

美国 2024 年 6 月通胀数据点评

9 月降息可期，但后续仍待观察

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU15@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

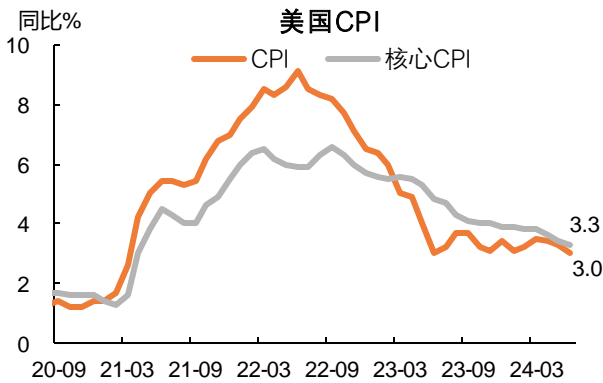
- **美国 6 月 CPI 超预期降温，关键分项均有改善。**美国 2024 年 6 月 CPI 超预期降温，CPI 和核心 CPI 读数基本刷新近三年新低；能源、交运分项保持环比负增，住房租金、医疗保健等增长放缓。考虑到 CPI 能源分项走势可能略慢于油价，预计未来 1-2 个月能源分项环比转正。住房通胀环比为近三年新低，虽然今年以来住房通胀整体回落偏慢，好在“虽迟但到”。运输服务连续两个月环比负增，同比仍高达 9.2%，回落空间较大；非住房服务连续两个月环比零增长，同比 4.8%。
- **上半年 CPI “答卷”尚可。**今年上半年美国 CPI 环比平均水平略低于 2023 年下半年，核心 CPI 平均水平则略高，整体走势基本符合年初“中性预测”水平。2023 年下半年，美国通胀处于较快改善通道。对比 2023 年下半年，今年 1-6 月 CPI 环比均值由 0.27% 下降至 0.22%，核心 CPI 平均环比由 0.25% 上升至 0.30%。分项方面，能源、食品、交运等分项加快回落，住房租金、医疗保健、服装、教育通信等分项则有所反弹。以 2023 年 12 月 CPI 为基准，在三种环比假设下（偏弱 0.15%、中性 0.25%、偏强 0.35%），截至 2024 年 6 月，CPI 同比实际值（3.0%）已经略低于“中性”假设下的预测值（3.1%）。类似地，核心 CPI 同比实际值（3.3%）则略高于“中性”假设。整体来看，CPI 走势在今年一季度超预期反弹后，目前逐渐步入“正轨”。
- **9 月降息可期，但后续仍待观察。**7 月 11 日 CPI 数据公布后，CME 数据显示，市场对 9 月降息的押注由 73% 跃升至 95-98%，最终收于 93%；年内降息至少 2 次的概率由 74% 上升至 90% 以上，年内降息 3 次的概率则由 28% 上升至接近 50%。10 年美债收益率日内由 4.29% 附近一度大幅下降约 11BP 至 4.18% 附近，最终收于 4.2%。美元指数由 104.9 附近最深下降约 0.8% 至 104.1 附近，最终收于 104.5。黄金现价由 2380 美元/盎司大涨超 2% 至 2420 美元/盎司以上，收于 2415 美元/盎司。我们认为，美联储首次降息可能提前至 9 月，但此后的降息节奏与幅度仍有较大变数。考虑基数效应，美国 CPI 通胀率有望在三季度阶段回落，但四季度可能出现反弹。美国就业市场当前虽在走向平衡，但尚未出现“意外”降温。亚特兰大联储模型最新（截至 7 月 10 日）的预测显示，美国二季度 GDP 环比折年率仍有望高达 2% 左右，如是，美国全年 GDP 增长 2% 以上或是大概率事件。当前，美国中期经济前景仍较乐观，围绕美国“中性利率”上修、财政“无序扩张”、AI 抬升潜在增长率等相关讨论不绝于耳。我们认为，美联储本轮“预防式”降息会更加谨慎，不排除首次降息后通胀反复、美联储阶段性暂停降息的情形。总之，现阶段尚不宜对下半年降息的次数和连续性抱有过高期待。
- **风险提示：**美国通胀超预期反弹，美国就业超预期降温，美国流动性风险超预期爆发等。

