

宏观报告

证券研究报告

2024年06月14日

通胀难放缓，联储难作为

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-6月市场的宏观逻辑》2024-06-12
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年6月第3周》2024-06-11
- 3 《宏观报告：宏观报告-美国劳动力市场的再平衡》2024-06-10

美国5月CPI数据不及预期，但我们认为这份CPI报告可能涵盖了相当程度的“噪音”。反而从所有通胀四级分项的扩散指数看，美国通胀的上行风险可能更显著。

相较于有些“噪音”的通胀数据，联储议息会议呈现相对鹰派的一面：包括下修降息预期，提升通胀预期以及终点利率。我们认为这反映出联储对于当前通胀动态的应对手段相对有限，以及对货币政策限制幅度存在不确定性。

我们对于当前的美国通胀动态与货币政策有三个主要观点：

1. 整体通胀水平年内难以下降成为共识，联储降息缺乏行动的逻辑
2. 薪资水平并未随着通胀而下行，实际收入将成为通胀反弹的动力
3. 货币政策限制性幅度成谜，更偏向于在经济走软后的“滞后行动”

基于以上三点，我们认为美国经济正步入一个新常态，通胀拥有更多的上行风险（联储官员也表达了相似的看法）；在当前环境下降息就应是可选要素，而非必备要素。

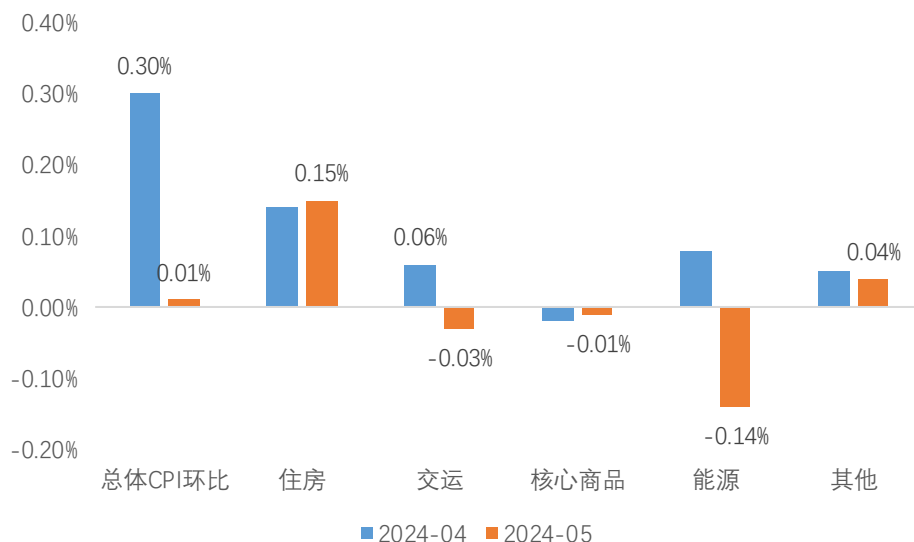
换言之，如果联储认为通胀难以下行，但经济增长依然在正确的轨道中，且加息不在考虑范围内的话，自然不必行动；这也是年内不降息的底层逻辑。

风险提示：美国劳动力市场超预期走弱，美国失业率超预期上行，美国高利率维持更长时间

美国 5 月 CPI 数据不及预期，总体 CPI 环比增长 0.01%，核心 CPI 环比仅增长 0.16%，为彭博一致预期 0.3% 的约一半水平。

从结构看，5 月 CPI 的不及预期主要来自于交通运输分项，本月环比回落 0.5%，较 4 月下降了 1.4%，拖累总体 CPI 9bp，核心 CPI 11bp；其中机动车保险和机票价格回落最为明显。如果交通分项持平与上月增速的话，无论是总体 CPI（0.10%）还是核心 CPI 环比（0.27%）都接近预期。

