

通胀边际走弱，短期降息交易或未结束 美国6月CPI数据点评

团队成员

事件：

6月美国CPI同比3%，预期3.1%，前值3.3%；CPI环比-0.1%，预期0.1%，前值0%；核心CPI同比3.3%，预期和前值均为3.4%；核心CPI环比0.1%，预期和前值均为0.2%。

投资要点：

6月美国CPI主要分项均明显降温，环比自2020年5月以来首次转负：6月美国CPI和核心CPI继续回落且低于预期，反映通胀压力边际减弱，与近期走弱的PMI、房屋销售等数据维持一致。从主要分项看，大部分品类明显回落，其中食品项环比边际提升（0.1%→0.2%）但幅度尚可，能源项环比大幅回落（3.5%→0.9%），主要源于6月汽油价格明显回落；核心商品环比再度转负（0.0%→-0.1%），其中运输产品（新车和二手车）、医疗护理贡献较大；核心服务明显回落（0.2%→0.1%），其中住房租金项环比明显降温（0.4%→0.2%）。

近期公布的PMI、就业及通胀数据均低于预期，反映美国经济放缓压力加大，很大程度源于24H1美国金融条件偏紧：7月陆续公布的PMI、非农就业及通胀数据均低于预期，其中24Q2以来制造业PMI连续3月回落，6月失业率升至4%以上，以及通胀超预期回落，均反映24Q2美国经济边际放缓。究其原因，在24Q1经济超预期回升+通胀压力升温背景下，上半年美国金融条件偏紧，10年期美债在4月触达4.7%的局部高点，而金融条件一般领先美国经济一个季度，使得6月观测到的数据明显转弱。

7-8月宽松交易或有望延续：短期看美国经济整体仍然处于边际放缓趋势，而近期鲍威尔讲话客观上也释放了偏鸽信号。往后看，短期对海外市场影响最大的是7月底的议息会议，但一方面美联储决策同样是数据驱动，7月底前无太多增量数据，短期很难释放偏鹰信号。另一方面6月以来的金融条件再度转松，对于美国经济的提振，或要到8-9月数据才能体现。也即意味着7-8月宽松交易有望延续，美股美债总体受益于流动性宽松驱动，而全球权益市场在降息预期、美元走弱的背景下，或迎来较好的配置机会。

但本轮美联储降息或难一蹴而就，8月后降息推后风险可能再度提升：通胀数据公布后，市场对9月降息的概率提升至86%以上，隐含全年降息3次预期。短期看宽松交易或有望延续，但8月后本轮金融条件的宽松可能再度引发美国经济和通胀数据反弹，叠加住房项、资源品价格均有卷土重来压力，意味着本轮美联储降息或难一蹴而就，8月后风险可能再度提升。

风险提示：美国经济韧性超预期、美国通胀再度反弹、美联储表态偏鹰。

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

相关报告

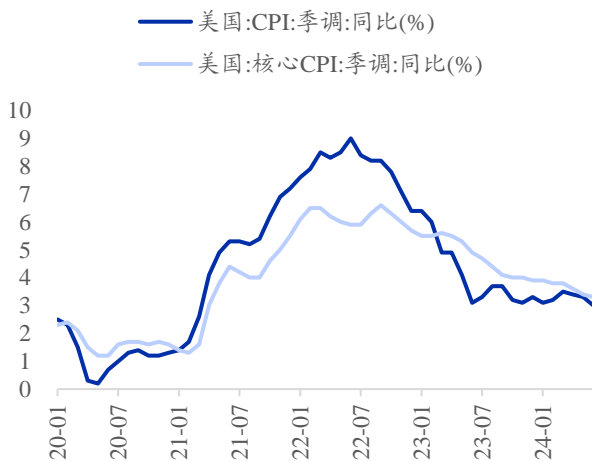
- 1、《就业市场边际降温——6月美国非农数据点评》—2024.07.06
- 2、《通胀压力加大，降息信心不足——5月FOMC会议点评》—2024.05.02
- 3、《警惕降息预期的“假摔”——3月FOMC会议点评》—2024.03.21

