

美国通胀回落，关注人民币降息空间

——美国通胀系列四

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2024 年 7 月 11 日晚美国劳工部公布 6 月通胀数字。其中：

6 月 CPI 同比增 3.0%，低于预期的 3.1%，前值 3.3%。

6 月 CPI 环比降 0.1%，低于预期的 0.1%，前值 0.0%。

核心观点

■ 6 月美国通胀继续回落，降息预期上升

通胀 6 月延续回落，降息预期短期有所增强。对于美联储而言，6 月份的通胀数字（+3.0%，增速放缓）叠加 6 月失业率数字（4.1%，继续回升）创造了美国经济“衰退”的宏观图景，短期为市场的降息预期定价提供了宏观空间。联邦基金利率期货市场对于美联储降息的定价进一步加强——显著增加了 9 月降息的押注，从 71% 上升至 85%。

降息交易下，关注商品型通胀的二次回升风险。通胀的回落（降至 3.0%）尤其是核心通胀的回落（降至 3.3%），进一步佐证了美国经济“衰退”的预期（失业率升至 4.1%），市场对于萨姆法则（通过历史样本观察，当失业率三个月均值高于过去一年低点 0.5 个百分点，美国经济进入衰退）的讨论加剧了这一判断。衰退预期交易下，十年期美债利率降至 4.2%，美元指数降至 104，美股回落而黄金反弹至 2410 美元/盎司。需要注意的是 6 月美国周薪增速也放缓至 3.6%，但生产部门薪资维持 5.2% 的高增速，表现在建筑、制造和相应的物流服务领域。在实体端衰退未至而金融端定价降息的驱动下，关注市场风险偏好的反弹驱动的二次通胀风险。

■ 关注国内降息预期的交易预期

美国的衰退交易为国内货币政策宽松预期提供空间。从外汇市场上来看，随着市场对美联储 9 月降息的定价，离岸人民币随着美元指数的调整而短期压力有所缓和，一方面提升了央行的货币政策操作空间——短端降息而长端在收益率曲线管理下的韧性，曲线短期存在趋向陡峭化的特征；另一方面市场信心的建立依然在于财政的政策空间，以扭转“资产荒”的客观现实，因而货币政策的实质性宽松仍需等待美联储真实降息的落地以及国内积极财政的有效实施，关注短期的预期交易提供的市场反弹空间，黑色建材等内需型商品和 A 股等权益资产短期存在相对机会。

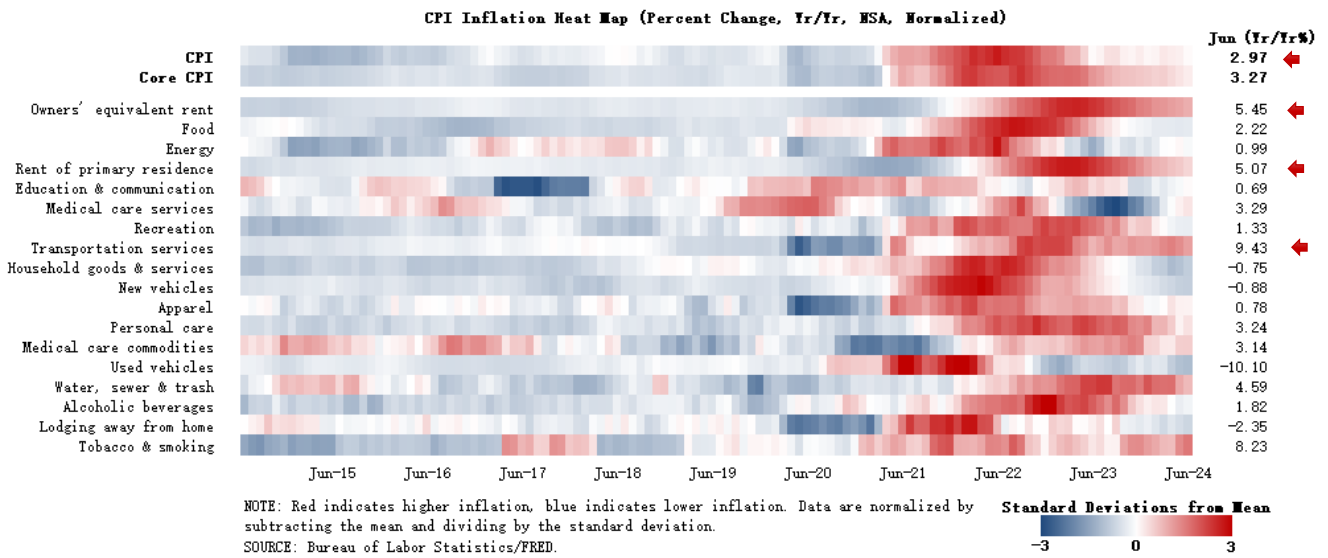
■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

