

相关研究

《居民、企业信贷双双回暖——6月金融数据点评》2023.7.12

《政策或更积极——6月物价数据点评》2023.7.10

《通胀压力仍大——2023年6月美国非农数据点评》2023.7.8

核心通胀后续如何看？ ——美国 2023 年 6 月物价数据点评

投资要点:

- **美国通胀继续回落。**6月美国CPI同比继续下行至3.0%，较上一月大幅下行了1个百分点，为2021年3月以来最低水平。从结构来看，能源通胀大幅下行是主要贡献。不过，去年同期高基数也有影响。如果剔除基数，年化平均通胀水平仍高达**6.0%**。
- **核心通胀压力略有缓解。**6月核心CPI同比大幅回落至4.8%，其中，核心商品通胀环比再度转负；而核心服务通胀虽有缓解，仍在高位，对高通胀仍有支撑。
- **往前看，随着二手车价格的继续放缓，有望带动核心商品通胀继续下行；而租金通胀也有缓解迹象，接下来几个月，核心服务通胀也有望缓解。不过，考虑到美国经济下行较慢，年底核心通胀或难以回到3%以下，离美联储的目标尚远，短期或难以看到美联储的宽松。**
- **市场预期如何？**根据CME观察显示，截至7月12日，市场预期美联储在7月大概率加息1次（概率超90%），此后维持高利率水平到明年，并预期美联储大概率于明年3月降息。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

图目录

图 1	美国 CPI 主要分项的贡献 (%)	3
图 2	美国历年 6 月 CPI 环比增速 (%)	3
图 3	美国历年 6 月核心 CPI 季调环比 (%)	4
图 4	核心商品通胀环比与核心服务通胀环比 (%)	4
图 5	美国二手车通胀环比与剔除二手车的核心商品环比 (%)	5
图 6	美国二手车通胀环比与二手车市场价格指数环比 (%)	5
图 7	美国房价增速对租金通胀大概领先 1 年多 (%)，同比	5
图 8	市场预期美联储加息概率 (%)	6

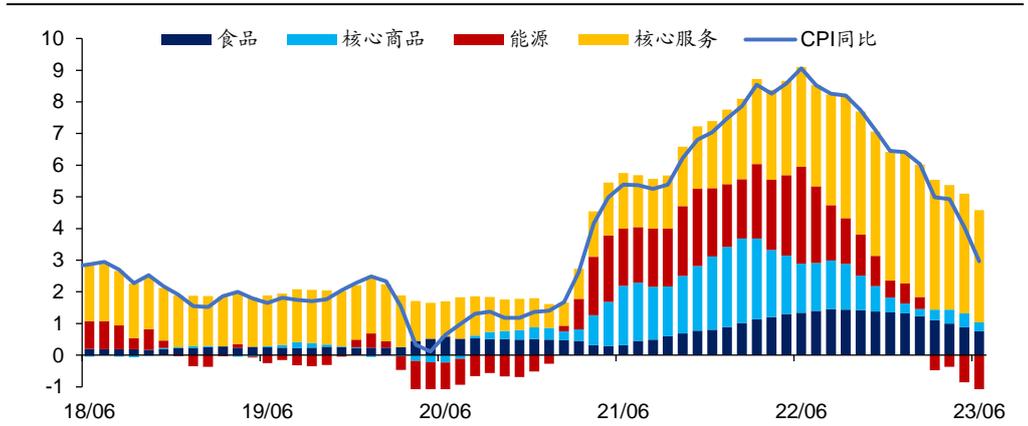
美国通胀继续回落。6月美国CPI同比继续下行至3.0%，较上一月大幅下行了1个百分点，为2021年3月以来最低水平。

从结构来看，能源通胀大幅下行仍是主要贡献。6月美国能源通胀同比跌幅扩大至16.7%，为2020年5月以来新低，下拉美国整体通胀1.2个百分点，是当月通胀大幅下行的主要原因。并且，能源通胀已经连续4个月推动整体通胀下行。

不过，去年同期高基数也有影响。例如，去年6月通胀高达9.1%，是80年代以来的阶段性高点。尤其是去年受俄乌地缘风险影响，能源通胀同比高达41.6%，接近历史新高。

如果我们剔除基数影响，6月美国年化通胀同比仍高达6.0%；且自2022年4月开始，美国年化通胀同比均在6.0%及以上水平。

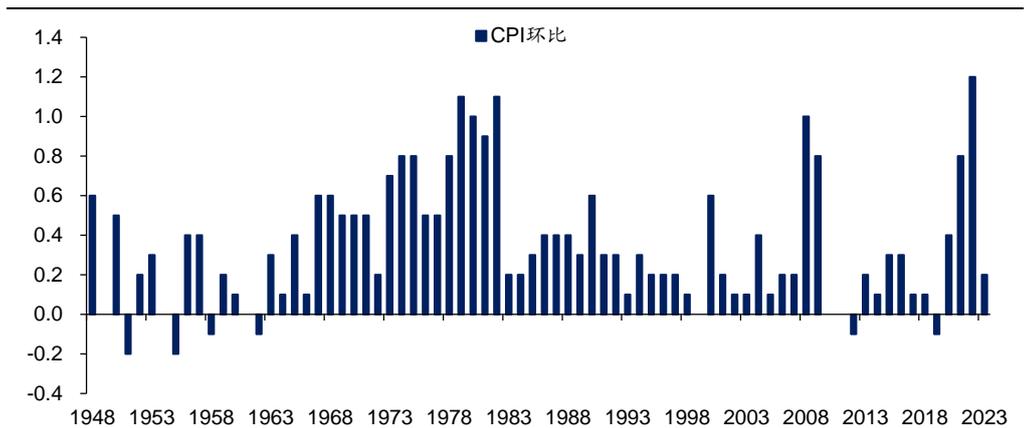
图1 美国CPI主要分项的贡献(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

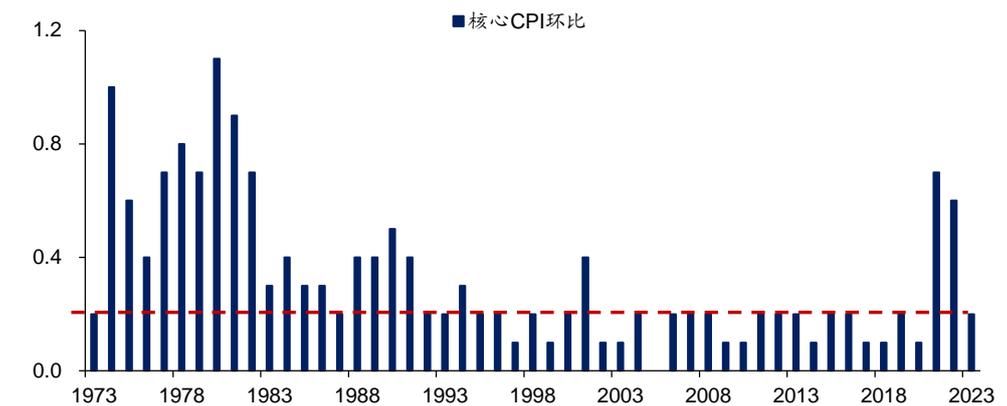
从环比来看，6月CPI环比较上一月回升0.1个百分点至0.2%。但与历史同期相比，则处于相对较低的位置。环比的回升主要与能源价格环比回升有关，食品、核心商品以及核心服务的价格环比都是放缓的。不过，整体上能源价格回升幅度也较小，因而整体通胀环比虽有回升但较弱。

