

美国通胀率的五个观察视角

——6月海外环境分析



YONGXING SECURITIES

■ 核心观点

美国通胀率能否持续回落将是美联储降息预期的主要决定因素。本文将提供观察美国通胀率趋势的五个视角，分别是能源价格视角、美国劳动力市场视角、房地产市场视角、商品库存周期的视角，以及美国债券市场所交易的通胀预期。

1. 国际能源价格的视角：2023年以来国际油价已经进入75美元/桶至94美元/桶的高位区间。国际油价进入区间震荡状态之后，通胀率基数效应将趋于稳定，波动性会逐渐下降。可以看到，美国和中国PPI都在2023年下半年之后出现底部，先后开启渐进回升进程，回升的斜率也都相对缓和。从原油产量数据来看，2024年以来OPEC的产量相对稳定，但同比增速仍在收窄降幅的过程之中；2024Q1美国的原油产量出现波动，同比增速有所回落。OPEC与美国的产量增幅不支持原油价格趋于回落，高位区间可能仍将持续。

2. 美国劳动力市场视角：5月美国失业率波动上升、劳动参与率出现回落、时薪增速波动下降。以上三项指标指向美国劳动力供需偏紧的情况正在缓解。

3. 美国房地产市场视角：在美联储已经停止加息的情况之下，2024年以来美国成屋销售中位价反弹，销售套数见底。而新屋销售中位价与套数则相对平稳。但如果未来开启降息，住房价格与居住成本有可能出现反弹。美联储会提前预判这种价格传导机制。

4. 美国库存周期的视角：美国商品销售与库存周期正处于筑底阶段，制造商、批发商、零售商销售额2024年2月以来保持了正增长，同期库存增速保持平稳。但总体判断仍然处于恢复初期，并不会构成助推通胀率上行的主要因素。

5. 美国债券市场交易的通胀预期：目前美国1年期国债收益率为5.1%左右，美国10年期国债收益率为4.2%左右，仍处于倒挂状态；美国10年期国债实际收益率为2.0%左右；债券市场所隐含的通胀预期为2.2%，而2024年以来最高曾在4月到达过2.43%。

■ 投资建议

综上，当前美国劳动市场供需紧张状态有所缓解，服务时薪增速下降；加之能源价格进入区间波动状态，房屋销售与商品销售仍然处于渐进修复状态。因此我们认为未来美国CPI仍将趋于回落。这指向美联储控通胀的必要性下降，稳就业的必要性上升，美联储降息预期升温。

■ 风险提示

1. 地缘政治冲击可能推升能源价格；
2. 美联储可能会继续推迟降息；
3. 美联储持续缩表可能会推升美国国债收益率。

日期：2024年06月21日

分析师：高明

E-mail：gaoming@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524050003

相关报告：

正文目录

1. 通胀率差异决定了美联储与欧央行的不同选择	3
2. 美国通胀率的五个观察视角	4
2.1. 国际能源价格视角	5
2.2. 美国失业率与薪资增速	6
2.3. 美国的住房销量与价格	7
2.4. 美国的商品销售与库存周期	7
2.5. 美国国债收益率隐含的通胀预期	8
3. 投资建议	8
4. 风险提示	9

