

2024年07月12日

通胀连续下行有助于提升美联储9月降息概率

——美国6月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（分析师）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布6月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.0%，环比下降0.1%；核心CPI同比上升3.3%，环比上升0.1%，均不及市场预期。

● 通胀水平连续下行，后续下行趋势将更关键

1. 总体通胀与核心通胀均继续下行。美国6月CPI同比上升3.0%，环比增速录得-0.1%；核心CPI同比上涨3.3%，环比上升0.1%，均较5月份下降。主因核心服务、能源通胀出现了一定幅度的下行，同时核心商品去通胀进程仍在持续，不过粮食通胀略有反弹。总的看，在经历了4、5月份的通胀连续下行后，美国去通胀进程目前尚算顺利，美联储短期面临的通胀压力相应下降，有助于其更好的平衡通胀与就业之间的关系。

2. 能源通胀增速略有下降，核心通胀再度下行。具体而言，6月能源项同比上升1.0%，较5月份下降2.7个百分点；6月份食品项同比上升2.2%，较5月份上升0.1个百分点；核心商品环比增速较5月下降0.1个百分点至-0.1%；核心服务环比上升0.1%，较5月份下降0.1个百分点。其中住房项同比上升5.2%，环比上升0.2%，均较5月下降0.2个百分点。

3. 后续通胀下行趋势将更关键。总的看，6月CPI数据显示美国通胀水平继续向下，去通胀进程未再继续遭遇逆风。从美联储主席鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，6月份同比、环比增速分别较5月份下降0.16个百分点、0.01个百分点，环比增速持续为负。往后看，我们需要对通胀下行的斜率和趋势保持密切跟踪。考虑到美国即将进入暑期出行高峰，相关的服务消费以及汽油价格可能会出现反弹，因此后续核心通胀是否能够持续顺畅下行，将对美国去通胀进程起到非常重要的作用。

● 9月降息概率提升，对通胀下行的持续性保持关注

1. 6月通胀数据的连续超预期下降，对市场及美联储而言都是一个不错的消息。结合我们前述分析，我们认为当下的数据有助于增强美联储及市场对9月降息的信心。从近期美联储主席鲍威尔在听证会上的发言来看，美联储或对当前去通胀进程相对满意。此外，6月份密歇根大学与纽约联储的通胀预期调查均出现下行，或更有助于增强美联储对于当前去通胀水平的信心。

2. 不过我们认为6月份的通胀与就业数据，或不能帮助美联储决定在9月份进行首次降息，需要更加关注7、8月份通胀趋势。一则暑期出行高峰将至，相关行业的通胀有一定的上行风险；二则随着通胀水平较薪资增速下降的更快，美国居民的实际薪资增速上行，其实际购买力上升。叠加拜登政府为了选举，可能加快财政支出，对美国经济需求端形成一定支撑；三则近期美国股市的连续上涨，将带来一定的财富效应。事实上，虽然当前通胀向下趋势更为明朗，但由于2024年一季度对通胀走势出现误判，向市场释放了较为鸽派的信息，最终出现核心通胀反弹，因此我们认为美联储或更将关注7、8月份的通胀数据。

3. 对各类资产而言，美国通胀超预期下行，对市场情绪将形成一定的提振，数据发布后美债收益率下跌，黄金价格上涨，但美股下跌。从这个角度看，我们需要注意，由于当前市场对于9月降息已经计价较为充分，后续若相关数据不能持续超预期，可能会引发市场出现一定程度的波动。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《消费增长延续以价换量—宏观经济点评》-2024.7.10

《新建房成交同比转正—宏观周报》-2024.7.7

《失业率再度上升，但联储仍难确定降息时点—美国6月非农就业数据点评》-2024.7.7

目录

1、通胀水平连续下行，后续下行趋势将更关键.....	3
1.1、总体通胀与核心通胀均继续下行.....	3
1.2、能源通胀增速略有下降，核心通胀再度下行.....	4
1.3、后续通胀下行趋势将更关键.....	5
2、9月降息概率提升，对通胀下行的持续性保持关注.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 6 月 CPI 同比增速继续下行.....	4
图 2：6 月通胀环比增速较 5 月下降.....	4
图 3：6 月能源通胀同比增速下行.....	4
图 4：食品通胀略有反弹.....	4
图 5：6 月核心商品 CPI 同比增速连续录得负值.....	5
图 6：6 月核心服务 CPI 同比增速连续下行.....	5
图 7：6 月核心商品与核心服务通胀环比增速均下行.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期录得小幅上涨.....	6
图 9：粮食期货价格近期大多上涨.....	6
图 10：美国二手车价格有望延续下行.....	6
图 11：美国房租通胀后续或将继续下行.....	6
图 12：6 月美国非房核心服务通胀同比增速、环比增速均下行.....	7
图 13：6 月美国居民通胀预期下降.....	7
表 1：美国 6 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 6 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.1%，均不及市场预期。

1、通胀水平连续下行，后续下行趋势将更关键

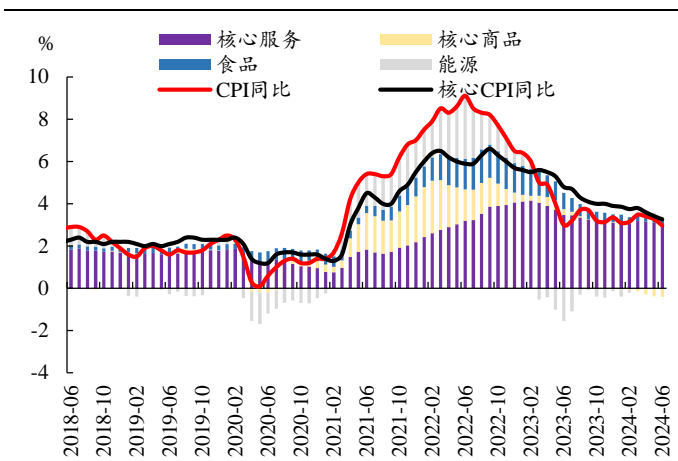
1.1、总体通胀与核心通胀均继续下行

美国 6 月 CPI 同比上升 3.0%，增速较 5 月下降 0.3 个百分点；环比增速录得-0.1%，环比增速较 5 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.1%，同比与环比增速均较 5 月份下降 0.1 个百分点。6 月份 CPI 与核心 CPI 均出现一定程度下降，主因核心服务、能源通胀出现了一定幅度的下行，同时核心商品去通胀进程仍在持续，不过粮食通胀略有反弹。总的看，在经历了 4、5 月份的通胀连续下行后，美国去通胀进程目前尚算顺利，美联储短期面临的通胀压力相应下降，有助于其更好的平衡通胀与就业之间的关系。

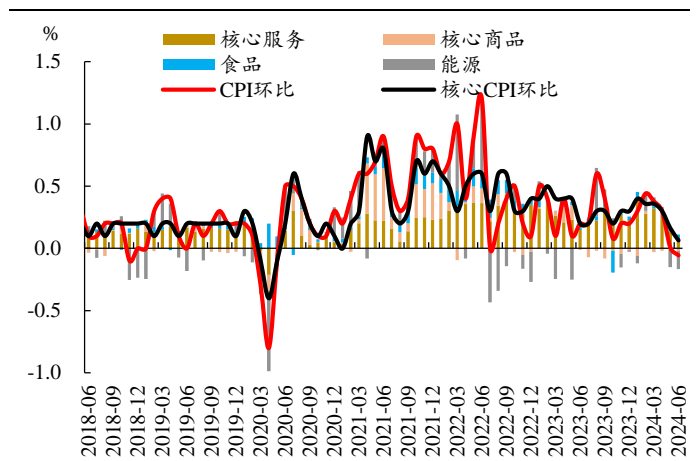
表1: 美国 6 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%)

