

2024年06月13日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪  
dcx@longone.com.cn

## 再通胀风险如何影响美联储降息预期？

——海外观察：2024年5月美国CPI及6月FOMC会议

## 投资要点

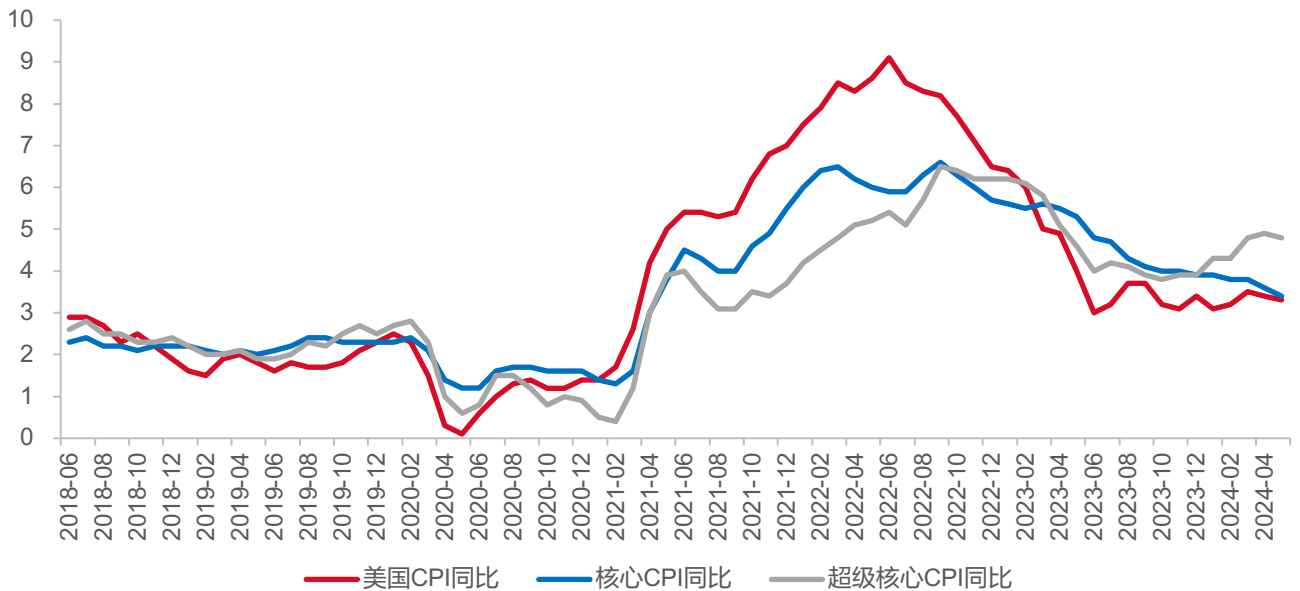
- **事件**：5月美国CPI同比上涨3.3%，前值3.4%，预期3.4%；环比上涨0%，前值0.3%，预期0.1%。核心CPI同比上涨3.4%，前值3.6%，预期3.5%；环比上涨0.2%，前值0.3%，预期0.3%。美联储连续第7次将基准利率维持在5.25%-5.5%区间不变。
- **核心观点**：5月美国通胀因能源和车险价格下跌降温。未来能源价格下跌可能继续压低总体CPI，但由于房租价格反弹、汽车保险价格下跌难持续，核心通胀在三季度有较大可能回升。美联储政策信号保持中性。市场对降息的预期比美联储点阵图更为乐观，但中性利率上调将缩小未来降息空间。
- **美国5月通胀全面降温，主要由能源和车险价格下跌推动**。由于国际原油价格下跌，5月能源价格环比下跌2%，是推动美国通胀下跌的重要原因。代表除住宅外的服务价格的超级核心通胀增速也从前值的4.9%下跌至4.8%，为2023年10月以来的首次下跌，但仍显著高于总体CPI增速。汽车保险价格环比下跌0.1%，推动交通运输服务价格环比下跌0.5%，是超级核心通胀下滑的主要驱动因素。住宅租金依然是推动CPI上涨的最大贡献项，环比上涨0.4%，涨幅与上月持平。
- **未来能源价格的下跌可能推动总体CPI继续向下，但三季度核心通胀有较大可能反弹。一是房租价格可能反弹**。拆分美国CPI同比增速的贡献因子来看，核心商品价格虽在持续降温，但影响较低，核心通胀的降温仍需等待服务价格下跌。住宅是核心服务价格的主要驱动因素，而住宅租金又主要由业主等价租金决定。业主等价租金的变动趋势落后于房价约15个月，标普席勒美国20城房价指数的同比增长率于2023年二季度触底反弹，因此美国房租价格很可能从三季度开始反弹，推动核心CPI重新走高。**二是汽车保险价格的下跌可能不会持续**。美国的汽车保险价格在过去一年中快速增长，总共上涨了20.3%，这是由于汽车的科技含量提高导致零部件价格上升、维修难度增加等因素导致的，主要受到成本端推动，较小受到货币政策影响，5月的价格下跌可能是暂时性的。
- **美联储仍等待更多数据，政策信号中性**。虽然5月通胀低于预期，但通胀下行的可持续性存疑，美联储表示有更大信心前不会降息。点阵图预测的降息时间延后，预计2024年将降息25个基点，比3月的预测少2次，但预计2025年的降息次数从3次上升到4次。FOMC官员预测的年底失业率中值为4%，与5月失业率水平一致，预测的核心PCE通胀中值为2.8%，也与4月数据一致，对于市场放出的信号非常中性，决策仍等待未来数据。
- **中性利率上调，未来降息的空间缩小**。美联储官员“开始认为利率不太可能降至疫情前的水平”，将中值预期从3月份的2.6%上调至2.8%。中性利率是政策利率的参考坐标。中性利率上调之后，即使政策利率未变，目前的政策立场已变得更加宽松，也意味着未来美债价格上涨的空间可能缩小。
- **市场预期较点阵图对降息更为乐观**。考虑到本次点阵图调查可能是在5月CPI公布之前做出的，将低于预期的5月CPI纳入考量后，市场对于2024年、2025年的利率预期定价较点阵图更低，但对于2026年利率预期的定价高于点阵图。市场认为今年大概率降息2次。我们认为，随着核心通胀的重新回升，美联储更可能在继续保持利率不变的基础上，对市场预期进行调控。
- **风险提示**：中国出口商品价格波动可能影响美国通胀；地缘政治风险。

表1 美国 CPI 分项环比变化情况，%

	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	趋势	权重
<b>CPI</b>	0.3	0.4	0.4	0.3	0.0		100.0
<b>1.食品</b>	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1		13.5
1.1家庭食品	0.4	0.0	0.0	-0.2	0.0		8.7
1.2非家用食品	0.5	0.1	0.3	0.3	0.4		4.8
<b>2.能源</b>	-0.9	2.3	1.1	1.1	-2.0		6.9
2.1能源类商品	-3.2	3.6	1.5	2.7	-3.5		3.5
2.1.1汽油 (所有种类)	-3.3	3.8	1.7	2.8	-3.6		0.2
2.1.2燃油	-4.5	1.1	-1.3	0.9	-0.4		3.3
2.2能源服务	1.4	0.8	0.7	-0.7	-0.2		3.4
2.2.1电力	1.2	0.3	0.9	-0.1	0.0		2.5
2.2.2管道燃气服务	2.0	2.3	0.0	-2.9	-0.8		0.9
<b>核心CPI</b>	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2		79.5
<b>1.商品不包含能源和食品</b>	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.0		21.4
1.1新车	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5		4.3
1.2二手汽车和卡车	-3.4	0.5	-1.1	-1.4	0.6		2.7
1.3服装	-0.7	0.6	0.7	1.2	-0.3		2.5
1.4医疗类商品	-0.6	0.1	0.2	0.4	1.3		1.5
<b>2.服务不包含能源服务</b>	0.7	0.5	0.5	0.4	0.2		58.2
2.1住房	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4		34.4
2.2运输服务	1.0	1.4	1.5	0.9	-0.5		5.8
2.3医疗服务	0.7	-0.1	0.6	0.4	0.3		6.7

