

美国通胀率回落失业率上升

——7月海外环境分析



YONGXING SECURITIES

■ 核心观点

美国失业率上升：6月美国失业率上升至4.1%（前值4.0%），劳动力参与率小幅反弹至62.6%（前值62.5%），薪资增速降至3.98%（前值4.03%）。总体来看，美国劳动力市场供需偏紧程度出现进一步缓解。

6月欧美通胀都有回落：6月欧元区HICP增速2.5%（前值2.6%），核心HICP增速2.9%（前值2.9%）。6月美国CPI增速降至3.0%（前值3.3%）；核心CPI增速降至3.3%（前值3.4%）。

美国利率回落反映了降息预期上升：7月12日1年期国债收益率降至4.87%（7月10日为5.01%），而7月1日仍在5.10%；7月12日美国10年期国债收益率降至4.18%（7月10日为4.28%，7月1日为4.48%）。

从美国CPI的分项来看，6月美国CPI走势中有以下变化值得关注：

(1) 能源项明显回落：能源项此前在2024年3月转正，4月至5月连续上升，5月达到3.7%，但6月回落至1.0%。与之相关的是，交通运输项的增速也从5月的2.9%回落至6月的1.3%。

(2) 原油价格在75美元/桶至94美元/桶高位区间的格局依然稳固。从近期的变化来看，5月布伦特原油现货价均值为82.2美元/桶、6月均值为82.8美元/桶，7月截止12日均值为88.0美元/桶，6月OPEC原油产量同比-5.79%。

(3) 食品与饮料项小幅下降，商品项转负：经历2022Q4以来的持续下行之后，食品与饮料项2月至6月连续运行在2.2%的水平（仅5月小幅下探2.1%）。6月商品项增速降至-0.3%（前值0.1%）。

(4) 居住项也出现回落：此前持续运行在4.5%至4.7%的高位区间，呈现出粘性特征，但6月也下降至4.4%。与之相关的业主等价租金、住所租金等也都出现了回落。

(5) 不含房租的服务价格也出现了回落：服务类整体价格增速降至5.0%（前值5.2%），其中住所租金项增速持续下行，6月达到5.1%；不含住所租金的服务类价格增速此前连续5个月上升，6月回落至4.8%（前值5.0%）。但在不含住所租金的服务之中，医疗保健、教育、通信等价格都在回升。

■ 投资建议

综上所述我们认为：当前美国失业率趋于上升，时薪增速趋于下降，就业市场有所降温；加之能源价格已进入区间波动状态，个人收入与零售增速保持平稳，综合判断未来美国CPI仍将趋于回落，这指向美联储控通胀的必要性下降，稳就业的必要性上升，美联储降息预期升温。但美国房屋销售价格以及与此相关的美国CPI居住项反弹可能会延缓美联储降息预期的兑现，但也只是延缓。

■ 风险提示

(1) 地缘政治冲击可能推升能源价格；(2) 美国房屋销售与价格继续上升；(3) 美联储可能会继续推迟降息。

日期：2024年07月15日

分析师：高明

E-mail：gaoming@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524050003

相关报告：

《美国通胀率的五个观察视角》

——2024年06月21日

正文目录

1. 6月欧元区与美国通胀率都在回落	3
2. 美国通胀率的五个观察视角	4
2.1. 国际能源价格	4
2.2. 失业率与薪资增速	5
2.3. 住房销量与价格	6
2.4. 个人收入与零售	6
2.5. 国债收益率隐含的通胀预期	7
3. 投资建议	7
4. 风险提示	8