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-06	2024-06	2024-05	2024-04	2024-06	2024-06	2024-05	2024-04
100	全部	3.0	3	3.3	3.4	-0.1	-0.1	0	0.3
13.56	食品	0.30	2.2	2.1	2.2	0.03	0.2	0.1	0
8.17	居家食品	0.09	1.1	1	1.1	0.01	0.1	0	-0.2
5.39	外带食品	0.21	4.1	4	4.1	0.02	0.4	0.4	0.3
6.66	能源	0.08	1	3.7	2.6	-0.14	-2	-2	1.1
3.54	能源商品	-0.06	-2.2	2.2	1.1	-0.14	-3.7	-3.5	2.7
3.12	能源服务	0.13	4.3	4.7	3.6	0.00	-0.1	-0.2	-0.7
18.89	核心商品	-0.40	-1.8	-1.7	-1.3	-0.02	-0.1	0	-0.1
3.52	家居	-0.11	-2.5	-2.5	-2.8	-0.01	-0.2	0	-0.4
2.51	服装	0.02	0.8	0.8	1.3	0.00	0.1	-0.3	1.2
3.68	新车	-0.04	-0.9	-0.8	-0.4	-0.01	-0.2	-0.5	-0.4
2.01	二手车	-0.27	-10.1	-9.3	-6.9	-0.03	-1.5	0.6	-1.4
1.49	医疗保健	0.05	3.1	3.1	2.5	0.00	0.2	1.3	0.4
0.85	含酒精饮料	0.02	1.8	1.7	2	0.00	0.2	0.1	0.1
1.372	其它商品	0.05	3.5	3.4	3.6	0.00	0.2	0.5	-0.1
60.9	核心服务	3.00	5.1	5.3	5.3	0.08	0.1	0.2	0.4
7.67	主要居所租金	0.38	5.1	5.3	5.4	0.02	0.3	0.4	0.4
26.77	业主等价租金	1.41	5.4	5.7	5.8	0.12	0.3	0.4	0.4
6.52	医疗服务	0.21	3.3	3.1	2.7	0.01	0.2	0.3	0.4
6.29	交通运输服务	0.57	3.4	3.9	4.1	-0.04	-0.1	-0.2	0.3
3.27	休闲服务	0.11	9.4	10.5	11.2	0.00	-0.5	-0.5	0.9
5.04	教育与通讯服务	0.11	2.3	2	1.6	0.00	0	0.3	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 6 月 CPI 同比增速继续下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

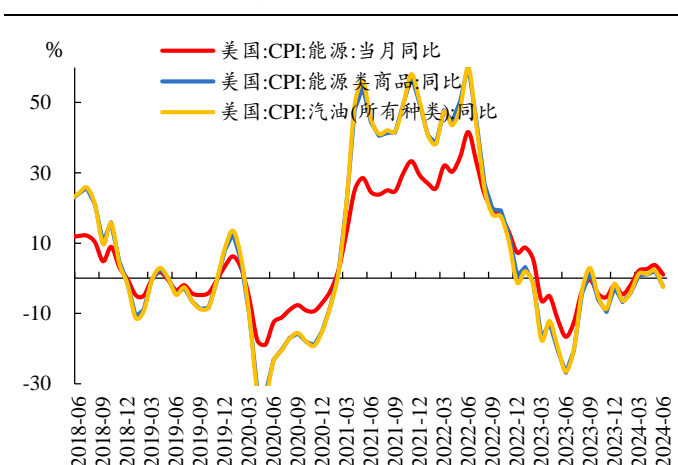
图2：6 月通胀环比增速较 5 月下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

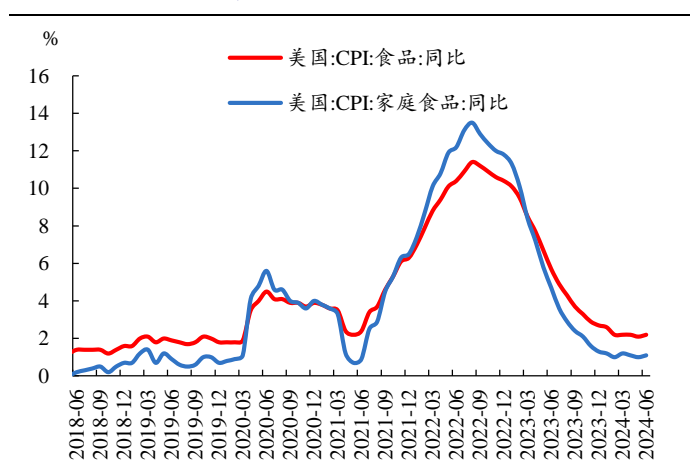
1.2、能源通胀增速略有下降，核心通胀再度下行

(1) **能源方面**，6 月能源项同比上升 1.0%，较 5 月份下降 2.7 个百分点；环比下降 2.0%，环比增速与 5 月持平。其中汽油项环比下降 3.8%，环比增速较 5 月份下降 0.2 个百分点；燃油项环比上升 2.4%，较 5 月份下降 2.0 个百分点。6 月能源通胀同比录得较大降幅，我们认为主要是 6 月开车出行的需求相对温和，且国际原油价格整体表现较为温和。6 月末美国汽油价格从 5 月末的 3.43 美元/加仑下降至 3.32 美元/加仑，整体下降约 3.3%，与通胀数据表现较为一致。

(2) **食品方面**，6 月份食品项同比上升 2.2%，较 5 月份上升 0.1 个百分点，为 2022 年 8 月份以来首次；环比增速亦较 5 月上升 0.1 个百分点。其中居家食品 (Food at home) 同比上升 1.1%，较 5 月份提升 0.1 个百分点。食品项的同比增速出现反弹，与粮食期货走势相反，或与当前美国居民出行需求相对温和，居家活动增多有关。

图3：6 月能源通胀同比增速下行


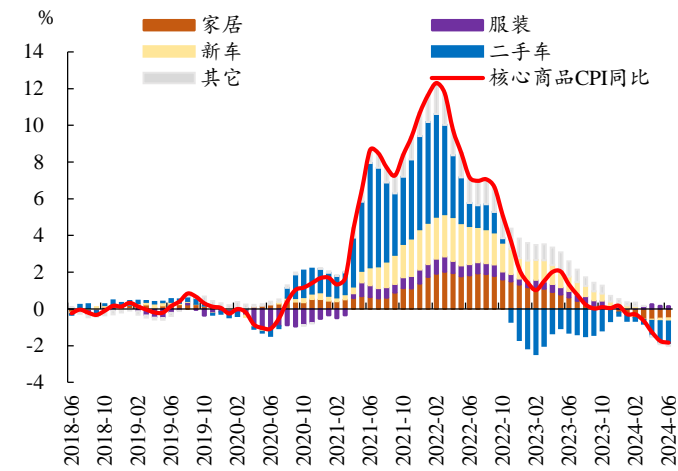
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀略有反弹


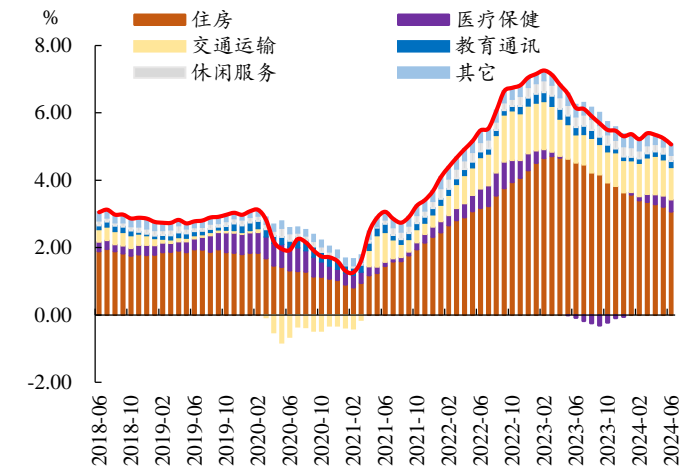
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心 CPI 方面**，6 月核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.1%。同比与环比增速均较 5 月下降 0.1 个百分点。**分项来看**，核心商品同比增速较 5 月下降约 0.1 个百分点至 -1.84%；环比增速较 5 月份下降 0.1 个百分点至 -0.1%；其中二手车项环比下降 1.5%，较 5 月份下降 2.1 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势表现统一，亦是核心商品去通胀的最主要驱动力；新车方面，环比下降 0.2%，环

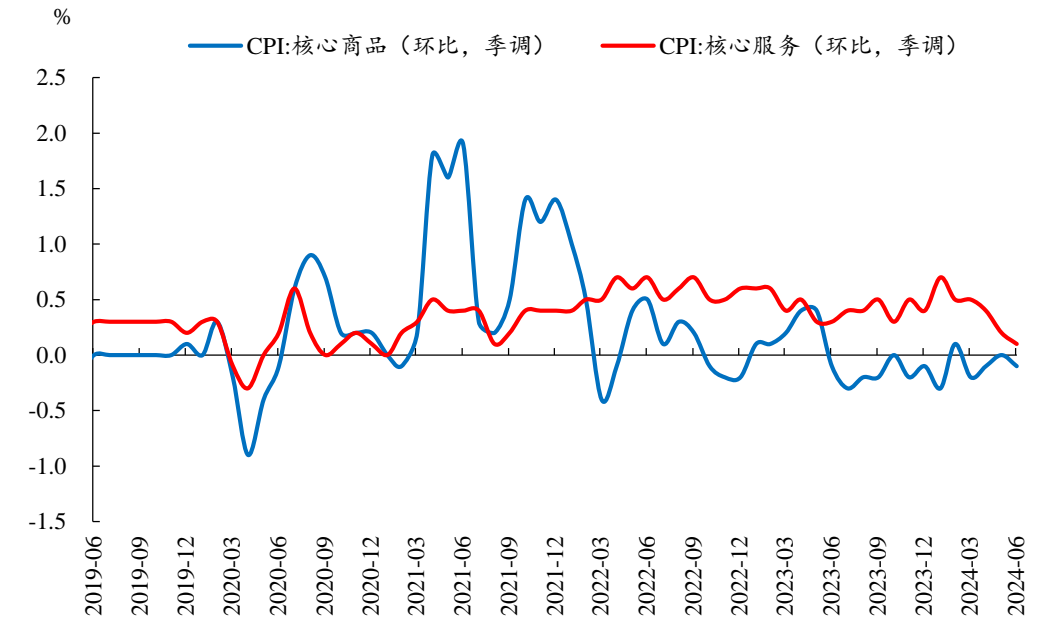
比增速较 5 月份上升 0.3 个百分点。核心服务同比上升 5.06%，较 5 月份下降 0.19 个百分点。其中住房项同比上升 5.2%，环比上升 0.2%，均较 5 月下降 0.2 个百分点，房租通胀 6 月仍在缓慢放缓。交通运输服务环比下降 0.5%，增速较 5 月份持平。总的看，6 月核心 CPI 同比增速继续下降，且环比增速亦继续下降，显示去通胀进程目前进行尚较顺利。

图5：6 月核心商品 CPI 同比增速连续录得负值


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：6 月核心服务 CPI 同比增速连续下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：6 月核心商品与核心服务通胀环比增速均下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、后续通胀下行趋势将更关键

(1) **能源与粮食项短期内对通胀或有一定支撑。**能源方面，截至 7 月 8 日，美国汽油价格为 3.38 美元/加仑，较 6 月底汽油价格上升约 1.9%。从 OPEC 最新的月报来看，未来几个月或出现原油短缺，叠加美国暑期出行高峰即将到来，原油即美国汽油价格或有上行压力。食品方面，根据美国农业部的月度供需报告，小麦等主要粮食价格或难继续大幅下跌。总的看，原油、粮食等价格将迎来微幅上涨，短

