

# 通胀粘性减弱明显，趋势与季节性并存

## ——美国 6 月 CPI 数据点评

2024 年 7 月 12 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国 6 月 CPI 环比-0.1%，预期 0.1%，前值 0%；同比 3%，预期 3.1%，前值 3.3%。

核心 CPI 环比 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%；同比 3.3%，预期 3.4%，前值 3.4%。

### 主要观点：

- 1、通胀粘性明显减弱，有趋势性，也有一定季节性。
- 2、最早降息时间节点可为核心 CPI 环比连续 2~3 个月跌落至 0.2% 平台，恰好最快为 9 月。
- 3、当前政策利率离中性利率并不太远，预防性降息次数非常有限。
- 4、维持美国十年期国债利率上限 **4.6~4.85%**；美股维持短期没有明显风险点，长期中性。

**数据方面，油价与住宅价格环比增速均下跌。**汽油价格的下降（-3.8%，前值-3.6%）完全对冲了房屋租金的上涨。核心通胀中环比上涨的有，房屋（0.2%，前值 0.4%）、车险（0.9%，前值-0.1%）、医疗（0.2%，前值 0.5%）、个人护理。价格下降的有，机票（-5%，前值-3.6%）、二手车（-1.5%）、通信（-0.2%）。

**通胀粘性明显减弱，有趋势性，也有一定季节性。**核心商品价格保持回落趋势，自去年 6 月以来，环比基本在 0 轴以下波动。上半年通胀粘性一直集中于核心服务价格，6 月均出现明显回落。住宅环比从去年 6 月一直在 0.4~0.6% 这一平台震荡，今年 6 月首次跌落（图 7）。而非住宅服务类价格在今年 3 月创下 2022 年 10 月以来的新高 0.8% 后，连续 3 月环比显著回落（图 7）。同时，6 月核心 CPI 价格回落也有一定的季节性。6~7 月的酒店和机票一般都会有所回落，例如 6 月住宅分项环比仅 0.2%，其中租金及等价租金环比 0.3%，但外宿-2%，前值-0.1%。外宿虽然占比很小，但季节性波动比租金等更为显著。

**预防性降息具有一定合理性。**本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。6 月 CPI 同比 3%，已有 13 个月落入 3~3.8% 这一历史正常区间的高位部分（图 1），满足通胀高位回落的稳定性要求。

**部分经济数据开始显现经济周期中后期特征。**在非农点评中我们提到，中高收入增速显著下降，低收入增速高位略有下降，为经济周期中后期的典型特征（图 11）。另一方面，历史上高通胀时期的前半段一般都伴随着失业率的显著下降，甚至低于一般经济周期的低位水平，随后失业率缓慢爬升，目前也符合这一特征（图 9）。从基本面出发，预防性降息也具有一定合理性。综合来看降息时间节点可以参考核心 CPI 环比跌落 0.3%~0.4% 这一平台的时间点，比如连续 2~3 个月处于 0.2% 附近（图 6），刚好也是市场预期的 9 月降息时间。

**当前政策利率离中性利率并不太远，预防性降息次数非常有限。**我们在 2020 年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但可能离中性利率并不太远。由于美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现良好。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性预期，财政政策受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，政府支出会受到限制。私人部门，由家庭消费主导的私人消费动力有所减弱，但整体稳健，地产恢复利率弹性，基建法案刺激建筑业处于历史高位区间，总需求较为稳固。只要降息不过快、财政不再宽松，通胀总体压力不大。目前原油价格稳定没有突破 100 美元（图 13），中期内通胀不会有实质性压力。鉴于消费仍旧稳健、服务业仍旧紧绷、住房价格反弹（图 8），若降息幅度过大，则通胀存在反弹可能。

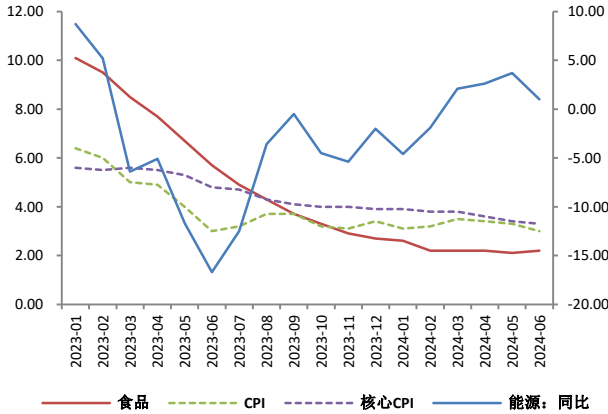
**美国十年期国债利率下限维持 3.65~3.85%，上限 4.6~4.85%（图 2）。**随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平，定价应参照 2008 年之前。去年美十债一度突破 5%，债市与股市产生了跷跷板的