美国 2024 年 6 月 CPI 和核心 CPI 超预期降温，能源、交运、住房租金等关键分项改善。其中，能源方面，CPI 能源分项略滞后于油价，未来 1-2 个月或有一定反弹压力；房租回落，有望成为房租通胀降温的重要拐点；交运服务和非住房服务 CPI 同比读数仍高，但也为后续回落留出空间。整体来看，上半年美国通胀改善的“答卷”尚可，基本延续 2023 下半年以来的乐观趋势。CPI 数据公布后，市场充分计价年内降息 2 次、且降息 3 次的预期也近五成。我们认为，美联储首次降息可能提前至 9 月，但此后的降息节奏与幅度仍有较大变数。

一、美国 6 月 CPI 超预期降温，关键分项均有改善

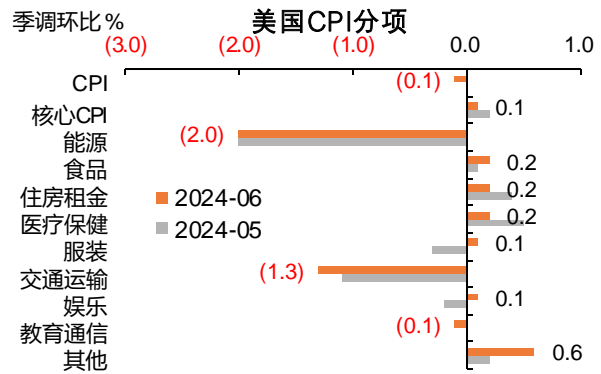
美国 2024 年 6 月 CPI 超预期降温，CPI 和核心 CPI 读数基本刷新近三年新低；能源、交运分项保持环比负增，住房租金、医疗保健等增长放缓。美国 6 月 CPI 环比-0.1%，低于预期 0.1% 和前值 0%，也是 2020 年 5 月以来首次环比负增；CPI 同比录得 3.0%，低于预期 3.1% 和前值 3.3%，持平于 2023 年 6 月读数，为 2021 年 3 月以来最低水平。6 月核心 CPI 环比 0.1%，低于预期和前值的 0.2%，为 2021 年 8 月以来最低；核心 CPI 同比录得 3.3%，低于预期和前值的 3.4%，创 2021 年 4 月以来最低。分项看，能源、交通运输两大分项分别环比负增 2.0% 和 1.3%，基本延续 5 月趋势；住房租金、医疗保健环比仅增长 0.2%，较上月分别下降 0.2 和 0.3 个百分点；食品、服装、娱乐等分项小幅反弹，仅“其他”分项环比反弹较大，上升 0.4 个百分点至 0.6%。

图表1 美国 6 月 CPI 和核心 CPI 同比均回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

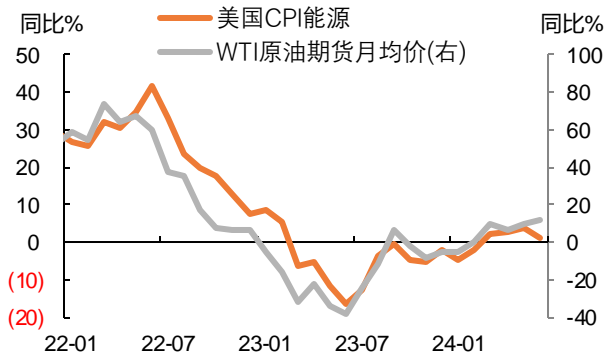
图表2 能源、交运、住房租金等分项环比负增或回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

