



美国 9 月降息预期迎来关键支撑

——6 月通胀数据

2024 年 07 月 11 日

- **CPI 和核心 CPI 均超预期降低，CPI 季调环比负增长：**CPI 同比从 5 月的 3.3%降至 3.0%，低于 3.1%的市场预期；核心 CPI 同比从前值 3.4%降低至 3.3%，同样低于 3.4%的预期。季调环比方面，CPI 增速降至-0.1%，核心 CPI 增速缓和至 0.1%，低于预期并继续放缓。虽然短期内 CPI 的中枢仍难以向 2%靠近，疫情后的范式转变也很可能小幅抬升通胀中枢，但当前通胀跟随滞后于市场价格的分项继续回落的趋势确定。在通胀缓慢回落的背景下，经济的弱化和失业率的稳步抬升将成为支持美联储降息的理由。我们维持 2024 年 CPI 同比增速中枢在 3.0%上方，PCE 通胀在 2.6%左右的判断。
- **6 月各分项均展露了稳定或下行迹象，利于通胀走低和美联储 9 月首次降息：**整体来看，食品价格同比增幅依然稳定在 2%附近；能源商品尚未反映 6 月原油价格的上涨，但在降息改善需求前上行压力有限；商品通缩进一步加深至-1.8%并持续支持通胀缓和；居住成本虽然整体降幅仍慢于领先指标但 6 月环比 0.2%的增幅可喜，为通胀下半年进一步回落增加信心，而其他核心服务项目整体也在弱化当中。展望三季度，能源和其他大宗商品价格的回升仍受到高利率和低需求的压制，商品通缩预计延续，居住成本弱化有望略快于预期，劳动市场显露的疲态也将令其他服务成本缓和。对于美联储来说，不论是-0.1%的名义 CPI 环比增幅还是 2021 年以来最低的 0.1%的核心 CPI 环比都是通胀将进一步回落的证据，美联储年内“不降息”的概率已然较低，而两次降息的可能进一步上升。考虑到 6 月 FOMC 点阵图的结构，虽然目前其仍引导年内仅一次降息，但只要两位官员改变态度即可转变为两次降息，而三季度的就业和通胀数据应该能做到这一点。
- **通胀四季度面临三类导致其回升的风险：**(1) 2023 年四季度较低的基数很可能在 2024 年四季度通胀环比 0.15%以上的情况下引发 CPI 小幅回升；(2) 二、三季度降息预期增强可能再度引发类似 2024 年一季度需求回暖导致通胀回升超预期的情况；(3) 在大选年美国赤字率再度超预期的情况下，不论是拜登还是特朗普当选，都需要警惕政府需求和对私人部门利息支付对价格的刺激作用。当然，通胀年内依然有继续降低的空间，回升风险并不影响降息。
- **居住成本显著放缓，利于核心走低：**居住成本 6 月季调和非季调环比均降低至 0.2%，降幅超出预期，是最显著好消息，确认了核心通胀在下半年可以震荡走低。领先指标显示居住成本未来的环比增幅应在 0.3%左右，与之对应的年末同比增速应在 4.3%附近；如果居住成本能如 6 月般维持 0.2%，则年末同比将在 4%下方，对应核心通胀低于 3%。需要注意的是，居住成本滞后于两类领先指标，第一是已经出现反弹的市场房价指标，第二是还在降低中的 BLS 统计的新租户价格指数 (NTR)，目前其跟 NTR 相关性更好。不过，如果居住成本跟随市场房价波动，则四季度存在环比回升的可能。
- **市场显著加强降息预期，仍在进行降息交易：**数据公布后 CME 数据显示交易者显著增加 9 月出现首次降息概率至 84.6%，同时 11 月降息概率上升至 51.9%，12 月降息概率上升至 45.2%，全年累计降息向 3 次靠拢，这充分显示 6 月低于预期的 CPI 数据加强降息信心。资产方面，美国国债收益率大幅下行，十年期跌 7.2BP 至 4.217%；美元指数跌 0.53%至 104.4474；权益方面，纳斯达克指数由于科技巨头集体大幅下跌而跌 1.95%，标普下跌 0.88%，小盘股表现更好。黄金和白银在降息预期的支撑下上涨，伦金涨至 2414.65 美元/盎司。总体上，降息交易仍在持续，10 年期美债收益率向 4%靠近的势头可能仍会获得三季度通胀和劳动市场数据的支撑，但在长债发行量不低、赤字率超预期的情况下下行将较为波折；美元指数短期还会保持强势，美国与其他国家的利差和经济差依然不会显著收敛。