反应。当时的背景为美联储可能还会再加一次息以及通胀环比仍处于高位，市场情绪一度较为极端，但今年这两个因素均不存在。今年美联储基本不考虑再次加息，并寻找合适的机会开启降息。通胀虽然仍具有粘性，但整体环比还是比去年跌落一个平台，今年美十债再次突破 5% 的可能性不高。

**股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。**但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储仍保留降息可能，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是因为目前尚没有货币政策导致的流动性问题（图 15）。

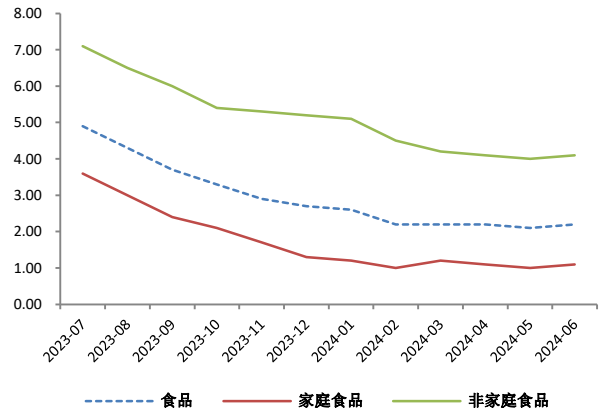
**风险提示：**海外经济衰退。

**图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）**



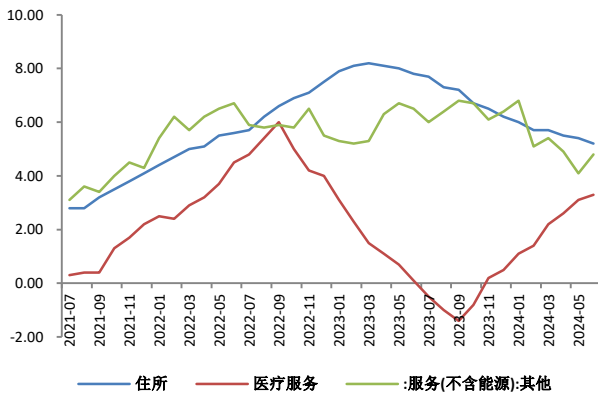
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图2：食品同比（%）**



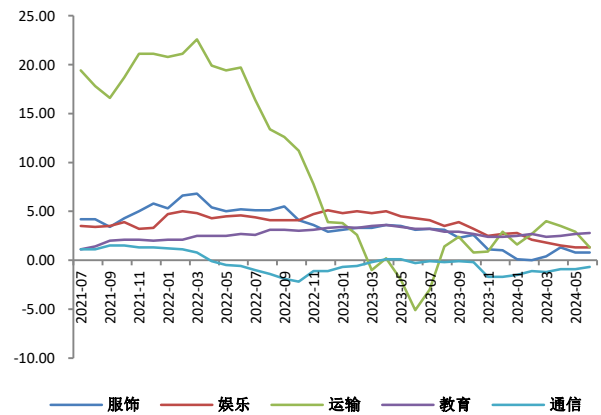
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图3：服务通胀同比分项 1（%）**



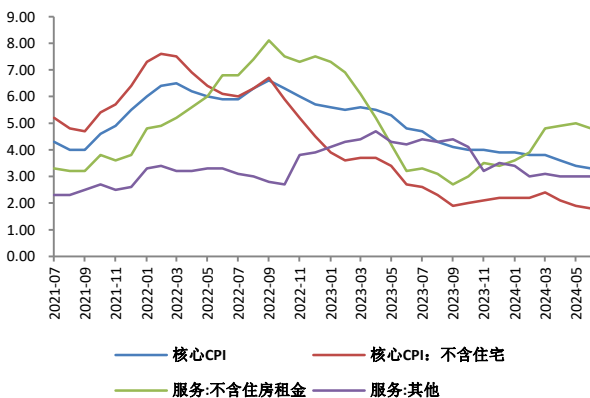
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图4：服务通胀同比分项 2（%）**



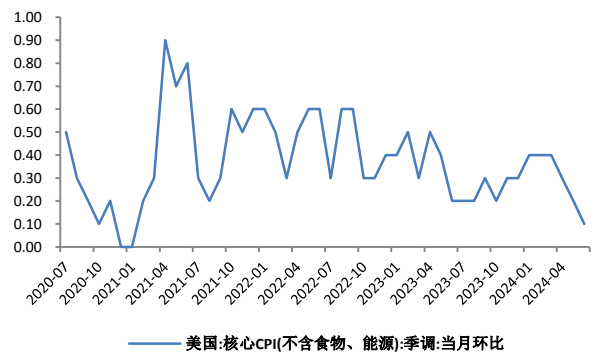
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图5：不含住宅服务同比翘尾（%）**



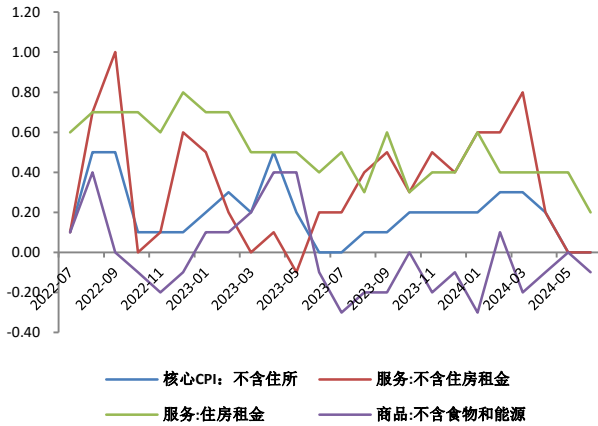
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图6：核心CPI环比维持0.4%平台（%）**



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：非住宅服务环比加速（%）



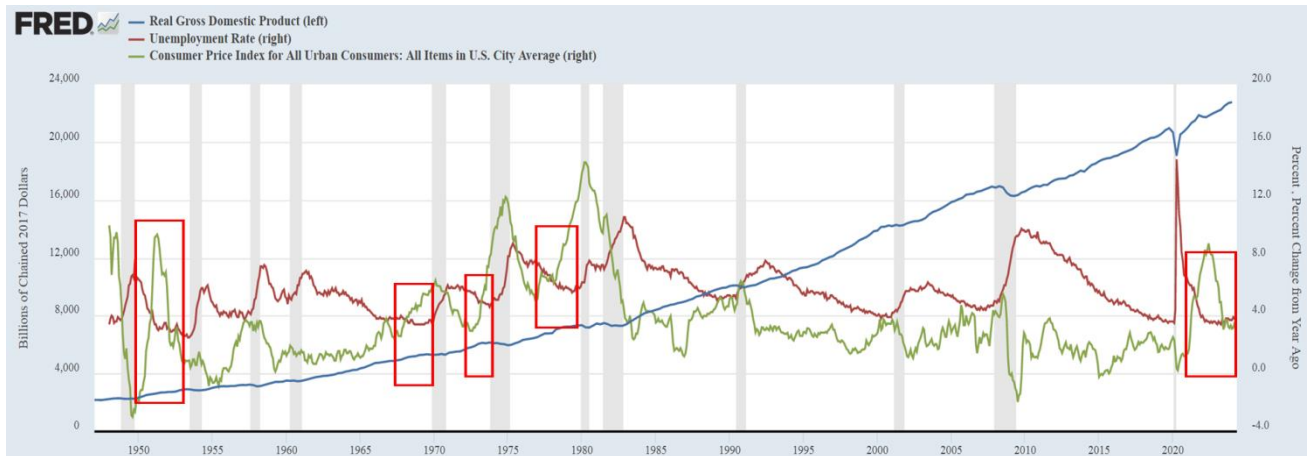
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房价反弹（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：通胀与失业率



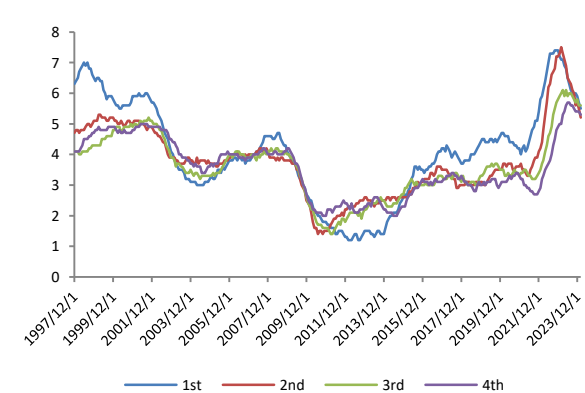
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图10：住宅同比继续下降（%）



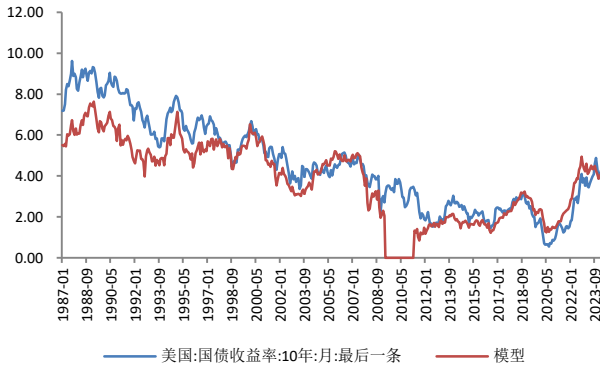
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：中高收入阶层时薪同比迅速回落（%）



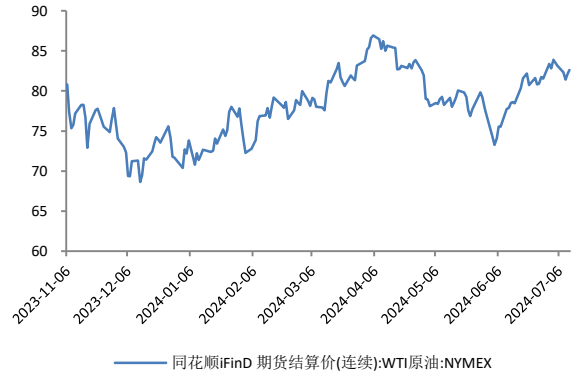
资料来源：美联储，东兴证券研究所

**图12：美十债利率模型（%）**



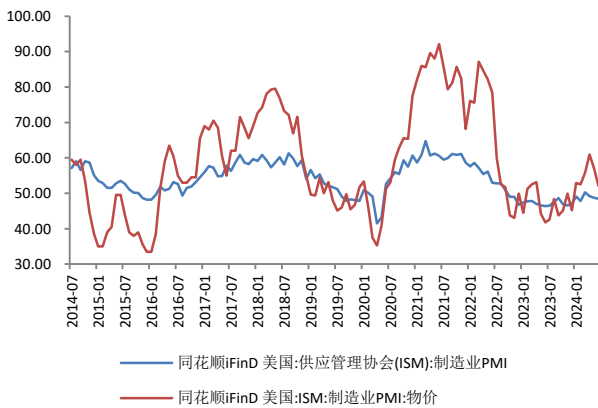
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图13：原油价格（美元）**



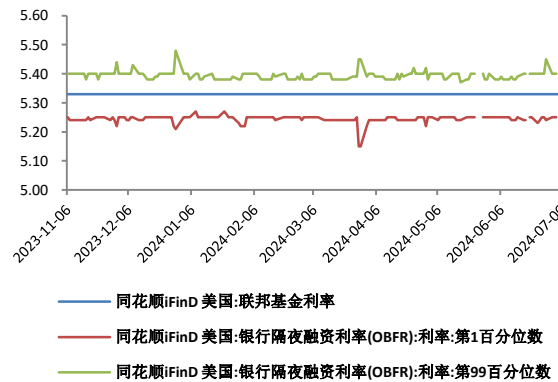
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图14：制造业 PMI**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 15：短期货币市场没有出现流动性问题（%）**



资料来源：iFinD,东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	美国就业市场进入中后期—6月美国非农数据点评	2024-07-08
宏观普通报告	点阵图符合市场预期—6月美国 FOMC 点评	2024-06-13
宏观普通报告	政府就业左右非农是否超预期—5月美国非农数据点评	2024-06-11
宏观深度报告	20240527 大类资产配置 PPT	2024-05-29
宏观深度报告	2024 年半年度大类资产配置——经济微暖，风险偏好回升	2024-05-28
宏观普通报告	美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降—美国 3 月 CPI 数据点评	2024-04-12
宏观普通报告	降息仍由通胀主导，年内降息概率略有下降—美国 3 月非农数据点评	2024-04-10
宏观普通报告	点阵图对降息幅度有边际收窄倾向—美国 3 月 FOMC 点评	2024-03-22
宏观深度报告	衰退继续延迟，海外进入降息通道—2024 海外经济展望 PPT	2024-03-14
宏观普通报告	美国通胀仍有粘性，降息窗口较窄—美国 2 月 CPI 数据点评	2024-03-14

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526