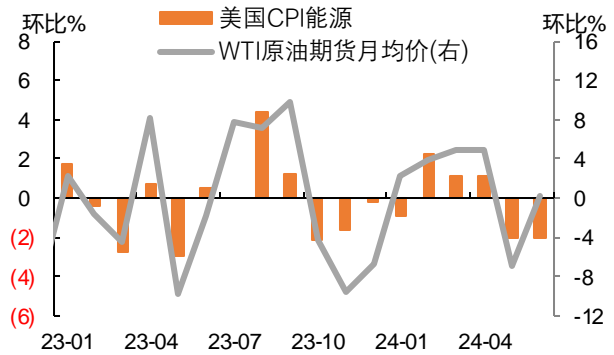
考虑到 CPI 能源分项走势可能略慢于油价，预计未来 1-2 个月能源分项环比转正。2022 年以来，WTI 油价同比与美国 CPI 能源同比走势相近，前者略领先于后者。2024 年 6 月，油价与能源 CPI 走势呈现一定背离，WTI 原油均价同比由 9.7% 上升至 11.9%，但能源 CPI 同比由 3.7% 回落至 1.0%；WTI 原油均价环比由 -6.8% 回升至 0.2%，而能源 CPI 环比保持 -2.0%。且 7 月以来（截至 10 日），国际油价保持高位，WTI 原油均价为 82.9 美元/桶，较 6 月均价（78.7 美元/桶）上涨 5.2%。参考 2024 年 1 月，WTI 原油月均价环比由负转正，而能源 CPI 环比仍保持为负，2 月才大幅转正。鉴于油价的领先性，我们预计，未来 1-2 个月能源 CPI 环比大概率转正。

图表3 美国油价与能源CPI同比走势相近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

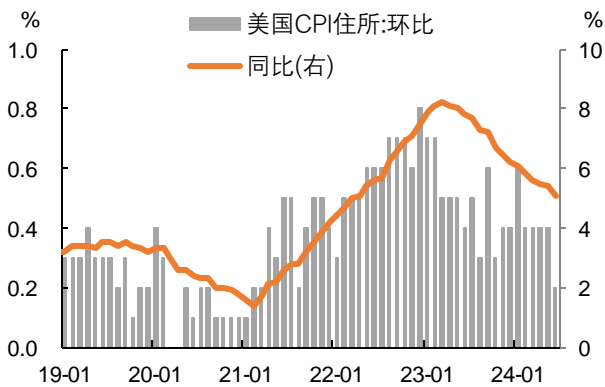
图表4 6月油价环比转正,但能源CPI环比仍为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

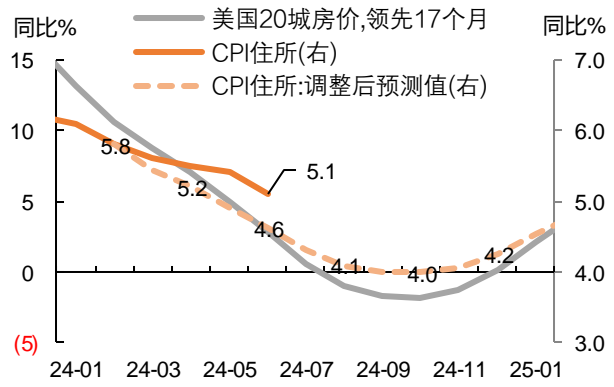
住房通胀环比为近三年新低,今年以来住房通胀整体回落偏慢,但好在“虽迟但到”。6月美国CPI住所分项环比由前值0.4%回落至0.2%,创2021年8月以来最低增幅;同比由5.4%回落至5.1%,创2022年4月以来最低。今年1-6月,CPI住所环比平均为0.40%,高于2019年均值的0.27%。我们在报告《美国通胀再审视:基于房租的视角》中预测,基于房价同比增速对房租通胀的领先性,基准预测下,今年6月CPI住所分项同比应回落至4.6%,然而该分项实际值录得5.1%,可见今年以来房租通胀整体回落幅度不及预期。不过,6月房租通胀回落或是一个积极信号,可能预示本轮美国房租通胀的回落“虽迟但到”,未来(尤其在三季度)有望继续改善。

图表5 美国6月CPI住所环比明显下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

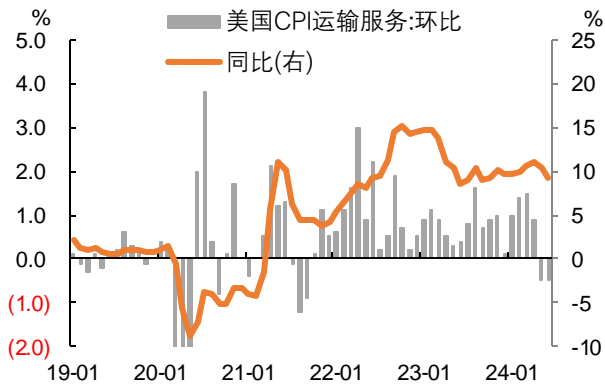
图表6 截至6月,美国住房通胀率仍高于模型预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所。具体测算参考报告《美国通胀再审视:基于房租的视角》

