

美国核心 CPI 见底蓄势反弹的两大迹象

事件点评

美国 CPI 点评 (2024.5)

投资要点

◆ **美国 5 月核心 CPI 再度小幅下行，看似低于预期，实则呈现见底蓄势反弹的两大迹象。**

据美国劳工统计局当地时间 6 月 12 日上午公布的数据，美国 5 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别较 4 月下行 0.1、0.2 个百分点至 3.3% 和 3.4%，其中核心 CPI 环比上涨 0.2%，略低于市场预期；耐用消费品和除房租外的核心服务涨幅偏低是主要拖累。但考虑到原油价格已经从前期的快速下行转而企稳，美国 5 月劳动力市场和薪资的强劲表现也可能向通胀二次传导，这两大因素共同指向美国 5 月核心 CPI 可能已经来到阶段性底部，未来数月可能蓄势反弹，而非进一步降温。核心 CPI 的变动方向将导致对美联储降息路径、美债收益率和美元指数完全不同的预期。

◆ **5 月两大拖累：油价前期大幅下跌传导为耐用消费品深度下跌，除房租外的核心服务随 4 月薪资有所降温。但近期原油价格企稳且保护主义政策升温、美国就业再超预期薪资增速加快，叠加房地产市场持续回暖，美国核心 CPI 可能已经达到阶段性底部，行将蓄势反弹。**

5 月美国核心 CPI 环比 0.2%，低于上月和市场预期 0.1 个百分点。从结构上来看，拖累主要来自两方面：一、耐用消费品环比（-0.48%）创出 2023 年以来第二深的跌幅，主要体现全球原油价格此前的大幅下跌，美国 5 月 CPI 中能源分项环比跌幅达到 -2.03%，亦为 2023 年 11 月以来跌幅最大单月。二、除房租外的核心服务环比（-0.02%）较 4 月大幅降温近 0.5 个百分点，为近 32 个月以来首次转负，很大程度上与 4 月美国劳动力市场暂时性降温、薪资增长暂时性放缓有关。而近期油价和劳动力市场的最新变化指向这两大拖累或将迎来迅速逆转：一方面，国际原油价格在经历前期大幅下跌之后近期呈现企稳迹象，同时美国对自华进口锂离子蓄电池、新能源汽车加征高额关税，欧盟也拟对华加征新能源汽车关税，全球化贸易环境逆流可能加速美国耐用消费品价格上涨；另一方面，美国 5 月非农就业表现强劲，带动薪资增长再度走强，可能重新对核心服务价格形成支持，而同样与薪资关系密切的美国核心非耐用品价格 5 月也维持了较强的增长态势。此外，美国房地产市场在当前紧缩周期尾部阶段已经开始呈现量价复苏迹象，房租也可能维持高增长态势更长时间。我们预计 6 月、8 月美国核心 CPI 同比可能分别反弹至 3.5% 和 3.6%，至 9 月、12 月可能才分别重新小幅回落至 3.5% 和 3.4% 的水平。这一路径不仅显著高于市场一季度的预测，甚至可能略高于美联储最新小幅上修后的核心通胀展望路径。

◆ **美国核心 CPI 的回落并非一蹴而就，一定力度的“二次通胀”可能已经近在眼前。在劳动力潜在供给相对有限薪资再度高增、财政扩张延续且居民消费需求仍较为旺盛的背景下，美联储今年 9 月、12 月降息两次仍是最合理的选择，当前更应当关注内需降温较快、通缩风险较大的欧英日央行超市场预期加速降息的概率。汇率仍是我国货币政策宽松的重要外部掣肘，财政政策对当前我国维持可持续并结构优化的相对高增长更具有现实和战略意义。经济和政策结构的预期分化可能导致下半年金融市场的较大波动。以“泰勒法则”为代表的美国货币政策决策机制的实质，是以长端利率的相对稳定为支点，逆周期地调节短端利率。当前美国财政扩张、居民消费需求小幅偏热的同时，美国政府持续强化保护主义政策令劳动力市场紧张程度再度提升薪资再转高增。美联储一方面在 5 月 FOMC 会议上通过大幅放缓国债缩表速度而小幅加快 MBS 减持的方式，试图避免长端利率上行过快并维持对房价的利率压力，另一方面在 6 月会议预测中上修核心 PCE 展望，意在平抑市场双向波动过大的降息预期路径。相比之下，欧英日消费内需降温较快、通缩压力较大的态势一定程度上仍被发达经济体货币政策追求同步性的惯性思维所掩盖而未被充分定价，这意味着年内美元指数进一步上行概率仍然较大。汇率掣肘可能进一步强化我国经济政策中财政扩张的重要性，如果我国货币政策持续向中性区间收敛，我国长端利率上行风险将有所提升。**

◆ **风险提示：人民币贬值压力加快我国货币政策转向中性的风险。**

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

相关报告

消费内需仍有很大促进空间——CPI、PPI 点评 (2024.5) 2024.6.12

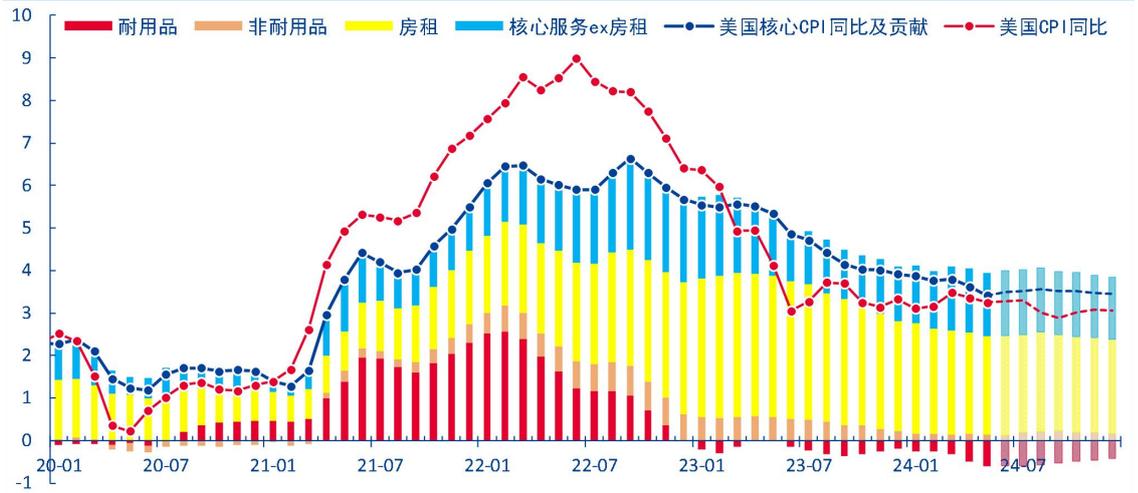
华金宏观·双循环周报 (第 61 期)-美国强劲的就业或将迫使欧央行加速降息 2024.6.8

出口基数已经见底，外部环境更需重视——国际贸易数据点评 (2024.5) 2024.6.7

科学分析长期国债收益率的合理区间——华金宏观·双循环周报 (第 60 期) 2024.5.31
 PMI 为何大幅降温？——PMI 点评 (2024.5) 2024.5.31



图 1: 美国 CPI 同比、核心 CPI 同比贡献结构及预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn