

油价大跌渗透核心 CPI，年内美联储能否降息 3 次？
美国 CPI 点评（2024.6）
投资要点

- ◆ **美国 6 月核心 CPI 同比连续第二个月超市场预期小幅下行，加之日前鲍威尔在美国国会作证时的相关发言，市场对美联储年内降息次数预期增加，美元指数短线跳水。**据美国劳工统计局当地时间 7 月 11 日上午公布的数据，美国 6 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别较 5 月下行 0.3、0.1 个百分点至 3.0% 和 3.3%，其中核心 CPI 环比仅上涨 0.06%，低于市场和我们前期预期；加之日前鲍威尔在美国国会众议院作证时曾指出“不会等到通胀降至 2% 才开始降息”，两因素相叠加，市场预计美联储降息次数或将增加，美元指数短线跳水。**当下能否断言美国的“二次通胀”风险已经完全消除？尽管美国核心 CPI 连续第二个月低于预期，但数据结构显示能源价格的大幅下跌对核心通胀的渗透可能是主要原因，油价若趋于稳定后，美国通胀走势或将回归薪资驱动为主的可持续结构，当下判断美联储年内可降息 3 次为时过早。**
- ◆ **6 月核心 CPI 偏弱但更凸显出油价走弱对核心通胀的渗透作用，主要渗透渠道是耐用消费品和不含房租的服务价格；而非耐用消费品维持较大涨幅则显示，若油价趋于稳定，核心通胀重回薪资增长驱动，则二次通胀可能迅速浮出水面，削弱美联储激进降息的可能性。**6 月美国核心 CPI 环比仅增长 0.06%，低于我们预期 0.2 个百分点，拖累主要来自两方面：一、耐用消费品环比（-0.50%）连续第三个月处于 2023 年以来跌幅较深区间，持续体现全球原油价格大幅下跌的传导性影响，美国 6 月 CPI 中能源分项环比跌幅达到 -2.04%，与上月跌幅相当接近，连续第二个月大跌。二、除房租外的核心服务环比（0.03%）仅较 5 月稍有改善但持续处于偏低区间，考虑到美国劳动力市场和薪资增长 5-6 月表现已经从 4 月短暂降温中恢复，服务价格的走低更多也显示出能源价格渗透的路径，油价大跌可能通过一些服务提供成本的下降而导致了服务价格与薪资增长趋势的背离。而与能源价格传导效应关联度较低、更为纯粹地与薪资增长趋势相关的核心非耐用消费品价格，则环比上涨达 0.32%，与薪资增长趋势较为一致。此外，房租环比增长 0.2%，较此前两个月收窄 0.19 个百分点，也构成一项拖累性因素。展望下半年，油价和劳动力市场表现可能令两大主要拖累因素同步逆转：一方面，国际原油价格在经历前期大幅下跌之后近期呈现恢复性上涨并企稳迹象，向核心通胀的向下渗透效应预计迅速弱化甚至扭转方向；另一方面，时近美国大选，两党候选人均提出更为激进的保护主义贸易和产业政策、并在维持扩张性财政政策的问题上具有默契，可能令美国经济在需求和供给两侧均维持于偏热区间更长时间，从而可能通过劳动力市场延续紧张态势、薪资维持在高增区间震荡，重新主导新一轮的“二次通胀”。当然在美联储 5 月边际加速 MBS 缩表速度后，房价和房租环比的降温如果有所走弱，可能对美国核心通胀反弹的潜在力度形成压制，但不改变较大概率出现小幅二次通胀的方向。
- ◆ **油价渗透导致的核心 CPI 下降是暂时的，薪资可能很快重新成为驱动美国核心通胀的主角，小幅的“二次通胀”概率仍然很高。**在劳动力潜在供给相对有限薪资维持高增、财政扩张延续且居民消费需求仍相对较好的背景下，美联储今年 9 月、12 月降息两次仍是最合理的选择，不可持续的暂时性通胀走低并不改变经济结构黏性所决定的稳妥降息路径。一旦降息过快，可能再度推升房地产市场热情，导致美国房价和房租的再度快速上行，稳定的长期通胀预期信心一旦削弱，美联储更加得不偿失。当前更应当关注内需降温较快、核心通胀加速降温风险较大的欧英日央行超市场预期宽松的概率，维持下半年美元指数仍将呈现上行趋势的预测。汇率仍是我国货币政策宽松的重要外部掣肘，当前央行将货币政策向中性区间收敛的意图已经十分明显，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，特别是中央预算内财政如能加码扩张，对于在房地产周期持续调整背景下稳定和促进耐用消费品需求具有紧迫的现实意义，我们预计年内可能增发普通国债对财政支出力度形成支撑。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。
- ◆ **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

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

“以价换量”非持久之计，仍需财政发力拉动消费——CPI、PPI 点评（2024.6）

2024.7.10

利率走廊仍远，回笼迫在眉睫——临时正逆回购工具创设点评 2024.7.8

美国就业市场趋稳，“二次通胀”风险是否消退？——美国就业数据点评（2024.6）

2024.7.6

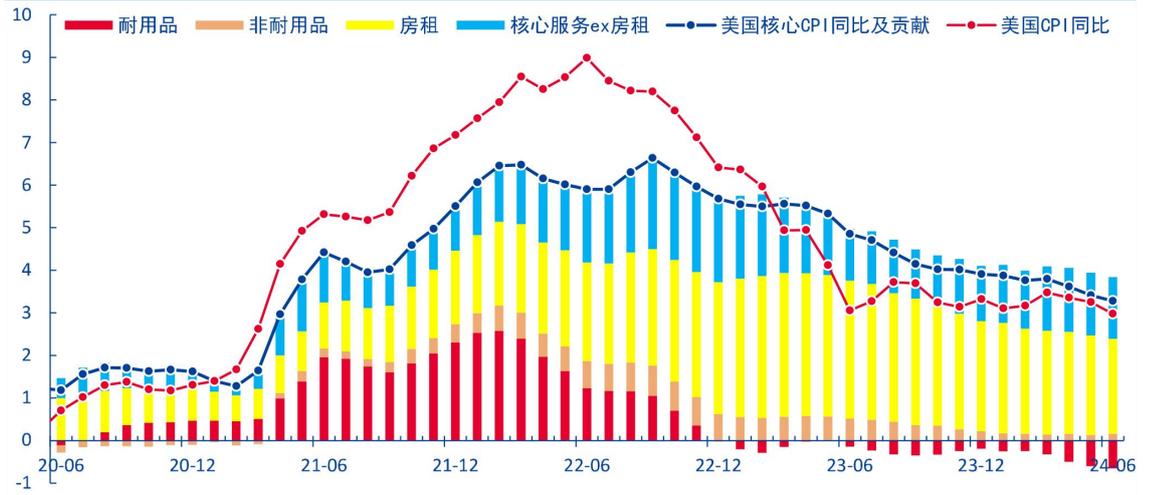
详解国债借入操作的资产负债表传导机制——华金宏观·双循环周报（第 65 期）

2024.7.5

国债借入操作是货币政策回归中性的明确信号 2024.7.1



图 1: 美国 CPI 同比、核心 CPI 同比及贡献结构 (%)



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