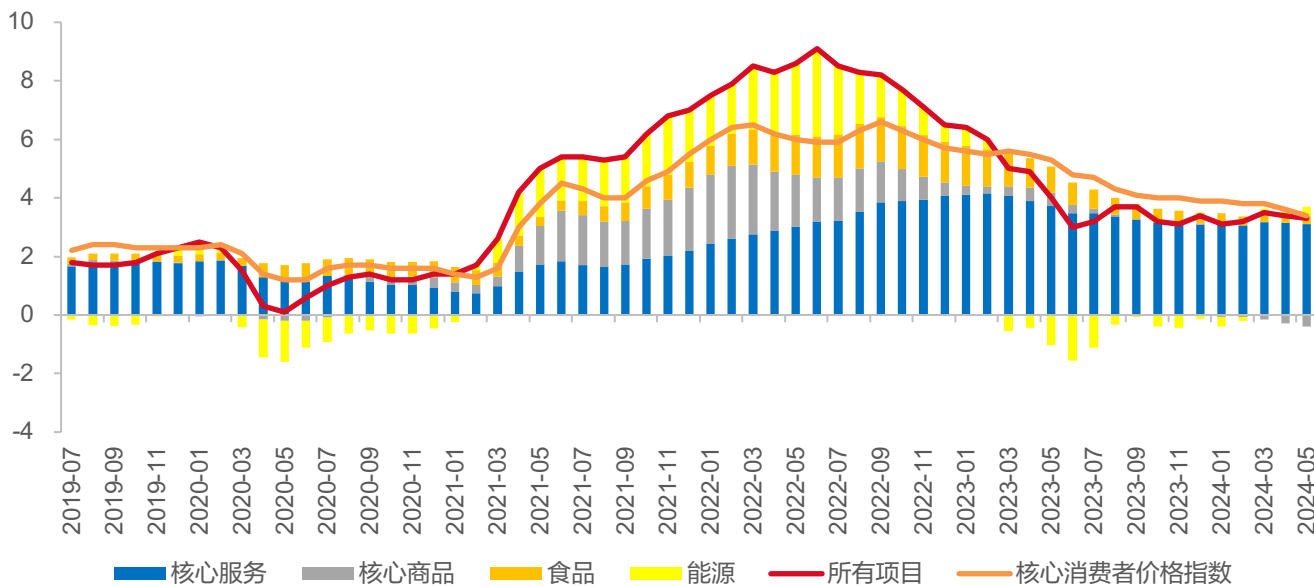
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图1 美国 CPI 同比增速，%



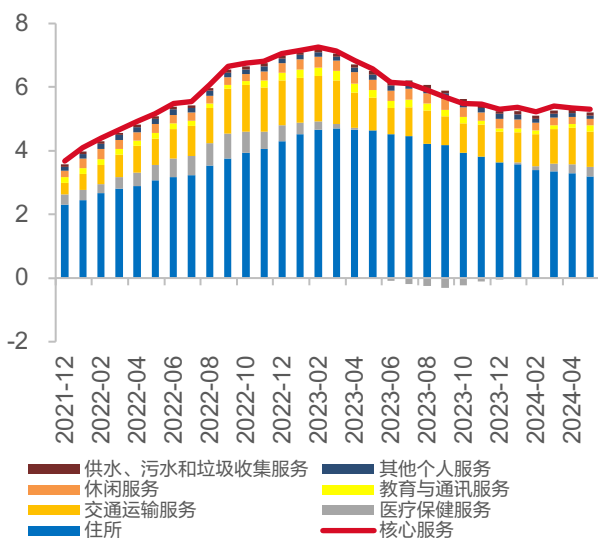
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图2 美国 CPI 同比贡献因素拆分, %



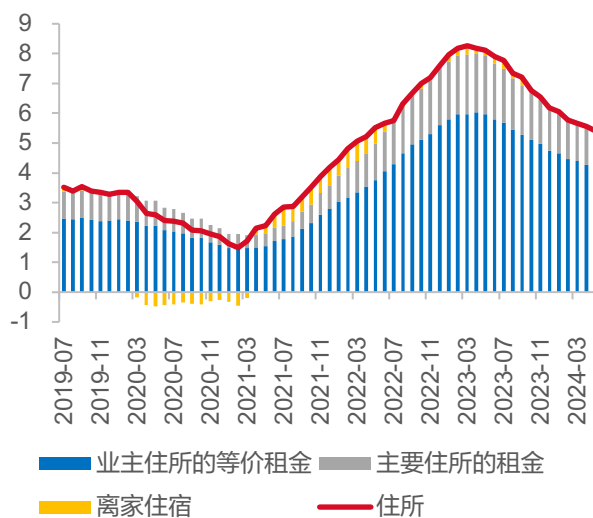
资料来源: 美国劳工部, 东海证券研究所

图3 核心服务同比贡献因素拆分, %



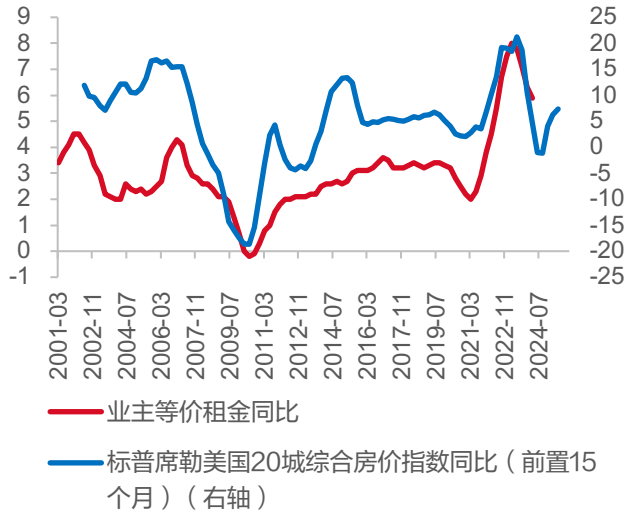
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图4 业主等价租金是 CPI 住宅价格的主要驱动因素, %



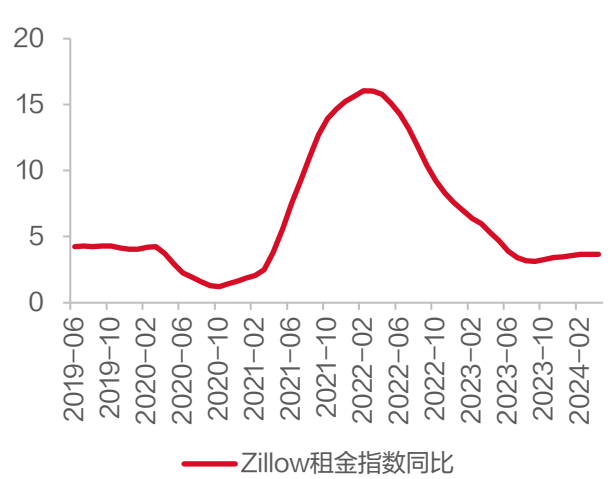
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图5 房价领先业主等价租金，%



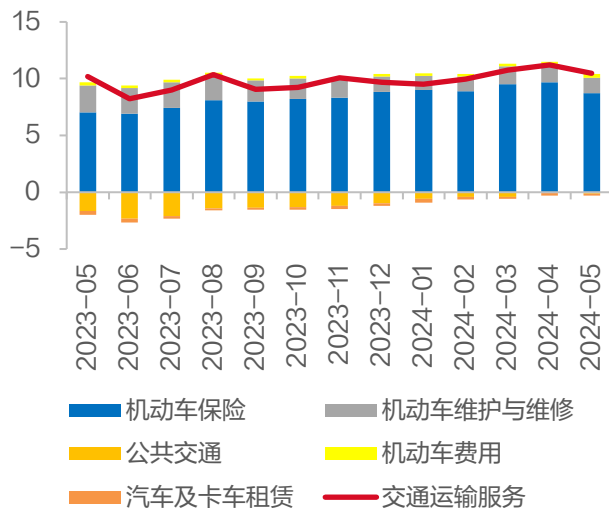
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图6 Zillow 租金价格指数同比，%



