

# 通胀下行盖过了美联储偏鹰派的表态

## ——兼评 FOMC 会议与 5 月 CPI

### 核心要点：

**美联储6月FOMC会议偏鹰，有3个特征：**美国5月CPI和6月FOMC会议结果同日公布。率先公布的通胀数据低于市场预期，展现出继续走弱的基础。随后的FOMC会议维持利率和缩减规模后的缩表计划不变，并公布了6月经济预测（SEP）和点阵图，整体信息偏鹰派：（1）点阵图显示委员们判断目前年内仅有1次降息，尽管其结构仍在1-2次间摇摆。（2）SEP将中性利率从2.6%上调至2.8%，这可能反映美联储在接受中性利率走高的事实，暗示美联储对其货币政策的限制性评估略有降低。（3）尽管2024年的失业率预期维持4%不变可能支持首次降息出现，但中长期失业率预期从4.1%上调至4.2%，短期PCE和核心PCE通胀也均上调，这体现美联储认为通胀回落的难度比三月明显提升。整体上，美联储6月FOMC更多传递了偏鹰的信号，但通胀超预期下行增强了市场的降息信心并压过了美联储的偏鹰表态。

**点阵图下调至仅1次降息，强于市场预期，但年内第二次降息希望尚在：**6月点阵图中有4位官员支持完全不降息，7位官员支持降息1次，8位官员支持降息2次，没有任何人支持降息3次或以上；因此，6月美联储的官方降息预期从3月的75BP直接压缩至25BP，幅度强于市场50BP左右的预期，这毫无疑问是最明显的鹰派信号。不过，从结构上考虑，2024年可能的降息范围仍在1-2次间摇摆：目前有8位官员依然支持2次降息，如果未来通胀数据和劳动市场数据进一步弱化，那么只需2位官员改变意见就可以将降息重新增加为2次，这一概率目前看并不低。

**9月份首次降息概率进一步上升，金融条件预计更加放松：**鲍威尔仍坚持利率的降低需要通胀进一步向2%靠拢的证据，或者劳动市场出现超预期的弱化。2024年失业率预期依然维持在4%不变，这一水平在5月家庭调查的失业率中已经达成；随着劳动市场进一步弱化，9月会议前失业率可能稳定高于4%的目标，成为美联储开启首降的核心支持数据。另外一个值得注意的表述是，在答记者问中鲍威尔对“降息25BP的作用”的反应。他认为降息的整个路径显然更重要，但表示政策利率的放松将导致金融条件的显著放松（a significant loosening in financial market conditions），而市场将会进行定价。

**5月CPI支持通胀在二、三季度有进一步降低的基础，但仍需警惕四季度通胀回落进程面临的阻碍：**CPI同比增速从4月的3.4%降至3.3%，略低于3.4%的市场预期；核心CPI同比从前值3.6%降低至3.4%，同样低于3.5%的市场预期。季调环比方面，CPI增速从前值0.3%降至0.0%，核心CPI从0.3%降至0.2%。5月CPI低于预期，主要的贡献来自于能源商品价格的环比回落带动同比降低，居住成本延续缓慢降低，和部分服务价格回落。核心CPI方面，商品的通缩、居住成本与服务的边际弱化使其顺利降至3.4%左右，但未来环比持续弱于0.2%的概率不高，下半年同比降幅可能有限。核心商品的持续通缩依然是通胀降低的基础，但居住成本的环比降幅还未达到理想的0.3%左右，核心服务通胀虽有弱化但也偏慢，这都决定了下半年核心通胀进一步向3%以下靠拢存在难度，其增速可能在在3.3%左右停滞。

**市场的反应显示通胀下行带来的乐观情绪暂时盖过美联储略鹰的表态：**CME数据显示，联邦基金利率期货交易者认为9月18日首次降息的概率上升至56.7%，而12月有望出现第二次降息。纳斯达克和标普指数再创新高；国债收益率大幅降低后稍有回升，10年期降9.0BP至4.319%；美元指数回落至104.7081。在二、三季度美国消费、通胀和劳动市场数据进一步弱化的情况下，美债和美元指数依然有望小幅震荡下行。我们维持美联储在9月进行首次降息，乐观情况下年内仍有2次降息的判断。由于7月FOMC会议观察数据的时间不够充分，美联储可能在8月杰克森霍尔（Jackson Hole）对未来的降息路径做出进一步铺垫。需要注意的是，在美联储偏鹰的情况下，市场预期再度小幅“抢跑”，两者的分歧和数据的波动仍会导致降息预期的震荡。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：FOMC 偏鹰，但市场加强了 9 月降息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	91.7%	
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	56.7%	38.5%	
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	22.0%	50.7%	25.7%	
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	16.9%	43.5%	32.0%	6.5%	
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.2%	30.4%	37.6%	19.0%	3.2%	
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	6.3%	23.3%	35.2%	25.2%	8.4%	1.1%	
2025/4/30	0.0%	0.2%	2.8%	13.2%	28.1%	31.2%	18.4%	5.5%	0.6%	
2025/6/18	0.1%	1.7%	8.8%	21.9%	29.9%	23.8%	10.9%	2.7%	0.3%	
2025/7/30	0.8%	6.0%	14.9%	25.6%	27.0%	17.7%	7.0%	1.5%	0.1%	

