

通胀再降温，降息或可期待

——美国6月CPI数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美国6月CPI环比为-0.1%，是2020年以来第一次出现负值，上月上升0.2%，低于预期；CPI同比从上个月的3.3%降到3%（预期3.1%）。6月核心CPI环比上升0.1%，低于预期0.2%，低于上月0.2%；同比增长3.3%，预期3.4%，前值3.4%。通胀再降温，商品通缩，服务通胀的大格局没有变化。市场对美联储降息预期升温，9月降息概率超过85%，12月降息概率99%。美股开盘涨跌不一，美债收益率下行，美元下跌，黄金突破2400美元关口。近期就业和通胀数据符合我们的分析，美国的政策利率或已经具有一定限制性，未来通胀大概率继续回落。

事件点评

➤ CPI数据再次低于预期，通胀压力显著下行

CPI和核心CPI数据都低于预期，再通胀的风险下降。6月CPI环比下降0.1%，上月0.2%，低于预期；CPI同比从上个月的3.3%降到3%（预期3.1%）。6月核心CPI环比上升0.1%，低于预期0.2%，低于上月0.2%；同比增长3.3%，预期3.4%，前值3.4%。商品通缩，服务通胀的大格局没有变化。

➤ 住宅通胀继续回落

6月住宅通胀同比回落，居所通胀继续同比回落。居所分项6月环比增长0.2%，上月0.4%；同比增长5.1%，较5月回落了0.2pct。从居所包含的主要分项看，主要住所租金6月环比0.3%，较上月回落了0.1pct；自有房等价租金环比0.3%，也较上月回落了0.1pct。因为基数效应，两个主要分项同比也继续回落，主要住所租金同比6月增长5.1%，上月为5.3%，自有房等价租金6月同比增长5.4%，较上月下降0.3pct。

➤ 降息预期回升

CPI通胀数据低于预期，美联储降息预期回升，市场对美联储降息预期升温，9月降息概率超过85%，12月降息概率99%。我们认为今年9月降息或可期待，但还有不确定性。但年内降息已经是大概率，失业率开始走高，通胀只要继续回落，美联储或可以开启降息。市场的反应上，国债利率下行，美元指数走弱，三大股指涨跌不一。

➤ 通胀数据符合美联储货币政策或具有限制性

从和上一次降通胀的历史对比后，我们发现从2023年的2季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率，货币政策或是具有限制性的，通胀未来或可以继续回落。

风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《供需如期回升：——5月经济数据点评》2024.06.19
- 2、《美联储放偏鹰信号：年内或只有一次降息：——美联储6月议息会议点评》2024.06.14

正文目录

1. CPI 和核心 CPI 皆低于预期，服务通胀回落	3
1.1 CPI 和核心 CPI 环比同比都回落	3
1.2 服务通胀环比仅增 0.1%，通胀再降温	7
1.3 住宅通胀继续回落	11
2. 通胀再降温让降息预期回升	14
2.1 国债利率下行，股市向下调整	14
2.2 美联储年内降息或为大概率	17
2.3 通胀数据支持政策利率或具有限制性	18
3. 风险提示	20

图表目录

图表 1: CPI 和核心 CPI (%)	3
图表 2: CPI 分项贡献分解 (%)	3
图表 3: CPI 情景 (%)	4
图表 4: 核心 CPI 情景 (%)	4
图表 5: 圣路易斯联储通胀压力指数 (%)	5
图表 6: 美国的通胀预期 (%)	5
图表 7: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)	6
图表 8: 近 12 个月能源分项同比和环比 (%)	6
图表 9: CPI 的主要分项同比 (%)	7
图表 10: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)	7
图表 11: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	8
图表 12: 近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	9
图表 13: 核心商品 CPI 的主要分项同比 (%)	9
图表 14: Manheim 价格指数	10
图表 15: Manheim 和 CPI 二手车	10
图表 16: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%)	11
图表 17: 住宅和分项 CPI (%)	12
图表 18: 居所及其分项 CPI (%)	12
图表 19: CPI 通胀剔除特定分项 (%)	12
图表 20: 替代的核心通胀指标 (%)	13
图表 21: CPI 通胀同比不同分项的贡献率 (%)	13
图表 22: CPI 通胀 8 个主要类别 (%)	14
图表 23: 美国股市收盘的反应 (%)	15
图表 24: 美国国债利率收盘变化(基点)	15
图表 25: 利率顶点期的回报 (%)	16
图表 26: 美股三大指数累计回报 (%)	16
图表 27: 市盈率	16
图表 28: 美联储开始降息概率 (%)	17
图表 29: 美联储不同会议上的利率概率分布 (%)	18
图表 30: 70 年代和当下 CPI 和政策利率对比 (%)	19
图表 31: 70 年代的当下实际利率的比较 (%)	19
图表 32: 实际利率和自然利率 (%)	20

1. CPI 和核心 CPI 皆低于预期，服务通胀回落

CPI 数据低于预期，通胀再降温。核心通胀环比上升 0.1%，低于预期 0.2%，同比 3.3%，上月 3.4%。住宅通胀回落。商品通缩，服务通胀的大格局没有变化。

1.1 CPI 和核心 CPI 环比同比都回落

CPI 环比下降 0.1%，上月上升 0.2%，低于预期，同比较上月回落 0.3pct；核心 CPI 环比上升 0.1%，低于预期 0.2%，同比较上月回落 0.1pct。

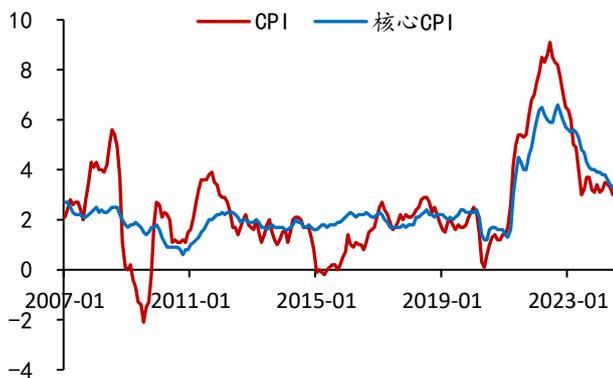
1.1.1 CPI 通胀整体呈现低于预期

美国 6 月 CPI 环比下降 0.1%，上月上升 0.2%，低于预期；由于基数方面的原因，CPI 同比从上个月的 3.3% 降到 3%（预期 3.1%）。

6 月核心 CPI 环比上升 0.1%，低于预期 0.2%，低于上月 0.2%；同比增长 3.3%，预期 3.4%，前值 3.4%，核心 CPI 回落。

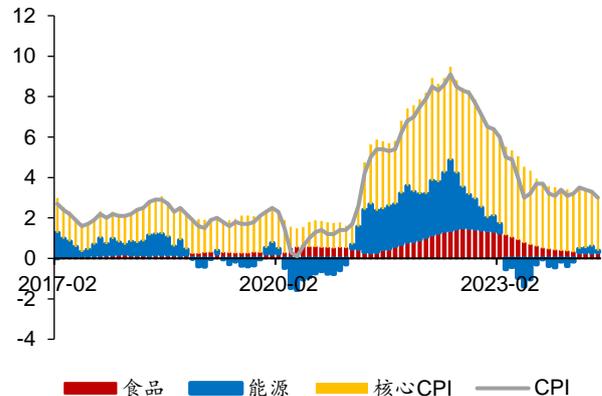
CPI 和核心 CPI 的环比都低于预期是好消息，它说明通胀继续降温。

图表1: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: CPI 分项贡献分解 (%)

