

美国 6 月通胀数据再次超预期放缓， 9 月降息预期获进一步确认

美国通胀 6 月再次超预期下滑。环比来看，核心通胀下滑至 0.06%（5 月：0.16%），低于市场预期（0.2%）。整体 CPI 环比增速更转负至 -0.06%（5 月：0.01%，预期：0.1%），主要得益于能源价格的持续下跌（-2%），食品价格涨幅略微扩大。按同比看，美国整体 CPI 显著下降 0.3 个百分点到 3%，核心 CPI 下降 0.1 个百分点到 3.3%（图表 2）图表 2：核心和整体同比 CPI 6 月均下行。

从环比细分数据来看，住房和核心商品环比价格的下跌是核心通胀下行的主要推动力（图表 1）：

- **核心商品价格环比跌幅再扩大（6 月：-0.12%，5 月：-0.04%）。** 运输、教育和通信商品的价格下跌是主要原因。尤其是和运输价格最为相关的二手车环比通胀率在 5 月超预期转正之后，6 月显著下滑至 -1.5%，再次和曼海姆二手车价格指数曲线趋于同化（图表 3）。
- **住房价格环比增速 6 月显著下滑 0.23 个百分点至 0.17%。** 其中，主要居所租金下降 0.13 个百分点到 0.26%。业主等价租金亦跌 0.15 个百分点到 0.28%，开始滞后反映去年同期 Zillow 房价指数变化（图表 4），这一点或让美联储对通胀的继续下行信心大增。此外，外宿（主要是酒店）价格下行最为显著，环比跌幅从 5 月的 -0.1% 扩大至 6 月的 -2%。不过随着暑期度假旺季的到来，外宿价格有望由跌转升。
- **超级核心服务（剔除住房外的核心服务）环比 CPI 增速小幅转正（6 月：0.07%，5 月：-0.05%）。** 其中，运输服务环比价格跌幅再略微扩大 0.05 个百分点到 -0.55%。机票价格因油价下跌而跌幅再扩大（6 月：-5%，5 月：-3.57%，图表 5）是主要原因，而此前导致超级核心服务 CPI 居高不下的汽车保险价格环比增速转正至 0.92%（5 月 -0.12%）。此外，粘性较高的医疗护理服务环比 CPI 6 月减半至 0.17%，娱乐服务价格环比再跌 0.11%。其他个人服务环比 CPI 大涨至 1.15%（5 月为 -0.7%），主要是因为法律服务价格上升较多。

与此同时，上周五发布的非农就业报告显示美国劳动力市场恶化或加速，符合我们此前的**预期**。尽管 6 月非农新增就业人数略好于预期，可是前两个月的数据被显著下修（图表 6），符合我们此前对该数据与家庭调查数据巨大差异的质疑。更为关键的是，失业率再上升 0.1 个百分点到 4.1%（图表 7），距离触发萨姆法则仅一步之遥（当美国 3 个月失业率移动平均值减去前一年失业率最低点所得数值超过 0.5% 时，经济正经历衰退）。此外，不论是平均时薪的环比还是同比增速（图表 8）均有所下滑。周度的领取失业金人数（图表 9）也稳步上升。

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024 年 7 月 12 日



扫码关注浦银国际研究

连续 3 个月下跌的通胀数据或帮助美联储确认通胀已进入下行通道。

6 月通胀数据有两个可喜的变化：第一，在 2-5 月一直维持在 0.4% 附近的住房环比 CPI 在 6 月终于显著下行，尤其是业主等价租金开始下降。第二，此前粘性较强的医疗护理环比 CPI 在 6 月减半。不过其他一些推动 5-6 月核心通胀下跌的因素——运输服务和外宿价格波动较大，可持续性却存疑。总而言之，我们相信在劳动力市场和实体经济数据陆续走弱的背景下，核心通胀将继续温和下行，但不排除在个别月份，尤其是在机票、外宿和娱乐服务价格有可能抬高的暑假，有略微反复的可能性。不过这些小反复或并不会影响美联储的利率决议。

6 月通胀数据让我们更为坚定一直以来的 9 月开始降息的基本判断。

在经历了通胀率远超预期的一季度之后，正如我们此前所预期的，通胀率从二季度开始回落，实体经济和劳动力市场数据的走弱亦逐渐显著化。尽管美联储 6 月会议纪要几乎没有任何新增有用信息，不过我们认为这是因为美联储还需要一定时间观察经济数据变化的可持续性。因此，我们预计 7 月降息的概率仍低，不过 7 月底的美联储会议或对此后降息做出一定暗示，鲍威尔到时的表态将显得尤为重要。不过，9 月降息的概率在近期数据发布之后已大幅提升。我们维持一贯的美联储将于 9 月开始降息的预测，并预计下半年总共有 50 个基点的降息。