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

### 风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 对美联储官员发言理解不到位的风险

6月12日，美国5月CPI和6月FOMC会议结果同日公布。率先公布的通胀数据低于市场预期，展现出继续走弱的基础，使市场坚定了9月首次降息，年内可能降息2次的希望。随后的FOMC会议维持利率和缩减规模后的缩表计划不变，并公布了6月经济预测（SEP）和点阵图，整体信息偏鹰派：首先，点阵图显示委员们判断目前年内仅有1次降息，尽管其结构仍在1-2次间摇摆。其次，SEP将中性利率从2.6%上调至2.8%，这可能反映美联储在接受中性利率走高的事实，也暗示美联储对其货币政策的限制性评估略有降低。最后，尽管2024年的失业率预期维持4%不变可能支持首次降息出现，但中长期失业率预期从4.1%上调至4.2%，短期PCE和核心PCE通胀也均上调，这体现美联储认为通胀回落的难度比三月明显提升。整体上，**美联储6月FOMC更多传递了偏鹰的信号，但通胀超预期的下行增强了市场的降息信心并压过了美联储的偏鹰表态。**

近期数据显示，通胀在二、三季度具备进一步降低的基础，失业率随着劳动市场的弱化将进一步抬升，我们维持这一组合利于美联储在9月进行首次降息，乐观情况下年内仍有2次降息的判断。由于7月FOMC会议观察数据的时间不够充分，美联储可能在8月杰克森霍尔（Jackson Hole）对未来的降息路径做出进一步铺垫。需要注意的是，在美联储偏鹰的情况下，市场预期再度小幅“抢跑”，两者的分歧和数据的波动仍会导致降息预期的震荡。

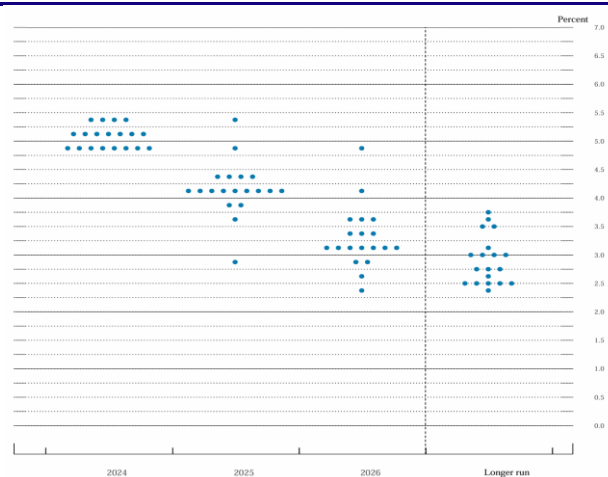
市场与资产方面，美股上涨，美债收益率和美元指数明显回落。CME数据显示，联邦基金利率期货交易者认为9月18日首次降息的概率上升至56.7%，而12月有望出现第二次降息。纳斯达克和标普指数再创新高，纳指涨1.53%至17608.44，标普涨0.85%至5421.03。国债收益率大幅降低后稍有回升，2年期美债降8.9BP至4.760%，10年期降9.0BP至4.319%。美元指数回落至104.7081。在二、三季度美国消费、通胀和劳动市场数据进一步弱化的情况下，尽管美联储表态偏鹰，美债和美元指数依然有望小幅震荡下行。

图 1：美联储 2024 年 6 月经济展望（%）

	中位数			
	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1	2	2	1.8
2024年3月预测	2.1	2	2	1.8
失业率	4	4.2	4.1	4.2
2024年3月预测	4	4.1	4	4.1
PCE通胀	2.6	2.3	2	2
2024年3月预测	2.4	2.2	2	2
核心PCE通胀	2.8	2.3	2	
2024年3月预测	2.6	2.2	2	
预测联邦基金利率路径：				
联邦基金利率	5.1	4.1	3.1	2.8
2024年3月预测	4.6	3.9	3.1	2.6

资料来源：FRB，中国银河证券研究院

图 2：点阵图显示 2024 年降息预期从 3 次下调至 1 次



资料来源：FRB，中国银河证券研究院

## 一、美联储 6 月 FOMC 态度转鹰，但年内 2 次降息可能尚未破灭

### (1) 美联储态度偏鹰的 3 个证据：点阵图、中性利率上调、通胀和失业率上调

6 月 FOMC 会议对 4-5 月 CPI 数据的考量也包含在决议内，因此声明对通胀向 2% 靠拢的评价从 5 月 FOMC 的“缺乏进一步进展”（a lack of further progress）转变为“温和的进一步进展”（a modest further progress）。虽然通胀进展使官员们信心稍有恢复，声明和发布会中的增量信息并不多，但经济预测（SEP）和点阵图中显然暗含了更多偏鹰派的表态。