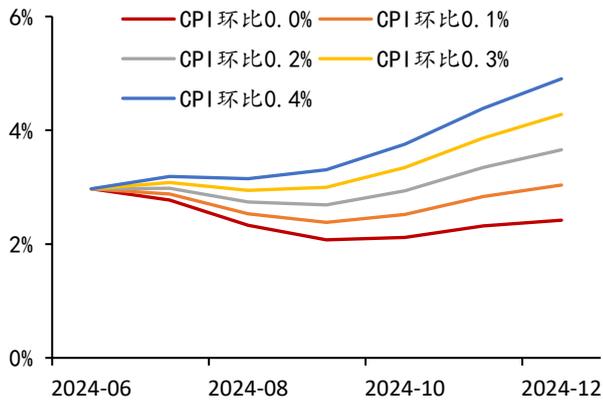


资料来源: Wind, 国联证券研究所

6月-0.1%的CPI环比增速是个好消息，如果CPI通胀继续环比负增长，那么通胀回落将快于预期。环比只要维持0.1%的话，2024年底的CPI通胀同比就将降到3%；0.1%的核心CPI环比增速如果能够持续，2024年底将使得核心CPI同比达到2.9%。

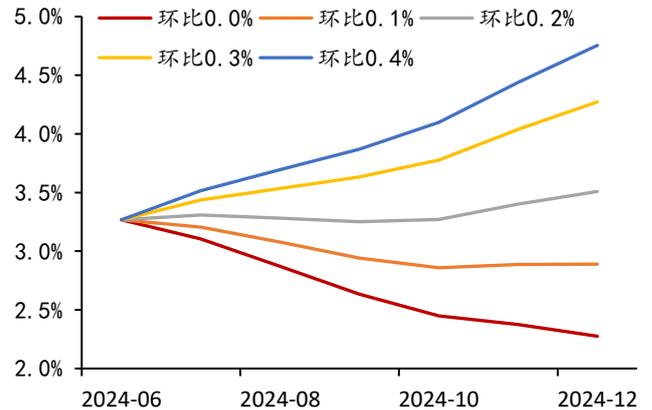
美联储6月会议经济预期概要里面预期的2024年底PCE通胀是2.6%，核心PCE通胀是2.8%。如果按照从2021年以来平均的CPI和核心CPI和PCE通胀的差距来看，要达到美联储的预期，CPI到2024年底要回落到3.4%，核心CPI同比要回落到3.4%，这意味着CPI和核心CPI的环比平均来讲只需要低于0.2%。

图表3: CPI情景(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 核心CPI情景(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

圣路易斯联储通胀压力指数计算的是未来1年PCE通胀超过2.5%的概率，6月份的概率下降到73%，上月超过99%。通胀的压力显著下降。

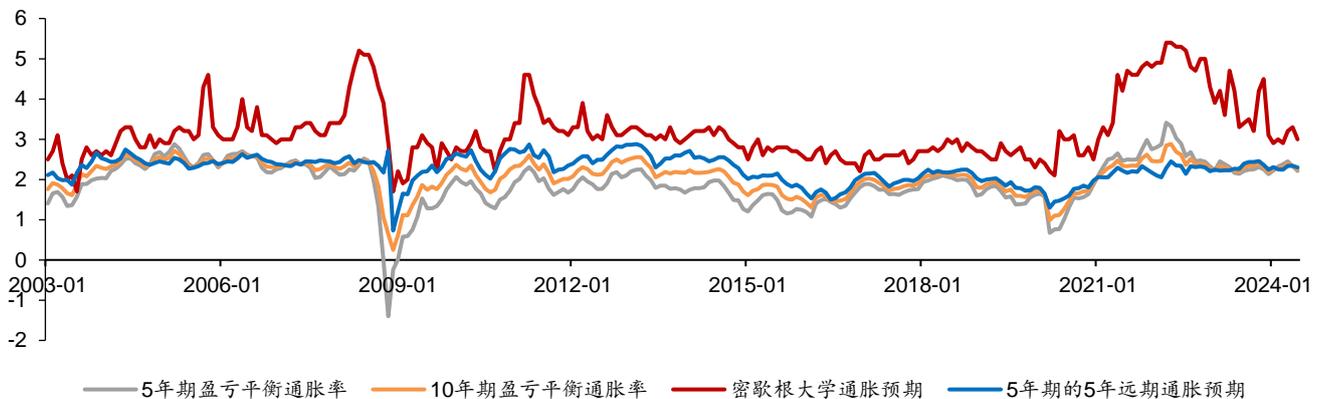
图表5: 圣路易斯联储通胀压力指数(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

长期的通胀预期还较为稳定,短期通胀预期轻微下行。密歇根大学未来一年的通胀预期6月为3%,较5月下降0.3pct。

图表6: 美国的通胀预期(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

1.1.2 CPI 通胀和能源

从CPI分成食品、能源和核心CPI的三分角度来看,能源通胀环比负增长0.1%,上月0%,同比增长1%,上月3.7%。

图表7：近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.2	0.5	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.5	0.2	4.4	0.2
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.2	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0.1	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.2	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.2	0.2	-0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4
2024年2月	3.2	2.2	-1.9	3.8	0.4	0	2.3	0.4
2024年3月	3.5	2.2	2.1	3.8	0.4	0.1	1.1	0.4
2024年4月	3.4	2.2	2.6	3.6	0.3	0	1.1	0.3
2024年5月	3.3	2.1	3.7	3.4	0	0.1	-2	0.2
2024年6月	3	2.2	1	3.3	-0.1	0.2	-2	0.1

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源分项下的细分中，能源类商品的 6 月环比负增长 3.7%，同比负增长 2.3%，上月增长 2.1%，其中汽油同比负增长 2.5%，上月同比增长 2.2%，燃油增长回落，从上月增长 3.6%，变成 6 月的增长 0.8%。

图表8：近 12 个月能源分项同比和环比 (%)

时间	同比		环比	
	能源类商品	能源服务	能源类商品	能源服务
2023年6月	-26.9	-1.1	0.6	0.3
2023年7月	-20.6	-1.2	-0.1	0.1
2023年8月	-4.5	-2.7	8.3	0.1
2023年9月	2	-3.5	1.8	0.3
2023年10月	-6.1	-2.2	-4.3	0.4
2023年11月	-9.6	0	-3.8	1
2023年12月	-2.6	-0.9	-0.7	0.3
2024年1月	-6.8	-1.8	-3.2	1.4
2024年2月	-4.1	0.5	3.6	0.8
2024年3月	0.9	3.1	1.5	0.7
2024年4月	1.1	3.5	2.7	0.7
2024年5月	2.1	4.7	-3.5	-0.2
2024年6月	-2.3	4.3	-3.7	-0.1

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源服务 6 月环比负增长 0.1%，同比增长 4.3%，5 月同比增长 4.7%。其中电力 6 月同比增长 4.4%，上月 5.9%，公共事业同比负增长 3.7%，上月增长 0.2%。

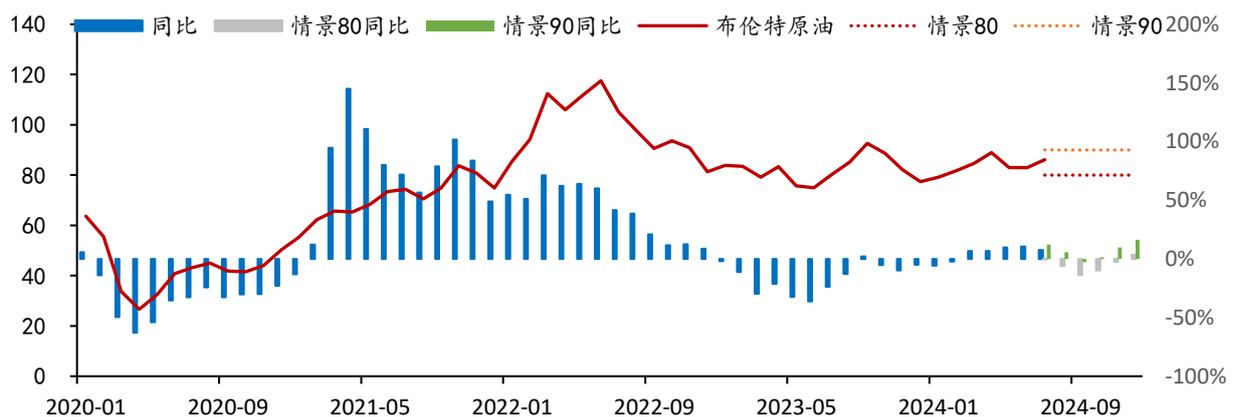
图表9: CPI 的主要分项同比(%)

同比	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
CPI	3	3.3	3.4	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3
食品	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7	4.3	4.9	5.7
家庭食品	1.1	1	1.1	1.2	1	1.2	1.3	1.6	2.1	2.4	2.9	3.6	4.7
非家用食品	4.1	4	4.1	4.2	4.5	5.1	5.2	5.3	5.4	6	6.5	7.1	7.7
能源	1	3.7	2.6	2.1	-1.9	-4.6	-2	-5.4	-4.5	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7
能源类商品	-2.3	2.1	1.1	0.9	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	2	-4.5	-20.6	-26.9
汽油(所有种类)	-2.5	2.2	1.2	1.3	-3.9	-6.4	-1.6	-8.7	-5.2	2.9	-3.6	-20.2	-26.6
燃油	0.8	3.6	-0.8	-3.7	-5.4	-14.2	-14.6	-24.8	-21.6	-5	-14.9	-26.6	-36.6
能源服务	4.3	4.7	3.5	3.1	0.5	-1.8	-0.9	0	-2.2	-3.5	-2.7	-1.2	-1.1
电力	4.4	5.9	5.1	5	3.6	3.8	3.3	3.4	2.4	2.6	2.2	3.1	5.4
公共事业(管道)燃气服务	3.7	0.2	-1.9	-3.2	-8.8	-17.8	-13.8	-10.5	-15.8	-19.9	-16.5	-13.6	-18.5
核心CPI	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	4	4	4.1	4.4	4.7	4.9
核心商品	-1.7	-1.7	-1.2	-0.7	-0.3	-0.3	0.1	0	0	0	0.4	0.9	1.4
新交通工具	-0.9	-0.8	-0.4	-0.1	0.4	0.7	1	1.4	1.9	2.5	2.9	3.5	4
二手车和卡车	-9.5	-8.6	-6.3	-1.9	-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-7.1	-8	-6.7	-5.7	-5.3
服装	0.8	0.8	1.3	0.4	0	0.1	1	1.1	2.6	2.3	3.1	3.2	3.1
医疗护理商品	3.1	3.1	2.5	2.5	2.9	3	4.7	5	4.7	4.2	4.5	4.1	4.2
核心服务	5	5.2	5.3	5.4	5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2
居所	5.1	5.4	5.5	5.6	5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2	7.3	7.7	7.8
运输服务	9.2	10.3	11.1	10.7	10	9.7	9.6	10.1	9.2	9	10.3	9.1	8.5
医疗护理服务	3.3	3.1	2.7	2.1	1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2	-2.7	-2.1	-1.5	-0.7

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

CPI 能源分项的波动与布伦特油价密切相关, 从目前的情况来看, 未来原油价格的变化对能源分项影响的方向取决于原因价格是回落到 80 美元还是上涨到 90 美元。如果油价回落到 80 美元, 那么同比就将是负的贡献; 如果上涨到 90 美元, 那么同比就将是正的贡献。

图表10: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

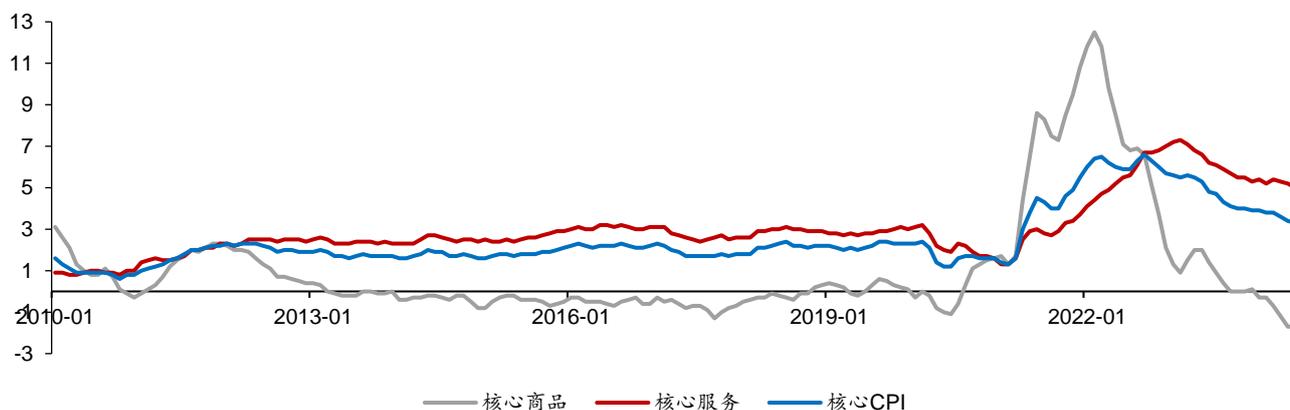
1.2 服务通胀环比仅增 0.1%, 通胀再降温

商品继续通缩，服务通胀环比同比继续回落。

1.2.1 核心商品通胀和服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。服务通胀上的好消息是 6 月环比和同比都略有回落。但从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。核心商品仍然通缩，而且通缩的幅度仍在扩大中。

图表11：核心 CPI 商品和服务的价格变化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

具体数字上来看，6月核心商品的通胀环比负增长0.1%，在过去的12个月里有9个月是负增长；同比负增长1.7%，持平上月。商品的通缩对整体通胀下行继续做贡献。

6月核心服务的环比增长0.1%，低于上月0.2%；核心服务通胀同比增长5%，由于基数原因较上月回落，上月5.2%。

图表12: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化(%)