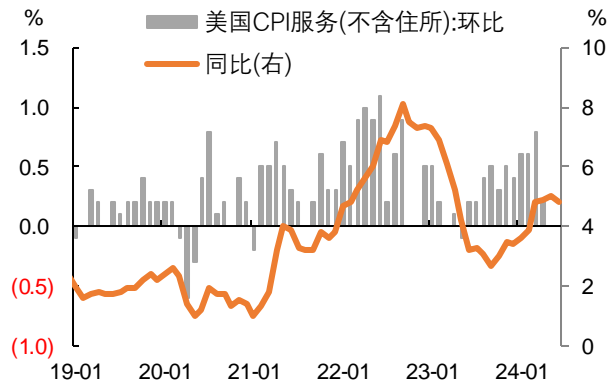
运输服务连续两个月环比负增,同比仍高达9.2%,回落空间较大;非住房服务连续两个月环比零增长,同比4.8%。6月CPI运输服务分项环比连续第二个月录得-0.5%,同比仍高达9.2%,2019年该分项同比平均仅1%。其中,“机动车保险”子项环比由-0.1%反弹至0.9%，“机动车维修保养”子项环比由0.3%回落至0.2%。非住房服务分项环比连续第二个月录得0%,同比由5%回落至4.8%,绝对水平不低,2019年该分项同比平均为1.9%。

图表7 美国 CPI 运输服务环比回落，但水平仍高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国 CPI 非住房服务第二个月环比零增长