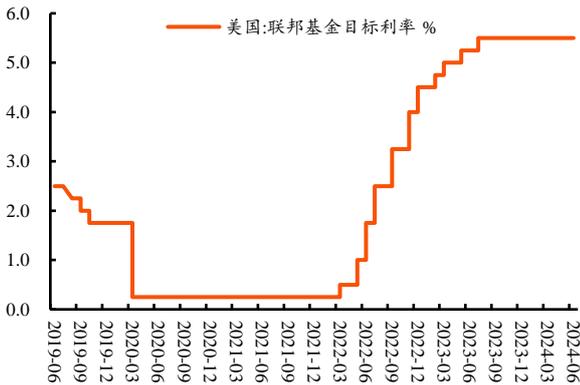
图目录

图 1: 美国联邦基金目标利率	3
图 2: 欧元区主要再融资利率	3
图 3: 美国 CPI 与核心 CPI	3
图 4: 欧元区 HICP 与核心 HICP	3
图 5: 美国 CPI 的能源项与交通运输项	4
图 6: 美国 CPI 的食品饮料项与商品类	4
图 7: 美国 CPI 中的居住成本	5
图 8: 美国 CPI 服务项、房租项以及不含房租的服务项	5
图 9: 美国 CPI 中的医疗保健、教育与通讯	5
图 10: 美国 CPI 中的娱乐项与其他商品与服务项	5
图 11: 美国 PPI 与中国 PPI	5
图 12: 布伦特原油现货价与美国原油钻机数	5
图 13: OPEC 原油产量及其增速	6
图 14: 美国原油产量及其增速	6
图 15: 美国新增非农就业数初值	6
图 16: 美国失业率	6
图 17: 美国劳动力参与率	7
图 18: 美国非管理人员平均时薪增速	7
图 19: 美国新屋、成屋销售中位价	7
图 20: 美国新屋、成屋销售量	7
图 21: 美国制造商、批发商、零售商销售额增速	8
图 22: 美国制造商、批发商、零售商库存增速	8
图 23: 美国 10 年期与 1 年期国债收益率	8
图 24: 美国 10 年期国债名义收益率与实际收益率	8
图 25: 中美 10 年期国债收益率之差	9
图 26: 美联储持有资产规模	9

1. 通胀率差异决定了美联储与欧央行的不同选择

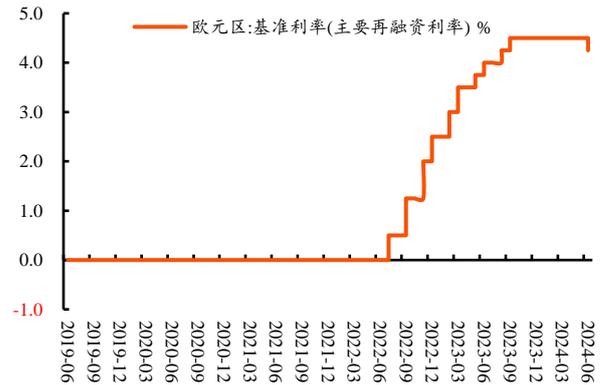
欧元区启动降息:5月欧元区 HICP 增速回升至 2.60% (前值 2.40%)，核心 HICP 增速回升至 2.90% (前值 2.70%)，已经持续运行在 3.0% 以下。6月6日欧央行宣布降息 25 基点 (来源于财联社消息)，这是 2023 年 9 月 20 日欧央行最后一次加息之后首次启动降息。

图1:美国联邦基金目标利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

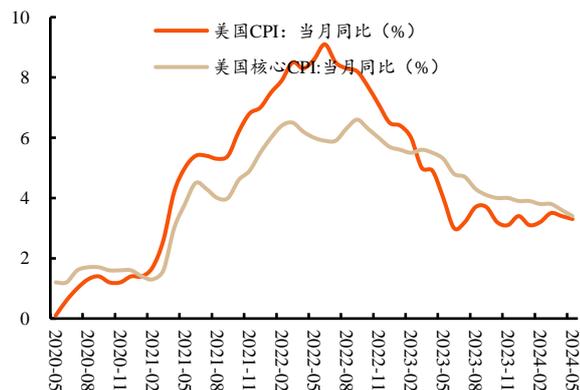
图2:欧元区主要再融资利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

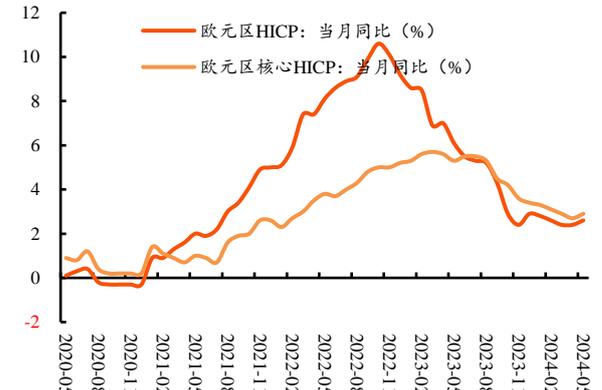
美联储维持政策利率不变:5月美国 CPI 增速降至 3.30% (前值 3.40%)；核心 CPI 增速降至 3.40% (前值 3.60%)，虽然回落但仍然高于 3.0%。6月13日美联储宣布将维持基准利率在 5.25%至 5.5% 区间不变 (来源于财联社消息)，自 2023 年 7 月 27 日最后一次加息之后一直维持基准利率不变。

图3:美国 CPI 与核心 CPI



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:欧元区 HICP 与核心 HICP



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

因此我们判断，正是通胀率的差异决定了美联储与欧央行的不同选择。而美联储主席鲍威尔也在 6 月 12 日新闻发布会表示：“影响利率路径预测的重大因素是通胀，由于进展缓慢，降息已经推迟 (来源于财联社消息)”。为进一步分析美国通胀率的未来趋势，本文将从美国通胀率的结构来入手。

2. 美国通胀率的五个观察视角

分项来看，当前美国 CPI 走势中有 5 个变化值得关注：

(1) **能源项出现反弹**：能源项同比从 2024 年 3 月转正以来连续上升，这可能带动交通运输价格的进一步上行。未来走势要取决于国际能源价格的变化趋势。

(2) **食品与饮料项已接近 2%**：经历 2022Q4 以来的持续下行后，在 2024 年 2 月至 4 月连续运行在 2.2% 的水平，5 月小幅回落至 2.1%，已接近通胀率趋向于 2% 的货币政策目标。同样，商品项总体价格增速也运行在低位水平，不构成通胀的驱动力。

(3) **居住项整体进入粘性区间**：2024 年以来持续运行在 4.5% 至 4.7% 的高位区间，呈现出粘性特征。从领先关系推断，这可能导致业主等租金、主要居所租金的下行趋势出现放缓。未来，居住项的走势主要取决于美国的住房销售与价格。

(4) **不含房租的服务价格持续反弹**：尽管服务类整体的价格增速相对稳定，但结构分化剧烈，其中住所租金增速持续下行，不含住所租金的服务类价格增速持续上升。不包含住所租金的服务类价格，需要进一步分析不同服务类别的价格变化，以及美国劳动力市场供需状况和薪资增速。

(5) **不含住所租金的服务类别之中**：医疗保健项的上行斜率相对显著；教育项自 2023Q4 以来运行在 2.4% 至 2.7% 的区间；通讯项仍处于负值区间。而娱乐项、其他商品与服务项都在趋于下行。

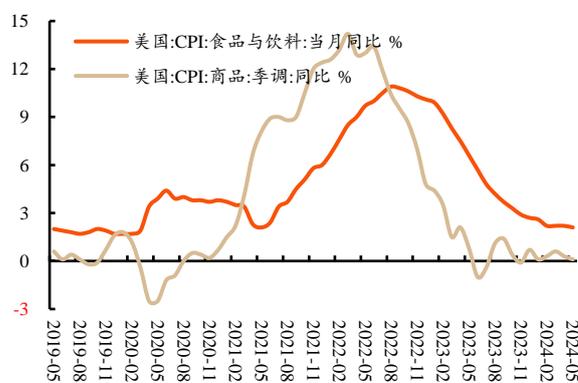
综上所述，我们认为影响美国通胀率未来走势的重点影响因素包括了国际能源价格、美国房地产市场、美国劳动力市场、美国销售与库存周期，同时美国国债市场所交易的通胀预期也在出现变化，这构成了美国通胀率未来走势的五个观察视角。

图5:美国 CPI 的能源项与交通运输项



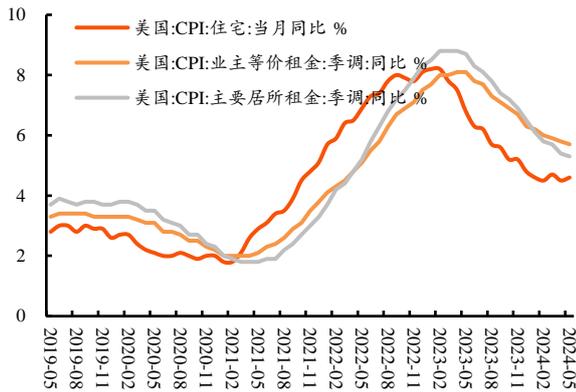
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图6:美国 CPI 的食品饮料项与商品类