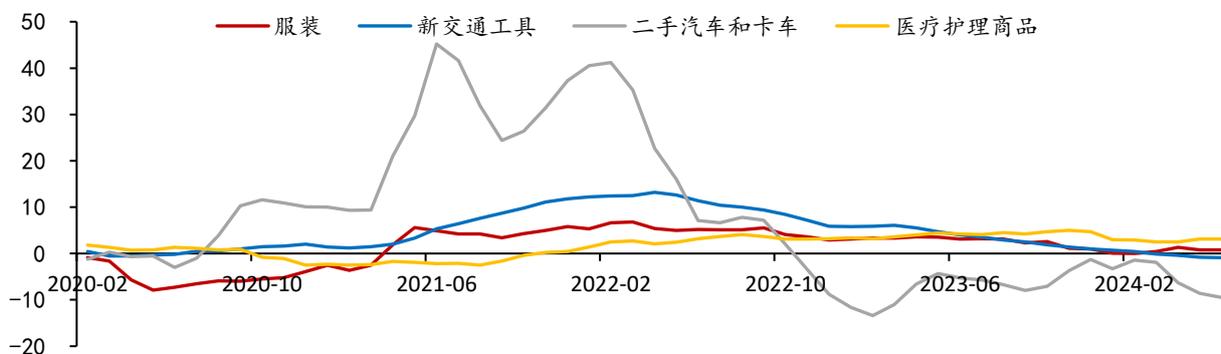
时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.20	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.20	0.50
2023年10月	0.00	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.10	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70
2024年2月	-0.30	5.20	0.10	0.50
2024年3月	-0.70	5.40	-0.20	0.50
2024年4月	-1.20	5.30	-0.10	0.40
2024年5月	-1.70	5.20	0.00	0.20
2024年6月	-1.70	5.00	-0.10	0.10

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

1.2.2 核心商品通胀和服务通胀再细分

核心商品中负增长最多的分项仍然是二手车, 6月同比降幅再次扩大, 6月同比-9.5%, 上月-8.6%; 环比6月负增长1.5%。新交通工具同比也负增长0.9%, 上月负增长0.8%。二手车的通胀指数在2022年2月达到顶峰, 高基数的影响基本退出。对比Manheim的二手车价格指数变化, Manheim的同比最高点领先CPI同比最高点2个月, 二手车通胀或继续维持低位运行。

图表13: 核心商品CPI的主要分项同比(%)

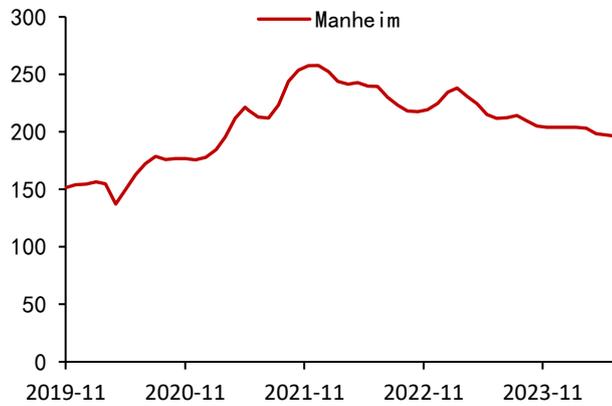


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

从核心商品中其他分项来看, 服装同比增长0.8%, 持平上月, 医疗护理商品的

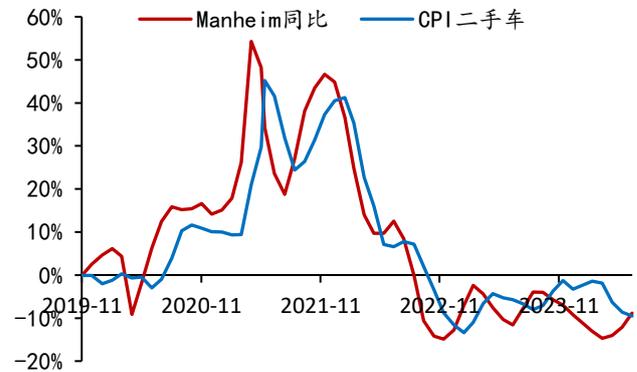
通胀也同比持平上月，6月同比增长2.5%，环比增长0.2%，上月1.3%。

图表14: Manheim 价格指数



资料来源: Manheim, 国联证券研究所

图表15: Manheim 和 CPI 二手车



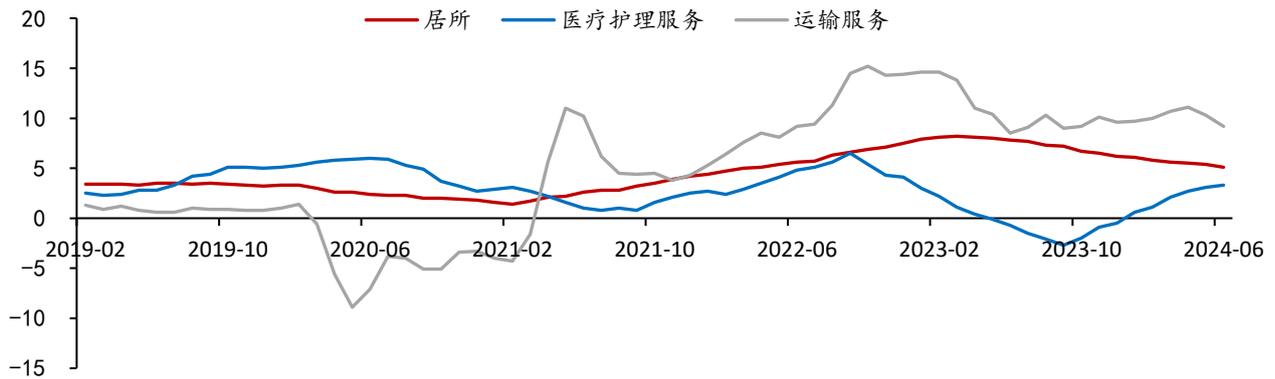
资料来源: Manheim, 国联证券研究所

核心服务总体环比6月回落到0.1%，同比继续下行。从核心服务中的主要分项看，居所6月环比增长0.2%，上月0.4%；居所同比增长5.1%，较上月继续回落¹。医疗护理服务环比增长0.2%，上月增长0.3%，同比增长3.3%，上月3.1%。运输服务6月环比负增长0.5%，持平上月，同比增长9.2%。运输服务同比增长仍高但略回落，尽管它的权重只有6%，但也成为通胀的一个重要贡献因素。

