

2024年7月12日

全球宏观

通胀回落，但降息判断仍需审慎—美国6月CPI点评

美国2024年6月CPI同比增3.0%，低于市场预期的3.1%，以及上月的3.3%；环比-0.1%，预期0.1%，上月为0.0%。核心CPI同比增3.3%，低于市场预期及上月的3.3%；核心CPI环比0.1%，同样低于预期和上月的0.2%。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ① **能源价格连续两个月降温，是推动本月通胀超预期降温的主要因素。**能源产品方面，汽油价格环比跌幅由上月-3.6%扩大至-3.8%，是推动CPI环比转负的主要因素。而能源服务价格走势仍有韧性，电力环比增速回落，但在供需紧平衡下，燃气价格环比大幅上涨。同时，国际原油价格在近期回落，进一步下行的空间可能较为有限，中东停火谈判预期降温，叠加美国夏季需求高峰的到来，以及美元走软的影响下，油价或有支撑。
- ② **二手车价格连续回落带动核心商品价格继续降温。**二手车价格回落继续带动整体核心商品降温，且其前瞻性指标-Manheim二手车价格指数仍在低位徘徊，意味着短期核心商品价格可能负增长。但与此同时，红海紧张局势暂未解除，全球供应链压力难言明显缓解，且航运价格对于商品价格的传导有滞后性，以及全球制造业景气度回升、欧美阶段性开启补库对于大宗商品价格均有支撑，意味着商品价格可能不会延续通缩状态。
- ③ **住房通胀滞后回落，但进一步回落空间有限。**作为去通胀进程的主要推动力量，本月住房通胀环比全面放缓，继续沿着其前瞻性指标—租金及住房价格指数回落。但需要提醒的是住房服务通胀总体滞后性较强，随后住房通胀进一步回落的空间有限，若根据市场的租金指数，4季度住房通胀不仅不会进一步下降，反而可能企稳回升。
- ④ **机票价格降温，推动超级核心通胀环比连续两月回落。**美联储密切关注的“超级核心通胀”环比本月再度负增长，同比回落至4.7%。其中，继上月短暂回落后，本月机动车保险价格环比再度正增长至0.9%，同比达到19.5%，而机票价格环比本月大幅回落-5.0%，是推动超级核心通胀的主要因素，随着夏季出游高峰的到来，机票价格可能有所反弹。

全面降温的通胀数据公布后，利率期货隐含的降息预期显示9月降息25基点的概率自69.7%升至84.2%。同时，市场已开始定价全年降息三次的可能。

后市观察：近期鲍威尔听证会发言偏鸽，叠加通胀数据弱于预期，市场的降息预期骤升。但我们认为6月CPI虽弱于预期，但核心CPI整体依然处于相对高位。且当前住房通胀对于整体通胀的贡献过半，但如果根据租金领先指标来看，随后住房通胀进一步走弱的空间有限，甚至可能企稳回升，这都会增强通胀韧性，对美联储的降息构成制约。总之，去通胀路径难言坦途，或仍有颠簸。另外，就业市场近期虽有降温，但包括新增就业、工作时长、劳动参与率等多项指标仍显示就业市场尚且健康。投资者对降息判断仍需审慎。

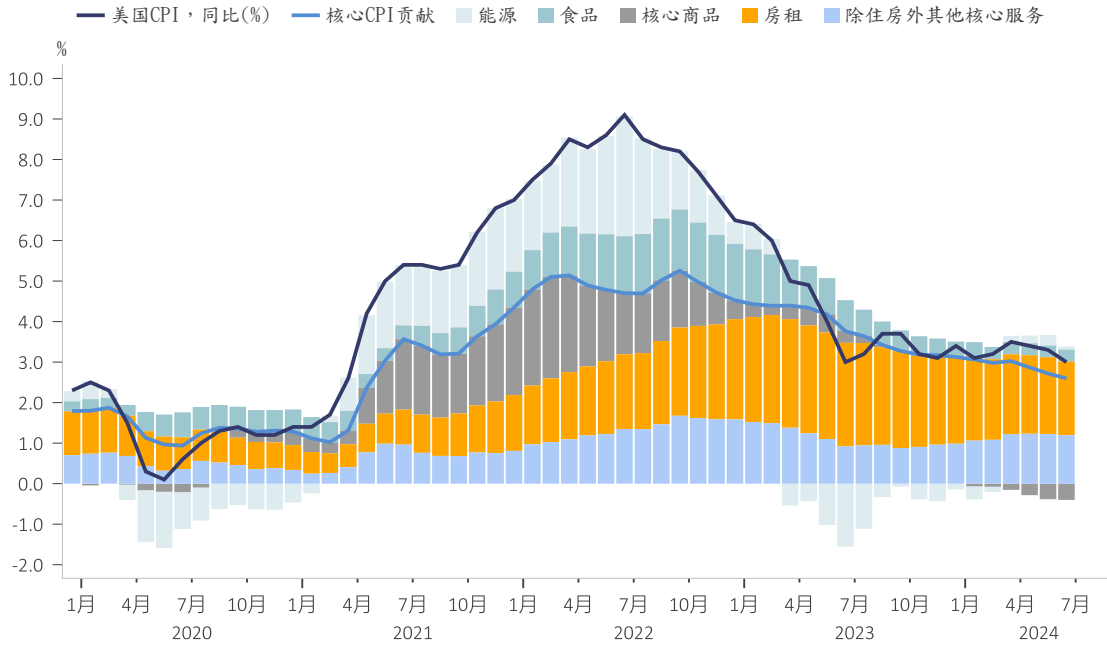
由于未来几月通胀或仍有韧性，即使回落也难降至合意水平，且鲍威尔也强调降息无需等待通胀回落至2%，加上鲍威尔近期听证会上也暗示就业市场的意外转弱可能是触发降息的关键信号，因此7、8月就业市场数据对9月美联储决议的相对重要性明显提升。关于政策落地随后最重要的观察点即8月杰克逊霍尔全球央行会议，鲍威尔或将针对9月降息与否给出更为明确的信号。

图表 1: 美国 CPI 及其分项同比、环比变化

	权重(%)	同比(%)				环比(%)			
		6/2024	5/2024	4/2024	3/2024	6/2024	5/2024	4/2024	3/2024
美国CPI	100.0	3.0%	3.3%	3.4%	3.5%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.4%
食品	13.6	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
家庭食品	8.2	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%
谷物烘焙	1.1	0.5%	0.7%	0.6%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.6%	-0.9%
肉禽鱼蛋	1.7	2.6%	2.4%	1.0%	1.3%	0.2%	0.2%	-0.7%	0.9%
奶制品及周边	0.7	-0.1%	-1.0%	-1.3%	-1.9%	0.6%	-0.5%	0.1%	-0.1%
水果蔬菜	1.4	-0.5%	0.6%	1.7%	2.0%	-0.5%	0.0%	-0.8%	0.1%
非酒精饮料及原料	1.0	1.5%	1.3%	2.3%	2.4%	0.1%	-0.3%	-0.2%	0.3%
其他食品	2.2	1.6%	1.0%	1.4%	1.4%	0.5%	0.0%	0.1%	-0.5%
外出饮食	5.4	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
能源	6.7	1.0%	3.7%	2.6%	2.1%	-2.0%	-2.0%	1.1%	1.1%
能源产品	3.5	-2.2%	2.2%	1.1%	0.9%	-3.7%	-3.5%	2.7%	1.5%
燃油	0.1	0.8%	3.6%	-0.8%	-3.7%	-2.4%	-0.4%	0.9%	-1.3%
发动机燃料	3.4	-2.5%	2.0%	1.0%	1.0%	-3.7%	-3.6%	2.7%	1.6%
汽油(所有类型)	3.3	-2.5%	2.2%	1.2%	1.3%	-3.8%	-3.6%	2.8%	1.7%
能源服务	3.1	4.3%	4.7%	3.6%	3.1%	-0.1%	-0.2%	-0.7%	0.7%
电力	2.4	4.4%	5.9%	5.1%	5.0%	-0.7%	0.0%	-0.1%	0.9%
公用燃气服务	0.7	3.7%	0.2%	-1.9%	-3.2%	2.4%	-0.8%	-2.9%	0.0%
核心CPI	79.8	3.3%	3.4%	3.6%	3.8%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
除食品能源外商品	5.2	-1.8%	-1.7%	-1.3%	-0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
服饰	2.5	0.8%	0.8%	1.3%	0.4%	0.1%	-0.3%	1.2%	0.7%
新车	3.7	-0.9%	-0.8%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.2%
二手车和卡车	2.0	-10.1%	-9.3%	-6.9%	-2.2%	-1.5%	0.6%	-1.4%	-1.1%
医疗保健品	1.5	3.1%	3.1%	2.5%	2.5%	0.2%	1.3%	0.4%	0.2%
酒精饮料	0.9	1.8%	1.7%	2.0%	2.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
烟草和吸烟制品	0.5	8.2%	7.8%	6.7%	6.8%	0.5%	1.0%	0.0%	0.4%
除食品能源外服务	60.9	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
住所	36.2	5.2%	5.4%	5.5%	5.7%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
主要住宅租金	7.7	5.1%	5.3%	5.4%	5.7%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
业主等值住宅租金	26.8	5.4%	5.7%	5.8%	5.9%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
医疗服务	6.5	3.3%	3.1%	2.7%	2.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
医生服务	1.8	0.8%	1.4%	0.9%	0.7%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
医院服务	1.6	6.9%	7.2%	7.7%	7.5%	0.1%	0.5%	0.6%	1.0%
交通服务	6.3	9.4%	10.5%	11.2%	10.7%	-0.5%	-0.5%	0.9%	1.5%
机动车维修保养	1.2	6.0%	7.2%	7.6%	8.2%	0.2%	0.3%	0.0%	1.7%
机动车保险	2.9	19.5%	20.3%	22.6%	22.2%	0.9%	-0.1%	1.8%	2.6%
机票价格	0.8	-5.1%	-5.9%	-5.8%	-7.1%	-5.0%	-3.6%	-0.8%	-0.4%

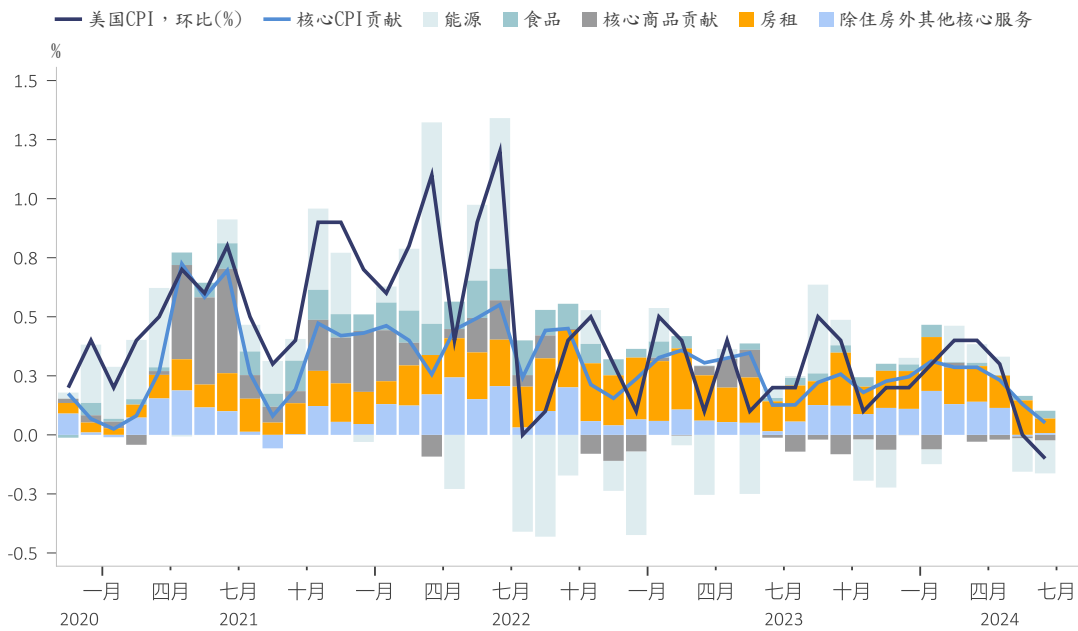
资料来源: Macrobond、美国劳工部、交银国际

图表 2: 美国 CPI 同比分项贡献情况



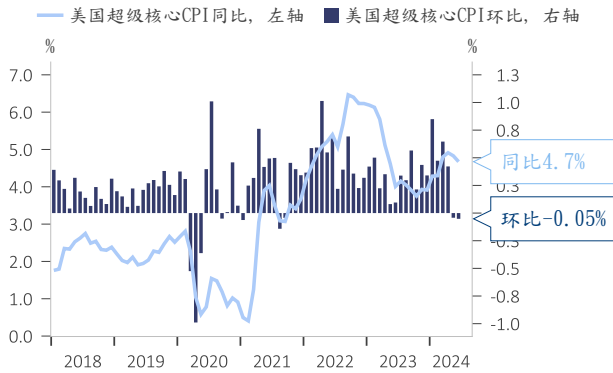
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 3: 美国 CPI 环比分项贡献情况



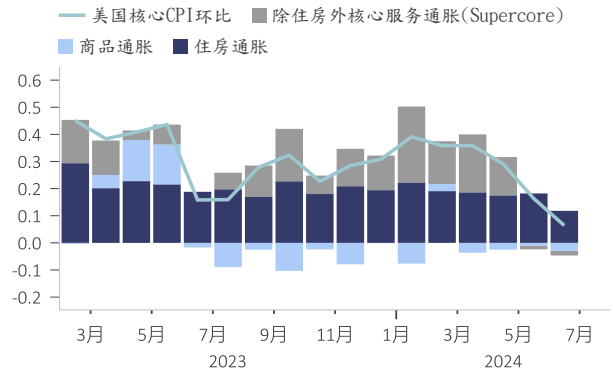
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 4: 美国超级核心通胀同比及环比



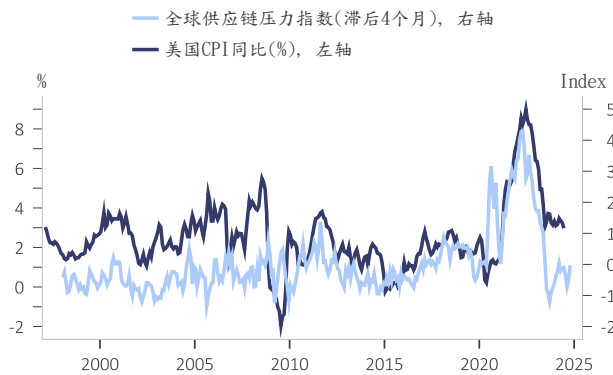
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国核心 CPI 环比主要贡献项



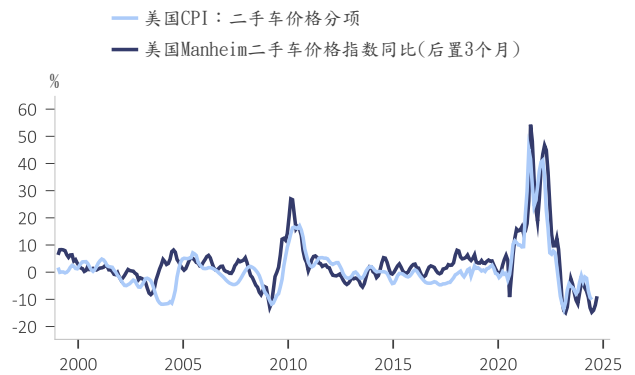
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 全球供应链压力指数与美国通胀



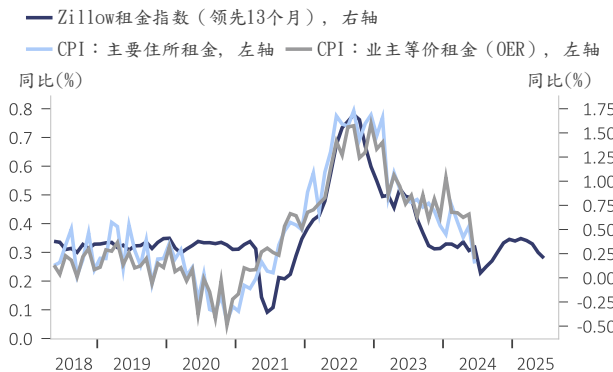
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 二手车价格指数



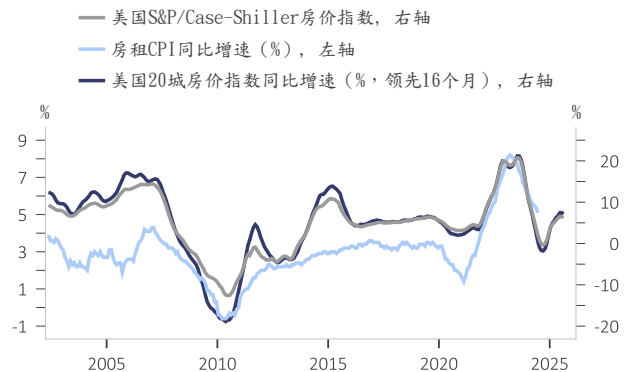
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 租金指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 房价指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。