

宏观策略

5月CPI增速不及预期，交运服务分项为主要拖累

——美国5月CPI数据点评

2024年6月14日

宏观策略研究/事件点评

山证宏观策略团队

分析师：

范鑫

执业登记编码：S0760523070002

邮箱：fanxin@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

事件回顾：

➢ 美国5月CPI同比升3.3%，预期升3.4%；环比升0.0%，预期升1%，核心通胀同比升3.4%，预期升3.5%；环比升0.2%，预期升0.3%。超级核心通胀（核心通胀排除房租）同比升4.8%，环比升-0.0%（-0.05%）。

投资要点：

5月CPI及核心CPI同比、环比增速均不及预期，引发市场降息预期调整

➢ 5月CPI及核心CPI同比环比增速均不及预期，使得抗通胀再度回到“向2%目标水平前行”的道路上来，同时，此前市场对于“二次通胀”及“二次加息”的担忧进一步缓和。

➢ 5月CPI报告对于市场来说，传递了相对乐观的信号，数据公布后，市场对于2024年的降息预期出现明显调整，CME FedWatch工具显示，市场预期美联储将于9月开启首次降息，12月再降一次，2024年全年累计降息50bp，而6月9日市场仍预期11月开启首次降息，全年仅降25bp。

核心服务中交运服务分项为主要拖累，核心商品中二手车环比由负转正

➢ 5月核心服务通胀明显有所缓和，同比增5.2%（前值5.3%），环比增0.2%（前值0.4%）。从结构上看，最主要权重项住房租金，环比增0.4%，与前值持平，实际上，2024年以来，房租通胀始终未见明显改善。而5月带动核心服务下行的最主要贡献来自交运服务分项，环比增-0.1%（前值为0.1%），是自2021年10月以来首次负增，其中，此前持续高增的机动车保险分项环比同样进入负增，但这种下行是否具有可持续性仍有待观察。

➢ 5月核心商品同比增-1.67%（前值-1.21%），环比增-0.0%（-0.04%，前值-0.1%）。从结构上看，二手车环比增0.2%（前值-0.4%），增速由负转正，反弹明显，是核心商品负增收窄的主要来源。

核心服务短期内或难进入大幅下行通道，维持2024年Q4降息1次预期

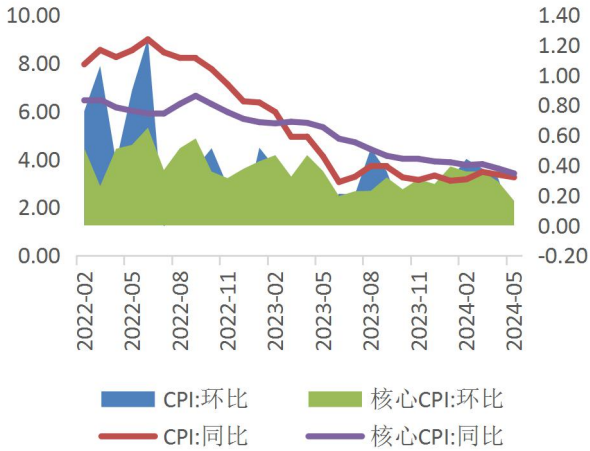
➢ 往后看，虽然4月、5月的物价数据较一季度明显改善，但我们依旧强调美国通胀的“最后一公里”并不好走。供应链约束的问题已经基本解决，因此核心商品后续对“降通胀”的作用将十分有限，5月我们也看到了二手车分项出现边际反弹。更关键的是，核心服务的超预期改善或许并不具有可持续性，5月核心服务项的超预期改善基本均由交运服务项拉动，但其中机票价格、机动车保险项是否能持续改善存疑，我们倾向于认为不可持续，此外，房租未见进一步改善，从领先指标看，Q3、Q4进一步改善的空间亦十分有限，因此，核心服务价格粘性仍在，维持2024年仅Q4降息1次的预期。

风险提示：海外宏观经济超预期发展；地缘冲突超预期发展



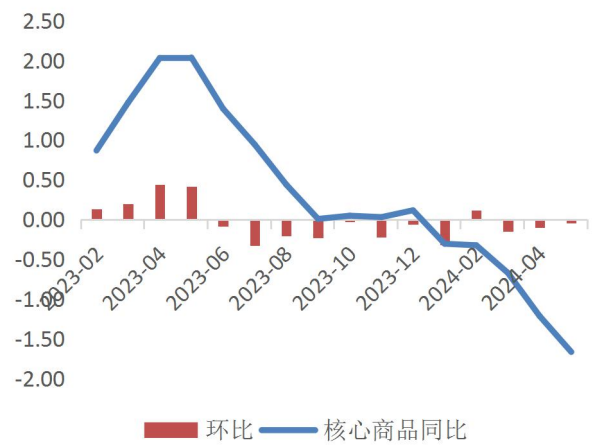


图 1：美国 CPI 及核心 CPI (%)



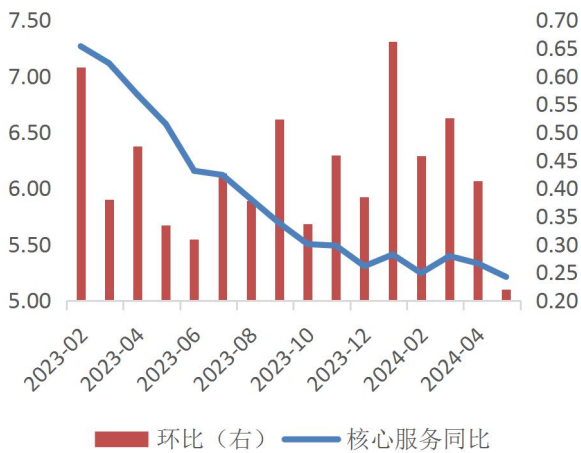
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：CPI-核心商品增速 (%)