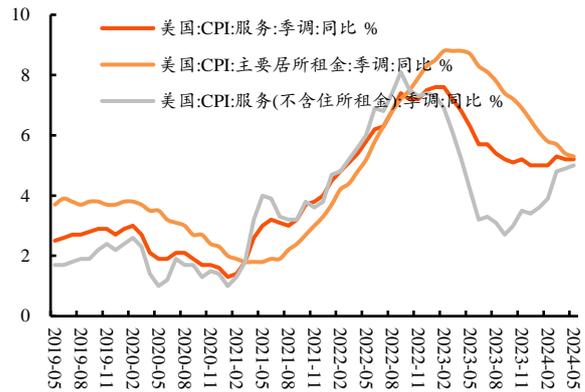
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图7:美国 CPI 中的居住成本



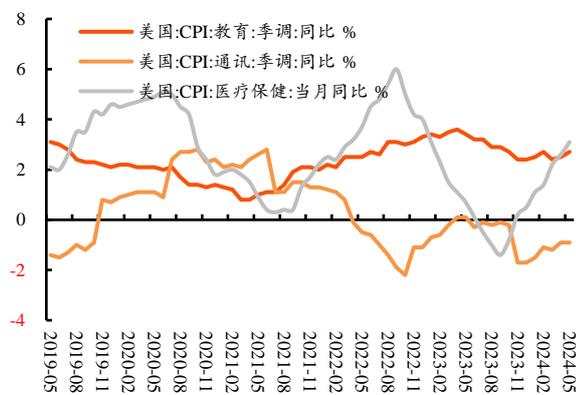
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:美国 CPI 服务项、房租项以及不含房租的服务项



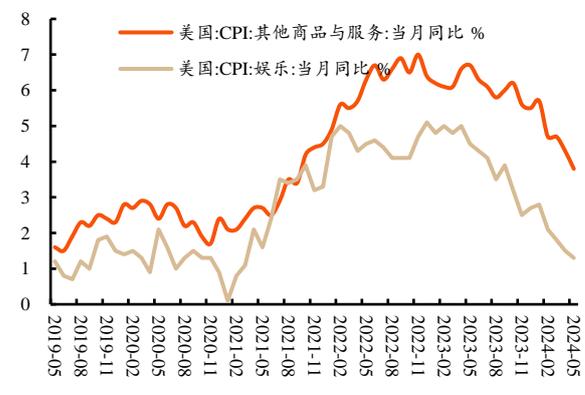
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:美国 CPI 中的医疗保健、教育与通讯



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:美国 CPI 中的娱乐项与其他商品与服务项



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.1. 国际能源价格视角

2023 年以来国际油价已经进入 75 美元/桶至 94 美元/桶的高位区间。以布伦特原油现货价月度均值衡量,经历了 2022 年的冲高回落后,2023 年以来最低值 74.85 美元/桶,最高值 94.19 美元/桶,平均值 83.17 美元/桶;而 2015 年至 2019 年的最高值仅为 80.41 美元/桶。

图11:美国 PPI 与中国 PPI



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:布伦特原油现货价与美国原油钻机数

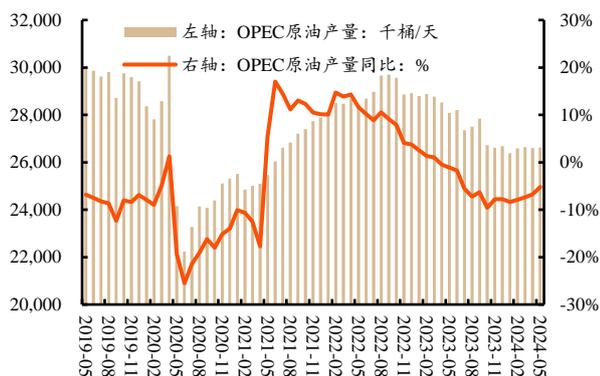


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

国际油价进入区间震荡状态之后，通胀率的基数将趋于稳定，波动性会逐渐下降。可以看到，美国和中国 PPI 都在 2023 年下半年之后出现底部，先后开启渐进回升进程，回升的斜率也都相对缓和。

我们提示：未来的不确定性在于国际油价高位区间震荡格局是否稳固？这需要综合考虑供需的诸多变化。从原油产量数据来看，2024 年以来 OPEC 的产量相对稳定，但同比增速仍在收窄降幅的过程之中；2024Q1 美国原油产量则出现波动，同比增速有所回落；产量增幅仍不支持原油价格趋于回落，高位区间可能仍将持续。