(1) 点阵图对降息幅度的压缩略超市场预期，尽管其结构仍不稳定，2 次降息的窗口期还未关闭。具体来看，6 月点阵图中有 4 位官员支持完全不降息，7 位官员支持降息 1 次，8 位官员支持降息 2 次，没有任何人支持降息 3 次或以上；因此，6 月美联储的官方降息预期从 3 月的 75BP 直接压缩至 25BP，幅度强于市场 50BP 左右的预期，这毫无疑问是最明显的鹰派信号。不过，从结构上考虑，2024 年可能的降息范围仍在 1-2 次间摇摆：目前有 8 位官员依然支持 2 次降息，如果未来通胀数据和劳动市场数据进一步弱化，那么只需 2 位官员改变意见就可以将降息重新增加为 2 次，这一概率目前看并不低。

图 3：美联储点阵图变化情况（%）

联邦基金利率上限（%）	降息	6月点阵图中支持人数	3月点阵图中支持人数
5.50	0次	4	2
5.25	1次25BP	7	2
5.00	2次50BP	8	5
4.75	3次75BP	0	9
4.50	4次100BP	0	1

资料来源：FRB，中国银河证券研究院

(2) 在降低点阵图的基础上，美联储将长期联邦基金利率预期从 2.6% 进一步上调至 2.8%，实际反映对中性利率的评估上升。所谓中性利率，即在中长期不使经济加速或减速的理想利率水平，也决定了当前限制性货币政策的力度。中性利率的上调表明，美联储或许意识到经济结构性变化可能推升利率中枢，这也意味着当前 5.5% 利率的限制性没有美联储此前认为的那么强。所以尽管鲍威尔表示加息不是任何官员的基准情况，当前利率的限制性依然足够，但利率可能存在“高位更久”以应对抬升的中性利率，这一风险需要警惕。

(3) 美联储上调了 2024 年的 PCE 和核心 PCE 通胀至 2.6% 和 2.8%，并将长期失业率预期上调 0.1 至 4.2%。年内通胀预期的上调不仅证明通胀短期处于 2.5%-3.0% 的范围内，也说明美联储认为控制通胀的难度有提升。而中长期失业率预期的上行可能反映出以目前的经济和劳动市场结构，可能需要更高的失业率作为代价才可以抑制通胀上行。这也表明，美联储在逐步承认控制通胀重回 2% 的难度，并调整对新经济范式的评估与预测。

(2) 尽管表态偏鹰，9 月份首次降息和金融条件的放松仍会到来

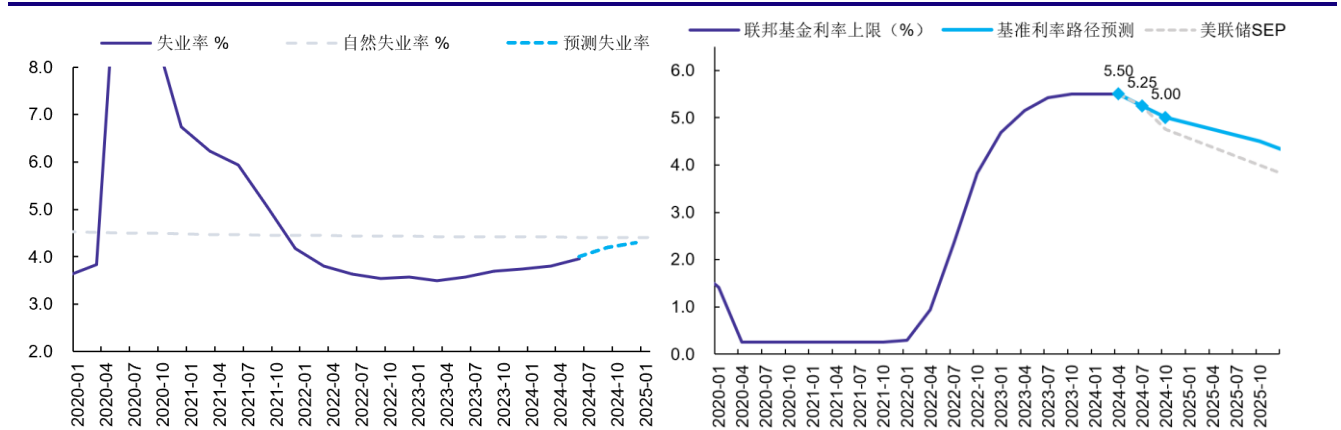
除了上述 3 点偏鹰的信号，美联储对引发利率下行的路径以及降息潜在效果的表述并未发生明显变化，依然支持 9 月首次降息和随之而来的金融条件放松。