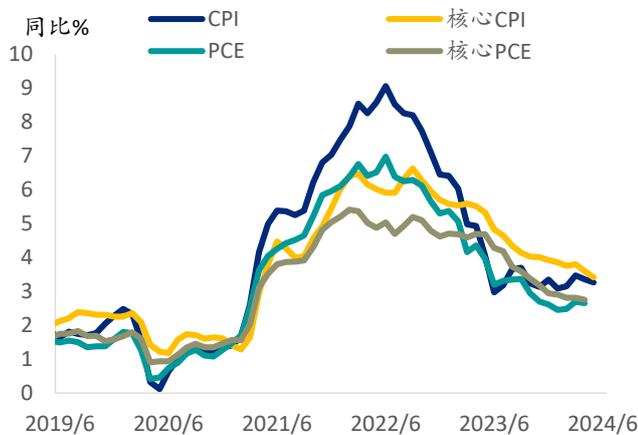
风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，地缘政治风险推升通胀。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 6 月	24 年 5 月	24 年 4 月		
CPI	-0.06	0.01	0.31	100.0	-0.06
食品	0.24	0.14	0.02	13.4	0.03
能源	-2.04	-2.03	1.12	6.9	-0.14
核心 CPI	0.06	0.16	0.29	79.7	0.05
- 商品	-0.12	-0.04	-0.11	18.5	-0.02
家用家具和供给	-0.18	0.03	-0.39	3.5	-0.01
服装	0.11	-0.34	1.20	2.6	0.00
运输	-0.59	-0.07	-0.72	6.0	-0.04
医疗护理	0.19	1.28	0.45	1.5	0.00
娱乐商品	0.38	-0.15	-0.03	2.1	0.01
教育和通讯商品	-0.47	-1.63	0.05	0.7	0.00
酒精饮料	0.19	0.12	0.06	0.8	0.00
其它	0.21	0.47	-0.15	1.4	0.00
- 服务	0.13	0.22	0.41	61.1	0.08
住房	0.17	0.40	0.38	36.3	0.06
主要居所租金	0.26	0.39	0.35	7.6	0.02
外宿	-2.02	-0.10	-0.16	1.5	-0.03
业主等价租金	0.28	0.43	0.42	26.8	0.07
核心服务扣除住房	0.07	-0.05	0.46	24.8	0.02
医疗护理	0.17	0.34	0.45	6.5	0.01
运输	-0.55	-0.50	0.86	6.5	-0.04
娱乐	-0.11	-0.21	0.34	3.2	0.00
教育和通讯商品	0.00	0.26	0.23	5.1	0.00
其它个人服务	1.15	-0.70	0.94	0.9	0.01

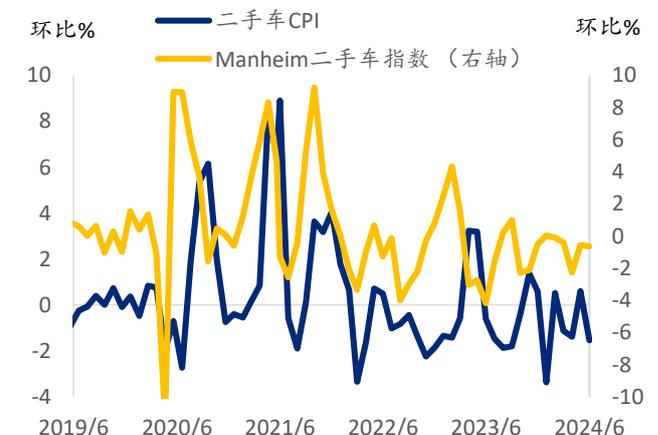
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 核心和整体同比 CPI 6 月均下行



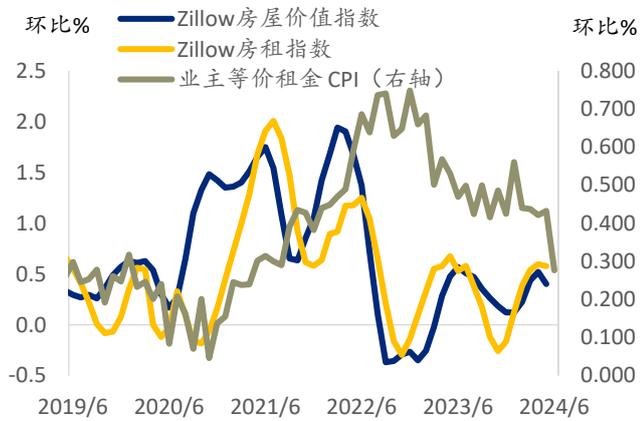
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 二手车环比 CPI 6 月大跌, 和此前的曼海姆价格指数趋势趋于同化



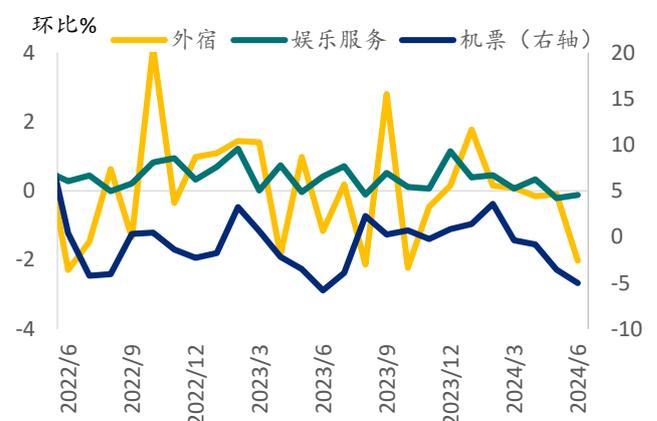
资料来源: Mannheim, CEIC, 浦银国际

图表 4: 业主等价租金显著下跌, 开始滞后反映去年同期 Zillow 房价指数变化



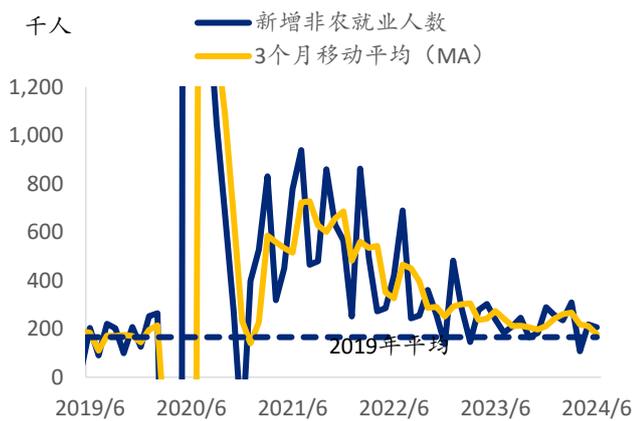
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 波动项里外宿和娱乐服务价格暑期有望改善



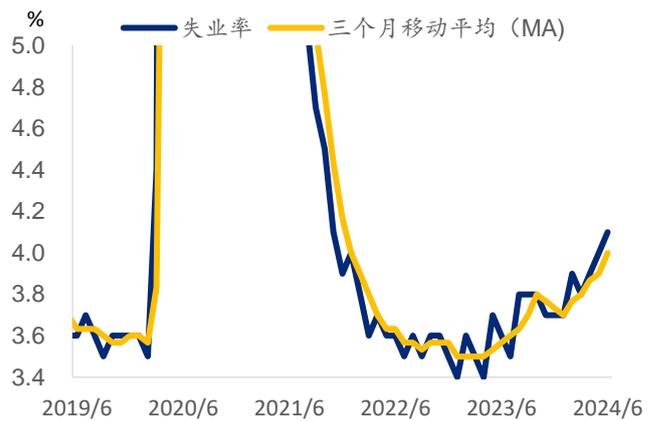
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 6月新增非农就业人数略超市场预期, 但前两个月的数据遭到显著下修



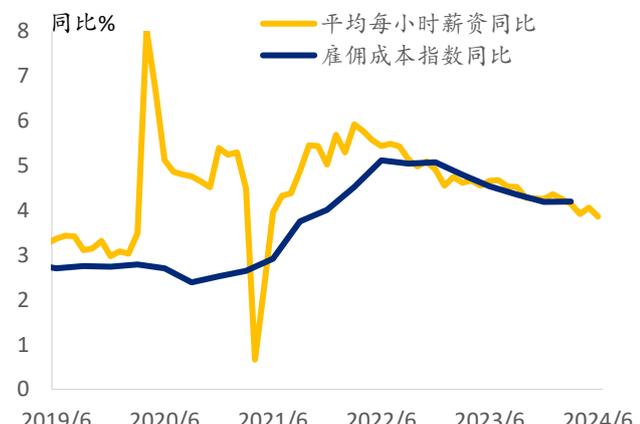
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 失业率再上行 0.1 个百分点到 4.1%, 濒临触发萨姆法则



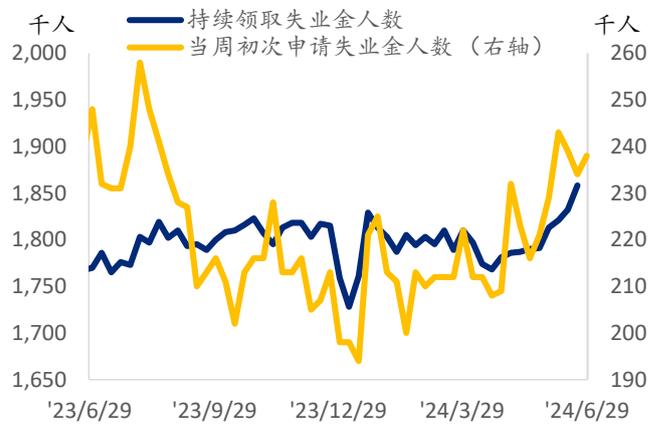
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 平均时薪同比和环比 6 月均下跌



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 每周领取失业金人数稳步上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年6月25日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024年6月13日	偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月16日	4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024年5月6日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024年5月2日	5月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024年4月11日	3月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024年3月26日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024年3月21日	3月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024年3月13日	美国2月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024年3月4日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月13日	美国11月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年11月2日	美联储11月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023年10月13日	美国9月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月21日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023年9月14日	美国8月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息，但并不意味着结束加息
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息，加息周期未必已结束
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