总体而言，核心服务通胀中居所和运输服务的通胀还较高，离2%还有距离。医疗护理服务的通胀环比虽然略微回落，同比高于3%，服务通胀仍具韧性。

¹ 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

图表16: 核心服务CPI的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

1.3 住宅通胀继续回落

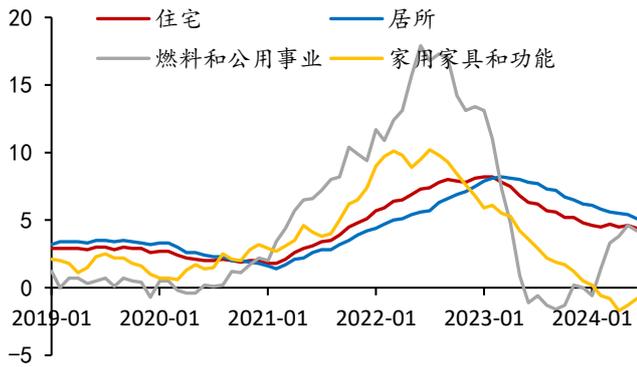
6月住宅通胀同比回落,居所通胀继续同比回落,家用家具和功能负增长扩大。居所通胀环比下降,同比继续回落。

住宅通胀6月同比增长4.4%,5月4.6%。住宅通胀里面,主要包括三个分项,分别是居所、燃料和公用事业、家用家具和功能,其中居所的权重最高。

居所分项6月环比增长0.2%,上月0.4%;同比增长5.1%,较5月回落了0.2pct。从居所包含的主要分项看,主要住所租金6月环比0.3%,较上月回落了0.1pct;自有房等价租金环比0.3%,也较上月回落了0.1pct。因为基数效应,两个主要分项同比也继续回落,主要住所租金同比6月增长5.1%,上月为5.3%,自有房等价租金6月同比增长5.4%,较上月下降0.3pct。

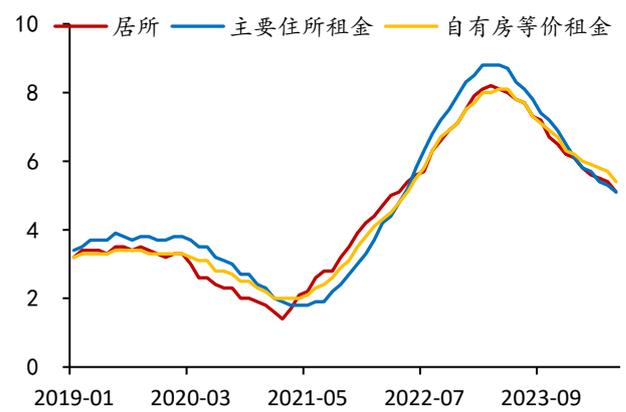
从近期的变动趋势看,燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落。不过燃料和公用事业6月同比增长4.2%,上月增长4.6%。家用家具和功能6月同比继续负增长0.8%,上月负增长1.3%。

图表17: 住宅和分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

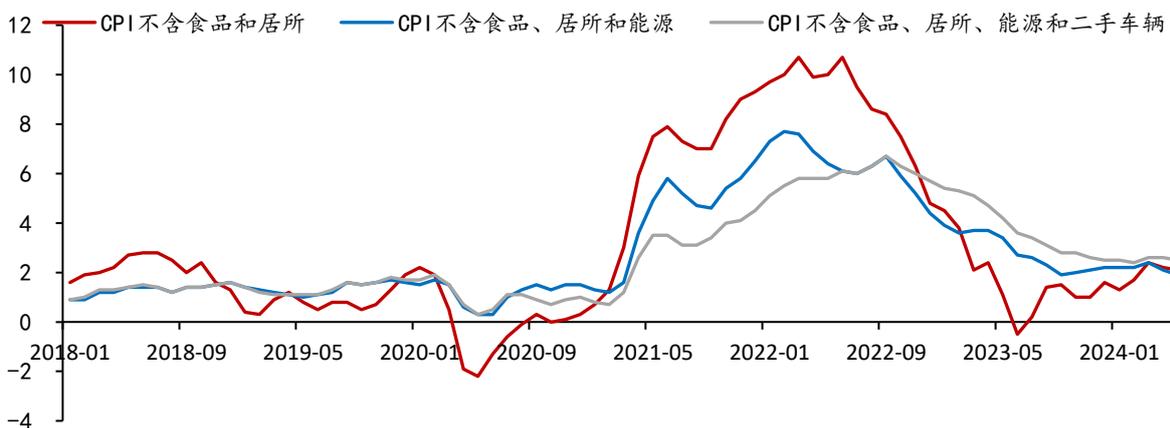
图表18: 居所及其分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

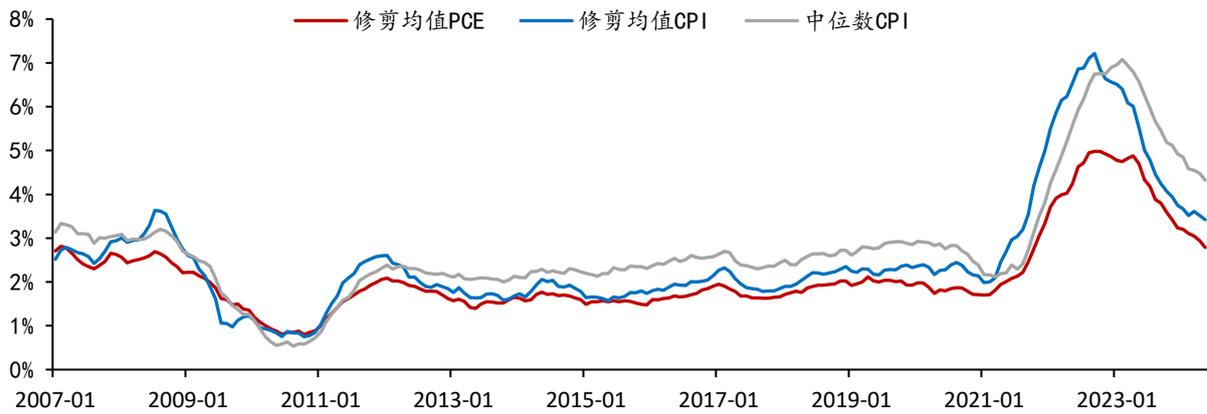
另外, CPI 不含食品、居所、能源和二手车 6 月同比增长 2.5%, 持平上月。从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所, 而能源、二手车是主要驱动通胀下行的分项。CPI 不含食品和居所的同比 6 月增长 1.7%, 上月 2.1%。

图表19: CPI 通胀剔除特定分项 (%)



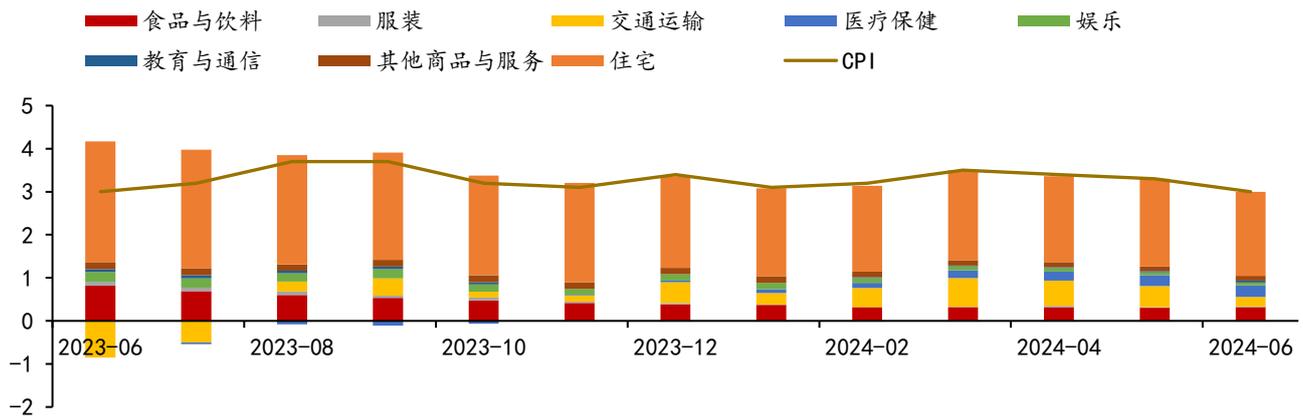
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表20: 替代的核心通胀指标(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

图表21: CPI 通胀同比不同分项的贡献率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表22: CPI 通胀 8 个主要类别 (%)

时间	同比								环比							
	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务
2023年6月	5.7	6.3	3.1	-5.1	0.1	4.3	1.1	6.3	0.1	0.6	-0.7	0.5	0	0	-0.2	0.2
2023年7月	4.8	6.2	3.2	-3	-0.5	4.1	1.2	6.1	0.3	0.3	-1	0.2	-0.1	0.1	0	0.1
2023年8月	4.2	5.7	3.1	1.4	-1	3.5	1	5.8	0.2	0.3	1.6	1.3	0.3	-0.2	0.2	0.4
2023年9月	3.7	5.6	2.3	2.4	-1.4	3.9	1	6	0.2	0.5	1.4	-0.6	0.1	0.4	0.3	0.6
2023年10月	3.3	5.2	2.6	0.8	-0.8	3.2	0.9	6.2	0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	0	-0.2	0.6
2023年11月	2.9	5.2	1.1	0.9	0.2	2.5	-0.1	5.6	-0.2	0.2	-3.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.4	0.2
2023年12月	2.7	4.8	1	2.9	0.5	2.7	-0.1	5.5	0.1	0.3	-1.8	-1.4	0.3	0.4	0	-0.2
2024年1月	2.6	4.6	0.1	1.6	1.1	2.8	0	5.7	0.6	0.8	1.7	-0.5	0.7	0.7	0.4	0.8
2024年2月	2.2	4.5	0	2.7	1.4	2.1	0.4	4.7	0.1	0.5	3.2	1.7	0	0.4	0.4	0
2024年3月	2.2	4.7	0.4	4	2.2	1.8	0.2	4.7	0.1	0.5	1.3	2.2	0.5	-0.1	-0.1	0.5
2024年4月	2.2	4.5	1.3	3.5	2.6	1.5	0.4	4.3	0.2	0.1	-0.1	1.5	0.3	0.2	0.1	0.5
2024年5月	2.1	4.6	0.8	2.9	3.1	1.3	0.5	3.8	0.1	0.3	-0.8	0	0.5	-0.2	-0.1	0.1
2024年6月	2.2	4.4	0.8	1.3	3.3	1.3	0.7	4.2	0.2	0.4	-0.7	-1.1	0.2	0	0	0.5

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2. 通胀再降温让降息预期回升

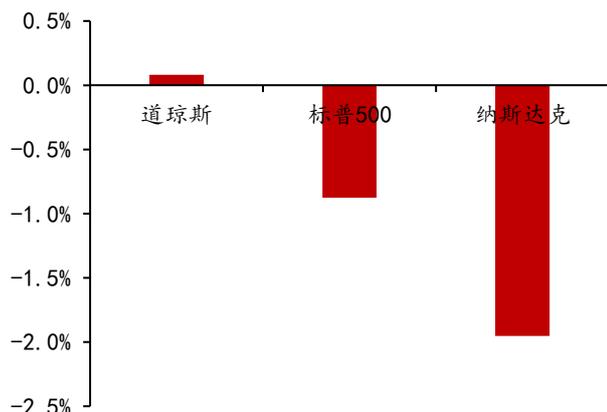
CPI 通胀数据低于预期, 美联储降息预期回升, 期货市场预期降息或在 9 月份。我们认为今年 9 月降息或可期待, 但仍存不确定性。但年内降息概率已经较高, 通胀只要继续回落, 美联储或可以略微降息。市场的反应上, 国债利率下行, 美元指数走弱, 三大股指涨跌不一。

2.1 国债利率下行, 股市向下调整

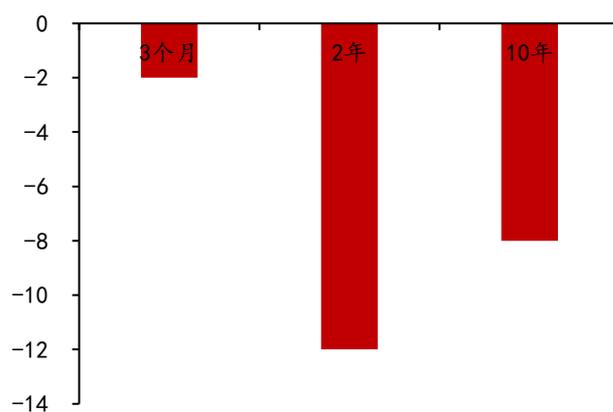
通胀数据公布后, 美国三大股指期货上涨, 开盘涨跌不一, 纳斯达克和标普 500 下跌, 道琼斯上涨, 到收盘纳斯达克下跌 1.95%, 标普 500 下跌 0.88%, 只有道琼斯微涨 0.08%。我们理解股市反应通胀降温背后的需求走弱不利股市的分子端, 虽然降息或可期待, 但衰退也就更可能了。

美元指数走低, 在数据公布后直线下降, 一度到跌到 104.1; 现货黄金数据公布后走高, 站上 2400 美元。

国债利率普遍走低, 2 年期国债收益率盘中回到 4.5%, 10 年期收益率回到 4.2%。到收盘时, 3 个月的国债收益率下降 2 个基点, 2 年国债收益率下降 12 个基点, 10 年期国债收益率下降 8 个基点。

图表23：美国股市收盘的反应(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表24：美国国债利率收盘变化(基点)


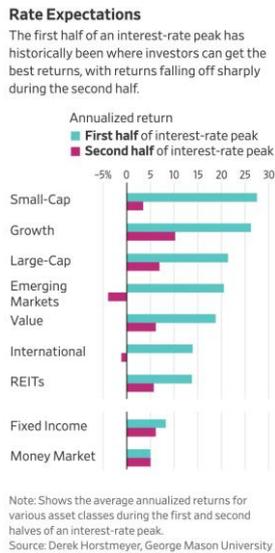
资料来源：Wind，国联证券研究所

Horstmeyer 等(2023)²研究了过去 50 年不同资产类别在美联储停止加息并维持利率稳定三个月或更长时间的高峰与平台时期的回报，包括美国大盘股、小盘股、成长股、价值股和房地产投资信托基金，以及新兴市场股票、国际股票、货币市场工具和固定收益证券。他们发现在这 50 年期间股票，尤其是小盘股和成长型公司，是在利率达到峰值然后持平期间表现最好的资产类别，而且大部分收益实现在利率平台期的前半段。

美联储本轮周期利率在 2023 年 7 月达到顶点，目前已经持续了 12 个月，我们目前可能已经位于利率平台期的后半段。从美联储利率顶点以来美国三大股指都累计了相当的涨幅，纳斯达克上涨了 31%，标普 500 上涨了 22.8%，道琼斯上涨了 11.5%。随着美联储加息紧缩效应的进一步体现，股市出现回调的风险或在增大。

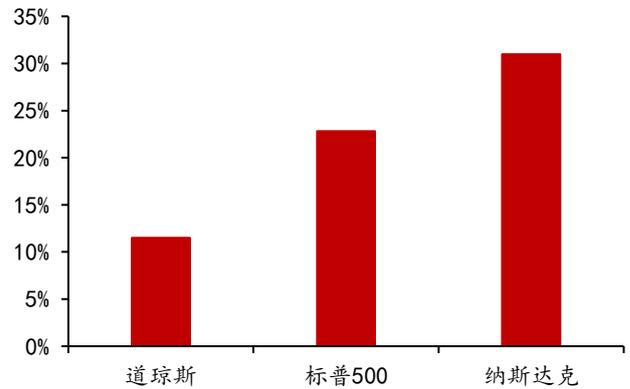
² <https://researchshorts.com/wsj-interest-rate-peaks-and-your-portfolio-f5ef555e35fe>

图表25: 利率顶点期的回报 (%)



资料来源: Horstmeyer, 国联证券研究所

图表26: 美股三大指数累计回报 (%)

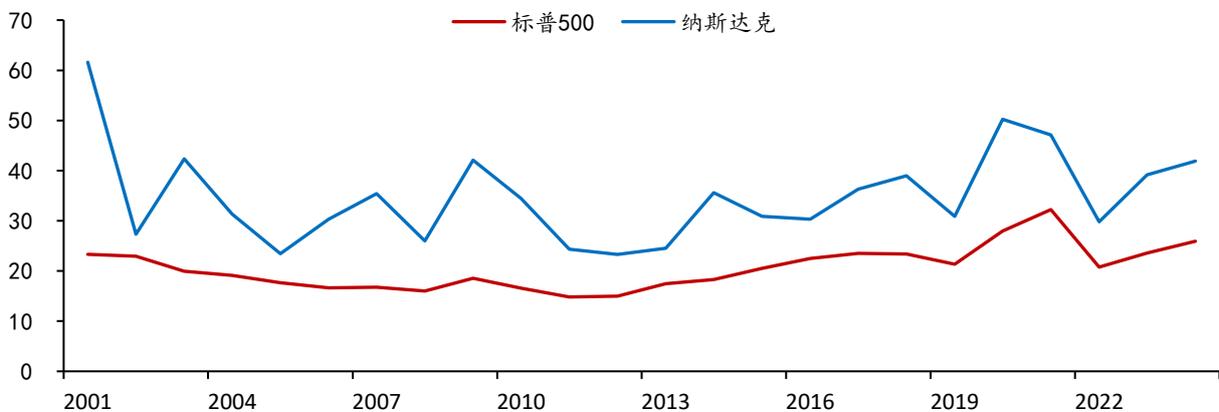


资料来源: Wind, 国联证券研究所

另外,从股票市场估值的角度看,纳斯达克指数的估值并不算特别低,因此股市下行的可能并不是没有。

我们目前可能已经位于美联储加息周期中利率平台期的后半段,同时11月即将美国选举,结果不确定性很大,整体经济也在下行,在这样的背景下,房市和股市出现向下调整并不会令人意外。

图表27: 市盈率



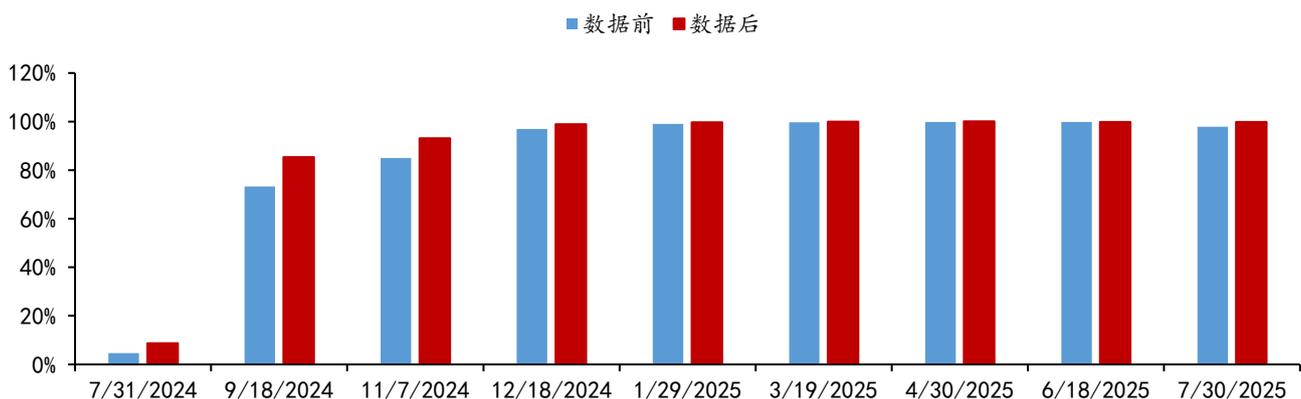
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2 美联储年内降息或为大概率

CPI 通胀数据低于预期，美联储降息预期回升。目前美联储 7 月会议降息的概率仍较低，但是从数据公布前的 5% 上涨到 9%。市场押注降息或在 9 月份，概率略超过 85%，数据公布前仅略高于 70%。我们认为今年降息目前看是大概率，9 月降息或可期待，还需要接下来的几个通胀数据继续显示通胀回落。

目前的数据符合我们之前两个报告中的判断。我们在之前的报告《美国通胀回落：从供给改善到需求走弱——美国再通胀研究》指出通胀或继续回落，在报告《美国信用卡逾期率和失业率上行——美国经济的再观察（一）》指出美国总需求走弱的信号越来越明显。

图表28：美联储开始降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。6 月的就业数据显示就业市场走弱。这次的通胀报告显示通胀继续降温，再次通胀的风险下降，美联储降息或不会太远。

图表29：美联储不同会议上的利率概率分布(%)

日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
7/31/2024					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.80%	91.20%
9/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.40%	78.00%	14.60%
11/7/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.90%	44.90%	44.40%	6.80%
12/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.30%	38.30%	44.40%	12.90%	1.10%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	28.50%	42.70%	21.70%	4.40%	0.30%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	23.00%	39.80%	26.10%	8.00%	1.20%	0.10%
4/30/2025	0.00%	0.00%	1.00%	13.50%	32.20%	32.30%	16.20%	4.30%	0.60%	0.00%
6/18/2025	0.00%	0.70%	9.90%	26.80%	32.20%	20.80%	7.70%	1.60%	0.20%	0.00%
7/30/2025	0.30%	4.90%	17.60%	29.30%	27.00%	14.80%	4.90%	1.00%	0.10%	0.00%