鲍威尔仍坚持利率的降低需要通胀进一步向 2% 靠拢的证据，或者劳动市场出现超预期的弱化。通胀方面，二、三季度价格增速进一步降低应可以为美联储提供至少降息 1 次的信心。更值得注意的是 2024 年失业率预期依然维持在 4% 不变，这一水平在 5 月家庭调查的失业率中已经达成；随着劳动市场进一步弱化，9 月会议前失业率可能稳定高于 4% 的目标，成为美联储开启首降的核心支持数据。

另外一个值得注意的表达是，在答记者问中鲍威尔对“降息 25BP 的作用”的反应。他认为降息的整个路径显然更重要，但表示政策利率的放松将导致金融条件的显著放松（a significant loosening in financial market conditions），而市场将会进行定价。鲍威尔的理解可能是随着首次降息到来（当前点阵图显示 2025 年降息空间增加至 100BP），市场将预期未来终将来临的进一步宽松，使金融条件更加宽松。不过，宽松的金融条件一方面会导致各类资产价格上涨和总需求的恢复，另一方面价格压力可能也会随之回升并限制降息。因此，市场和美联储的预期偏差仍会体现在降息预期的窄幅震荡中。

图 4: 失业率的抬升将成为开启降息的理由

图 5: 我们的基准预测中，乐观情况下年内仍有第二次降息



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

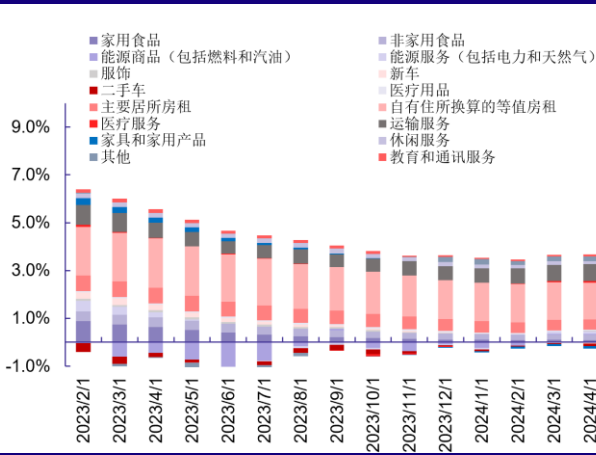
资料来源: Wind、FRB, 中国银河证券研究院

二、美联储 5 月 CPI 印证通胀可以在二、三季度降低，支持 9 月首次降息

(1) CPI 增速 5 月进一步缓和，利于降息，但不能忽视四季度潜在的回升风险

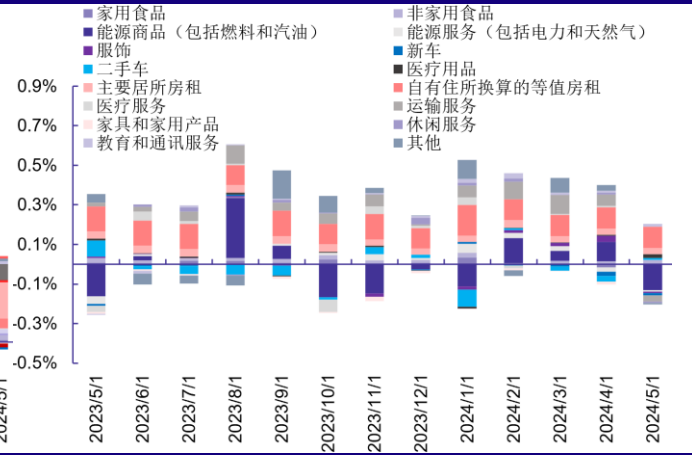
率先公布的美国 5 月 CPI 进一步证实了通胀在二、三季度具备下行基础，提高了美联储 9 月进行首次降息的可能，同时乐观情况下年内降息两次的窗口期依然打开。5 月 CPI 同比增速从 4 月的 3.4% 降至 3.3%，略低于 3.4% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比从前值 3.6% 降低至 3.4%，同样低于 3.5% 的市场预期。季调环比方面，CPI 增速从前值 0.3% 缓和至 0.0%，核心 CPI 从 0.3% 缓和至 0.2%。

图 6: 5 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图 7: 5 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分

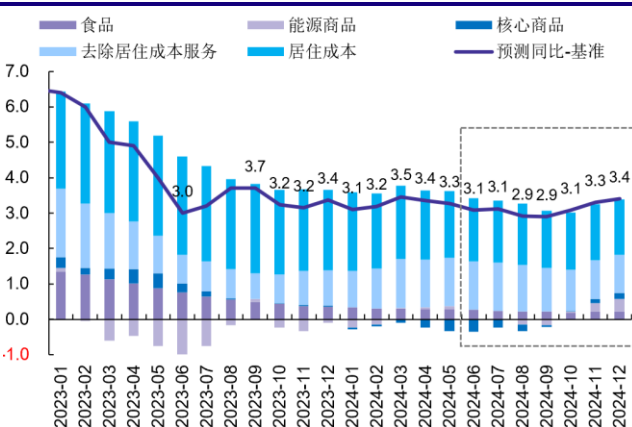


资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

整体来看，食品价格增幅稳定并已接近 2%，能源商品尽管同比因基数回升但环比出现缓和，商品通缩小幅加深缓解通胀压力，居住成本降幅略慢于领先指标但也在降低中，其他核心服务环比增幅也在下行，小部分出现环比负增长。我们在 4 月美国 CPI 分析中指出，从能源价格变化、商品通缩幅度和滞后的服务价格趋势等因素考虑，CPI 和 PCE 通胀二、三季度具备连续下行的基础，5 月数据还在支持这一判断。0% 的名义 CPI 环比增速和 0.2% 的核心增速无疑指向通胀进一步缓和，美联储也终于无需在小数点第二位后寻找通胀下行的证据。尽管年内难以实现 2% 的通胀目标，但价格增速下行和失业率上升的组合可以为美联储提供更多信心，支持 9 月份首次降息的开启。

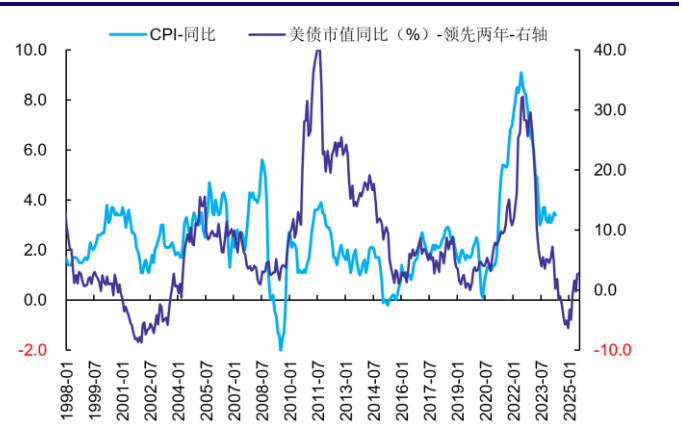
通胀年内依然有继续降低的空间：（1）高利率环境下私人部门需求和劳动市场的逐步弱化；（2）市场较一季度显著压缩降息预期后金融条件边际收紧和投融资预期的改变；（3）通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目的同比依然可以进一步回落。同时，四季度通胀的回升风险仍存：（1）地缘政治问题仍可能对部分价格造成扰动；（2）服务业和相关薪资粘性弱化可能不及预期；（3）美国财政力度偏强，支持总需求并部分对冲紧缩型货币政策。此外，特朗普如果当选，其可能实施大规模减税政策、令美元贬值加强贸易优势以及限制移民，这也将加剧中期通胀的问题。目前来看，PCE 通胀的中枢范围仍在 2.5%–3.0% 之间。

图 8: 美国 CPI 同比增速预测 (%)



资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院

图 9: 财政力度仍是推升通胀的担忧



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

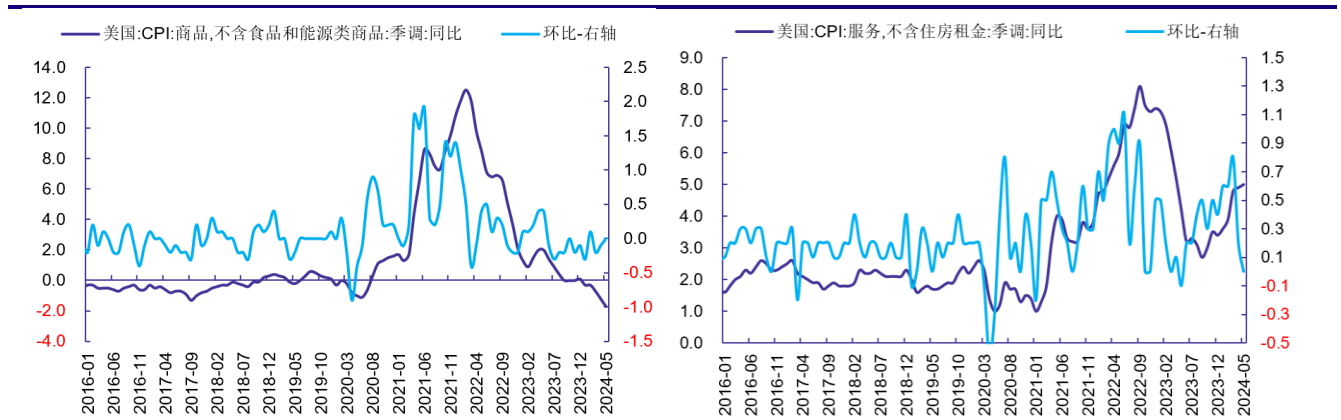
**(2) 商品通缩和服务价格增速的降低贡献明显，核心 CPI 未来可能展露粘性**

(1) 继 4 月 CPI 增速符合预期后，5 月 CPI 低于预期，主要的贡献来自于能源商品价格的环比回落带动同比降低，居住成本延续缓慢降低和部分服务价格回落。食品价格依然保持稳定，商品的持续通缩对降低通胀功不可没。分项目看，对通胀同比有向上拉动的依然是烟草、电力、居住成本、运输服务、休闲服务和其他个人服务。结合克利夫兰截尾均值 CPI 来看，其 5 月 16% 截尾均值降低至 3.542%（前值 3.52%），中位值降至 4.32%（前值 4.48%），通胀下行动能仍在，预计还有进一步放缓的空间。尽管如此，全年的名义 CPI 增速仍可能在 3% 以上，通胀年末的回升风险并未显著减轻。

(2) 核心 CPI 方面，商品的通缩、居住成本的缓和与服务的边际弱化使其顺利降至 3.4% 左右，但未来环比持续弱于 0.2% 的概率不高，下半年同比降幅可能有限。乐观情况下，核心年末能稳定在 3.3% 下方。核心商品的持续通缩依然是核心通胀降低的基础，但居住成本的环比降幅还未稳定达到理想的 0.3% 左右，核心服务通胀虽有弱化但也偏慢，这都决定了下半年核心通胀进一步向 3% 以下靠拢存在难度，其增速在 3.3% 左右停滞的概率不低。因此，尽管通胀在二、三季度整体将继续缓和，但四季度不易继续降低。劳动市场导致失业率的上升对四季度能否再次降息可能更为关键。

图 10: 核心商品延续通缩 (%)

图 11: 剔除居住成本的服务项环比没有增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

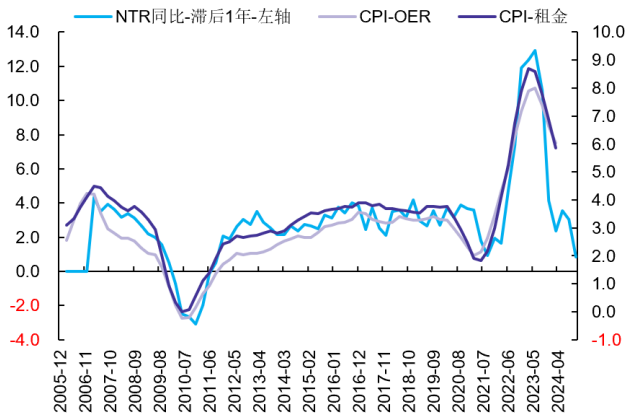
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(3) 居住成本环比处于带动通胀进一步下行的范围内，短期支持通胀进一步走低。5 月房租与业主等价租金季调环比保持 0.4%，房租未季调环比保持 0.3%，但业主等价租金环比升至 0.4%。尽管居住成本进入了领先指标预示的 0.3%-0.4% 的范围，但仍在上沿，这意味着其同比降低的进展仍旧偏缓。未来如果居住成本项的环比可以稳定在 0.3% 左右，那么 CPI 和核心同比增速才容易顺利降低至 3.0% 下方。

(4) 核心服务价格方面压力依然偏强，但环比进一步缓和，运输、休闲和其他个人服务有进展。不含住房租金的服务环比从前值 0.2% 进一步降低至 0.0%，虽然其中有能源服务环比负增长的贡献，但运输服务（公共交通和机票）、休闲服务（录音录像）和杂项环比分别负增长 -0.5%，-0.2% 和 -0.7%；教育和通信服务也保持相对低位。服务价格压力的小幅下行也可侧面印证劳动市场的服务需求应是缓慢缓和而非持续火热的状态，供需缺口的闭合和失业率的回升应继续支持服务价格逐步弱化。核心服务的进一步降低可以为美联储提供信心，也会在 5

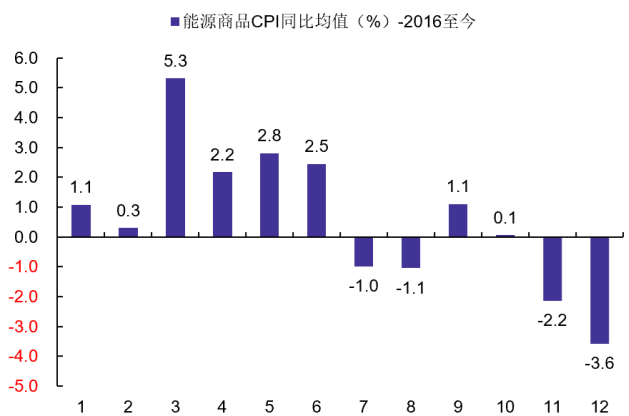
月 PCE 通胀中体现。

图 12: 居住成本进一步回落但仍偏慢 (%)



资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院

图 13: 近年来能源商品通胀的季节性有利于通胀压力减轻

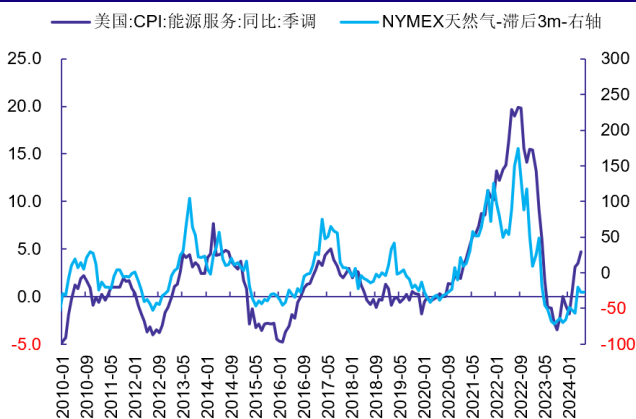


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(5) 其他项目方面, 食品价格稳定, 其领先指标显示未来回升压力较小。核心商品短期继续通缩, 虽然 5 月二手车环比意外改善, 但领先指标仍显示其将继续处于通缩区间, 新车、服饰和家居产品也偏弱, 医疗商品和烟草制品面临回升压力但权重较低。能源方面, 能源商品 5 月跟随原油价格回落, 能源服务环比也有降低, 但需要注意其未来滞后跟随 NYMEX 天然气价格回升的风险。2024 年原油价格年初涨幅较大, 可能不会体现传统的二、三季度季节性上升的特征, 这利于同期通胀的降低。

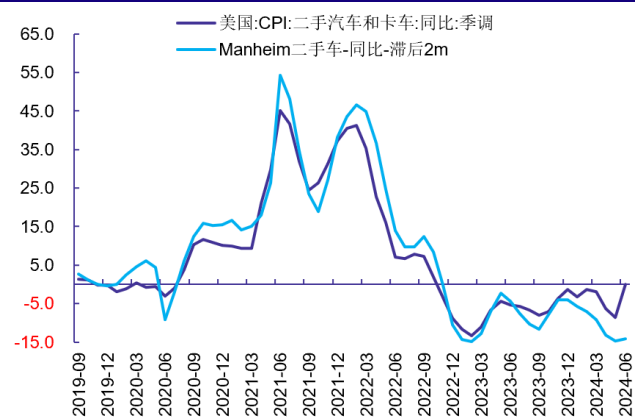
(6) 结合 6 月 FOMC 会议来看, 美联储对 PCE 和核心 PCE 通胀 2024 年增速上调至 2.6% 和 2.8%, 这基本符合通胀增速中枢向 2.5%-3.0% 靠拢的判断。通胀在经历疫情导致的诸多结构性变化后, 能否最终回到疫情前 2% 左右的范围仍然有待观察。中性利率也可能有进一步提升的空间。

图 14: 能源服务成本未来可能回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 二手车价格同比回升幅度较强, 未来可能下行 (%)



资料来源: Wind, Manheim, 中国银河证券研究院

表 1：通胀数据未季调同比概览

权重 (%)	未季调同比	最新月份同比拉动力率 (%)	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
100.00	<b>CPI</b>	<b>3.30</b>	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00
13.42	食品	0.28	2.10	2.20	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30	3.70	4.30	4.90	5.70	6.70	
8.09	家用食品	0.08	1.00	1.10	1.20	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10	2.40	3.00	3.60	4.70	5.80
5.34	非家用食品	0.21	4.00	4.10	4.20	4.50	5.10	5.20	5.30	5.40	6.00	6.50	7.10	7.70	8.30
6.92	能源	0.26	3.70	2.60	2.10	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50	-0.50	-3.60	-12.50	-16.70	-11.70
3.78	能源商品	0.08	2.20	1.10	0.90	-4.20	-6.90	-2.90	-9.80	-6.20	2.20	-4.20	-20.30	-26.80	-20.40
0.08	燃油	0.00	3.60	-0.80	-3.70	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40	-5.10	-14.80	-26.50	-36.60	-37.00
3.61	发动机燃料	0.07	2.00	1.00	1.00	-4.20	-6.60	-2.30	-9.20	-5.60	2.70	-3.70	-20.20	-26.70	-20.00
3.50	汽油	0.08	2.20	1.20	1.30	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30	3.00	-3.30	-19.90	-26.50	-19.70
3.14	能源服务	0.15	4.70	3.60	3.10	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30	-3.30	-2.70	-1.10	-0.90	1.60
2.47	电力	0.15	5.90	5.10	5.00	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40	2.60	2.10	3.00	5.40	5.90
0.67	公共事业(管道)燃气服务	0.00	0.20	-1.90	-3.20	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80	-19.90	-16.50	-13.70	-18.60	-11.00
79.66	<b>核心CPI</b>	<b>2.71</b>	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30
18.70	商品	-0.32	-1.70	-1.30	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10	0.00	0.20	0.80	1.30	2.00
2.62	服装	0.02	0.80	1.30	0.40	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60	2.30	3.10	3.20	3.10	3.50
3.62	新车	-0.03	-0.80	-0.40	-0.10	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90	2.50	2.90	3.50	4.10	4.70
1.92	二手车	-0.18	-9.30	-6.90	-2.20	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10	-8.00	-6.60	-5.60	-5.20	-4.20
1.46	医疗商品	0.05	3.10	2.50	2.50	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70	4.20	4.50	4.10	4.20	4.40
0.84	酒精饮料	0.01	1.70	2.00	2.40	2.40	2.30	2.50	2.90	3.70	4.20	3.70	4.10	4.40	4.80
0.54	烟草和相关制品	0.04	7.80	6.70	6.80	7.10	7.40	7.80	7.70	7.20	5.60	5.60	6.10	5.80	6.30
60.97	服务	3.23	5.30	5.30	5.40	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70	5.90	6.10	6.20	6.60
36.16	居住成本	1.95	5.40	5.50	5.70	5.70	6.00	6.20	6.50	6.70	7.20	7.30	7.70	7.80	8.00
7.62	主要居所租金	0.40	5.30	5.40	5.70	5.80	6.10	6.50	6.90	7.20	7.40	7.80	8.00	8.30	8.70
26.64	业主等价租金	1.52	5.70	5.80	5.90	6.00	6.20	6.30	6.70	6.80	7.10	7.30	7.70	7.80	8.00
6.50	医疗护理服务	0.20	3.10	2.70	2.10	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00	-2.60	-2.10	-1.50	-0.80	-0.10
1.81	医疗	0.03	1.40	0.90	0.70	0.40	0.10	-0.60	-0.70	-1.20	-0.20	0.30	0.40	0.50	-0.10
2.32	医院和相关服务	0.17	7.30	7.90	7.70	6.10	6.50	5.60	6.30	5.60	4.70	3.50	3.40	4.20	3.90
6.48	运输服务	0.68	10.50	11.20	10.70	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20	9.10	10.30	9.00	8.20	10.20
1.25	机动车维修保养	0.09	7.20	7.60	8.20	6.70	6.50	7.10	8.50	9.60	10.20	12.00	12.70	12.70	13.50
2.91	机动车保险	0.59	20.30	22.60	22.20	20.60	20.60	20.30	19.20	19.20	18.90	19.10	17.80	16.90	17.10
1.12	公共交通	-0.05	-4.70	-4.60	-5.60	-5.20	-4.80	-6.90	-8.10	-8.90	-9.30	-9.40	-13.20	-13.30	-8.90
0.81	机票	-0.05	-5.90	-5.80	-7.10	-6.10	-6.40	-9.40	-12.10	-13.20	-13.40	-13.30	-18.60	-18.90	-13.40
3.25	休闲服务	0.13	3.90	4.10	4.50	4.50	5.30	5.60	4.80	5.70	6.40	6.10	6.20	5.90	5.80
0.92	录音录像	0.03	2.80	4.50	4.40	4.20	5.30	5.30	4.10	5.20	6.30	5.90	5.10	4.30	4.50
0.44	宠物服务	0.03	5.90	4.90	7.30	5.90	7.00	7.60	6.40	7.30	7.00	8.50	9.80	10.40	10.20
1.84	其他休闲娱乐	0.09	4.70	4.40	4.40	4.50	4.80	5.20	4.70	5.60	6.50	5.60	5.90	5.80	5.50
4.99	教育和通讯服务	0.10	2.00	1.60	1.40	1.50	1.30	1.30	1.40	2.30	2.50	2.60	2.70	2.40	2.80
2.38	学费	0.07	2.90	2.60	2.70	3.00	2.70	2.70	2.70	2.90	3.10	3.10	3.50	3.40	3.60
1.55	电话	-0.02	-1.00	-1.70	-1.80	-2.10	-2.10	-1.90	-1.70	0.40	0.10	0.20	0.40	0.20	1.40
0.99	网络和电子信息	0.05	5.00	4.90	4.20	4.30	3.80	3.70	3.70	4.40	5.00	5.20	4.70	3.30	2.90
1.52	其他个人服务	0.06	4.10	4.90	5.40	5.10	6.80	6.40	6.10	6.70	6.80	6.40	6.00	6.50	6.70
0.62	个人护理服务	0.03	4.80	4.70	3.80	3.90	4.20	3.70	3.90	5.00	4.80	5.10	5.30	5.00	4.90
0.89	其他杂项	0.03	3.60	5.00	6.50	5.90	8.70	8.30	7.70	7.90	8.30	7.40	6.50	7.60	8.00

资料来源: Wind, BLS, 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。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 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：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	褚颖	010-80927755	chuying_yj@chinastock.com.cn