

薪资通胀压力仍在，关注信用收缩

——7月美国通胀数据传递的信号

核心观点

本月 CPI 低于预期但薪资驱动的通胀分项韧性仍在，未来进一步下行需信用紧缩驱动。近期穆迪下调部分中小型银行评级，原因主要源自三方面，分别是负债成本上升、盈利能力减弱以及资产端潜在风险，我们认为上述因素也将在下半年进一步驱动美国银行体系的信用收缩。

□ 薪资韧性仍在，剔除商品以外的核心服务分项小幅反弹

7月美国 CPI 同比增速 3.2%，结束低基数蜜月期相较前值小幅走高，但低于市场预期；环比增速 0.2%，相较前值持平。核心 CPI 环比 0.2%，相较前值持平；同比 4.7%，相较前值 4.9% 小幅回落。本月 CPI 整体反弹幅度低于预期，但薪资驱动的剔除住房以外的核心服务分项本月仍有较强韧性。分项来看：

核心商品分项环比 -0.3% 相较前值继续回落，连续两月位于负增长区间，在整体去库周期下这一走势也符合我们前期判断；住房分项本月环比 0.4%，相较前值基本持平仍有一定韧性；我们测算的剔除住房以外的核心服务分项环比本月约为 0.4%，相较前值小幅反弹，与 7 月非农工资的韧性基本一致，非农时薪自 4 月以来连续 4 个月环比增速均位于 0.4% 附近，对应年化增速仍接近 5% 韧性仍在。

我们曾于前期报告指出，自 7 月起高基数效应带动 CPI 快速回落的蜜月期已结束，CPI 同比增速可能自 7 月起小幅反弹，未来劳动力市场和通胀的进一步降温需要信用紧缩的驱动。

□ 银行评级下调的三大因素可能进一步驱动信用收缩

近期穆迪下调 10 家中小型银行评级（1000 亿以上规模 1 家），将 6 家银行列入降级审查（1000 亿以上规模 5 家），并调整 11 家银行（1000 亿以上规模 7 家）的前景展望至负面。穆迪下调评级的原因主要源自三方面，分别是负债成本上升、盈利能力减弱以及资产端潜在风险，我们认为上述因素也将在下半年进一步驱动美国银行体系的信用收缩。

一是资产端潜在风险，我们认为主要指向商业地产。我们曾于前期报告指出，美国银行表内的商业地产相关资产规模约 2.9 万亿美元，将是下半年推动银行信贷紧缩的重要力量。美国商业地产市场存在杠杆率高、违约率上行且中小银行对商业地产贷款过于集中的问题。受过去 2 年疫情影响，以互联网大厂为代表的企业普遍开启“居家办公模式”。空置率上升导致办公楼商业地产的违约率持续反弹（详细请参考前期报告《水到渠成，股债双牛》）。

二是负债成本上升，存款在当前银行负债结构中的占比约 84%，自 3 月美国银行业风险发酵后，存款搬家和货币市场基金收益率走高（美国货币基金利率已升至当前的 5.16%）的压力倒逼银行提升存款利率即负债成本，以 3 个月、6 个月和 1 年期存款利率为例，3 月利率分别为 0.67%、0.97% 和 1.49%，现已分别升至 1.11%、1.30% 和 1.72%，幅度分别达到 66%、34% 和 15%。

三是盈利能力减弱，主要源于持有证券浮亏和经济下行压力。证券浮亏方面，截至 2023 年 1 季度，美国银行持有证券浮亏 5155 亿美元，虽然浮亏暂未兑现但也将侵蚀银行净资产。此外，经济下行压力也局部恶化了表内资产质量，降低银行盈利能力。标普银行业指数和标普区域银行指数净资产收益率在 2023 年以来整体处于下行趋势。其中银行指数净资产收益率从 11.4% 小幅下行至 11.2%；区域银行指数净资产收益率从 12.5% 降至 11.1%，小银行利润下滑压力相对更大。

□ CPI 低于预期对 9 月联储决策扰动有限，财政压力可能增加 9 月按兵不动概率

本月 CPI 小幅低于预期，对 9 月联储决策扰动有限，目前来看 9 月仍需重视财政融资压力对联储政策的影响。考虑到短期美债发行压力仍大（Q3 新增发行 1 万亿美元，Q4 约 8520 亿美元），可能进一步增加 9 月联储按兵不动的概率。

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 《7月通胀：CPI 触底，PPI 反弹，物价出现一定积极因素》 2023.08.09

2 《基数扰动无忧，重“结构”轻“趋势”——2023年7月进出口数据的背后》 2023.08.08

3 《7月外储：国际收支稳健，货币政策宽松可期》 2023.08.07

就近来看，联储 6 月也曾暂停加息为债务上限达成后债券的放量发行节约融资成本（6 月国债总发行额 1.9 万亿，新增净发行 5500 亿美元，均为过去 1 年来新高）。**仅从利率成本视角来看，美联储的持续加息已为财政施加了沉重的利率负担，2023 财年截至 6 月末，联邦政府利息支出总额约 6879 亿美元，同比增加约 49%；截至 2023 年 6 月美国财政部当前美债的平均利率已达 2.8%，去年同期则为 1.8%。**

□ **美债利率整体高位震荡暂不具备趋势性下行基础**

美债方面，短期来看市场已对下半年供给放量进行充分预期，美债利率未来可能维持高位震荡；在信用收缩前暂时不具备趋势性下行的基础。

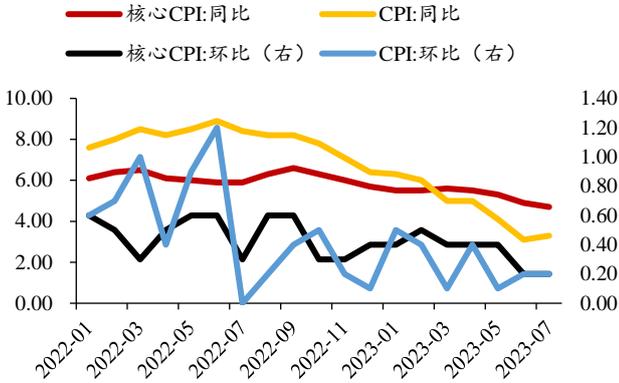
美元方面，短期美国经济仍具韧性，美元尚不具备大幅回落的基础。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美债利率上行超预期

1 重要图表

图1: 美国通胀走势 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国国债平均利率 (%)



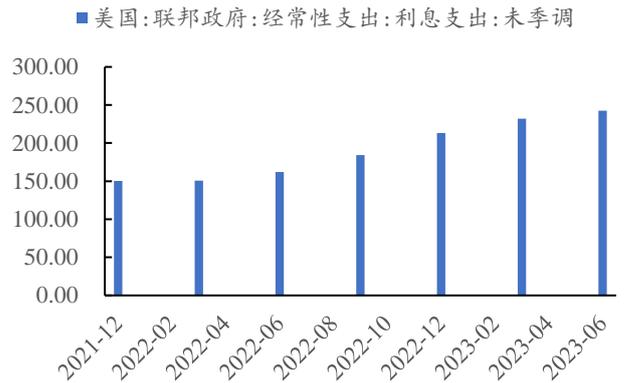
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美国联邦政府赤字规模月度走势 (百万美元)



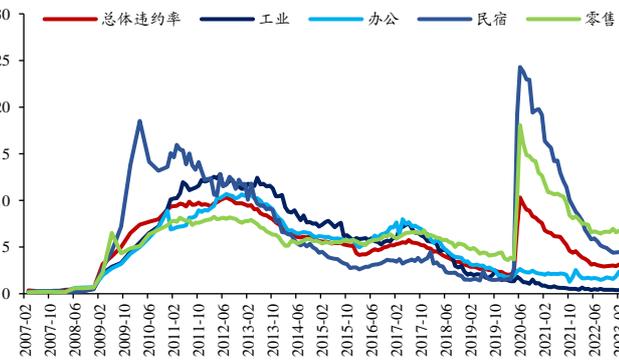
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 美国联邦政府利息支出 (十亿美元)



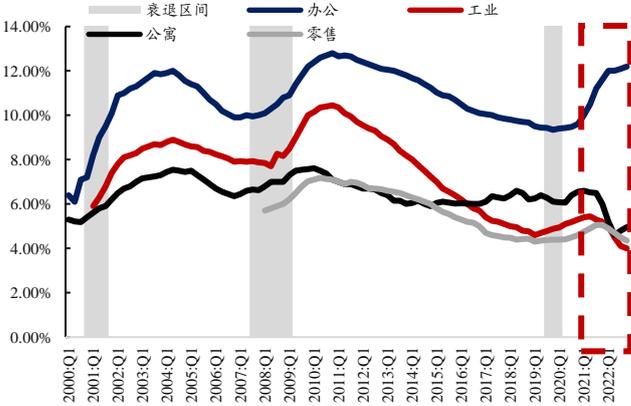
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 美国商业地产违约率 (%)



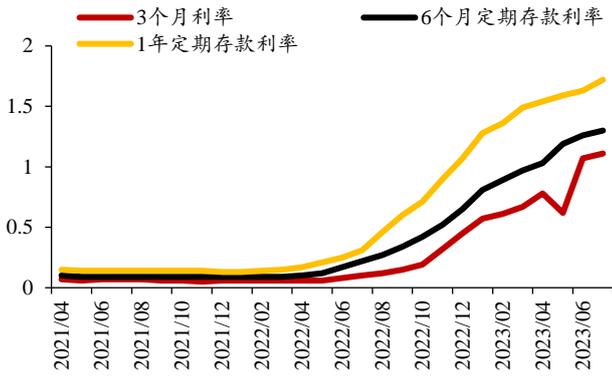
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图6: 美国办公型商业地产空置率在疫情后显著上行 (%)



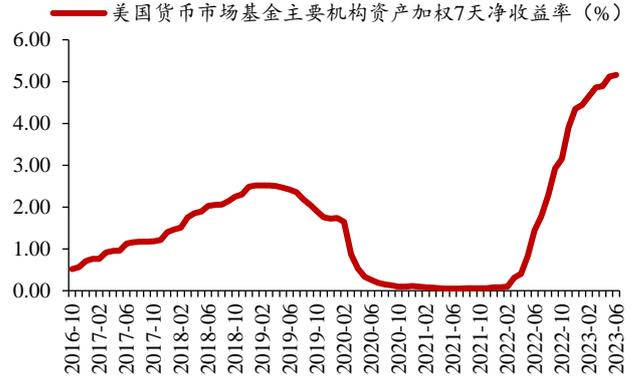
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图7: 银行定期存款利率



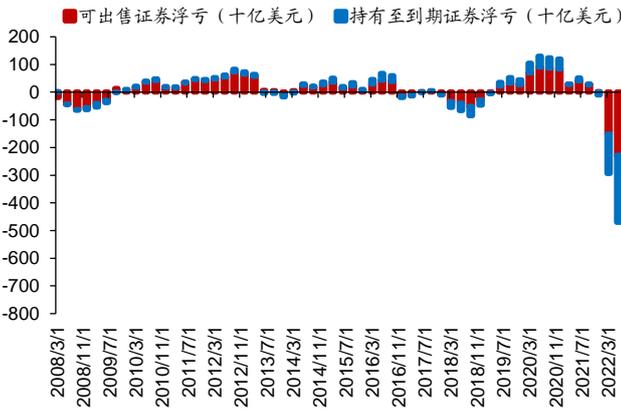
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图8: 美国商业银行贷款规模同比增速



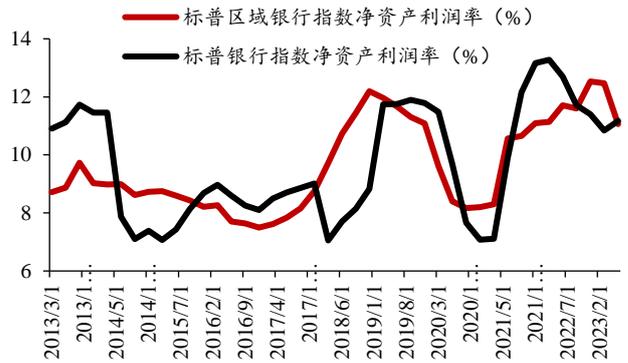
资料来源: SEC, 浙商证券研究所

图9: FDIC 银行持有证券浮亏 (十亿美元)



资料来源: FDIC, 浙商证券研究所

图10: 标普银行和区域银行指数净资产利润率



资料来源: SEC, 浙商证券研究所

表1: 穆迪评级调整涉及银行和 CET1 规模

银行	资产规模 (十亿美元)	当前 CET1 要求	银行 CET1	内容
Amarillo 国家银行	8.5	4.5		评级下调
美国制商银行	202.3	4.5	11.5	评级下调
欧德国家银行 (Old National Bank)	47.6	4.5	10.8	评级下调
科默斯银行 (Commerce Bank)	31.9	4.5	14.8	评级下调
联营银行 (Associated Bank, N.A.)	40.7	4.5	11.3	评级下调
BOK 银行 (BOKF, NA)	45.2	4.5	12.1	评级下调
韦伯斯特银行	74.8	4.5	11.2	评级下调
普罗斯佩里蒂银行 (Prosperity Bank)	37.8	4.5	14.8	评级下调
富尔顿金融 (Fulton Financial Corporation)	27.0	4.5	10.1	评级下调
顶峰银行 (Pinnacle Bank)	7.8	4.5	10.5	评级下调
纽约梅隆银行	341.5	8.5	11.2	降级审查 (review for downgrade)
美国合众银行	590.5	7.0	8.5	降级审查 (review for downgrade)
Truist 金融	564.8	7.0	9.1	降级审查 (review for downgrade)

库伦佛寺银行 (Cullen/Frost Capital)	51.3	4.5	13.9	降级审查 (review for downgrade)
美国道富银行	287.1	8.0	12.6	降级审查 (review for downgrade)
北方信托	150.6	7.0	10.8	降级审查 (review for downgrade)
联合汽车金融公司 (Ally Financial Inc.)	186.4	7.0	9.3	前景负面
西蒙斯银行 (Simmons Bank)	27.5	4.5	11.9	前景负面
欧扎克银行 (Bank OZK)	29.0	4.5	12.1	前景负面
五三银行	207.6	7.0	9.3	前景负面
地区金融公司 (regions bank)	153.1	7.0	9.8	前景负面
Cadence 银行	51.7	4.5	11.6	前景负面
第一国民银行 (First National Bank)	44.1	4.5	12.5	前景负面
公民银行	222.0	7.9	10	前景负面
第一资本金融 (Capital One Financial Corporation)	469.4	7.6	12.1	前景负面
亨廷顿银行	188.4	7.8	9.6	前景负面
匹兹堡银行 (PNC)	556.3	7.4	9.5	前景负面

资料来源: Bloomberg, 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>