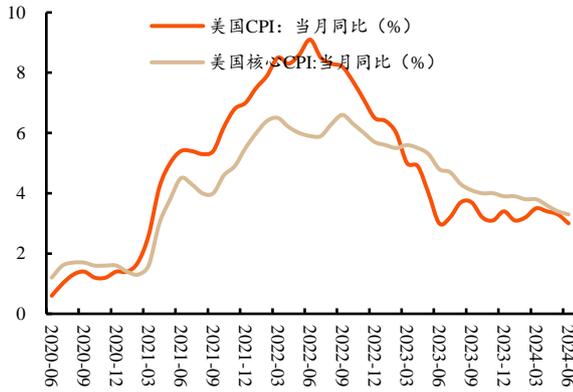
图目录

图 1: 美国 CPI 与核心 CPI	3
图 2: 欧元区 HICP 与核心 HICP	3
图 3: 美国 CPI 的能源项与交通运输项	4
图 4: 美国 CPI 的食品饮料项与商品类	4
图 5: 美国 CPI 中的居住成本	4
图 6: 美国 CPI 服务项、房租项以及不含房租的服务项	4
图 7: 美国 CPI 中的医疗保健、教育与通讯	4
图 8: 美国 CPI 中的娱乐项与其他商品与服务项	4
图 9: 布伦特原油现货价与美国原油钻机数	5
图 10: 美国 PPI 与中国 PPI	5
图 11: OPEC 原油产量及其增速	5
图 12: 美国原油产量及其增速	5
图 13: 美国新增非农就业数初值	5
图 14: 美国失业率	5
图 15: 美国劳动力参与率	6
图 16: 美国非管理人员平均时薪增速	6
图 17: 美国新屋、成屋销售中位价	6
图 18: 美国新屋、成屋销售量	6
图 19: 美国个人总收入增速	7
图 20: 美国零售和食品服务销售额增速	7
图 21: 美国 10 年期与 1 年期国债收益率	7
图 22: 美国 10 年期国债实际收益率与黄金价格	7

1. 6月欧元区与美国通胀率都在回落

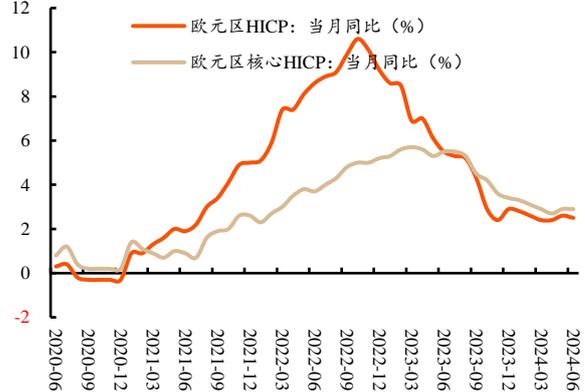
6月欧元区 HICP 增速 2.50 % (前值 2.60 %), 核心 HICP 增速 2.90 % (前值 2.90 %)。6月美国 CPI 增速降至 3.00 % (前值 3.30 %); 核心 CPI 增速降至 3.30 % (前值 3.40 %)。

图1:美国 CPI 与核心 CPI



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:欧元区 HICP 与核心 HICP



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从美国 CPI 的分项来看, 6月美国 CPI 走势中有以下变化值得关注:

(1) **能源项明显回落:** 能源项此前在 2024 年 3 月转正, 4 月至 5 月连续上升, 5 月达到 3.70 %, 但 6 月回落至 1.00 %。与之相关的是, 交通运输项的增速也从 5 月的 2.90 % 回落至 6 月的 1.30 %。

(2) **食品与饮料项相对稳定:** 经历 2022Q4 以来的持续下行之后, 自 2 月至 6 月连续运行在 2.20 % 的水平 (仅 5 月小幅下探 2.10 %)。

(3) **商品项增速转负:** 6 月商品项增速降至 -0.30 % (前值 0.10 %)。

(4) **居住项也出现回落:** 此前持续运行在 4.5% 至 4.7% 的高位区间, 呈现出粘性特征, 但 6 月也降至 4.40 %。与之相关的业主等价租金、住所租金等也都出现回落。

(5) **不含房租的服务价格也出现了回落:** 服务类整体价格增速降至 5.00 % (前值 5.20 %), 其中住所租金项增速持续下行, 6 月达到 5.10 %; 不含住所租金的服务类价格增速此前经历连续 5 个月的持续上升之后, 6 月回落至 4.80 % (前值 5.00 %)。

(6) **不含住所租金的服务之中医疗保健、教育、通信等价格都在回升:** 医疗保健项仍保持上行趋势; 教育项也出现了连续 3 个月的上升; 通讯项收窄降幅; 娱乐项保持平稳; 而其他商品与服务项也出现了反弹。总体我们认为, 不含住所租金的服务项回落可能主要是交通运输项的回落所致。

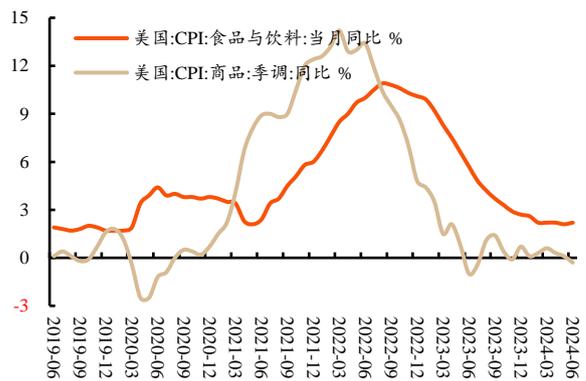
综上所述, 我们认为影响美国通胀率未来走势的重点影响因素包括了国际油价、劳动力市场、住宅市场、商品销售, 同时国债市场所交易的通胀预期也在出现变化, 这构成了美国通胀率未来走势的五个观察视角。