相关图表

美国 6 月通胀热力图更新，核心通胀继续保持小幅回落特征 (3.3%)，降至 3 年以来最低水平。其中住房分项 (不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金) 虽然继续处在显著的高色趋“热”状态，但是短期也有所回落；从波动项来看，食品通胀继续趋冷 (2.2%)，而能源通胀维持 4 月份以来偏“冷”的状态 (1.0%)；特别的 6 月份交通运输分项的热度继续保持在高位 (9.4%)，显示出内部物流层面的压力仍没有很好的改善。

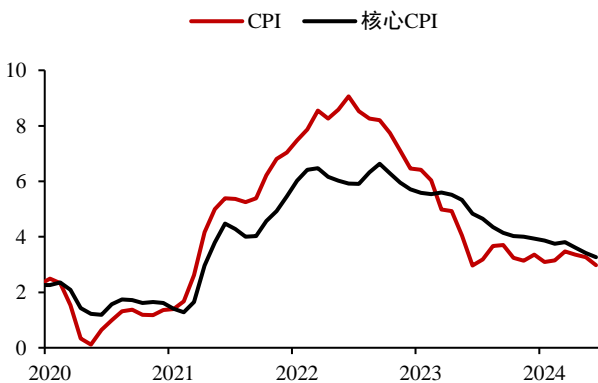
图 1：美国 6 月通胀热力图更新 | 单位：STD



数据来源：FRED 华泰期货研究院

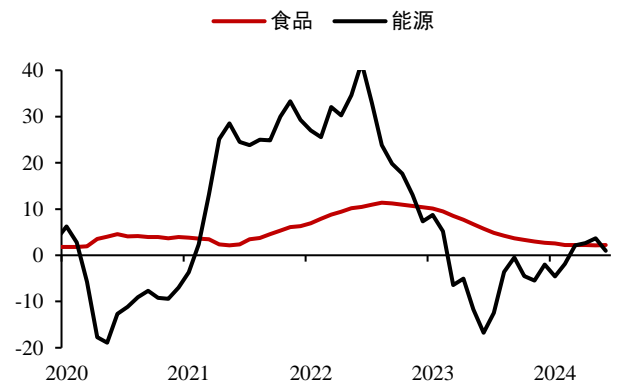
美国 6 月 CPI 和核心 CPI 的同比走势短期回落有所加速，尤其是核心 CPI (3.3%)，在 6 月非农失业率上升至 4.1% 之后降低了市场的预期。在波动较大的食品和能源分项中，食品 (2.2%)、能源 (1.0%) 短期暂未回升。未来继续关注地缘扰动对于非美地区的能源供应扰动加强的可能。

图 2：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY

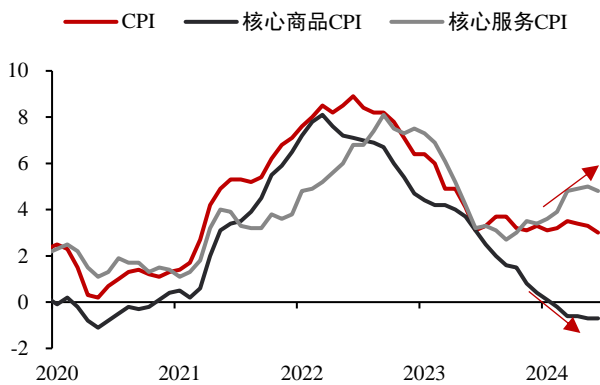


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

CPI 压力结构短期有所缓和。自 2023 年三季度以来，美国商品型通胀和服务型通胀表现出分化的特征——商品消费的回落和服务消费的扩张。6 月报告来看，商品型通胀似乎有“见底”企稳的可能，而服务型通胀在持续回升之后，短期也有降温。

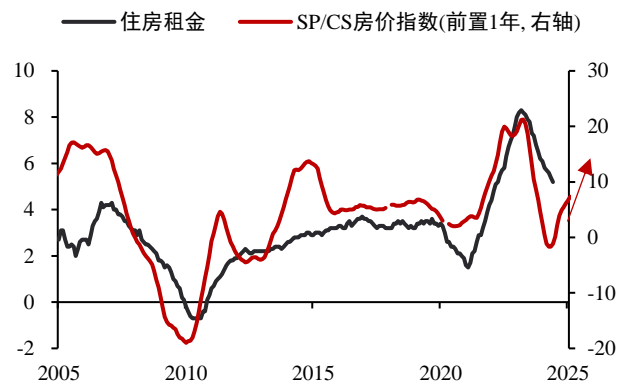
重点关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自去年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产市场价格的回升对于下半年的租金成本也将形成回升的压力，未来持续关注。

图 4：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY

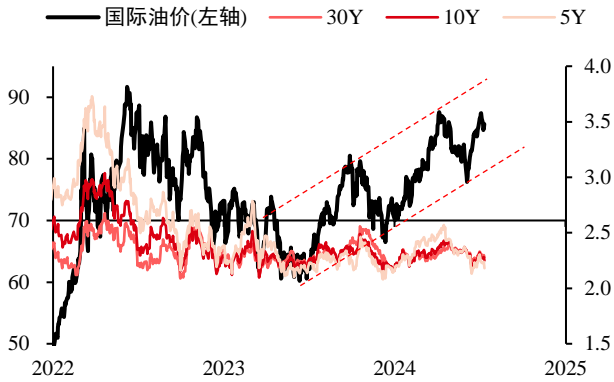


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美国通胀预期定价短期缓和。尽管油价自 2023 年底以来持续反弹，但是在暂未突破 90 美元/桶的情况下，市场通胀预期保持平稳，继续收敛于 2.2%。展望未来，一方面在美国经济数据短期调整（尤其是失业率回升）的背景下，核心通胀预期暂时不明显，另一方面，商品型通胀依然值得持续关注，国际油价已经反弹至 85 美元/桶。随着市场衰退交易的进行，关注风险外溢的增加对上游能源、中游新兴制造和下游大市场的博弈过程压力，仍需持续关注地缘的不确定性带来的潜在供给收缩影响。

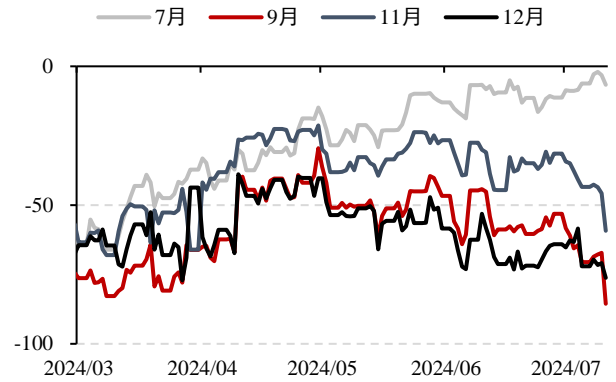
市场增加对于美联储远端（9 月和 12 月）降息定价，降低短端（7 月）降息定价。总体来看，当前衍生品市场对于 2024 年下半年的降息定价再次加强。2024 年年初伴随着预期的快速修正已经对金融资产的估值带来影响，短期通胀的缓和和风险资产受益于“衰退交易”下的利率回落。事实上，高利率下的美国经济韧性来源于宏观政策尤其是财政政策的支持，一方面随着美国债务上限的“暂停”，财政端表现为短期的扩张（中短期债券发行占比显著上升），对于经济的支撑力量还未撤出，另一方面，美联储在延续高利率政策环境下对于风险地区的结构性宽松（定向流动性支持，降低抵押品标准，放松银行监管等措施）也降低了市场波动，呵护了金融宽松的环境。

图 6: 油价和 TIPs 利率对比 | 单位: %YoY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 市场提升对 9 月降息定价 | 单位: %pct



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com