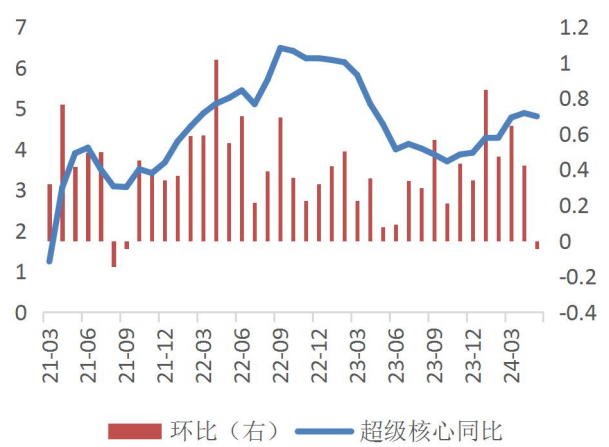
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：CPI-核心服务增速 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：CPI-超级核心增速 (%)



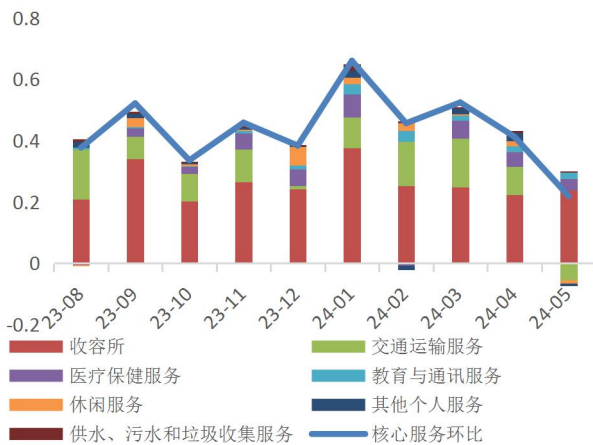
资料来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 5：市场预期首次降息在 9 月，全年累计降息 50bp

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	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%	22.4%	50.5%	25.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	16.4%	42.4%	32.7%	7.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.1%	29.9%	37.4%	19.5%	3.5%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	22.1%	34.6%	26.2%	9.5%	1.3%
2025/4/30	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.8%	30.8%	18.6%	5.8%	0.7%
2025/6/18	0.1%	1.8%	9.1%	22.0%	29.6%	23.4%	10.9%	2.7%	0.3%
2025/7/30	0.8%	4.9%	14.5%	25.2%	27.0%	18.2%	7.5%	1.7%	0.2%

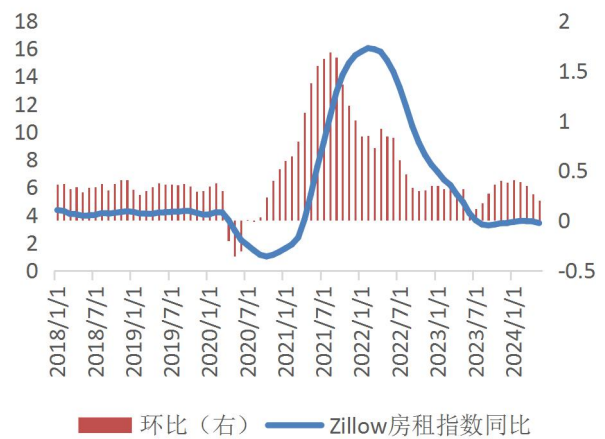
资料来源：CME FedWatch，山西证券研究所

图 6：CPI-核心服务环比及主要分项贡献（%）



资料来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 7：Zillow 房租指数（%）



资料来源：Bloomberg，山西证券研究所

表 1: CPI 主要分项变化 (%)

	主要一级指标		主要二级指标				主要三级指标			
	同比	环比		同比	环比		同比	环比		
食品饮料	2.11	0.13	食品	2.14	0.14	家庭食品	1.04	(0.00)		
						非家用食品	4.03	0.35		
						家用酒精饮料	1.40	0.20		
						非家用酒精饮料	2.24	0.07		
住宅	4.58	0.33	住房租金	5.42	0.39	主要居所租金	5.31	0.39		
						外宿	(1.21)	(0.10)		
						业主等价租金	5.65	0.43		
			燃料和公共事业	4.62	(0.13)	家用能源	4.57	(0.20)		
						水、下水道和垃圾回收服务	4.77	0.08		
			家用家具和功能	(1.31)	(0.19)	家具和床上用品	(3.73)	(0.64)		
						窗户、地板铺装和其他日用织品	(3.02)	(1.52)		
						家用电器	(4.85)	0.55		
						其他家用设备和家具	(1.82)	0.12		
						工具、硬件、户外装备和用品	(3.29)	0.37		
						客房用品	(0.13)	0.20		
						家用产品	(0.17)	0.47		
交通运输	2.89	(0.02)	私人运输	3.08	(0.90)	新机动车和二手机动车	(3.22)	(0.04)		
						发动机燃料	1.98	(3.64)		
						机动车部件和设备	(1.11)	0.46		
			公共交通	(4.72)	(3.15)	机动车维修保养	7.22	0.27		
						机动车保险	20.26	(0.12)		
						机票	(5.87)	(3.56)		
其他城际交通	(4.39)	(1.34)								
医疗保健	3.07	0.47	医疗护理商品	3.13	1.28					
			医疗护理服务	3.06	0.34					
			专业服务	2.22	0.29					
医院和相关服务	7.35	0.29								

资料来源: wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层