图表 1: 美国 CPI 细项拆分

	环比 (%)						同比 (%)					
	24-06	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01	24-06	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01
CPI	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.4	0.3	3.0	3.3	3.4	3.5	3.2	3.1
核心CPI	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9
食品:	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.4	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.6
家庭食品	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4	1.1	1.0	1.1	1.2	1.0	1.2
非家用食品	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.5	4.1	4.0	4.1	4.2	4.5	5.1
能源:	0.9	3.5	2.5	2.1	-1.7	-4.3	0.9	3.5	2.5	2.1	-1.7	-4.3
能源商品	-3.7	-3.5	2.7	1.5	3.6	-3.2	-2.3	2.1	1.1	0.9	-4.1	-6.8
能源服务	-0.1	-0.2	-0.7	0.7	0.8	1.4	4.3	4.7	3.5	3.1	0.5	-1.8
核心商品:	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.1	-0.3	-1.7	-1.7	-1.2	-0.7	-0.3	-0.3
家用家具和供给	-0.2	0.0	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	-2.5	-2.5	-2.8	-2.7	-2.3	-1.3
服装	0.1	-0.3	1.2	0.7	0.6	-0.7	0.8	0.8	1.4	0.4	0.0	0.0
运输产品	-0.6	-0.1	-0.7	-0.5	0.1	-1.1	-4.0	-3.6	-2.5	-0.7	-0.2	-0.8
医疗护理商品	0.2	1.3	0.4	0.2	0.1	-0.6	3.1	3.1	2.5	2.5	2.9	3.0
休闲商品	0.4	-0.1	0.0	-0.5	-0.2	0.8	-1.6	-2.2	-2.2	-1.9	-1.2	-0.6
教育和通讯商品	-0.5	-1.6	0.1	-1.2	0.2	0.6	-7.7	-7.4	-6.0	-6.2	-5.6	-6.6
酒精饮料	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	1.8	1.7	2.0	2.4	2.4	2.3
其他商品	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.7	0.3	3.5	3.4	3.6	3.9	4.4	4.4
核心服务:	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5	0.7	5.0	5.2	5.3	5.4	5.2	5.4
住房租金	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	5.1	5.4	5.5	5.6	5.8	6.1
垃圾回收	0.2	0.1	0.4	0.3	0.5	1.1	4.6	4.8	5.3	5.3	5.3	5.6
搬运和运输费用	1.6	0.0	2.1	0.7	2.0	-1.0	-1.5	-1.2	0.6	-0.5	0.2	-4.9
医疗护理服务	0.2	0.3	0.4	0.6	-0.1	0.7	3.3	3.1	2.7	2.1	1.1	0.6
运输服务	-0.5	-0.5	0.9	1.5	1.4	1.0	9.2	10.3	11.1	10.7	10.0	9.7
休闲服务	-0.1	-0.2	0.3	0.1	0.5	0.4	3.4	4.0	4.1	4.6	4.5	5.3
教育和通讯服务	0.0	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	2.3	2.0	1.6	1.4	1.5	1.3
杂项个人服务	1.2	-0.7	0.9	1.3	-1.3	1.2	4.6	3.6	5.0	6.5	5.9	8.7