分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

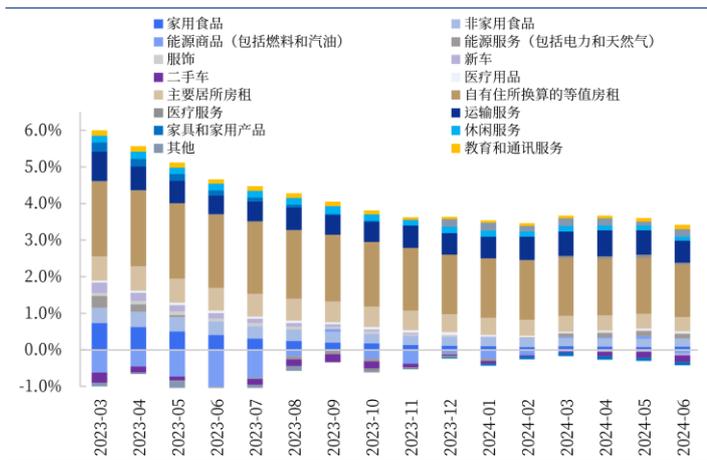
1. 美国经济和通胀进一步加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对美联储官员发言理解不到位的风险

一、CPI 超预期弱化，9 月降息概率显著加强

美国劳工数据局（BLS）公布 6 月消费者价格指数（CPI），其同比增速从 5 月的 3.3% 降至 3.0%，低于 3.1% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比从前值 3.4% 降低至 3.3%，同样低于 3.4% 的预期。季调环比方面，CPI 增速降至 -0.1%，核心 CPI 增速缓和至 0.1%，低于预期并继续放缓。

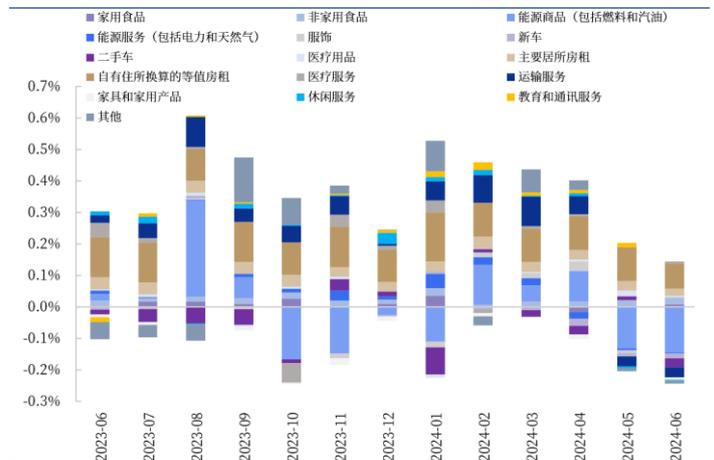
CPI 数据在一季度超预期后，在二季度出现了明显的弱化，应可以进一步增强美联储 9 月首次降息，年内累计降息两次的希望。主要项目中食品价格稳定，能源价格增幅有限，核心商品持续通缩，居住成本也在 6 月超预期降低，核心服务逐步走弱，奠定了核心通胀进一步走低的可能，也符合我们多次强调的通胀“在二、三季度具备进一步弱化的基础”。虽然短期内 CPI 的中枢仍难以向 2% 靠近，疫情后的范式转变也很可能小幅抬升通胀中枢，但当前通胀跟随滞后于市场价格的分项继续回落的趋势确定。在通胀缓慢回落的背景下，经济的弱化和失业率的稳步抬升将成为支持美联储降息的理由。我们维持 2024 年 CPI 同比增速中枢在 3.0% 上方，PCE 通胀在 2.6% 左右的判断。

图1：6 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图2：6 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分