图13:OPEC 原油产量及其增速



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图14:美国原油产量及其增速

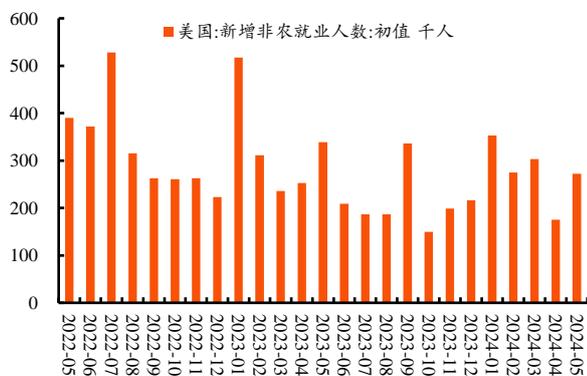


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

2.2. 美国失业率与薪资增速

虽然 5 月美国新增非农就业初值升至 27.2 万人，但失业率升至 4.00%，且从年度时长来看呈现波动上行趋势；同时劳动力参与率回落至 62.50%，反映出更多失业人员正退出劳动力市场；对应到薪资层面，虽然 5 月美国薪资增速反弹至 4.17%，但从年度时长看薪资增速呈现波动下降趋势。综合而言，失业率的上升、劳动参与率回落、时薪增速下降这三项指标指向美国劳动力供需偏紧的情况正在缓解。

图15:美国新增非农就业数初值



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

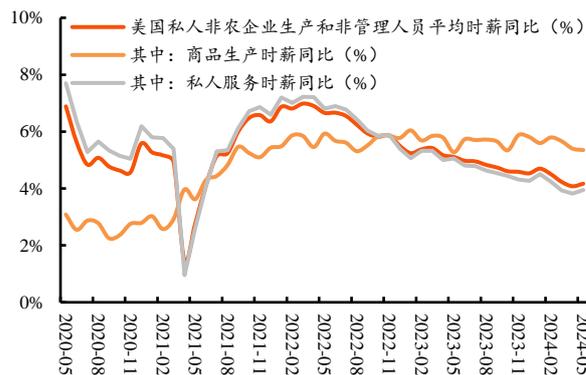
图16:美国失业率



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图17:美国劳动力参与率


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:美国非管理人员平均时薪增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.3. 美国的住房销量与价格

美国成屋销售中位价出现反弹，销售套数见底。2024 年以来美国成屋销售中位价出现回升，4 月同比增幅达到 5.65%；成屋销售套数也基本实现见底，1 至 4 月稳定在 400 万套以上。

我们认为，未来美国住房销售价格走势主要取决于美国利率水平变化。在美联储已经停止加息的情况之下，成屋销售已经有所反映；如果未来开启降息，则有可能出现进一步上行，并驱动 CPI 居住成本的上升。美联储的决策制定也会提前预判这种价格传导机制。

图19:美国新屋、成屋销售中位价


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:美国新屋、成屋销售量


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.4. 美国的商品销售与库存周期

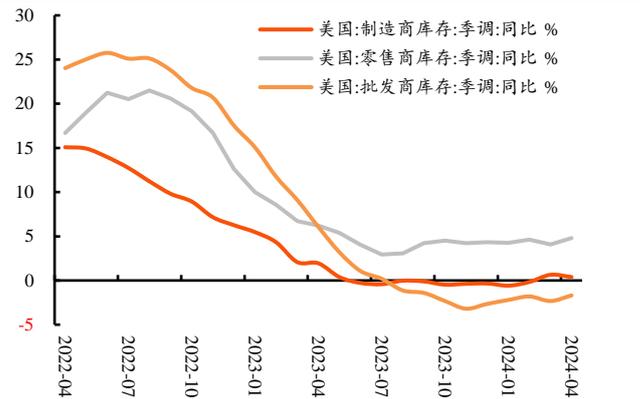
美国的商品销售与库存周期正处于筑底阶段，制造商、批发商、零售商的销售额自 2024 年 2 月以来持续正增长，同期库存增速也保持平稳。我们认为，就库存周期所处的阶段来看，目前商品销售还处于恢复初期，并不会构成助推通胀率上行的主要因素。

图21:美国制造商、批发商、零售商销售额增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:美国制造商、批发商、零售商库存增速

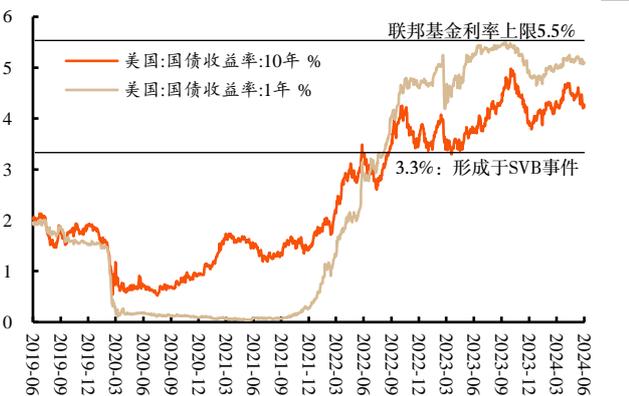


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.5. 美国国债收益率隐含的通胀预期

目前美国 1 年期国债收益率为 5.1%左右, 美国 10 年期国债收益率为 4.2%左右, 仍处于倒挂状态; 美国 10 年期国债实际收益率(通胀保值债券收益率)为 2.0%左右; 债券市场所隐含的通胀预期(=10 年期国债收益率与实际收益率之差)为 2.2%, 而 2024 年以来最高曾在 4 月到达过 2.43%。

图23:美国 10 年期与 1 年期国债收益率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图24:美国 10 年期国债名义收益率与实际收益率

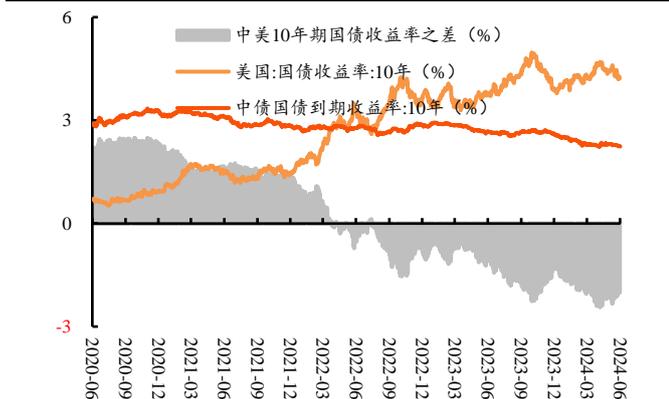


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

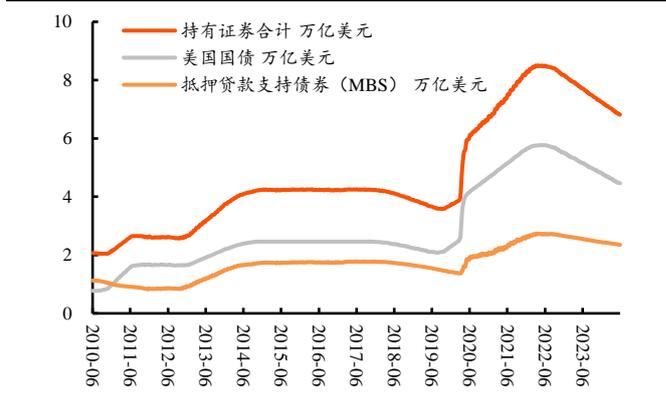
我们认为, 当前美国失业率上升, 劳动参与率下降, 服务时薪增速继续下降; 加之能源价格进入区间波动状态, 房屋销售与商品销售仍然处于渐进修复的状态; 综合判断未来美国 CPI 仍将趋于回落。这指向美联储控通胀必要性下降, 稳就业必要性上升, 美联储降息预期升温。这将指向美国的国债收益率逐渐回落, 中美利差的倒挂程度逐渐缓解, 这将减轻人民币对美元贬值压力, 有助于人民币资产价格的稳中有升。

图25:中美10年期国债收益率之差



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图26:美联储持有资产规模



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 风险提示

(1) 地缘政治冲击可能推升能源价格

俄乌冲突的继续与中东局势的升级可能推升国际能源价格，这会强化美国的通胀粘性，导致美联储推迟降息。

(2) 美联储可能会继续推迟降息

由于国际能源价格的不确定性、美国国内房地产价格可能进一步恢复，美联储可能会继续推迟降息。

(3) 美联储持续缩表可能会推升美国国债收益率

美联储持续降低所持有资产规模特别是美国国债的规模，可能会推升美国国债收益率。

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。