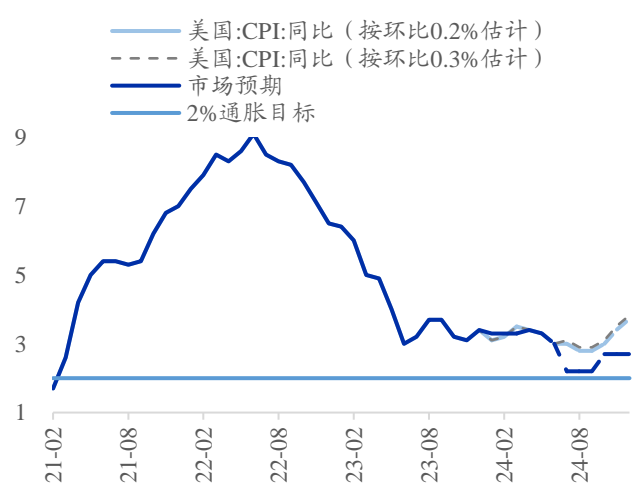
来源: Wind、华福证券研究所

图表 2: 6 月 CPI 和核心 CPI 同比继续下探



来源: Wind、华福证券研究所

图表 3: 按环比 0.2%, 年内美国 CPI 低点或在 2.8%



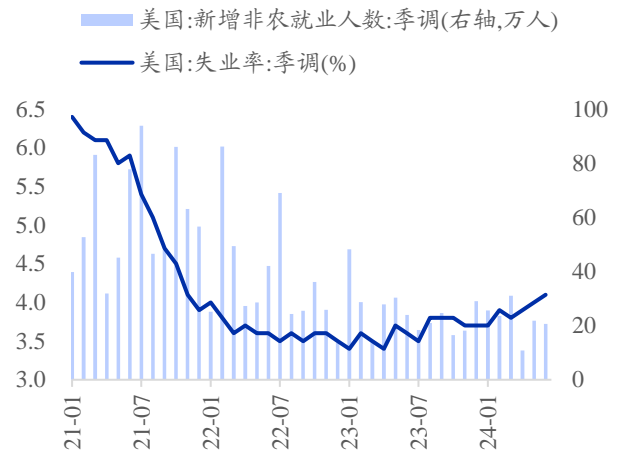
来源: Wind、Factset、华福证券研究所

图表 4：6 月制造业和非制造业 PMI 双双下行



来源：Wind、华福证券研究所

图表 5：6 月美国失业率上行至 4.1%



来源：Wind、华福证券研究所

图表 6：市场隐含美联储 9 月降息、全年降息 75BP 预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	91.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	86.3%	5.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	49.9%	43.1%	2.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	44.3%	43.9%	7.6%	0.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	33.0%	44.0%	17.8%	2.4%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	26.1%	41.5%	23.8%	5.9%	0.6%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.2%	15.0%	34.4%	32.0%	14.1%	3.0%	0.3%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.8%	10.9%	28.6%	32.7%	19.5%	6.3%	1.1%	0.1%	0.0%
2025/7/30	0.4%	5.2%	18.7%	30.4%	26.9%	13.7%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

图表 7：历次降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)	非制造业PMI (%)	工业生产指数同比 (%)
T-6M	3.9	4.0	5.4	18	4.0	4.4	54.5	56.4	4.9
T-5M	3.9	3.9	5.3	20	4.0	4.6	53.9	58.0	5.0
T-4M	4.1	4.2	5.2	23	4.0	4.6	52.2	59.1	4.8
T-3M	4.1	4.2	5.3	13	4.0	4.6	51.5	58.7	4.4
T-2M	4.1	4.2	5.3	11	3.9	4.1	49.9	57.4	3.5
T-1M	4.0	4.2	5.4	13	3.8	4.0	47.9	54.8	2.9
T	3.9	4.1	5.5	10	3.9	3.9	46.9	55.3	2.1
T+1M	3.9	4.0	5.5	11	3.8	3.5	46.4	53.5	1.5
T+2M	3.8	3.9	5.5	10	3.8	3.4	46.5	53.4	1.2
T+3M	3.7	3.9	5.6	12	3.7	3.2	46.0	52.6	1.1
T+4M	3.7	3.8	5.6	7	3.5	2.8	46.2	51.7	0.5
T+5M	3.6	3.8	5.6	10	3.6	2.8	46.8	53.6	0.2
T+6M	3.6	3.8	5.6	7	3.6	2.5	46.3	53.6	-0.1

来源：Wind、华福证券研究所；T 为美联储首次降息当月，统计 1981 年以来的 9 次降息周期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn