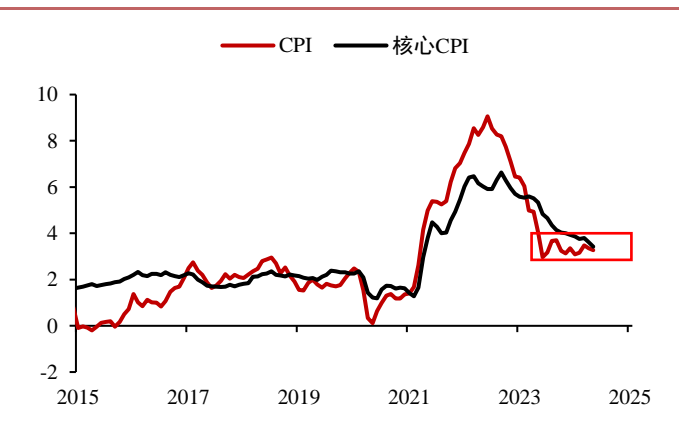
图 1：美国 5 月通胀热力图更新 | 单位：STD



数据来源：FRED 华泰期货研究院

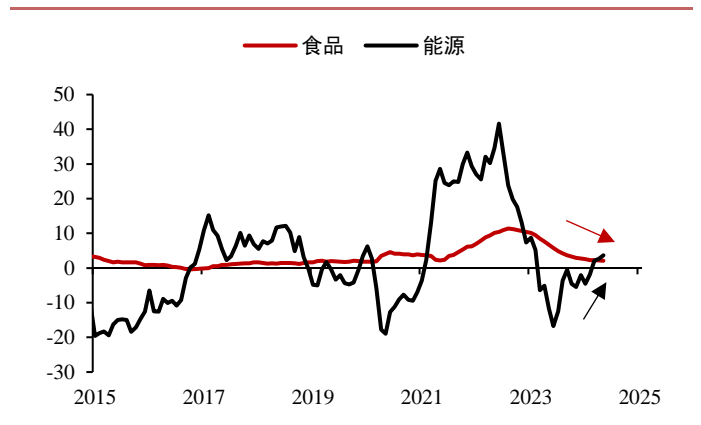
美国 5 月 CPI 和核心 CPI 的同比走势继续表现出在 3% 以上的相对稳定，短期略有回落。在波动较大的食品和能源分项中，食品继续放缓，但是能源项存在继续回升的可能，尤其值得注意在中东地缘博弈还没有到实质性缓和的背景下，对于非美地区的能源供应扰动预期仍将存在。

图 2：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YOY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YOY

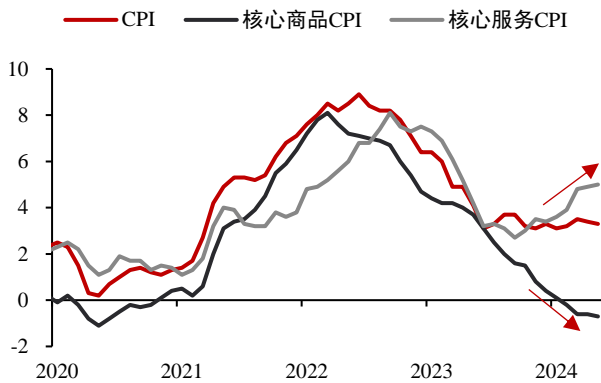


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

CPI 压力结构继续围绕服务价格展开。自 2023 年三季度以来，美国商品型通胀和服务型通胀就持续表现出分化的特征；一方面在高利率的压力之下，商品消费持续面临压力，表现为商品型通胀的继续回落趋缓，另一方面服务型通胀仍维持在相对高位，5 月同比涨幅进一步回升至 5%。

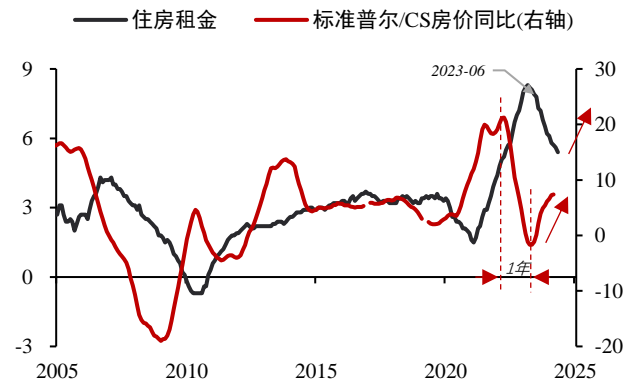
重点关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自去年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产价格的回升对于今年二季度开始的租金成本也将形成回升的压力，这点或继续增加美国通胀的“韧性”。

图 4：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YOY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：房价领先于房租上涨 | 单位：%YOY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美国通胀预期定价短期有所缓和。10 日安理会通过第 2735 号决议，呼吁在加沙地带实现“立即、全面和彻底”停火，地缘溢价扰动短期降低；OPEC+在月初达成延长减产和取消自愿减产协定，能源供需转向供给的扩张预期。展望未来，我们认为大国在加强对上游能源、中游新兴制造和下游大市场的博弈过程中，仍需持续关注地缘的不确定性带来的潜在供给收缩影响。

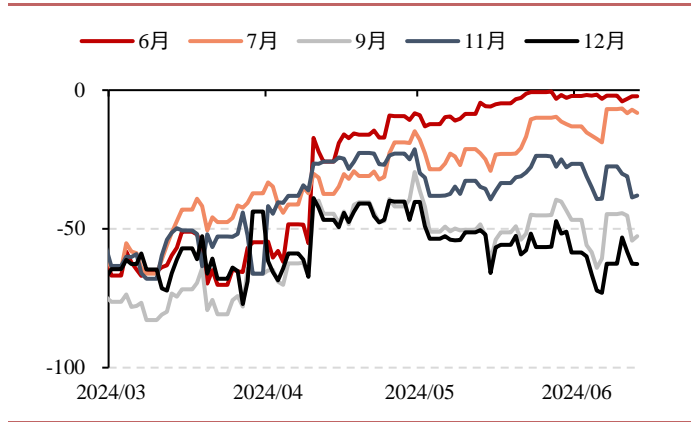
市场增加对于美联储远端（12 月）降息定价，降低短端（7 月）降息定价。总体来看，当前衍生品市场对于 2024 年下半年的主要分歧依然在于降息 1 次还是 2 次上。2024 年初伴随着预期的快速修正已经对金融资产的估值带来影响，随着未来通胀回落的可能再次放缓——科技股仍将面临二次调整的压力。事实上，高利率下的美国经济韧性来源于宏观政策尤其是财政政策的支持，一方面随着美国债务上限的“暂停”，财政端表现为短期的扩张（中短期债券发行占比显著上升），对于经济的支撑力量还未撤出，另一方面，美联储在延续高利率政策环境下对于风险地区的结构性宽松（定向流动性支持，降低抵押品标准等措施）也降低了市场波动，呵护了金融宽松的环境。

图 6: 油价和 TIPs 利率对比 | 单位: %YOY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 市场持续修正对 12 月降息定价 | 单位: %pct



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com