图2 美国历年6月CPI环比增速(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

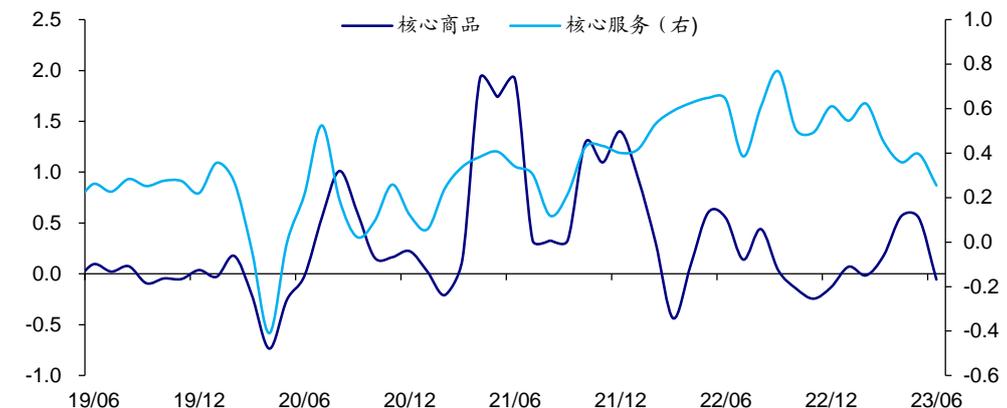
核心通胀压力略有缓解。6月核心CPI同比明显回落至4.8%，是2021年10月以来的低点。从环比角度来看，核心通胀环比也从之前的0.4%-0.5%的水平回落至0.3%，回到了历史同期的平均水平。

图3 美国历年6月核心CPI季调环比(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

从结构来看，**核心商品通胀出现明显缓解**。6月核心商品通胀同比回落至1.3%，环比大幅转负至0.1%，为今年2月以来首次。实际上，前几个月核心商品通胀下行停滞的关键因素在于二手车通胀的连续回升。不过，6月二手车通胀重新回落，带动了核心商品通胀的缓解。

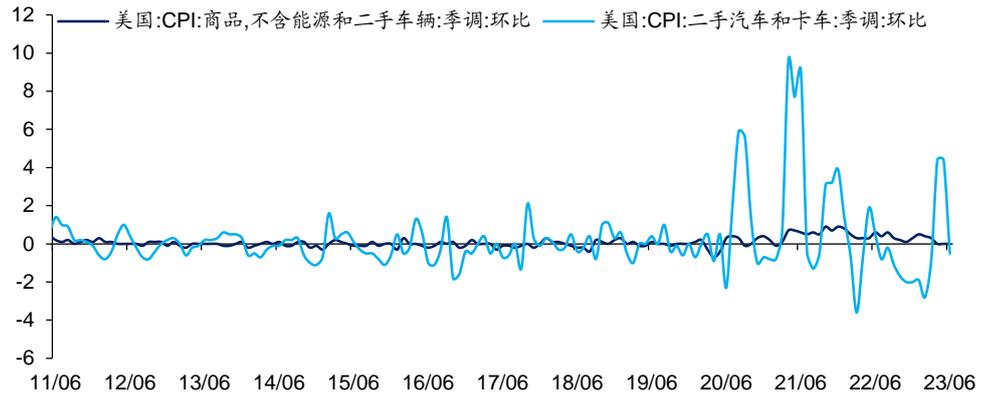
核心服务压力仍大。6月核心服务通胀同比小幅回落至6.2%，仍处于80年代以来高位，贡献了3.5个百分点，是核心通胀居于高位的关键。尤其是主要居住租金和业主等价租金，虽然同环比均较上一月有所放缓，但仍处于历史高位。

图4 核心商品通胀环比与核心服务通胀环比(%)