资料来源：CME，国联证券研究所整理

2.3 通胀数据支持政策利率或具有限制性

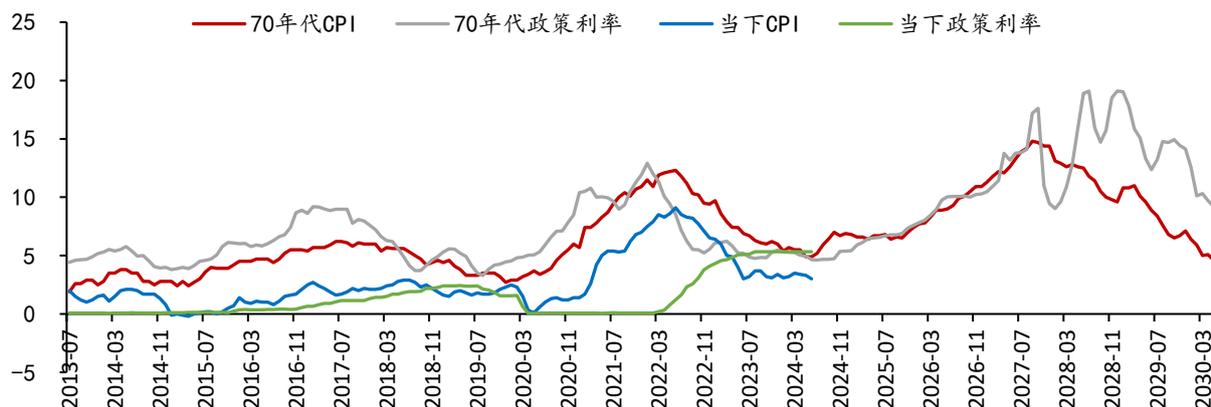
目前通胀的走势符合我们对于货币政策或具有限制性的总判断。从和上一次降通胀的历史对比后，我们发现从2023年的2季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率，货币政策或是有限限制性的，通胀未来或能继续回落。

2.3.1 实际利率

如果根据约翰泰勒的建议，他认为实际利率应该是通胀的1.5倍，换句话说要控制住通胀，实际利率肯定要为正。这也隐含了政策利率要高于通胀。用这个标准去观察上一个通胀高企的年代，我们发现70年代在CPI第一次触顶之后又出现了第二次反弹，70年代的政策利率在CPI第一次触顶之前就显著下行了，这其实是酝酿了CPI通胀再次上行的最关键性因素。

我们可以进一步将当下的政策利率和CPI走势和70年代做一个对比。如果我们70年代CPI同比的最高点和本轮周期CPI高点对齐，我们可以发现当下通胀变化和政策利率变化和70年代有显著不同。70年代的时候CPI在1974年12月见顶，CPI同比触及12.3%；对应当下周期2022年6月，CPI达到9.1%。

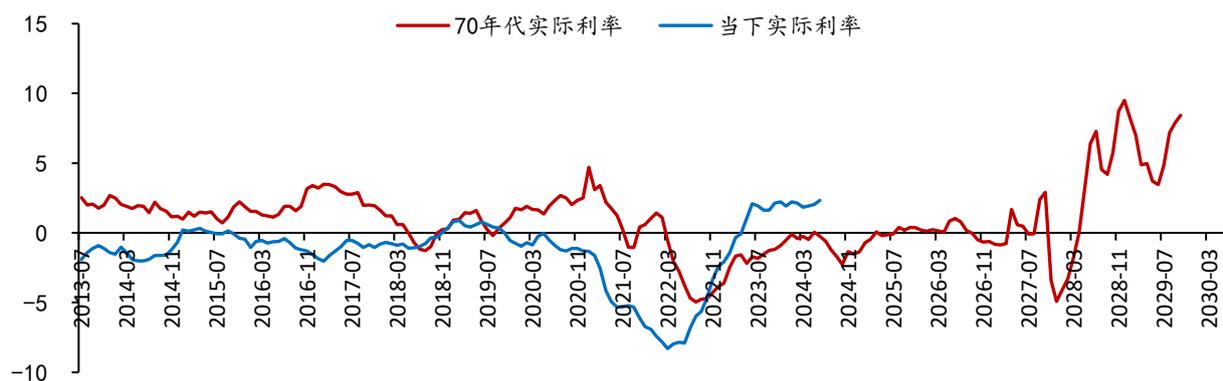
图表30：70年代和当下CPI 和政策利率对比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从实际利率的角度看，70年代在保罗沃克上台之前实际利率都太低，在CPI通胀第一次触顶之后一直为负，其实助长了通胀的再次回归。从当下的周期来看，实际利率从2023年5月由负转正。美联储的政策利率如果能够保持实际利率基本稳定，那么是有可能控制住通胀的。但是如果美联储因为政治压力或者误判过早降息，那么再次通胀的风险是存在的。

图表31：70年代的当下实际利率的比较(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3.2 自然利率

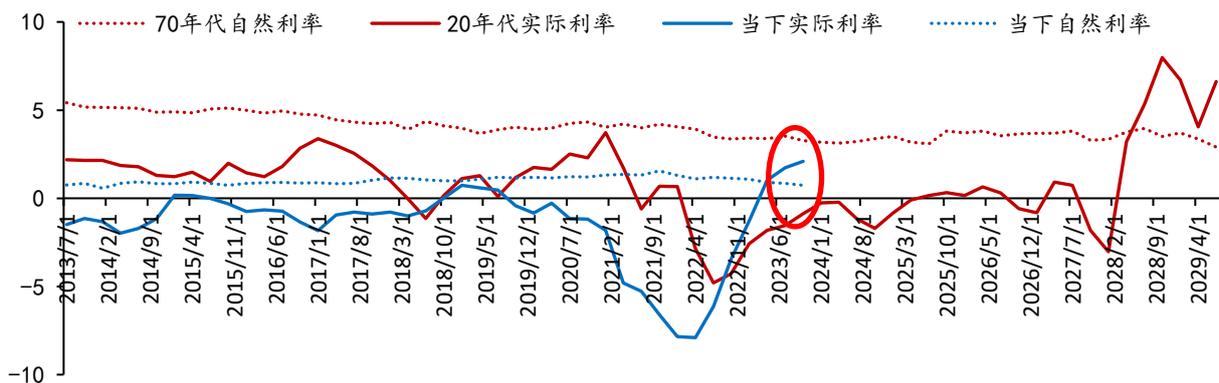
进一步，实际利率为正是一个必要条件，实际利率还需要大于所谓的自然利率，

才是货币政策产生紧缩效果的充分条件。

如果采用纽约联储 Holston-Laubach-Williams (2017)模型估计的自然利率做为一个比较的基础。从实际利率和自然利率对比的角度看,实际利率大于自然利率,货币政策是紧缩的,通胀将回落。从70年代的数据上看,通过对比实际利率和自然利率可以解释当时的通胀走势。在第一次CPI通胀下行的时候,货币政策几乎没有达到限制性,实际利率仅在1973年4季度提高到接近自然利率后就下行了。结果导致CPI通胀在随后再次上升,并在1980年左右最高超过14%。实际利率直到保罗沃克上台以后,到1981年1季度才开始显著高于自然利率。

对比当下,从2023年的2季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率,按照上述的分析,货币政策或是有限制性的,通胀未来或能继续回落。

图表32: 实际利率和自然利率(%)



资料来源: 美联储, 国联证券研究所整理

3. 风险提示

美联储鹰派超预期, 地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