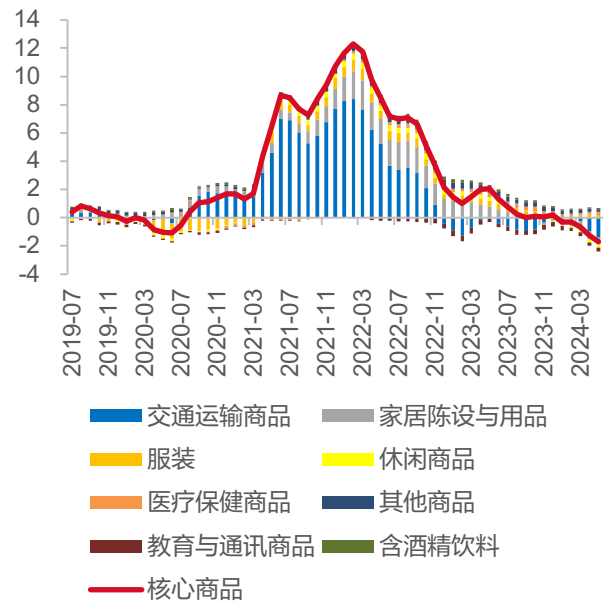
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图7 车险是 CPI 交通运输价格的主要驱动，%



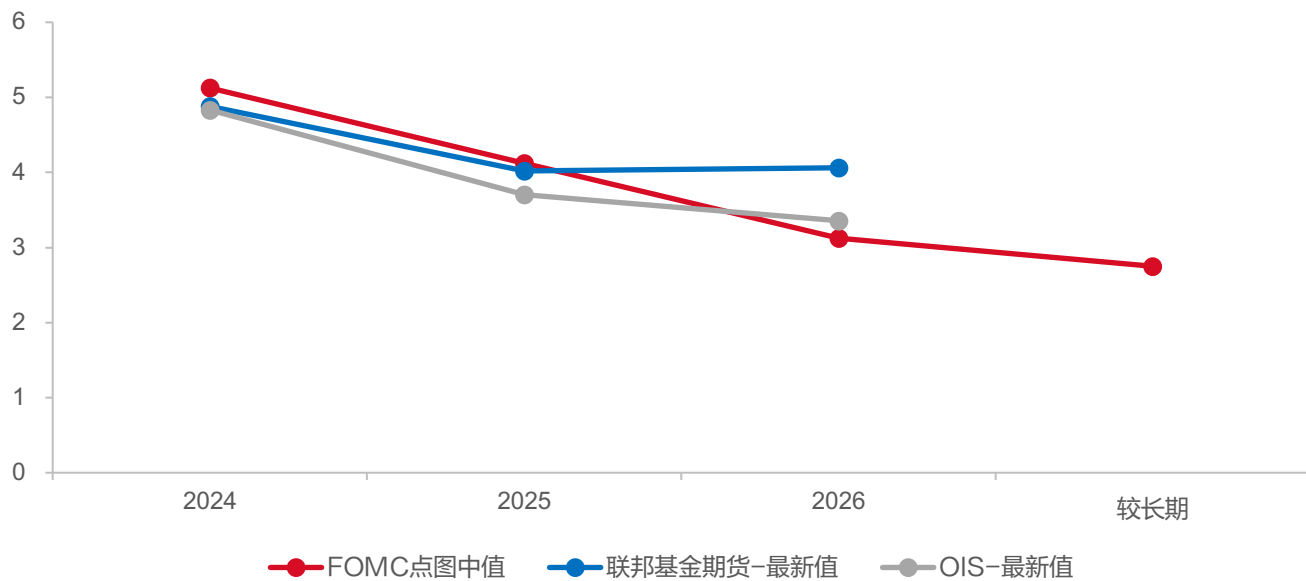
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图8 核心商品同比贡献因素拆分，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图9 点阵图与市场定价预期，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089