期内能源与食品项或对整体通胀或有一定支撑。

图8：美国汽油零售价格近期录得小幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期大多上涨

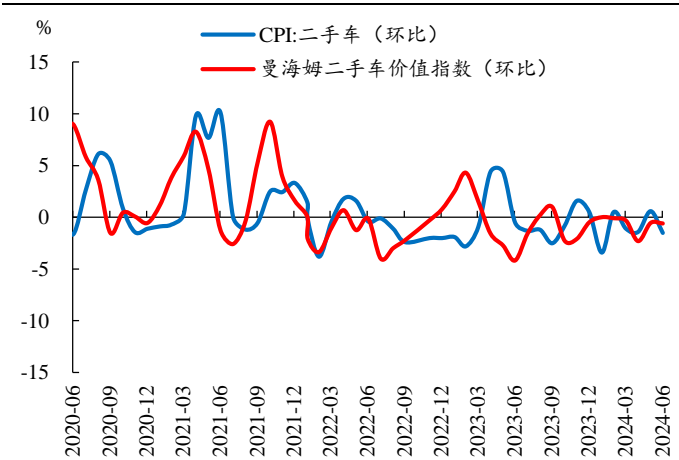


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀或将维持缓慢下行趋势。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）6月环比下降0.61%，预计二手车通胀后续环比增速有可能继续为负，不过幅度或下降；新车方面，供应链目前仍较畅通，预计环比增速亦难有起色；核心服务方面，住房通胀仍是6月核心服务通胀的关键所在，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落至3季度，且仍有一定的下行空间。往后看，由于核心商品通胀可能继续小幅下行，核心服务也将继续下行，后续核心通胀的走势将继续向下。

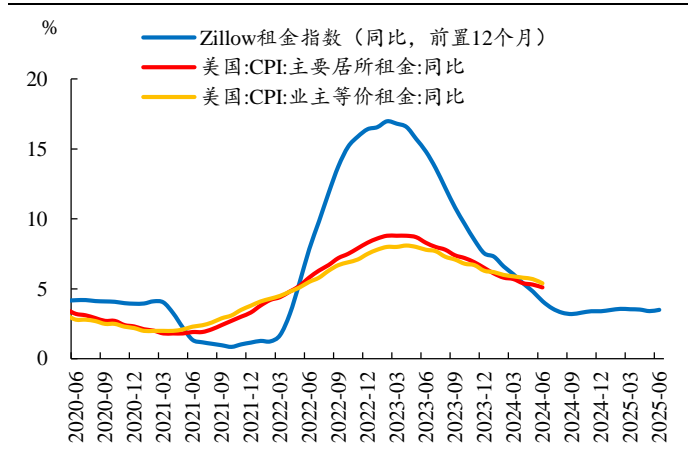
(3) **总的看，6月CPI数据显示美国通胀水平继续向下，去通胀进程未再继续遭遇逆风。**从美联储主席鲍威尔关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，6月份同比、环比增速分别较5月份下降0.16个百分点、0.01个百分点，环比增速持续为负。往后看，我们需要对通胀下行的斜率和趋势保持密切跟踪。考虑到美国即将进入暑期出行高峰，相关的服务消费以及汽油价格可能会出现反弹，因此后续核心通胀是否能够持续顺畅下行，将对美国去通胀进程起到非常重要的作用。

图10：美国二手车价格有望延续下行



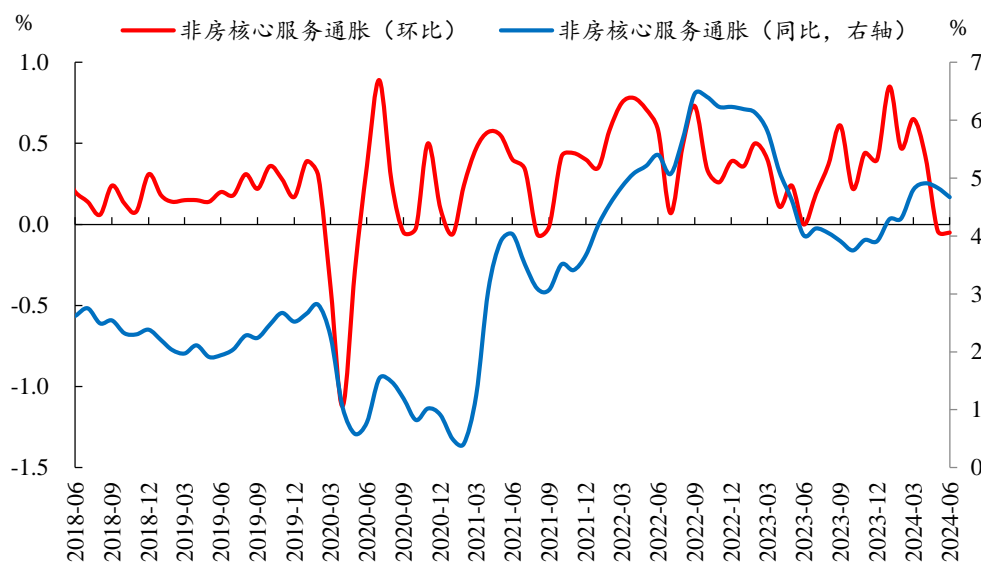
数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀后续或将继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：6月美国非房核心服务通胀同比增速、环比增速均下行



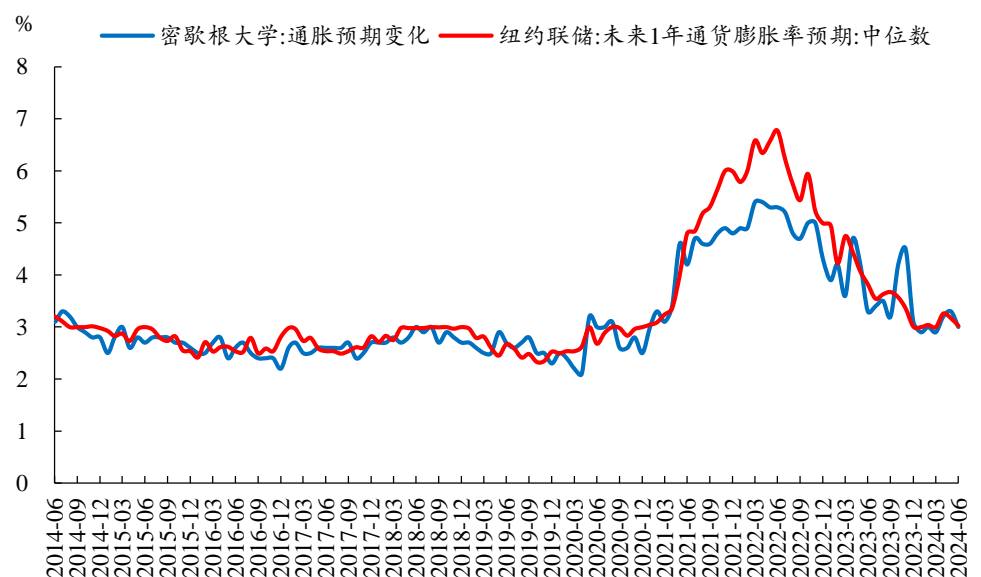
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、9月降息概率提升，对通胀下行的持续性保持关注

如何理解6月通胀数据对降息时点及各类资产的影响？

6月通胀数据的连续超预期下降，对市场及美联储而言都是一个不错的消息。结合我们前述分析，我们认为当下的数据有助于增强美联储及市场对9月降息的信心。从近期美联储主席鲍威尔在听证会上的发言来看，其表示高通胀并不是其面临的唯一风险，在多个指标上已经看到劳动力市场出现显著降温，目前已经不再是广泛通胀压力的来源¹，显示美联储或对当前去通胀进程相对满意。此外，我们看到6月份密歇根大学与纽约联储的通胀预期调查均出现下行，或更有助于增强美联储对于当前去通胀水平的信心。

图13：6月美国居民通胀预期下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3719192?keyword=%E9%B2%8D%E5%A8%81%E5%B0%94>

不过我们认为 6 月份的通胀与就业数据，或不能帮助美联储决定在 9 月份进行首次降息，需要更加关注 7、8 月份通胀趋势。一则暑期出行高峰将至，相关行业的通胀水平有一定的上行风险；二则随着通胀水平较薪资增速下降的更快，美国居民的实际薪资增速上行，其实际购买力上升。叠加拜登政府为了选举，可能加快财政支出，对美国经济需求端形成一定支撑；三则近期美国股市的连续上涨，将带来一定的财富效应。事实上，虽然当前通胀向下趋势更为明朗，但由于 2024 年一季度对通胀走势出现误判，向市场释放了较为鸽派的信息，最终出现核心通胀反弹，因此我们认为美联储或更将关注 7、8 月份的通胀数据。

对各类资产而言，美国通胀超预期下行，对市场情绪将形成一定的提振，数据发布后美债收益率下跌，黄金价格上涨，但美股下跌。从这个角度看，我们需要注意，由于当前市场对于 9 月降息已经计价较为充分，后续若相关数据不能持续超预期下行，可能会引发市场出现一定程度的波动。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年6月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn