

通胀回落给予联储灵活决策空间

——5月美国通胀数据传递的信号

核心观点

5月美国CPI回落主要源于基数效应和能源分项的负向拉动。虽然核心CPI粘性仍在，但是CPI读数的快速回落确实给予了联储在6月灵活进退的空间。本月议息会议存在暂停加息的可能性，但实际对流动性预期影响更大的是6月点阵图。

从联储的视角出发，考虑到当前就业市场和薪资增速的韧性，我们认为6月点阵图联储不会给出年内降息空间。

从实际出发，我们认为美国全年通胀下行可能超预期，Q4仍有降息空间，联储态度可能在9月点阵图中出现反转。

□ 5月CPI增速下行主要源于基数效应和能源分项的负向拉动

5月美国CPI同比增速4.0%，相较前值4.9%持续回落；环比增速0.1%，相较前值0.4%收敛明显，主要源于能源分项的驱动，本月能源分项环比下行-3.6%（前值0.6%），是本月唯一环比下行的一级分项。4月核心CPI同比增速5.3%，相较前值5.5%小幅回落，与CPI的缺口继续扩大；环比增速连续三个月维持在0.4%，依然极具粘性。

本月CPI下行主要源于基数效应和能源分项的负向拉动，核心CPI依然具有粘性，但工资驱动的通胀压力有所缓解。分项来看：核心商品分项环比0.6%持平前值，连续两月处于高位主要源于二手车价格环比反弹；住房分项环比0.6%，相较前值0.5%小幅走高；我们测算的剔除住房以外的核心服务分项环比本月位于0.1%-0.2%区间，相较前值有所回落，薪资压力对核心服务的上行驱动有所减弱。

□ 通胀压力回落给予联储本月灵活决策空间，核心关注本月点阵图

整体来看，本月CPI走势小幅低于预期，数据发布后美元指数和10年期美债利率小幅回落，美股期指小幅反弹。虽然核心CPI粘性仍在，但是CPI读数的快速回落确实给予了联储在6月灵活进退的空间。虽然本月议息会议存在暂停加息的可能性，但实际对流动性预期影响更大的是6月点阵图。

从联储的视角出发，考虑到当前就业市场和薪资增速的韧性，我们认为6月点阵图联储不会给出年内降息空间。

从实际出发，我们认为：在银行信用收缩的作用下，美国全年通胀下行可能超预期，Q4仍有降息空间，联储态度可能在9月点阵图中出现反转：一是源于中小银行的信用收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和工资增长压力，从而对美国通胀尤其是核心CPI压力的缓解起到“对症下药”的作用。二是美国居民超额储蓄下半年逐步耗尽（旧金山联储最新测算截至3月美国居民超额余额约5000亿美元，将在下半年逐步耗尽）和学生贷款自8月起恢复偿还义务也将明显削弱消费需求，进一步缓解通胀压力，我们预计年末美国CPI可能回落至2.8%（详细请参考前期报告《水到渠成，股债双牛》）。

□ 学生贷款自8月起恢复偿还义务将削弱消费需求

学生贷款是居民贷款主要组成部分之一，截至2023年Q1规模达1.6万亿美元，占居民债务比重达9.4%。学生贷款在疫情期间享受了美国政府的双重福利：一是延迟债务偿还，2020年新冠一揽子方案在免除学生债务利息的同时，将学生债务的偿还期限推迟至2023年8月；二是部分债务永久豁免，拜登上任后加码政策豁免了约4410亿美元的学生债务（惠及超过3800万大学毕业生），在政策支持下学生贷款违约率从疫情期间的11%显著下行至0.67%。

上述两项福利可能在Q3中止，偿债压力增加将进一步在Q3对消费施加负面影响。一方面，2023年8月起，学生债务将恢复偿还；另一方面，作为本次债务上限谈判的牺牲品，拜登此前推行的债务豁免计划可能被推翻。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《降息是股债双牛的起点》

2023.06.13

2 《5月通胀解读：CPI低位运行，PPI继续下探》

2023.06.09

3 《出口回落不慌，结构重于趋势——2023年5月进出口数据的背后》

2023.06.08

一是学生债务豁免计划的受益人仍以中低收入和年轻群体为主，偿债压力增加可能会对消费形成压制。纽约联储数据显示，拜登债务豁免计划 97% 的受益人是年收入低于 75000 万美元的群体。低收入群体边际消费倾向高，是美国疫情以来消费能力超预期的中流砥柱；根据 BLS 的估算，年收入小于 10 万美元/年处于美国收入群体的 75% 分位以下，占美国整体消费额的比重为 59%。

二是学生贷款违约率将显著回升，助推银行信用收缩。自疫情以来，受益于联邦政府对学生债务的延期政策，美国学生贷款坏账率由疫情前（2020 年 Q1 数据）的 11% 陡降至 0.67%。纽约联储报告显示，该计划豁免了超过 500 亿美元的学生贷款坏账，是导致学生贷款违约率大幅下行的主要原因。如果学生贷款豁免计划被取消，此前已经被银行定义为坏账的超过 500 亿坏账或将需要再度被偿还，由于此类逾期贷款主要集中于黑人裔、西班牙裔等超低收入群体（年收入低于 50000 美元/年），超低收入群体偿债压力的陡升可能会导致贷款违约率上行。

□ 美债利率短期或维持高位震荡

美债方面，短期来看，美债利率可能维持高位震荡。中期来看，需重视信贷紧缩的影响，下半年 10 年美债利率或挑战 2.5%，主要源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行。

美股方面，预计 Q3 受流动性抽水及衰退压力显性化影响可能有回撤风险，Q4 货币政策拐点明确后拐头向上。

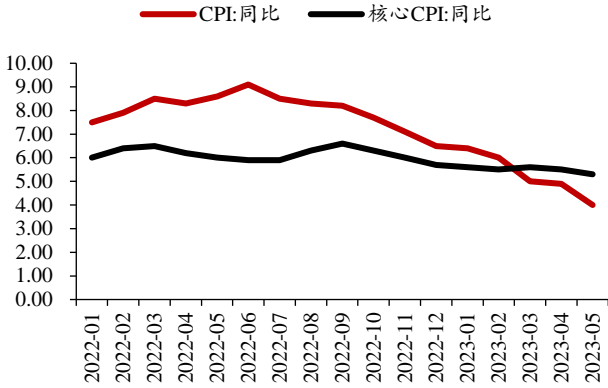
黄金方面，预计下半年伦敦金将再度挑战 2070 的前高位置，此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在，避险情绪仍是金价的重要支撑；二是信用紧缩的环境下，下半年美国通胀回落可能超预期，货币政策宽松空间可能进一步打开，实际利率下行将对金价形成提振。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

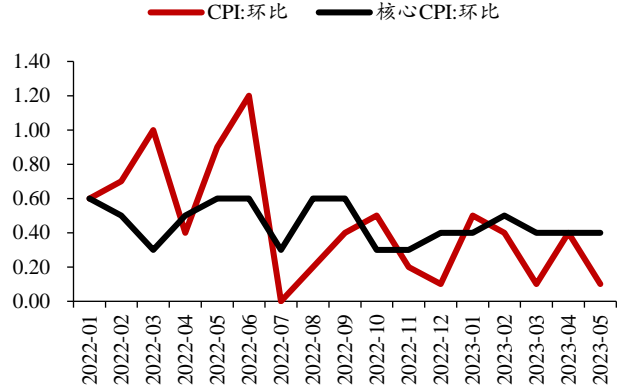
1.重要图表

图1: 美国 CPI 压力快速缓解, 核心 CPI 韧性仍存 (%)



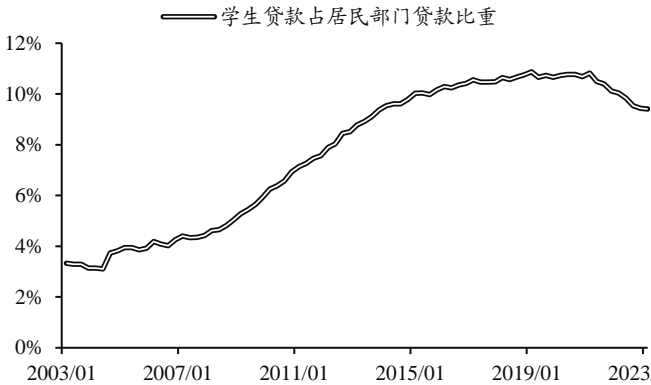
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国核心 CPI 连续 3 个月环比位于 0.4% (%)



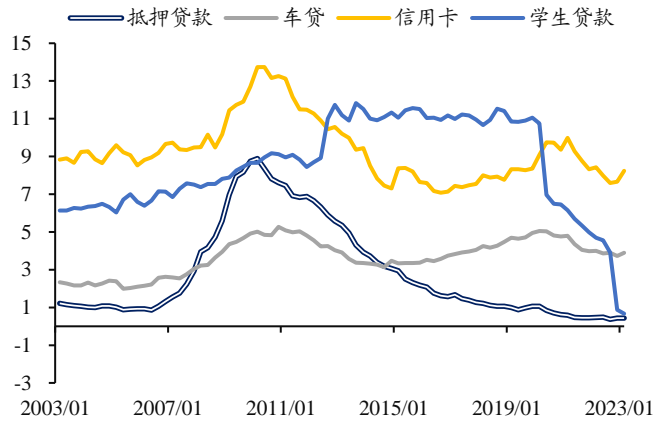
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 学生债务占居民部门债务比重 (%)



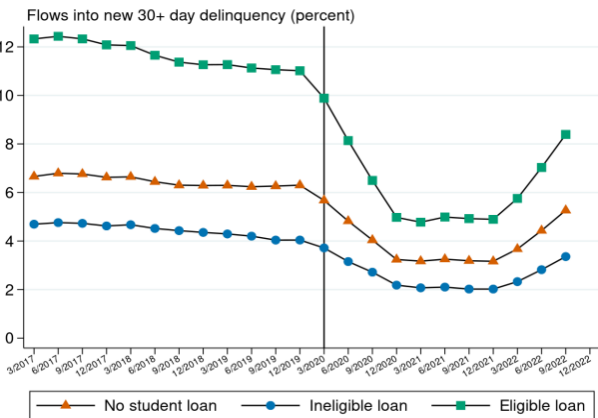
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图4: 政府支持下, 学生贷款违约率显著下行 (%)



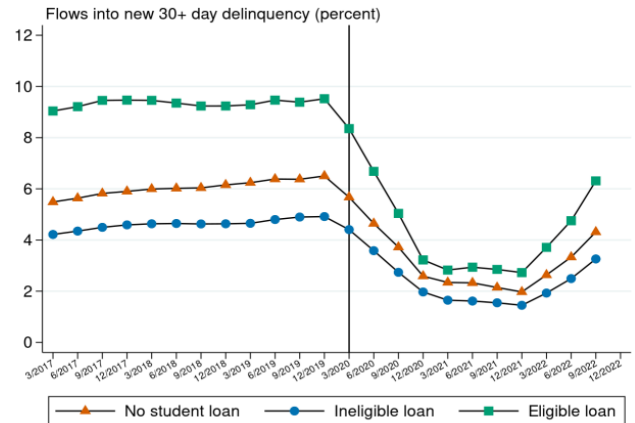
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图5: 获得学生贷款补助群体信用卡违约率高于其他 (%)



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图6: 获得学生贷款补助群体车贷违约率高于其他 (%)



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>