

美国经济

CPI 连续超预期降低 6 月降息概率

由于能源和核心服务价格持续反弹，3月CPI和核心CPI环比增速连续三个月高于市场预期，CPI同比增速延续回升。房价和房贷利率回升令部分购房者转向租房市场，独栋住宅房租增速仍然过快，制约房租通胀回落。但近期利率回升将逐渐抑制房价涨幅，且新房待售数已升至新高，预计独栋住宅租金涨幅将温和回落。通胀数据公布后，2年国债收益率最高上升近30BP至4.96%，10年国债收益率上升近15BP至4.5%，收益率曲线倒挂程度扩大；美元指数走强，美股走弱。货币市场预期6月美联储降息概率从超55%下降至18%，全年下降40BP。近期火热的通胀数据可能使美联储重新思考利率限制性不足的风险，6月降息概率和年内降息幅度将大幅下降。预计首次降息时间可能推迟至9月，全年降息幅度50个基点左右。由于通胀持续超预期，我们将年末10年国债收益率的预测从3.8%上调至4%。新公布会议纪要显示多数票委认为将很快开始缩减QT规模至目前的一半，预计联储将在6月开始将每月国债QT上限减半至300亿美金，同时维持MBS每月350亿美金QT上限不变。

- 能源价格反弹推高通胀。**3月CPI环比增长0.4%，持续超预期，同比增速从3.2%反弹至3.5%，连续三月反弹。食品价格环比增速反弹至0.1%，同比增速保持在2.2%，为疫情以来最低。其中外出就餐价格环比增速从0.1%反弹至0.3%。能源价格环比增速从2.3%降至1.1%，但同比增速大幅反弹并首次转正达到2.1%。今年以来全球经济好于预期，尤其是出行活动持续回升支撑原油需求，而中东冲突和OPEC限产影响供应预期，原油价格持续上涨。核心商品价格环比下跌0.2%、同比下降0.7%，其中新车环比下跌0.3%，二手车价格大幅下跌1.1%，家具和家用设备下跌0.1%，成为核心商品价格回落的主要原因，显示耐用消费品竞争加剧。因新车库存不断累积和二手车批发价等先行指标仍在下行，核心商品同比增速将延续回落，但能源价格近期反弹仍可能拖累整体通胀回落速度。
- 核心服务通胀依然较高，房租通胀降幅趋缓。**核心CPI环比增速连续4月保持在0.4%，高于预期的0.3%，同比增速与2月持平在3.8%。核心服务环比增速保持在0.5%不变。占CPI权重超过三分之一的房租环比增速从2月的0.4%反弹至0.5%，制约核心通胀进一步回落。其中占权重最大的业主等租金(OER)环比涨幅保持在0.4%，主要居所租金环比增速从0.5%降至0.4%。扣除房租外的核心服务价格环比增长0.65%仍然较高，医院及相关服务、机动车维修和汽车保险环比增速显著爬升，但机票、休闲服务和教育及通讯价格环比有所放缓。
- 独栋住宅房租涨幅较高制约房租通胀回落。**通过对比只含公寓住宅的Apartment List租金指数和包含独栋和联排住宅的ZILLOW租金指数可以发现，市场房租环比增速2023年开始分化，公寓住宅租金自2023年4月开始环比负增长，并低于疫情前趋势，但独栋住宅租金环比增速在2023年5-7月见底后开始大幅反弹，可能是由于高房价、高利率和低成屋库存令部分购房者转向租房市场。随着近两年独栋住宅在OER中权重提高，CPI房租回落开始慢于预期。展望未来，由于新房待售数量逐渐升至高位，近期利率反弹将逐渐抑制房价涨幅，独栋住宅租金增速可能温和回落；今年公寓完工数量将创近几十年最高，供给将大幅增加，公寓空置率已接近三年新高，公寓租金可能延续负增长。预计下半年CPI房租环比增速或降至接近疫情前水平。
- 美联储或在9月开始降息、全年降息50个基点。**通胀数据公布后，2年国债收益率最高上升近30BP至4.96%，10年国债收益率上升近15BP至4.5%，收益率曲线倒挂程度扩大；美元指数走强，美股走弱。货币市场预期6月美联储降息概率从超55%下降至18%，全年下降40BP。近期火热的通胀数据可能使美联储重新思考利率限制性不足的风险，6月降息概率和年内降息幅度将大幅下降。预计首次降息时间可能推迟至9月，全年降息幅度将降至50个基点左右。由于通胀持续超预期，我们将年末10年国债收益率的预测从3.8%上调至4%。

叶丙南, Ph.D

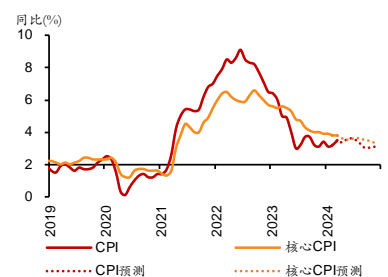
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

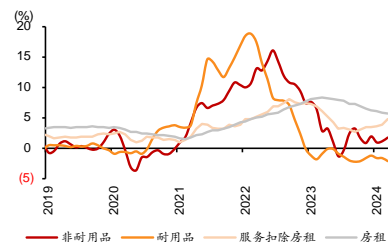
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

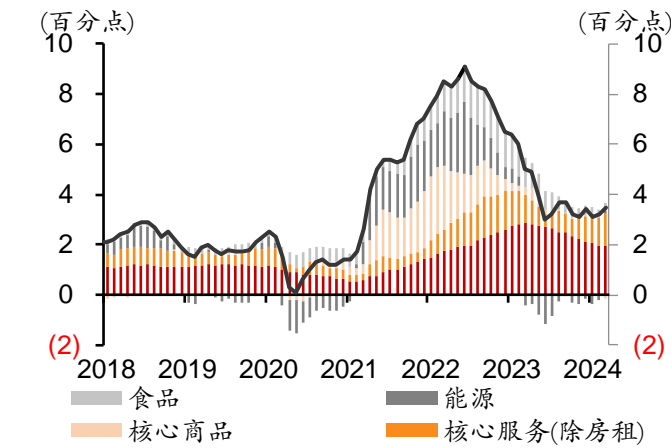


资料来源: Wind, 招银国际环球市场



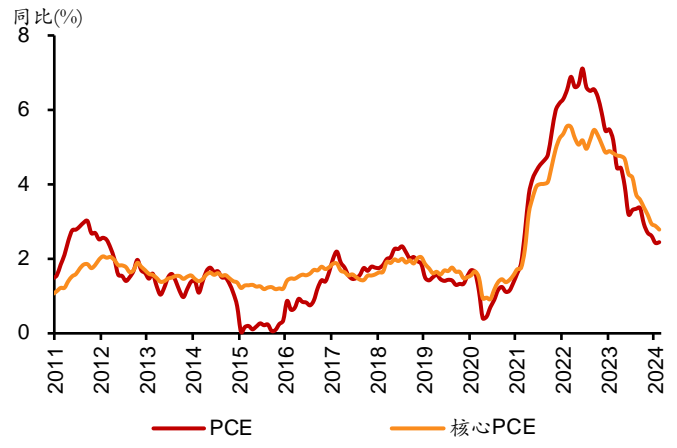
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



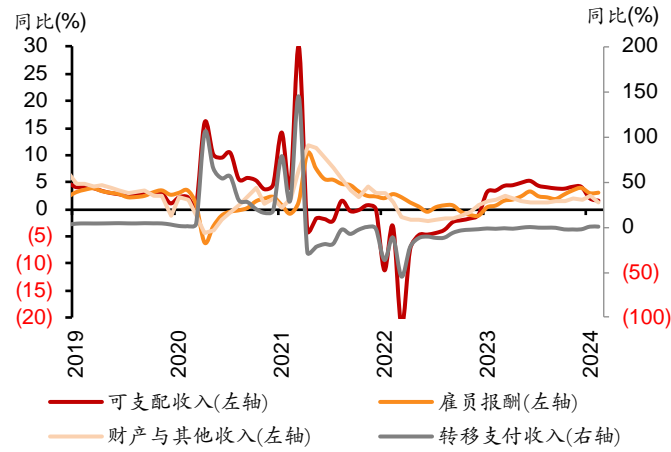
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



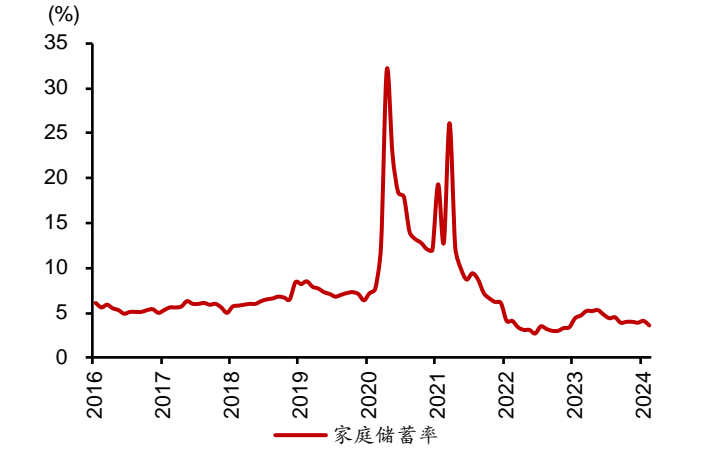
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



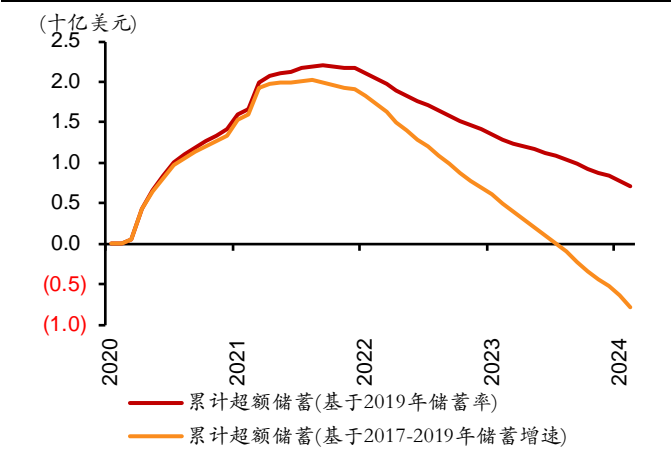
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



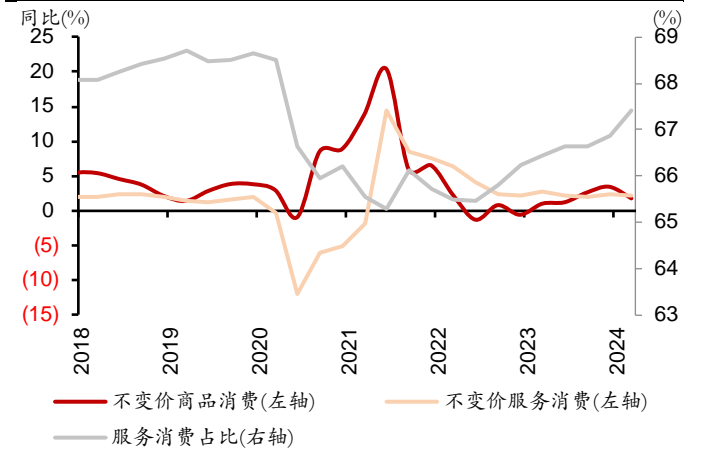
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



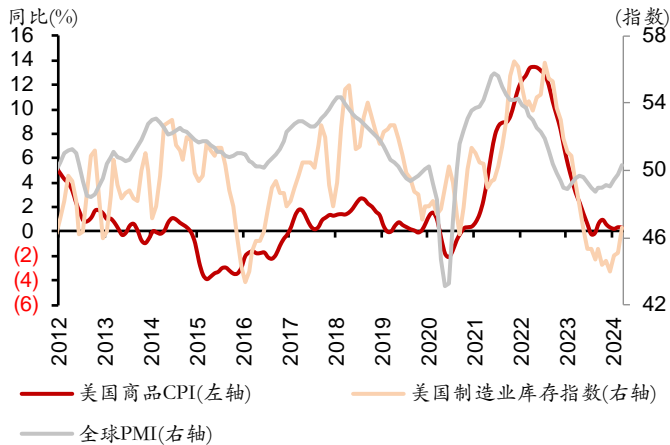
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



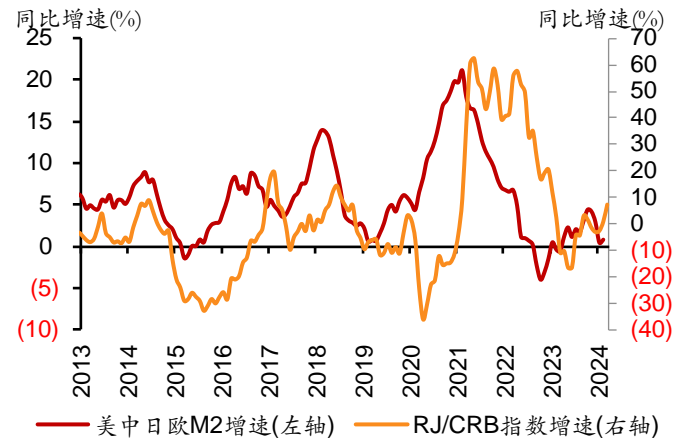
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 全球经济周期与美国消费通胀、制造业库存



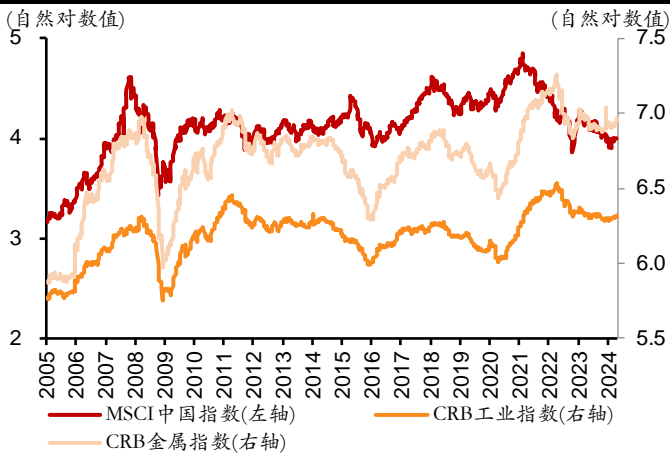
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



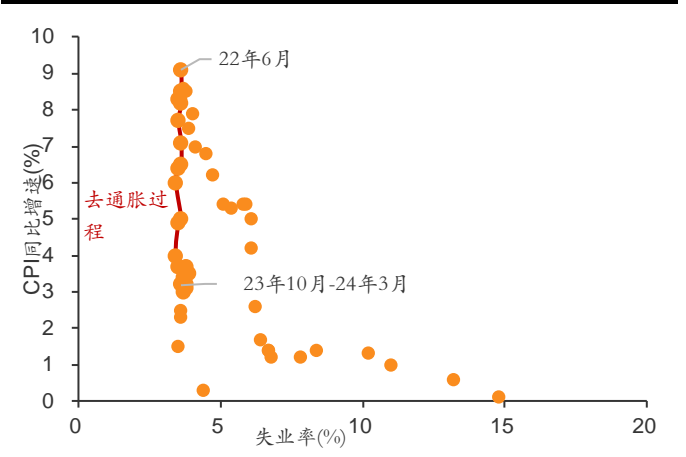
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与 CRB 工业、金属指数



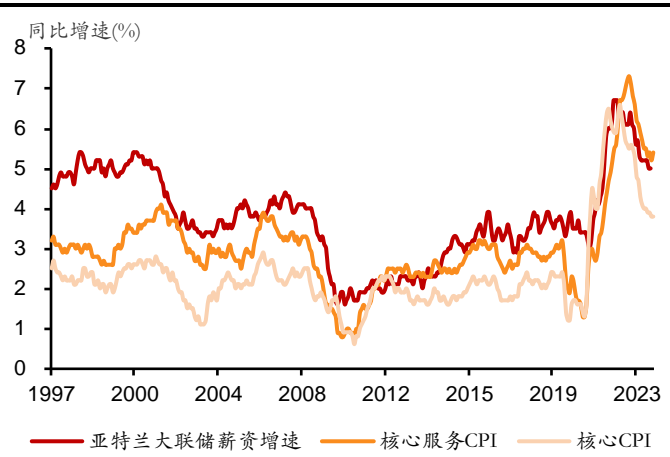
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



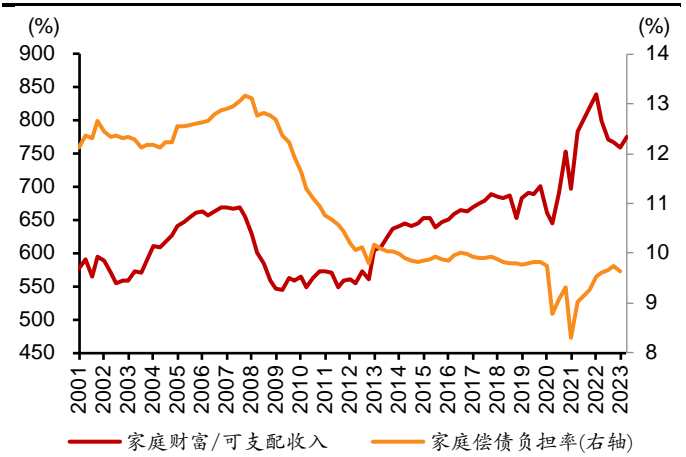
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国劳工成本增速与核心通胀



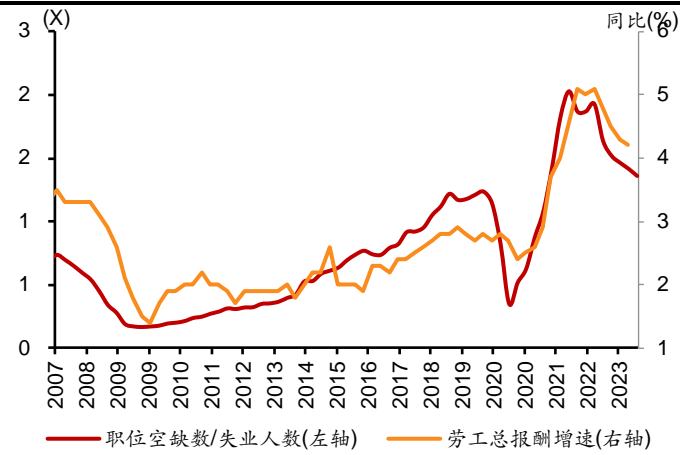
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



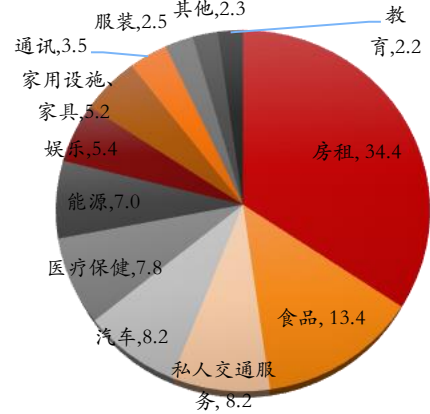
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



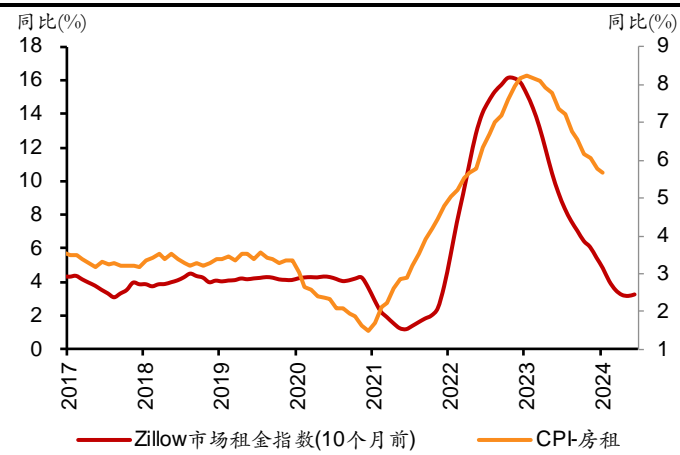
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



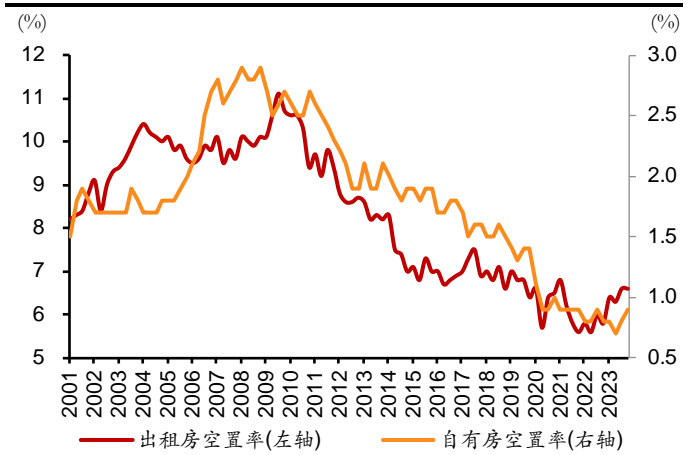
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



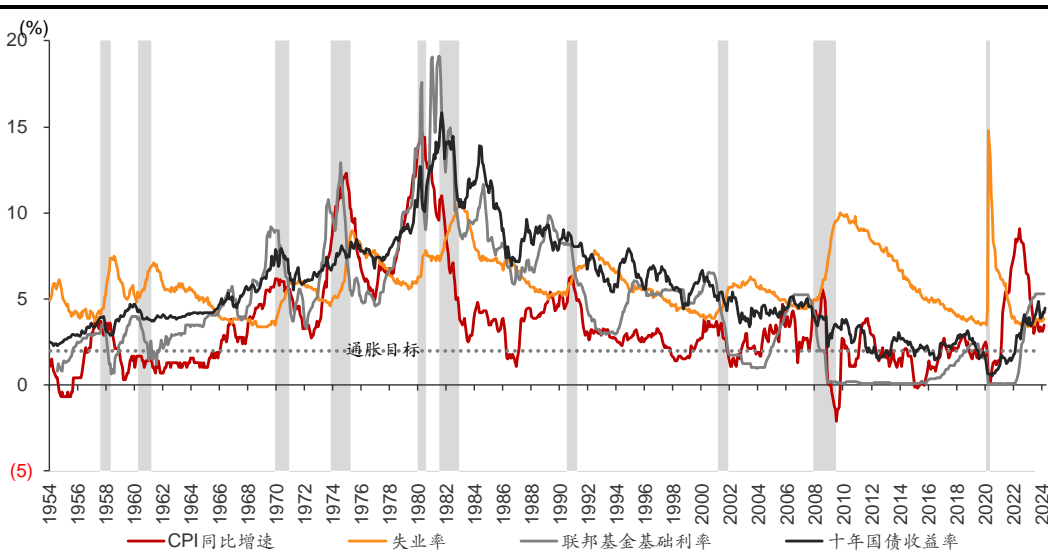
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国住房空置率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国历史 CPI、失业率与联邦基金利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。