图 1：交通和能源成为最大拖累项，住房仍然贡献约 0.15% 总体通胀



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

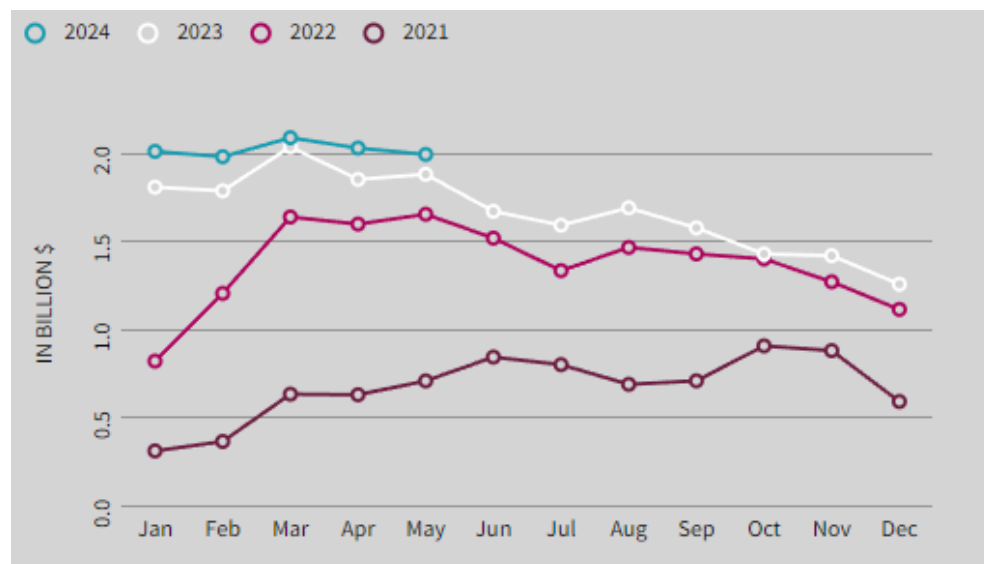
受此影响，美国超级核心通胀更是从环比 0.42% 下滑至本月的 -0.04%，这也是自 2021 年 9 月以来的首次负增长，与美国反弹的薪资增速形成了鲜明的对比。

但我们认为这份 CPI 报告可能涵盖了相当程度的“噪音”。

首先广义旅游服务的角度看，无论是 TSA 安检人数，机票销售量，在外餐饮人数还是周度零售指数都稳定增长，都并未体现出美国服务相关需求有明显放缓。

机票平均售价确实下行了约 3%（与 CPI 类似），但这部分的放缓被更多的 Airline Fee（基础票价外费用）以及更高的税收所对冲，这部分共上涨 5.99%（与当前服务通胀水平相似）。两者相抵，美国航空出行总成本并未下行，因此我们认为机票价格的下行或具有迷惑性。

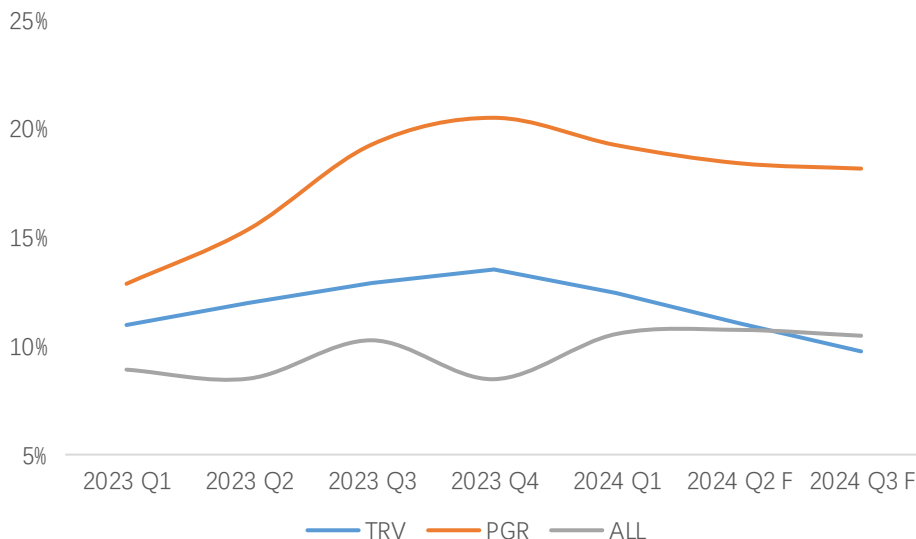
图 2：美国 5 月航空业总费用收入同比增加 5.99%，对冲了机票价格下行 3%



资料来源: arccorp, 天风证券研究所

而从三家上市车险企业 (TRV, PGR, ALL) 的盈利预测角度看, 2024 Q2-Q3 相关收入增速也依然保持稳定, 同比增速依然保持在 10%-15% 水平, 环比在 2%-4% 水平; 这意味着车险的追赶效应或还在延续。

图 3: 美国车险公司保费增速同比 (2024Q2-Q3 为前瞻预测)

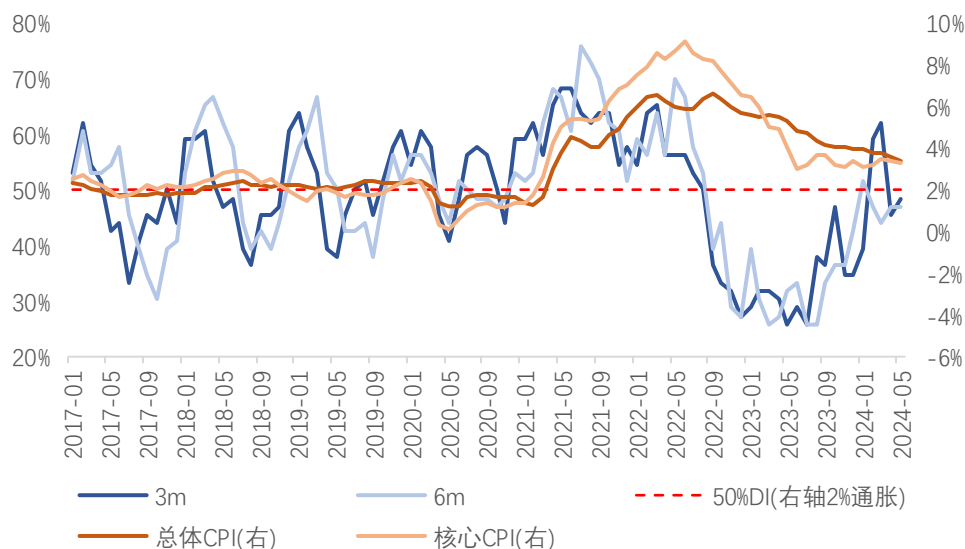


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

因此我们认为交运分项通胀的大幅下降更可能是一次性的噪音, 反而从所有通胀四级分项的扩散指数看, 美国通胀的上行风险可能更为显著(下图中 3m 代表 3 个月环比折年大于本月同比读数的比例, 6m 同理)。

疫情前美国扩散水平围绕着 50% 波动, 对应整体通胀稳定在 2% 水平。疫情之后波动明显, 且当前依然处于波动指数的负半轴, 但有所收敛。我们认为这既代表了通胀动态的稳定, 从历史角度看又代表美国通胀或将经历进一步发散的过程, 对应通胀上行压力。

图 4: 通胀扩散指数指向通胀压力



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

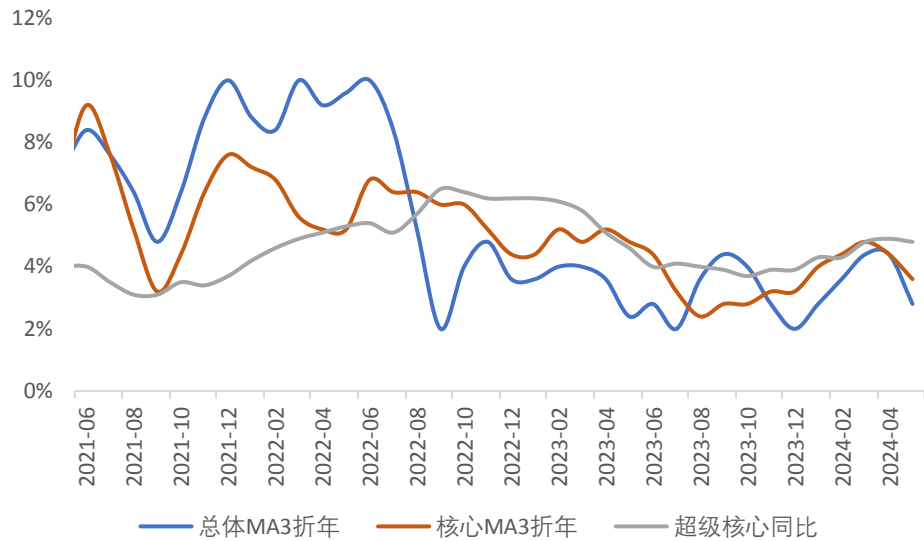
相较于有些“噪音”的通胀数据, 联储议息会议呈现相对鹰派的一面: 无论是降息的中位数水平从 3 次下降至 1 次, 进一步上调年内核心 PCE 同比预测至 2.8% (4 月读数为 2.75%), 以及连续第二次上调长期利率预期。我们认为这反映出联储对于当前通胀动态的应对手段相对有限, 以及对货币政策限制幅度存在不确定性。

我们对于当前的美国通胀动态与货币政策有三个主要观点:

1. 整体通胀水平年内难以下降成为共识，联储降息缺乏行动的逻辑

联储本次会议更新的点阵图将 2024 年底核心 PCE 同比从 2.6%上调至 2.8%，且鲍威尔在记者会中明确表示委员们都知晓 5 月 CPI 数据，但绝大多数委员并未修改利率预测。

图 5：当前核心通胀动态距离 2% 依然遥远

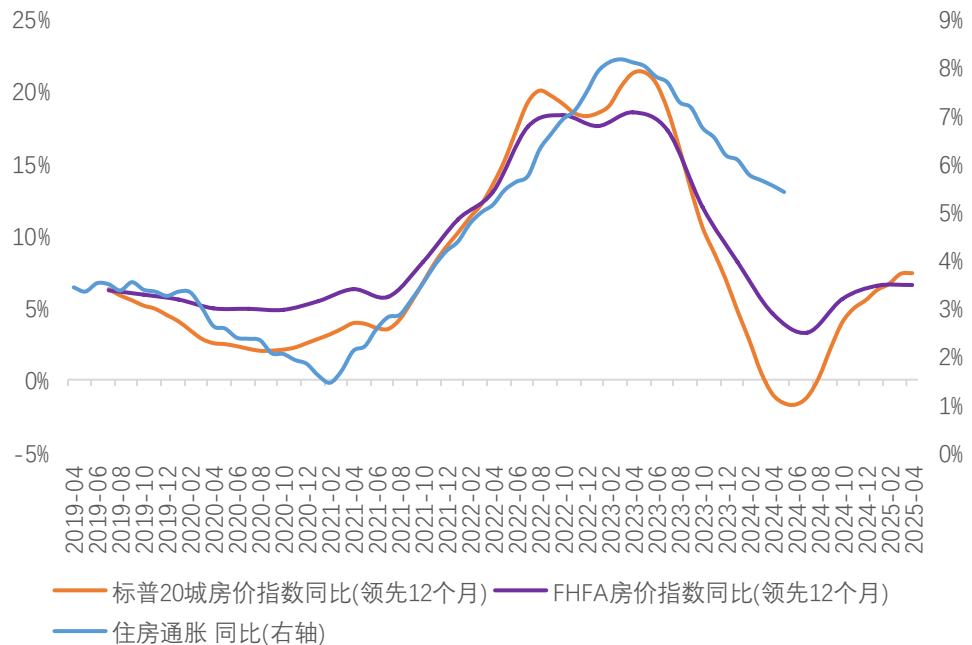


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

换言之，在联储视角下 5 月的通胀数据并不能成为支持降息多于 2 次的理由，需要更多的数据支持；或者，5 月的通胀数据呈现了太多的“噪音”。我们在开头已经明确表达了观点，即更倾向于后一种解释。

如果跳脱出单月环比数据，各口径下通胀距离 2% 的目标仍太过遥远。而针对住房通胀，鲍威尔在发布会中承认了其去通胀存在更长的滞后。我们认为随着住房通胀反弹的临近，通胀水平或将更难下降。

图 6：住房通胀反弹已迫在眉睫



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

更进一步的，2.8% 的核心 PCE 对应月均约 0.18% 增速。如果进一步按照这个增速反推核心 CPI 增速的话，对应 2024 年底核心 CPI 同比约 3.37%，几乎持平于 5 月的 3.41%。

尽管 SEP 并不一定会实现（且我们判断大概率偏差较大），但我们理解当下给出的 2.8% 核

心 PCE 等同于年内通胀没有改善幅度，更像是关上降息的门，削弱联储行动的逻辑；如果联储降息，反而难以自治。

2. 薪资水平并未随着通胀而下行，实际收入将成为通胀反弹的动力

过去 18 个月最为明显的变化就是薪资增速放缓程度远不及去通胀速度，这使得实际薪资增速不断走高，并保持在同比正区间水平。

鲍威尔发布会既认为劳动力市场接近回到疫情前水平又认为薪资增速依然过高，我们认为这更难自治。他给出的指标是离职率，职位空缺数以及劳动力水平。但我们认为这三个指标回到疫情前水平恰恰证明了，当前美国劳动力市场已经进入新常态。

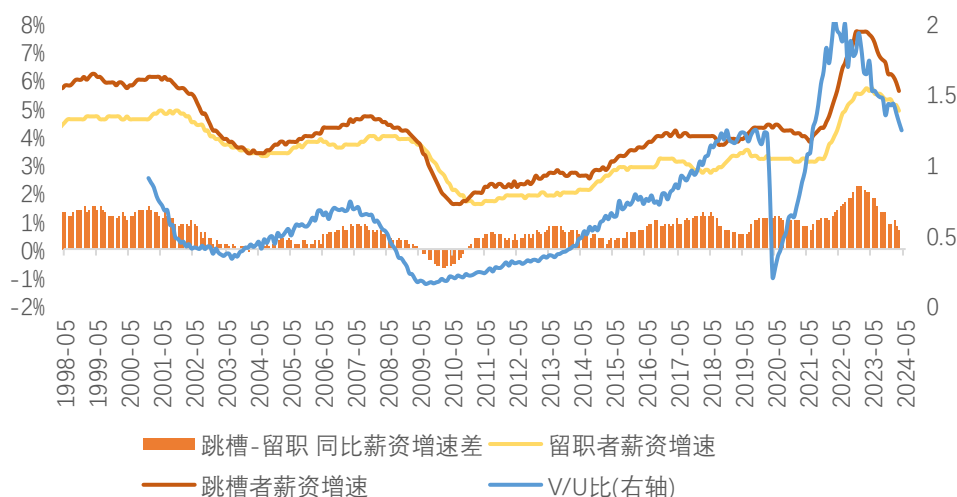
图 7：实际薪资增速持续改善，成为通胀反弹的动力



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

薪资增速同比和通胀较疫情前均同步上升 1.1%，并未明显收紧或放松；从 V/U 比来看，当前美国劳动力市场的平衡程度已经回到了 2019 年底的水平，跳槽者与留职者薪资增速差也进一步收敛到同期水平。

图 8：从跳槽者和留职者薪资增速差的角度看，已经回归常态



资料来源：FRED，天风证券研究所

如果美联储认为 2024 核心通胀在 2.8% 且劳动力市场接近回到疫情前水平，那我们认为 4% 的薪资增速不是过高，而是均衡。

反过来说，我们认为当前的美国经济并不存在同时压制薪资增速和通胀走低的因素，供求双方形成了新的均衡。尤其是供给侧依赖高度不确定的移民，导致整个薪资也呈现出

上行风险，且移民与原劳动力存在的替代效应也将使得失业率的起起伏伏。

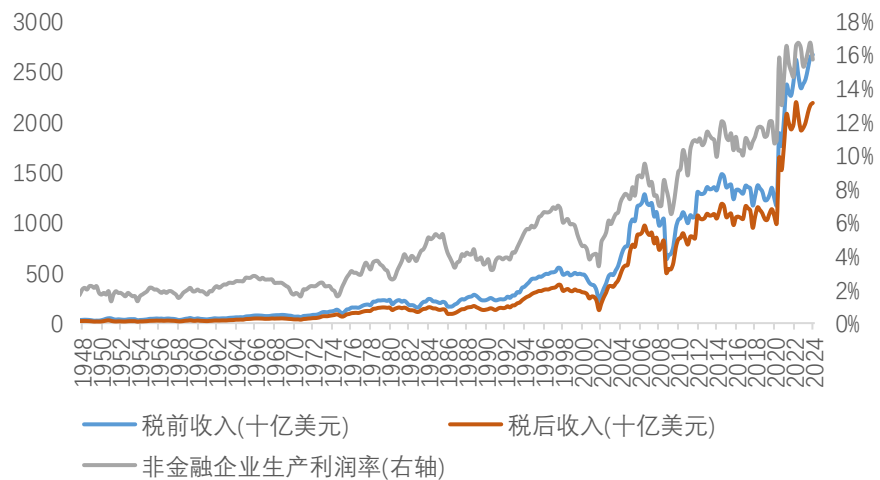
倘若通胀真的下行，实际收入的再次提升将成为需求扩张的来源，支持通胀反弹；若通胀保持稳定，整个薪资增速也将持续改善居民收入，强化经济韧性。

3. 货币政策限制性幅度成谜，更偏向于在经济走软后的“滞后行动”

联储连续第二次上调长期利率意味着其对于当下货币政策限制性幅度的不确定性，我们认为这也意味着鲍威尔很难做到一直讲的“平衡风险”，因为缺乏衡量的标尺。叠加近期美国经济数据波动加剧，联储要想看到持续性的通胀放缓或者劳动力放缓，可能已落后于曲线。

当前的美国商业银行准备金充裕，整体流动性无虞。企业在 2024Q1 再次录得历史最高的税前利润水平，生产利润率也维持在 15.7% 的高位水平。

图 9：2024Q1 企业进一步强化历史最高的税前利润水平，生产利润率也维持高位



资料来源：FRED，天风证券研究所

我们认为要想解决明面上的通胀问题，美国可能需要做的是从需求侧入手，压制居民的消费意愿，压制企业资本开支，加税可能是最直接的手段。但如果没有进一步外力的话，联储大概率将很难界定“预防式”降息的节点，更为稳妥的方法是等待经济全面走软，但当下并无苗头。

基于以上三点，我们认为美国经济正步入一个新常态，通胀拥有更多的上行风险（联储官员也表达了相似的看法）；在当前环境下降息就应是可选要素，而非必备要素。

换言之，如果联储认为通胀难以下行，但经济增长依然在正确的轨道中，且加息不在考虑范围内的话，自然不必行动；这也是年内不降息的底层逻辑。

联储当下也很难作为，我们引述当年伯恩斯在 1973 年 2 月国会作证的一段话作为结尾：

货币政策在达成国家经济目标中的适当作用是相对有限的。其可以帮助构建出一个大的金融环境，在这个环境中达到物价稳定和经济繁荣是可行的。但货币政策并不能保证达成最终所期待的结果：这个任务（对于货币政策/央行）显得过于庞大。

The proper role of monetary policy in the achievement of our national economic objectives is a comparatively modest one. Monetary policy can help to establish a financial climate in which prosperity and stable prices are attainable. But it cannot guarantee the desired outcome: the task is much too large.

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com