图3:美国 CPI 的能源项与交通运输项



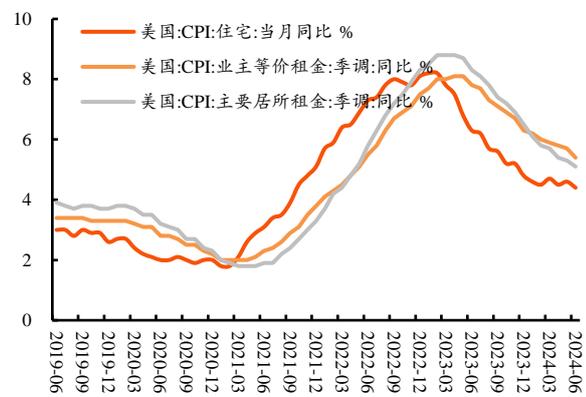
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:美国 CPI 的食品饮料项与商品类



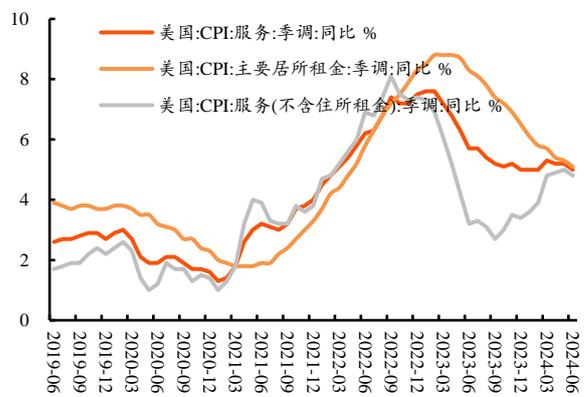
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:美国 CPI 中的居住成本



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:美国 CPI 服务项、房租项以及不含房租的服务项



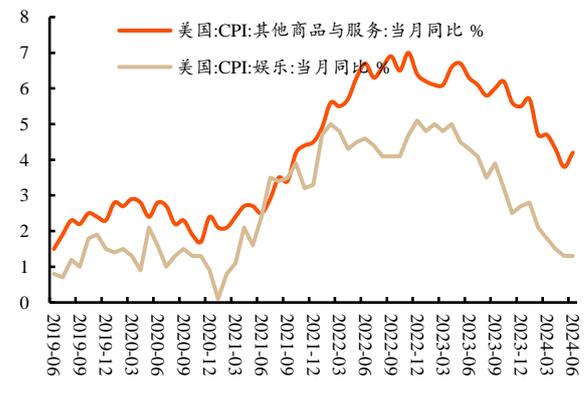
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:美国 CPI 中的医疗保健、教育与通讯



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:美国 CPI 中的娱乐项与其他商品与服务项



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 美国通胀率的五个观察视角

2.1. 国际能源价格

2023 年以来国际油价已经进入 75 美元/桶至 94 美元/桶的高位区间。以布伦特原油现货价的月度均值衡量, 2023 年以来最低值 74.85 美元/桶, 最高值 94.19 美元/桶, 平均值 83.57 美元/桶; 而 2015 年至 2019 年最高值仅为 80.41 美元/桶。从近期的变化来看, 5 月均值 82.20 美元/桶、6 月均值请务必阅读报告正文后各项声明

82.80 美元/桶，7 月截止 12 日的均值为 87.99 美元/桶，6 月 OPEC 原油产量同比-5.79%。总体判断，原油区间震荡的格局仍然稳固。

图9:布伦特原油现货价与美国原油钻机数



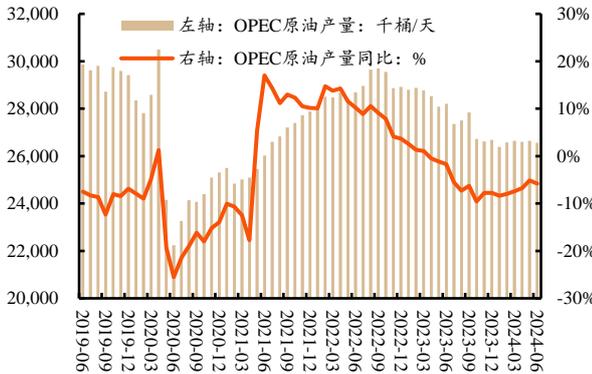
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:美国 PPI 与中国 PPI



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:OPEC 原油产量及其增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:美国原油产量及其增速

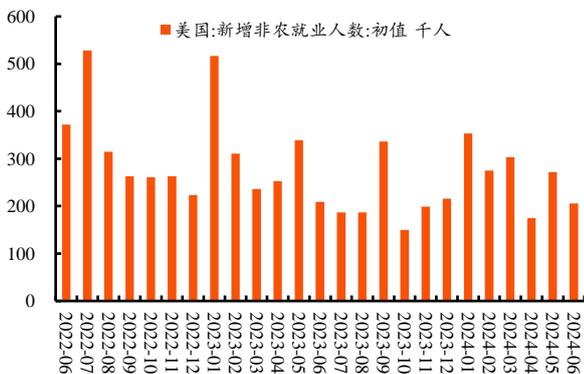


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.2. 失业率与薪资增速

6 月美国失业率上升至 4.10% (前值 4.00%)，劳动力参与率小幅反弹至 62.60% (前值 62.50%)，薪资增速降至 3.98% (前值 4.03%)。总之，失业率上升与时薪增速下降指向美国劳动力市场供需偏紧程度进一步缓解。

图13:美国新增非农就业数初值



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:美国失业率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:美国劳动力参与率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:美国非管理人员平均时薪增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.3. 住房销量与价格

美国成屋销售中位价增速继续上升。2024 年以来美国成屋销售中位价持续回升, 5 月同比增幅达到 5.75% (前值 5.39%); 但成屋销售套数从 2 月的 438 套逐渐回落至 5 月的 411 套。我们认为, 住房销售价格是对美联储降息反映最为敏感的变量之一, 如果未来开启降息, 可能出现进一步上行, 并驱动 CPI 居住成本上升。反过来说, 这也是制约美联储降息的因素之一。

图17:美国新屋、成屋销售中位价



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

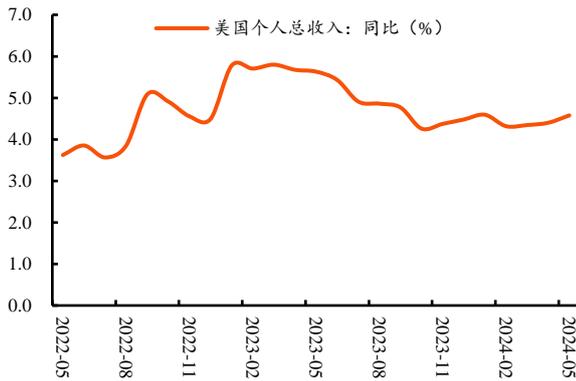
图18:美国新屋、成屋销售量



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.4. 个人收入与零售

当前美国个人收入增速、零售和食品服务销售增速保持平稳, 不会构成助推通胀率上行的主要因素。截至 5 月的数据, 美国个人总收入增长 4.58% (前值 4.40%); 零售和食品服务销售额增长 2.27% (前值 2.74%)。

图19:美国个人总收入增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:美国零售和食品服务销售额增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.5. 国债收益率隐含的通胀预期

7月12日,美国1年期国债收益率降至4.87%(7月10日为5.01%),而7月1日仍然在5.10%;7月12日美国10年期国债收益率降至4.18%(7月10日为4.28%,7月1日为4.48%)。我们认为,美国1年期国债与10年期国债名义收益率都出现回落,反映了美国失业率上升、通胀率回落之后美联储降息预期的上升。随着美国利率的回落,黄金价格也再次回升,7月12日收于2,406.85美元/盎司。

图21:美国10年期与1年期国债收益率


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:美国10年期国债实际收益率与黄金价格


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

我们认为,当前美国失业率趋于上升,时薪增速也趋于下降,就业市场有所降温;加之能源价格进入区间波动状态,个人收入与零售增速保持平稳,综合判断未来美国CPI仍将趋于回落,这指向美联储控通胀必要性下降,稳就业必要性上升,美联储降息预期升温。但美国的房屋销售价格以及与此相关的美国CPI居住项的反弹可能延缓美联储降息预期的兑现,但也只是延缓。

4. 风险提示

(1) 地缘政治冲击可能推升能源价格

俄乌冲突的继续与中东局势的升级可能推升国际能源价格，这会强化美国的通胀粘性，导致美联储推迟降息。

(2) 美国房屋销售与价格继续上升

随着降息预期的上升，美国房屋销售和价格可能继续上升，并推升美国CPI的居住项。

(3) 美联储可能会继续推迟降息

由于国际能源价格的不确定性、美国国内房地产价格可能进一步恢复，美联储可能会继续推迟降息。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。