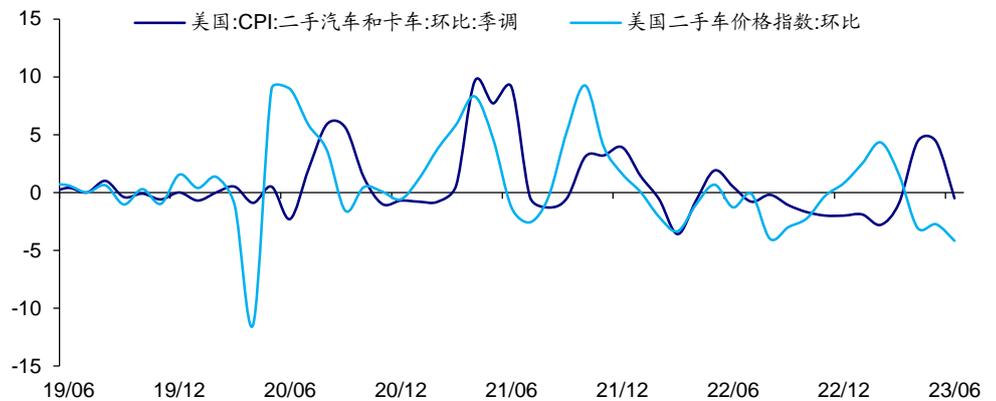
资料来源：Wind，海通证券研究所

核心通胀后续走势怎么看？

就**核心商品**来看，之前几个月制约核心商品通胀下行的关键因素是二手车，例如，截至6月，剔除二手车后的核心商品环比已经连续3个月处于0的水平。往前看，市场化二手车价格指数仍在下行，接下来几个月二手车通胀或继续放缓，有望带动核心商品通胀继续下行。

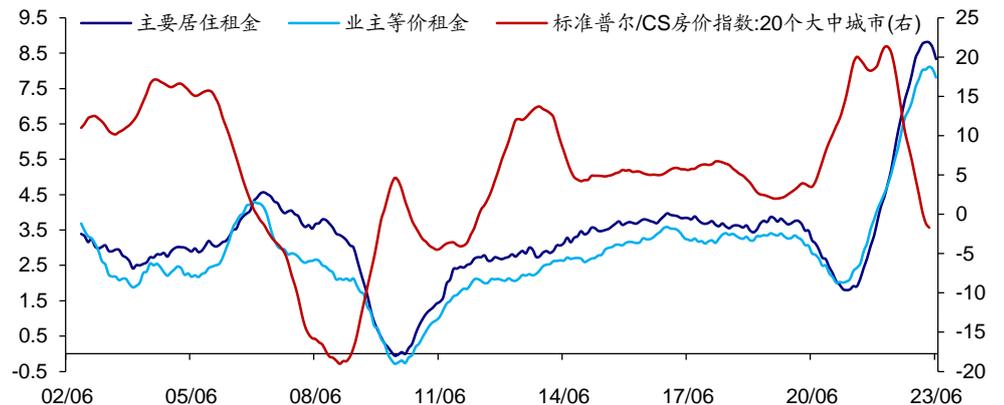
图5 美国二手车通胀环比与剔除二手车的核心商品环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 美国二手车通胀环比与二手车市场价格指数环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

就租金通胀来说,从房价和市场租金领先来看,美国房价增速已经从高点回落至-1.7%,连续2个月为负,并且租金通胀环比也出现逐步放缓的迹象。我们预计,租金通胀或在接下来1-2个季度继续缓解。

图7 美国房价增速对租金通胀大概领先1年多 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

就劳动市场来说,当前劳动力市场依然紧张,整体工资增速仍高,也即除住房外的核心通胀压力依然较大。

总的来说,我们预计,核心通胀在下半年或开始逐步缓解。不过考虑到,美国经济下行较慢,年底核心通胀或难以回落在3%以下。不过,随着后续高基数效应逐步消退后,我们预计通胀放缓的速度将放缓,美联储短期或难以看到降息。

市场预期如何？根据 CME 观察显示，截至 7 月 12 日，市场预期美联储在 7 月大概率继续加息 25BP（概率为 94.2%），此后维持高利率水平到明年；市场预期明年 3 月大概率出现降息。

图8 市场预期美联储加息概率（%）

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	94.2%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	81.9%	13.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	67.9%	25.6%	2.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.7%	59.6%	21.0%	1.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.5%	34.8%	43.3%	12.9%	1.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.5%	23.4%	39.7%	25.7%	6.1%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.5%	24.2%	39.0%	24.7%	5.8%	0.4%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.6%	17.1%	33.4%	30.1%	13.0%	2.5%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.3%	31.2%	30.5%	15.2%	3.9%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	13.2%	28.5%	30.7%	17.8%	5.8%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.1%	1.6%	8.6%	21.9%	29.7%	23.4%	11.0%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.1%	9.6%	22.5%	29.2%	22.5%	10.4%	2.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME 官网，海通证券研究所，截至 7 月 12 日。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。