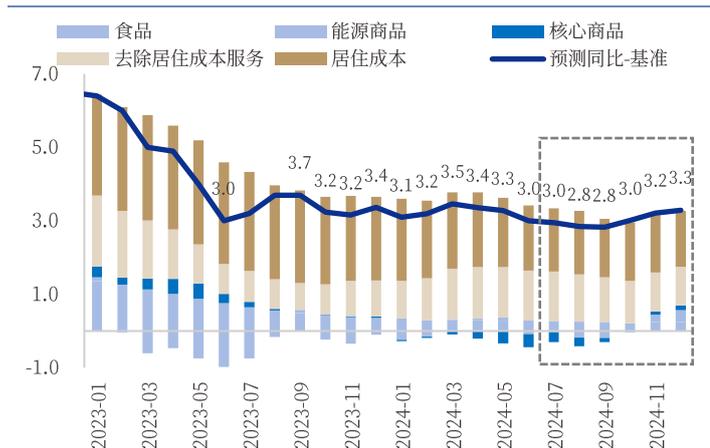


资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

整体来看，食品价格同比增幅依然稳定在 2% 附近；能源商品尚未反映 6 月原油价格的上涨，但在降息改善需求前上行压力有限；商品通缩进一步加深至 -1.8% 并持续支持通胀缓和；居住成本虽然整体降幅仍慢于领先指标但 6 月环比 0.2% 的增幅可喜，为通胀下半年进一步回落增加信心，而其他核心服务项目整体也在弱化当中。展望三季度，能源和其他大宗商品价格的回升仍受到高利率和低需求的压制，商品通缩预计延续，居住成本弱化有望略快于预期，劳动市场显露的疲态也将令其他服务成本缓和。对于美联储来说，不论是 -0.1% 的名义 CPI 环比增幅还是 2021 年以来最低的 0.1% 的核心 CPI 环比都是通胀将进一步回落的证据，美联储年内“不降息”的概率已然较低，而两次降息的可能进一步上升。考虑到 6 月 FOMC 点阵图的结构，虽然目前其仍引导年内仅一次降息，但只要两位官员改变态度即可转变为两次降息，而三季度的就业和通胀数据应该能做到这一点。

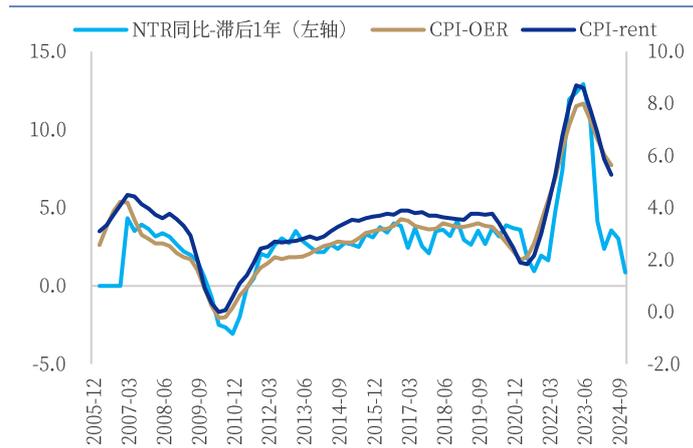
通胀年内依然有继续降低的空间：（1）高利率环境下私人部门需求和劳动市场继续弱化，消费的降低和失业率的上行愈发明显；（2）通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目的同比依然可以进一步回落，BLS 的新租户价格指数（NTR）显示居住成本四季度可能不会出现明显反弹；（3）尽管全球降息国家增多，但欧元区等的总需求恢复还需时间，不易在三季度明显推升大宗商品和进口价格。不过，也有三类导致年底通胀回升的风险需要注意：（1）2023 年四季度较低的基数很可能在 2024 年四季度通胀环比 0.15% 以上的情况下引发 CPI 小幅回升；（2）二、三季度降息预期增强可能再度引发类似 2024 年一季度需求回暖导致通胀回升超预期的情况；（3）在大选年美国赤字率再度超预期的情况下，不论是拜登还是特朗普当选，都需要警惕政府需求和对私人部门利息支付对价格的刺激作用。

图3：美国 CPI 增速预测（%）



资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

图4：居住成本同比增速 6 月显著下行，未来有进一步降低空间（%）



资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院

市场方面，数据公布后 CME 数据显示交易者显著增加 9 月出现首次降息概率至 84.6%，同时 11 月降息概率上升至 51.9%，12 月降息概率上升至 45.2%，全年累计降息向 3 次靠拢，这充分显示 6 月低于预期的 CPI 数据加强降息信心。不过，以目前数据来看，3 次降息依然过分乐观。资产方面，美国国债收益率大幅下行，2 年期跌 10.4BP 至 4.526%，十年期跌 7.2BP 至 4.217%；美元指数跌 0.53% 至 104.4474；权益方面，纳斯达克指数由于科技巨头集体大幅下跌而跌 1.95%，标普下跌 0.88%，小盘股表现更好。黄金和白银在降息预期的支撑下上涨，伦金涨至 2414.65 美元/盎司。总体上，降息交易仍在持续，10 年期美债收益率向 4% 靠近的势头可能仍会获得三季度通胀和劳动市场数据的支撑，但在长债发行量不低、赤字率超预期的情况下下行将较为波折；美元指数短期还会保持强势，美国与其他国家的利差和经济差依然不会显著收敛。

二、居住成本显著降低，核心服务进一步走弱

从细项来看，我们继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析，6 月数据各部分基本都展露了稳定或下行的迹象，利于通胀三季度持续走低。

(1) 在 4 月 CPI 增速符合预期后，5、6 月 CPI 连续低于预期，在食品价格增速和商品通缩保持相对稳定的基础上，6 月 CPI 和核心数据超预期回落最主要的贡献来自于居住成本环比增速的显著下行，同时能源商品在油价上涨时的环比下降以及低于季节性的服务环比增速也有帮助。分项目看，对通胀同比有明显向上拉动的是非家用食品、电力、公用事业和燃气管道服务、居住成本、运输服务和其他个人服务；医疗护理服务、休闲服务和医疗商品等略高于 CPI。结合克利夫兰截尾均值 CPI 来看，其 6 月 16% 截尾均值降低至 3.34%（前值 3.42%），中位值降至 4.15%（前值 4.32%），通胀下行动能保持，三季度有进一步放缓的空间。尽管如此，全年的名义 CPI 增速仍可能在 3% 左右，低基数下通胀年末回升的风险尚在，而如果较好数据产生的降息预期带动需求边际回暖，通胀回升压力将加大。

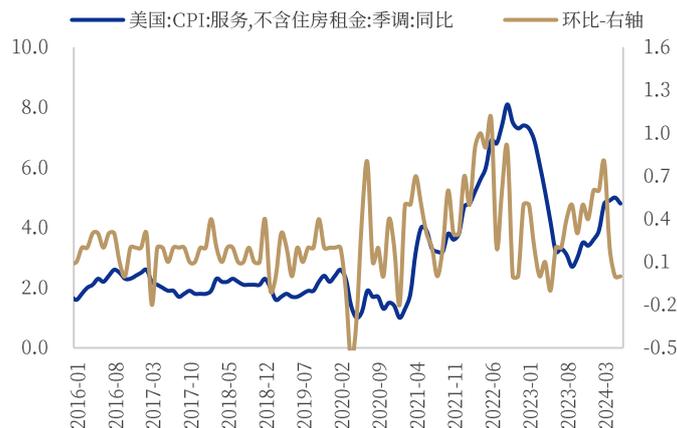
(2) 核心 CPI 方面，商品通缩的加剧、居住成本超预期的缓和与服务继续边际弱化使其降至 3.3% 并低于市场预期，不过其未来环比增速持续保持 0.1% 的概率不高，下半年的降幅预计有限，但比 5 月份数据显示下行动力增强。乐观情况下，年末核心 CPI 可以降至 3.0% 下方，但前提是居住成本环比增幅保持在 0.3% 以下，其他服务项目也继续弱化。去通胀进程在四季度仍可能面临停滞，名义通胀在去年能源和其他项目基数较低的背景容易反弹，而核心通胀能付低于 3% 也取决于居住成本能否维持较低环比而非跟随市场房价出现回升。总体上，2024 年末 CPI 稳定降至 3% 下方仍有难度，与 2% 的通胀目标存在差距；在通胀不阻碍降息的情况下，我们认为失业率的上升可能更易触发 9 月首次降息。

图5: 核心商品通缩延续 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 剔除居住成本的服务项目环比维持零增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(3) 居住成本 6 月季调和非季调环比均降低至 0.2%，降幅超出预期，是最显著好消息，确认了核心通胀在下半年可以震荡走低。领先指标显示居住成本未来的环比增幅应在 0.3%左右，与之对应的年末同比增速应在 4.3%附近；如果居住成本能如 6 月般维持 0.2%，则年末同比将在 4%下方，对应核心通胀低于 3%。需要注意的是，居住成本滞后于两类领先指标，第一是已经出现反弹的市场房价指标，第二是还在降低中的 BLS 统计的新租户价格指数 (NTR)，目前其跟 NTR 相关性更好。不过，如果居住成本跟随市场房价波动，则四季度存在环比回升的可能。

(4) 核心服务价格方面压力也在进一步缓和，这与劳动市场服务就业和薪资的降温匹配。从环比角度考虑，医疗护理服务放缓，运输服务和休闲服务环比负增长，教育和通讯服务零增长，均为核心服务的缓和做出贡献。不含住房租金的服务环比同 5 月一样保持 0.0%，除了季调后能源服务环比-0.1%之外，运输服务环比-0.5%和休闲服务-0.1%也有贡献；不过和人护理和其他杂项增幅仍偏高。服务价格的缓慢降低开始与服务消费和薪资的逐渐下行相匹配，在消费未来进一步降低、劳动市场缺口闭合的情况下，核心服务价格的下行动力仍在，虽有波折的方向是向下的。6 月 PCE 通胀的核心服务部分预计也将为美联储带来好消息。

图7: 居住成本存在跟随市场房价反弹的风险 (%)



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院

图8: 能源商品通胀下半年压力有限



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(5) 其他项目方面，食品价格依然稳定，家用食品涨幅继续弱于非家用食品。核心商品的通缩小幅扩大，领先指标显示二手车价格继续处于通缩区间 (季调环比也为-1.5%)，新车和家具及家用产品环比小幅负增长 (季调环比均为-0.2%)，而服装和医疗商品涨幅较弱，支持同比保持低位。烟草制品虽然仍在涨价但权重较低，并不显著影响商品价格总体通缩的趋势。能源方面，能源商品 6 月并未跟随原油价格回落，泵口油价环比负增长-4.1%与 CPI 能源商品的-3.7%基本匹配；需要注意布油在 6 月和 7 月

初上涨超 5%，这可能会成为阻碍 7 月名义 CPI 降至 3% 以下的因素；NYMEX 天然气价格也可能带动能源服务成本短期回升，但幅度有限。最后，2024 年原油价格年初涨幅较大，在高利率压制下工业需求仍然偏弱而出行需求也难显著上行，油价可能不会体现三季度上行的季节性特点，这意味着三季度能源对通胀的压力有限。

(6) 结合 6 月 FOMC 会议的经济展望 (SEP) 中，美联储对 PCE 和核心 PCE 通胀 2024 年增速预测为 2.6% 和 2.8%，而鲍威尔也在 7 月国会听证中表示“中性利率，即既不刺激也不抑制经济增长的利率水平，至少在短期内已经上升”，这依然符合我们此前通胀增速中枢向 2.5%-3.0% 靠拢的判断。通胀在经历疫情导致的诸多结构性变化后，能否最终回到疫情前 2% 左右的范围仍然有待观察，中性利率也可能有进一步提升的空间。从美联储的角度考虑，如果中性利率提升，那么降息的门槛应当有所降低，即使通胀短期难以回到原定 2% 的目标，在经济和劳动市场弱化后“预防性降息”依然有必要。

图9：能源服务成本短期还有回升空间 (%)



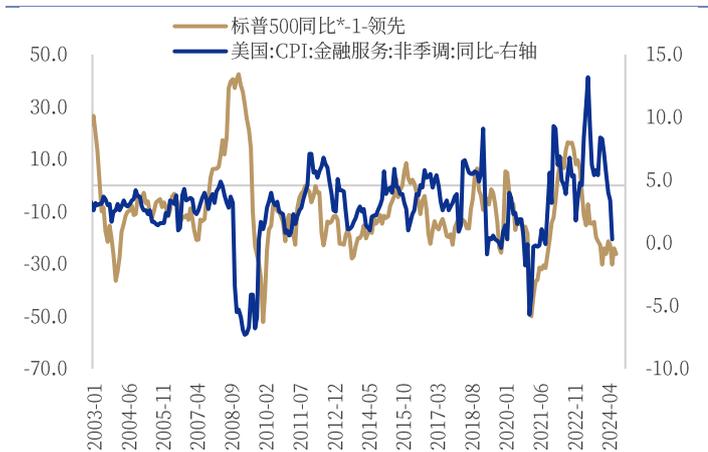
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：二手车预计未来继续通缩 (%)



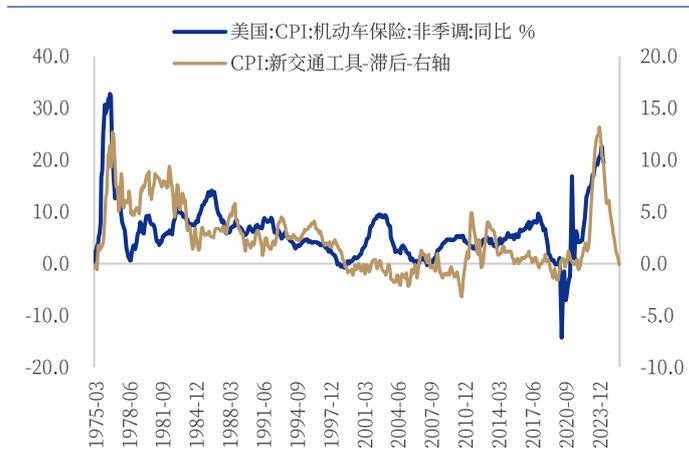
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图11：金融服务价格如期回落 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图12：汽车保险价格也开始下行 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图13: 市场增强年内降息预期, 9月可能出现首次降息 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 市场显著增强降息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	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%	8.1%	84.6%	7.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	51.9%	40.3%	3.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	45.2%	42.0%	8.4%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	33.6%	42.9%	17.8%	2.7%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	26.3%	40.7%	23.8%	6.3%	0.7%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.1%	14.9%	33.9%	31.8%	14.5%	3.4%	0.4%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.8%	10.5%	27.9%	32.4%	20.0%	6.9%	1.3%	0.1%	0.0%
2025/7/30	0.3%	5.1%	18.1%	29.9%	27.0%	14.3%	4.5%	0.8%	0.1%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图15: 美国 CPI 未季调同比增速概览

权重 (%)	未季调同比	最新月份同比拉动力 (%)	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
100.00	CPI	3.00	3.00	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00
13.40	食品	0.29	2.20	2.10	2.20	2.20	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30	3.70	4.30	4.90	5.70
8.06	家用食品	0.09	1.10	1.00	1.10	1.20	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10	2.40	3.00	3.60	4.70
5.33	非家用食品	0.22	4.10	4.00	4.10	4.20	4.50	5.10	5.20	5.30	5.40	6.00	6.50	7.10	7.70
7.03	能源	0.07	1.00	3.70	2.60	2.10	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50	-0.50	-3.60	-12.50	-16.70
3.94	能源商品	-0.09	-2.20	2.20	1.10	0.90	-4.20	-2.90	-9.80	-6.20	2.20	-4.20	-20.30	-26.80	
0.08	燃油	0.00	0.80	3.60	-0.80	-3.70	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40	-5.10	-14.80	-26.50	-36.60
3.78	发动机燃料	-0.09	-2.50	2.00	1.00	1.00	-4.20	-6.60	-2.30	-9.20	-5.60	2.70	-3.70	-20.20	-26.70
3.67	汽油	-0.09	-2.50	2.20	1.20	1.30	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30	3.00	-3.30	-19.90	-26.50
3.09	能源服务	0.13	4.30	4.70	3.60	3.10	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30	-3.30	-2.70	-1.10	-0.90
2.44	电力	0.11	4.40	5.90	5.10	5.00	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40	2.60	2.10	3.00	5.40
0.65	公共事业(管道)燃气服务	0.02	3.70	0.20	-1.90	-3.20	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80	-19.90	-16.50	-13.70	-18.60
79.58	核心CPI	2.63	3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80
18.61	商品	-0.33	-1.80	-1.70	-1.30	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10	0.00	0.20	0.80	1.30
2.61	服装	0.02	0.80	0.80	1.30	0.40	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60	2.30	3.10	3.20	3.10
3.60	新车	-0.03	-0.90	-0.80	-0.40	-0.10	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90	2.50	2.90	3.50	4.10
1.90	二手车	-0.19	-10.10	-9.30	-6.90	-2.20	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10	-8.00	-6.60	-5.60	-5.20
1.46	医疗商品	0.05	3.10	3.10	2.50	2.50	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70	4.20	5.40	4.10	4.20
0.84	酒精饮料	0.02	1.80	1.70	2.00	2.40	2.40	2.30	2.50	2.90	3.70	4.20	3.70	4.10	4.40
0.54	烟草和相关制品	0.04	8.20	7.80	6.70	6.80	7.10	7.40	7.80	7.70	7.20	5.60	5.60	6.10	5.80
60.97	服务	3.11	5.10	5.30	5.30	5.40	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70	5.90	6.10	6.20
36.14	居住成本	1.88	5.20	5.40	5.50	5.70	5.70	6.00	6.20	6.50	6.70	7.20	7.30	7.70	7.80
7.61	主要住所租金	0.39	5.10	5.30	5.40	5.70	5.80	6.10	6.50	6.90	7.20	7.40	7.80	8.00	8.30
26.63	业主等价租金	1.44	5.40	5.70	5.80	5.90	6.00	6.20	6.30	6.70	6.80	7.10	7.30	7.70	7.80
6.49	医疗护理服务	0.21	3.30	3.10	2.70	2.10	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00	-2.60	-2.10	-1.50	-0.80
1.80	医疗	0.01	0.80	1.40	0.90	0.70	0.40	0.10	-0.60	-0.70	-1.20	-0.20	0.30	0.40	0.50
2.33	医院和相关服务	0.17	7.10	7.30	7.90	7.70	6.10	6.50	5.60	6.30	5.60	4.70	3.50	3.40	4.20
6.53	运输服务	0.61	9.40	10.50	11.20	10.70	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20	9.10	10.30	9.00	8.20
1.24	机动车辆维修保养	0.07	6.00	7.20	7.60	8.20	6.70	6.50	7.10	8.50	9.60	10.20	12.00	12.70	12.70
2.94	机动车辆保险	0.57	19.50	20.30	22.60	22.20	20.60	20.60	20.30	19.20	19.20	18.90	19.10	17.80	16.90
1.15	公共交通	-0.04	3.80	4.70	4.60	5.60	5.20	4.80	4.90	8.10	8.90	9.30	9.40	13.20	13.30
0.84	机票	-0.04	-5.10	-5.90	-5.80	-7.10	-8.10	-6.40	-9.40	-12.10	-13.20	-13.40	-13.30	-18.60	-18.90
3.25	休闲服务	0.11	3.40	3.90	4.10	4.50	4.50	5.30	5.60	4.80	5.70	6.40	6.10	6.20	5.90
0.92	录音录像	0.02	2.30	2.80	4.50	4.40	4.20	5.30	5.30	4.10	5.20	6.30	5.90	5.10	4.30
0.44	宠物服务	0.02	5.10	5.90	4.90	7.30	5.90	7.00	7.60	6.40	7.30	7.00	8.50	9.80	10.60
1.84	其他休闲娱乐	0.08	4.10	4.70	4.40	4.40	4.50	4.80	5.20	4.70	5.60	6.50	5.60	5.90	5.80
4.98	教育和通讯服务	0.11	2.30	2.00	1.60	1.40	1.50	1.30	1.30	1.40	2.30	2.50	2.60	2.70	2.40
2.37	学费	0.07	2.90	2.90	2.60	2.70	3.00	2.70	2.70	2.70	2.90	3.10	3.10	3.50	3.40
1.54	电话	0.00	0.10	-1.00	-1.70	-1.80	-2.10	-2.10	-1.90	-1.70	0.40	0.10	0.20	0.40	0.20
0.99	网络和电子信息	0.04	4.30	5.00	4.90	4.20	4.30	3.80	3.70	3.20	4.40	5.00	5.20	4.70	3.90
1.53	其他个人服务	0.07	4.80	4.10	4.90	5.40	5.10	6.80	6.40	6.10	6.70	6.80	6.40	6.00	6.50
0.63	个人护理服务	0.03	5.00	4.80	4.70	3.80	3.90	4.20	3.70	3.90	5.00	4.80	5.10	5.30	5.00
0.90	其他杂项	0.04	4.60	3.60	5.00	6.50	5.90	8.70	8.30	7.70	7.90	8.30	7.40	6.50	7.60

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

- (1) 美国经济和通胀进一步加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对美联储官员发言理解不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn