

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

美国“去通胀”仅余最后一公里

2024年8月29日

- **美国“去通胀”仅余最后一公里。**今年二季度以来，美国CPI同比呈下降趋势，通胀压力逐步缓解。7月CPI和核心CPI同比分别进一步下降至2.9%和3.2%，7月CPI的进一步降温主要是核心通胀的带动，尤其是核心服务。目前，美国通胀距离其2%的目标，大约还有1个百分点左右的距离，美国“去通胀”进程仅余这最后一公里。
- **与2020年底相比，核心服务通胀回落最大分项是住房通胀。**对比今年7月通胀与2020年底的通胀表现，今年7月美国CPI同比较2020年12月上升1.5个百分点，核心商品贡献是-0.7个百分点，非住房租金通胀贡献0.9个百分点，住房租金通胀贡献1.1个百分点。从目前来看，阻力最大的是住房通胀。往后看，核心服务通胀有望继续得到缓解。
- **一方面，住房租金价格增速有望延续回落。**尽管去年5月美国房价增速曾出现反弹，但由于滞后性的影响，美国房屋价格出现的上涨变动或不会阻碍下半年住房租金增速的继续回落。近一次房价反弹对租金的影响或落在明年，但需要注意的是，由于这次美国房价反弹后已再次出现回落，这或也指向过去这一次房价反弹的幅度和高度有限，带来的影响也有限。
- **另一方面，下半年就业市场或仍会继续放缓。**我们前期报告指出，失业率、人口、劳动力参与率等指标之间存在严格的勾稽关系。目前，美国就业市场已出现较多放缓迹象。根据我们构建的失业率三框架分析，我们认为未来美国劳动力供给可能缓慢增长，新增就业人数也呈放缓趋势。我们认为未来失业率进一步上升或也会给核心服务通胀带来下行动力。
- **核心通胀继续下降，打开联储降息大门。**目前核心商品通胀已经下降，而更大的“去通胀”问题集中在核心服务通胀。我们认为，房租走势和就业市场变化都指向下半年核心CPI同比或仍能进一步下降。我们认为尽管四季度整体通胀或有扰动，但更为重要的核心CPI同比增速或在下半年继续回落，美联储降息仍有望开启。
- **风险因素：**美国货币政策宽松超预期；地缘政治风险等

目 录

一、美国“去通胀”仅余最后一公里.....	3
二、核心通胀继续下降，打开联储降息大门.....	5
风险因素.....	8

图 目 录

图 1：今年上半年，美国 CPI 整体呈下降趋势.....	3
图 2：核心服务是美国通胀的重要原因.....	4
图 3：与 2020 年底相比，通胀阻碍最大的是住房通胀.....	4
图 4：布伦特原油价格在去年 9 月是年内的高点.....	5
图 5：房价反弹对租金的影响或落在明年.....	6
图 6：新增非农就业人数降低，就业市场降温.....	6
图 7：新增非农就业人数缓慢下降.....	7

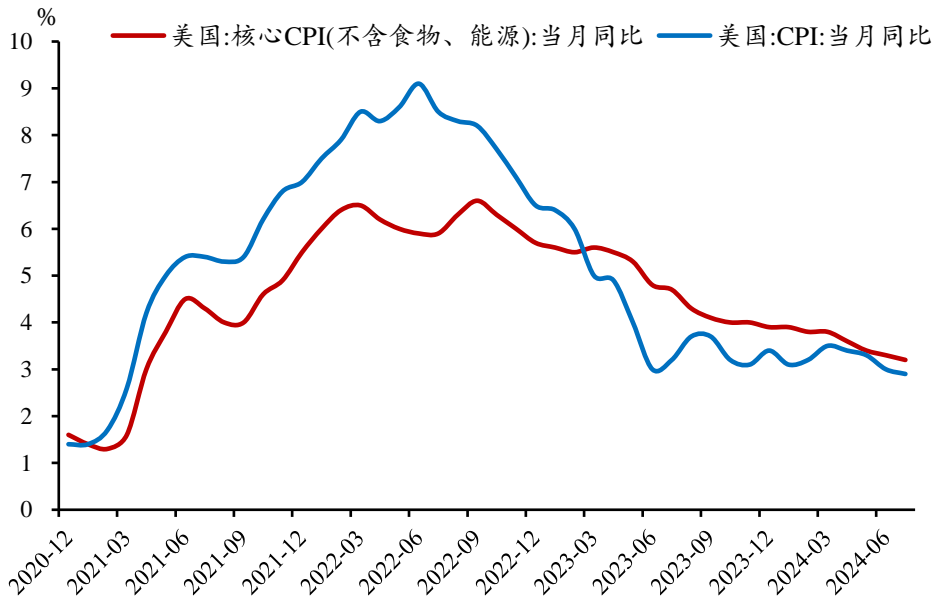
一、美国“去通胀”仅余最后一公里

目前，美国通胀距离其 2% 的目标，大约还有 1 个百分点左右的距离，美国“去通胀”进程仅余这最后一公里。

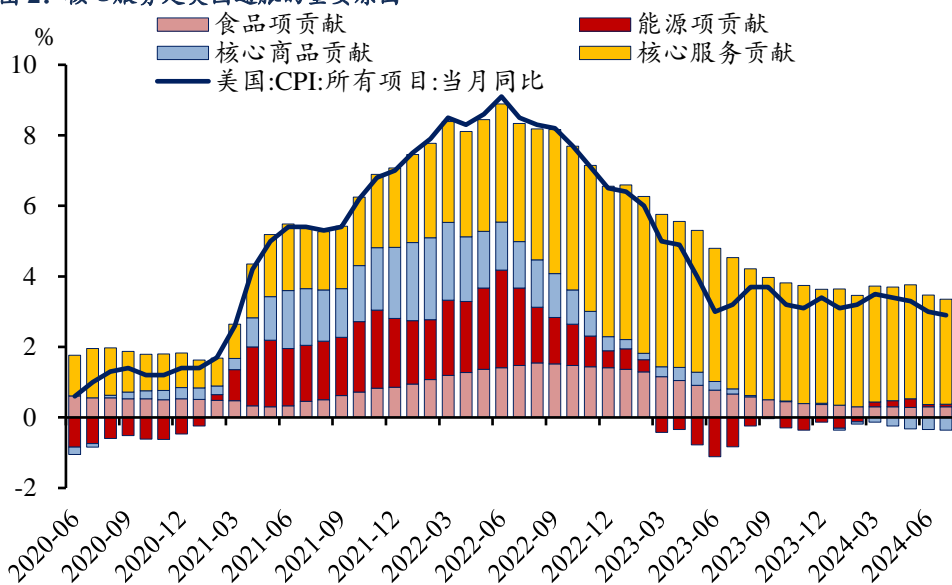
核心服务仍是美国通胀的重要因素。今年二季度以来，美国 CPI 同比呈下降趋势，通胀压力逐步缓解。现在食品项贡献已经基本回到了美国通胀上升前的水平，食品通胀对整体通胀的边际影响已十分有限。通过拆解不难看出，核心服务通胀依旧明显高于 2020 年疫情尚未导致高通胀之前的水平（图 2）。7 月 CPI 和核心 CPI 同比分别进一步下降至 2.9% 和 3.2%，食品和能源项表现分别是持平和略有反弹，7 月 CPI 的进一步降温主要是核心通胀的带动，尤其是核心服务。

与 2020 年底相比，目前核心服务通胀回落阻碍最大的是住房通胀。对比今年 7 月通胀与 2020 年底的通胀表现，今年 7 月美国 CPI 同比为 2.9%，较 2020 年 12 月上升 1.5 个百分点。在今年 7 月与 2020 年 12 月通胀的差距中，核心商品贡献是 -0.7 个百分点，非住房租金通胀贡献 0.9 个百分点，住房租金通胀贡献 1.1 个百分点（图 3）。核心商品是疫情期间通胀上升的原始驱动力，其导致核心通胀在 2021 年上升 2.3 个百分点，但核心商品已经抹去其在疫情期间的涨幅，甚至下降更多。从目前来看，阻力最大的是住房通胀。

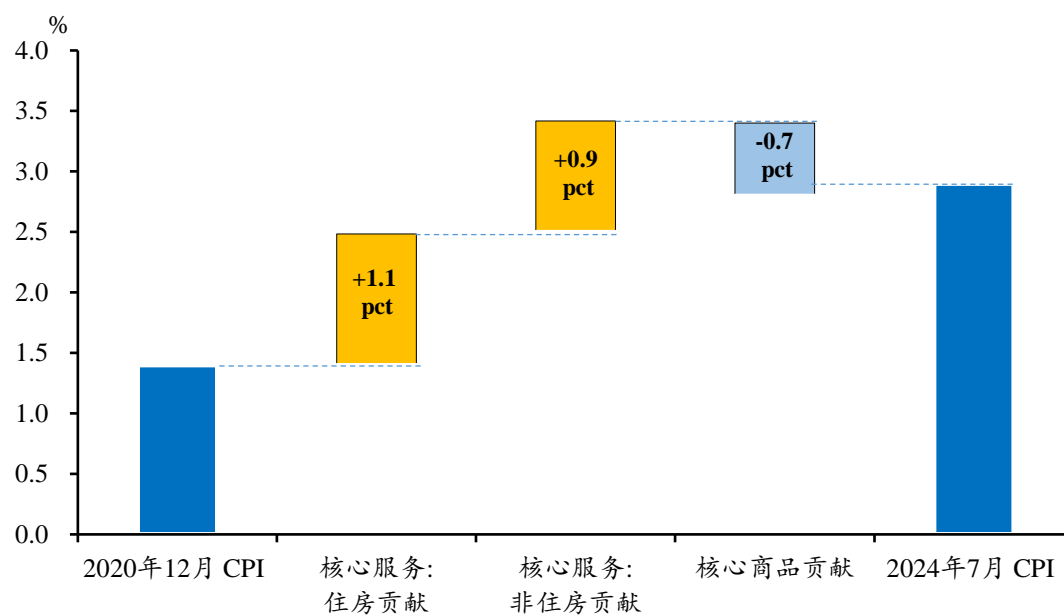
图 1：今年上半年，美国 CPI 整体呈下降趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：核心服务是美国通胀的重要原因


资料来源: ifind, Wind, 信达证券研发中心

图 3：与 2020 年底相比，通胀阻碍最大的是住房通胀


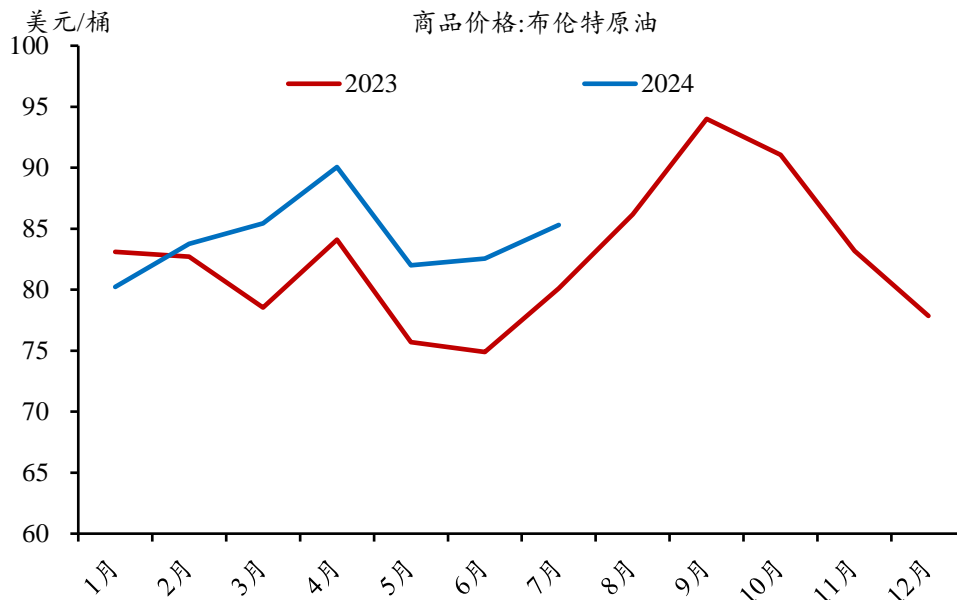
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、核心通胀继续下降，打开联储降息大门

7月美国通胀喜忧参半，喜在于美国核心通胀继续下行的表现打开了美联储降息的大门，忧在于后续能源价格或对四季度整体通胀有扰动。

7月能源价格同比较6月略有上升，而布伦特原油价格在去年9月是年内的高点，环比来看，去年9月环比增速亦是2020-2023年同期的高点，我们认为如果下半年布伦特原油价格月中枢仍在80-90美元/桶的区间波动，那么下半年美国能源CPI的同比变动或呈先下后上的走势，这或会对四季度的整体通胀有扰动。

图4：布伦特原油价格在去年9月是年内的高点



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

展望未来，我们认为尽管四季度整体通胀或有扰动，但更为重要的核心CPI同比增速或在下半年继续回落，美联储降息仍有望开启。

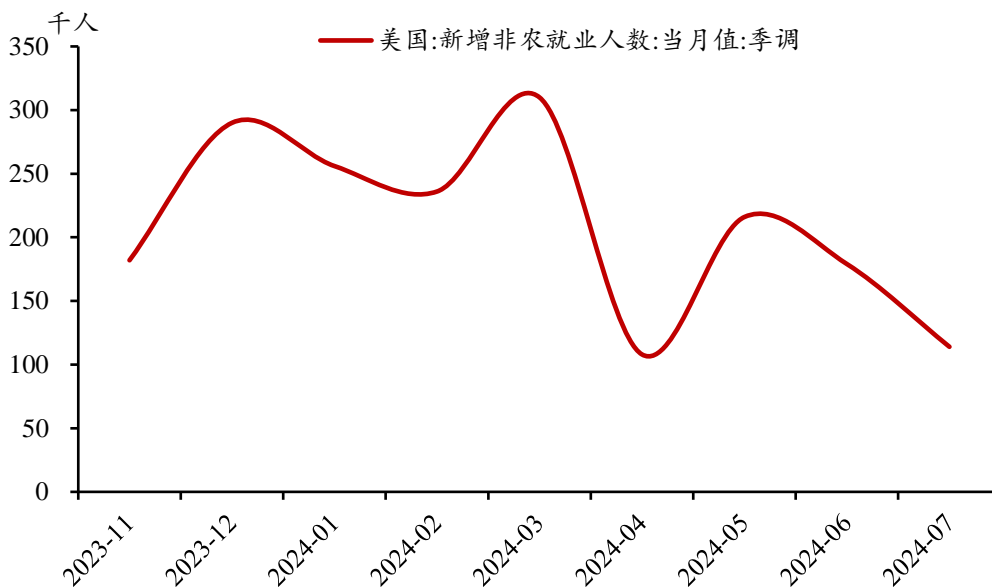
目前核心商品通胀已经下降，而更大的“去通胀”问题集中在核心服务通胀。我们认为，房租走势和就业市场变化都指向下半年核心CPI同比或仍能进一步下降。

一方面，住房租金价格增速有望延续回落。过去的核心服务通胀近半数由房屋租金贡献，在今年7月与2020年12月通胀的差距中，住房租金通胀贡献1.1个百分点（图3）。尽管去年5月美国房价增速曾出现反弹，但是房屋价格与房屋租金变化的时间并不完全同步。由于滞后性的影响，今年美国房屋价格出现的上涨变动或不会阻碍下半年住房租金增速的继续回落。近一次房价反弹对租金的影响或落在明年，但需要注意的是，由于这次美国房价反弹后已再次出现回落，这或也指向过去这一次房价反弹的幅度和高度也有限。

图 5：房价反弹对租金的影响或落在明年


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

另一方面，下半年就业市场或仍会继续放缓。我们前期报告指出，失业率、人口、劳动力参与率等指标之间存在严格的勾稽关系，失业率是 16 岁以上人口、劳动力参与率、就业人数三个变量的函数。目前，美国就业市场已出现较多放缓迹象。从新增非农就业人数来看，美国 7 月非农就业人数降至 11.4 万人，创 2020 年 12 月以来新低，远低于预期的 17.6 万人，同时也可以观察到前几个月的非农就业人数被明显下修，意味着目前劳动力市场并不如先前数据上显示的强劲。根据我们构建的失业率三框架分析，我们认为，就业市场可能继续降温，未来失业率也可能会继续上升（见已外发报告《为什么美国就业放缓不至于引发衰退？——兼论美国失业率分析框架》）。

图 6：新增非农就业人数降低，就业市场降温


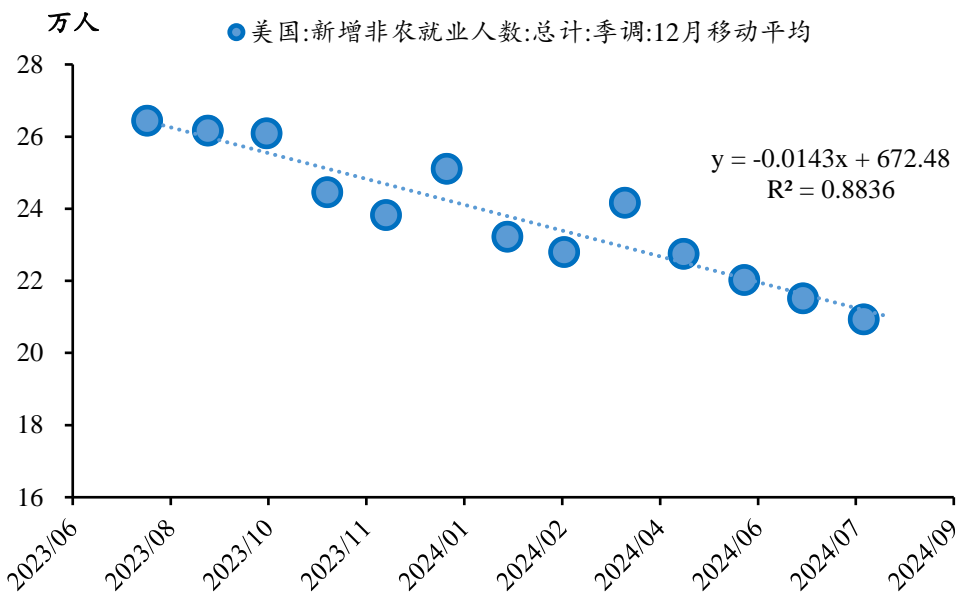
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1) 分母端，未来美国劳动力供给可能缓慢增长。16岁以上人口：近年来美国人口经历了快速增长后放缓的过程——2022-2023年，在大量移民进入背景下，美国人口快速增长，16岁以上人口增速达到1%以上，但2024年以来，人口增长有所放缓，16岁以上人口增速降至0.6%左右。劳动力参与率：由于美国劳动力人口持续增长，而非劳动力人口基本稳定，二者共同作用下，劳动力参与率预计将继续缓慢修复，到2025年底有望修复至疫情前水平。

2) 分子端，即就业人数，目前的放缓趋势仍然是温和的。根据线性回归方程估计的结果，2023年下半年美联储停止加息之后，美国新增非农就业人数平均每月减少4300-4400人。美国就业咨询公司“挑战者”（Challenger, Gray&Christmas）的数据显示，2024年7月，挑战者企业裁员2.59万人，较上月减少2.29万人。

基于上述分析，我们认为未来失业率可能进一步上升。伴随着失业率上升，就业成本指数或将下降，或也会给核心服务通胀带来下行动力。

图7：新增非农就业人数缓慢下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

美国货币政策宽松超预期；地缘政治风险等

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。