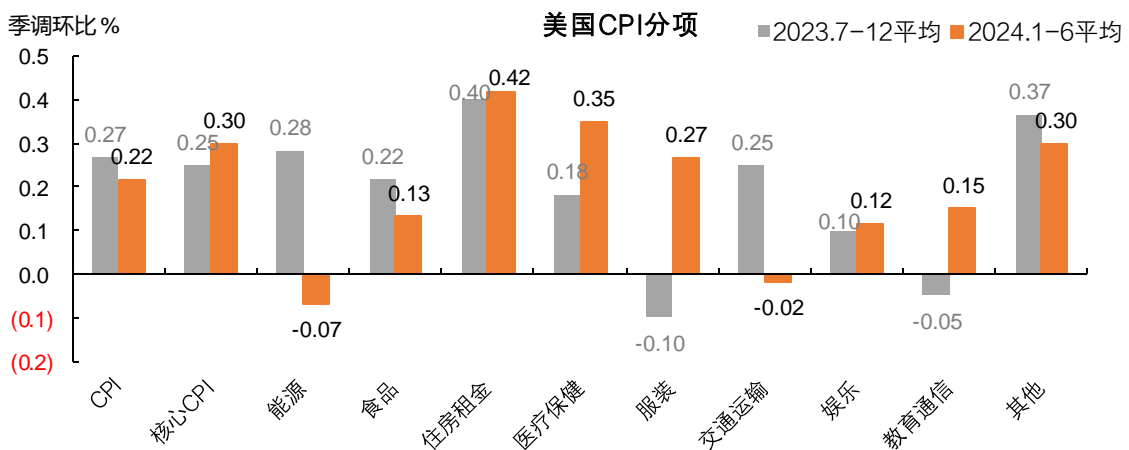


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、上半年 CPI “答卷” 尚可

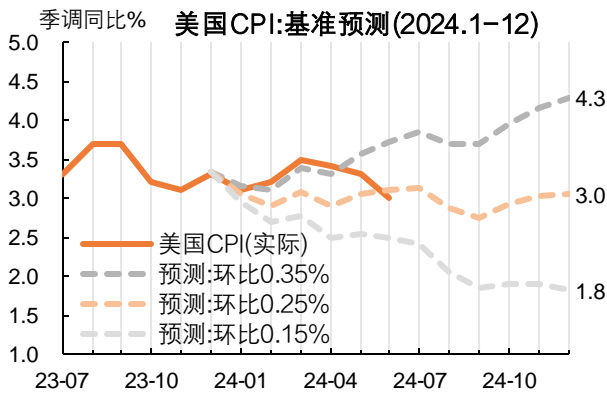
至此，今年上半年美国 CPI 环比平均水平略低于 2023 下半年，核心 CPI 平均水平则略高，整体走势基本符合年初“中性预测”水平。2023 下半年，美国通胀处于较快改善通道。对比 2023 下半年，今年 1-6 月 CPI 环比均值由 0.27% 下降至 0.22%，核心 CPI 平均环比由 0.25% 上升至 0.30%。分项方面，能源、食品、交运等分项加快回落，住房租金、医疗保健、服装、教育通信等分项则有所反弹。以 2023 年 12 月 CPI 为基准，在三种环比假设下（偏弱 0.15%、中性 0.25%、偏强 0.35%），截至 2024 年 6 月，CPI 同比实际值（3.0%）已经略低于“中性”假设下的预测值（3.1%）；核心 CPI 同比实际值（3.3%）略则高于“中性”假设。整体来看，CPI 走势在今年一季度超预期反弹后，目前逐渐步入“正轨”。

图表9 美国 2024 年 1-6 月 CPI 环比平均水平略低于 2023 下半年，核心 CPI 平均水平则略高



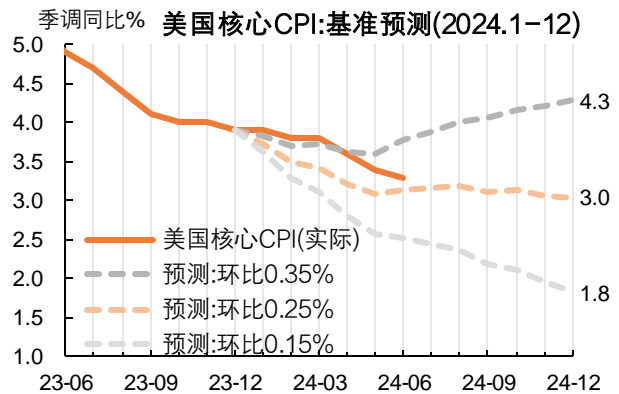
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国 6 月 CPI 同比略低于年初中性预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美国 6 月核心 CPI 略高于年初中性预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 9 月降息可期， 但后续仍待观察

6 月 CPI 数据公布后，市场预计 9 月降息几乎“板上钉钉”，年内降息 3 次的押注约 50%。7 月 11 日 CPI 数据公布后，CME 数据显示，市场对 9 月降息的押注由 73% 跃升至 95-98%，最终收于 93%；年内降息至少 2 次的概率由 74% 上升至 90% 以上，年内降息 3 次的概率则由 28% 上升至接近 50%。10 年美债收益率日内由 4.29% 附近一度大幅下降约 11BP 至 4.18% 附近，最终收于 4.2%。不过，美股三大指数表现，标普 500 指数和纳斯达克指数高开低走，道指则低开高走，最终三大股指均收跌。美元指数由 104.9 附近最深下降约 0.8% 至 104.1 附近，最终收于 104.5。黄金现价由 2380 美元/盎司大涨超 2% 至 2420 美元/盎司以上，收于 2415 美元/盎司。

我们认为，美联储首次降息可能提前至 9 月，但此后的降息节奏与幅度仍有较大变数。如我们在报告《前路渐坦——2024 年中海外宏观与资产展望》指出，考虑基数效应，美国 CPI 通胀率有望在三季度阶段回落，但四季度可能出现反弹。此外，美国就业市场当前虽在走向平衡，但尚未出现“意外”降温。经济增长方面，亚特兰大联储模型最新（截至 7 月 10 日）预测显示，美国二季度 GDP 环比折年率仍有望高达 2% 左右，如是，美国全年 GDP 增长 2% 以上或是大概率事件。当前，美国中期经济前景仍较乐观，围绕美国“中性利率”上修、财政“无序扩张”、AI 抬升潜在增长率等相关讨论不绝于耳。我们认为，美联储本轮“预防式”降息会更加谨慎，不排除首次降息后通胀反复、美联储阶段性暂停降息的情形。总之，现阶段尚不宜对下半年美联储降息的次数和连续性抱有过高期待。

风险提示：美国通胀超预期反弹，美国就业超预期降温，美国流动性风险超预期爆发等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071