

美国经济

通胀重回降势，鸽派备受鼓舞

5月美国CPI环比零增长，同比增速延续下降。能源环比大降，食品价格降温，核心商品同比跌幅扩大。房租通胀依然较高，但剔除房租的超级核心通胀自21年9月以来首次下跌，机票价格大降，医疗服务和机动车保险等价格也明显下降。展望未来，新车库存和二手车批发价等先行指标预示核心商品通胀将延续回落，6月汽油价格环比跌幅扩大预示能源价格进一步回落，整体通胀将延续回落。近两个月通胀重回降势，美联储鸽派备受鼓舞，市场预期9月首次降息概率大幅升至70%，互换市场预期今年将有两次各25个基点降息，美股指数和贵金属价格上涨，美债收益率和美元指数回落。我们维持美联储9月开始降息、12月再降一次的预测。明年随着经济和通胀进一步放缓，美联储可能进一步降息100个基点左右。

- 核心商品同比跌幅扩大，能源和食品通胀延续降温。**5月CPI环比持平，低于市场预期的0.1%，同比增速从3.4%降至3.3%。在一季度通胀连续超预期后，CPI连续两个月回落并低于市场预期，显示通胀重回降温趋势。食品价格同比增速从2.2%下降至2.1%，为21年5月以来最低。环比增速则从0%小幅反弹至0.1%，仍保持较低增速。其中外出就餐价格环比增速从0.3%反弹至0.4%，与时薪增速高度一致。油价高位回落，能源价格环比增速从4月的1.1%下降至-2%，同比增速则由于低基数原因从2.5%扩大至3.5%。能源商品中的汽油环比从2.8%下降至-3.6%，能源服务价格环比下跌0.2%。核心商品价格同比跌幅扩大，从-1.2%降至-1.7%。环比增速则从-0.1%小幅反弹至0%，其中服装和新车环比均下跌0.3%，但家具和二手车价格有所反弹，环比分别从-0.4%和-1.4%升至0%和0.6%。因新车库存仍在高位和二手车批发价等先行指标仍在加速下行，核心商品同比增速将延续回落，同时高频数据显示汽油价格在6月环比跌幅扩大，能源价格可能继续回落，推动整体通胀延续降温。
- 核心服务通胀降幅超预期，房租通胀依然居高。**核心CPI环比增速从0.3%下降至5月的0.2%，低于市场预期的0.3%；同比增速从3.6%降至3.4%。核心服务环比增速从0.4%大幅下降至0.2%，为21年9月以来最低。其中占CPI权重超过三分之一的房租环比增速保持在0.4%，主要是由于占权重最大的业主等价租金(OER)和主要居所租金的环比涨幅已连续数月保持在0.4%，仍未明显改善。尽管新租约价格增速已大幅回落，但房租环比增速下降比较迟缓，可能由于增速相对更高的独户住宅年初在CPI调查样本占比提高和新租约占调查样本比例较低。扣除房租的超级核心服务价格环比增速从0.42%大幅下降至-0.04%，是21年9月以来首次出现负增长，为通胀进一步回落奠定基础。其中机票价格环比大幅下跌3.6%，年初以来有所反弹的医疗服务、汽车保险和休闲服务等价格均明显回落。
- 联储会议稍逊市场预期，鲍威尔延续偏鸽派态度。**6月议息会议点阵图显示联储对24年的降息预期从3月预测的3次降息减少至1次降息，少于市场预期的2次降息。其中11名票委选择0或1次降息，8名票委选择2次降息。今年以来连续超预期的通胀和就业数据是导致联储超预期鹰派姿态的重要原因，联储将24年PCE和核心PCE预测分别从3月的2.4%和2.6%上调至2.6%和2.8%。尽管联储对24-26年经济增速预测不变，但将25年的失业率和降息预期分别从4.1%和75基点提高4.2%和100个基点，显示联储对目前

叶丙南, Ph.D

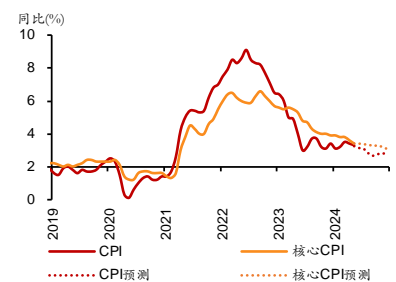
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

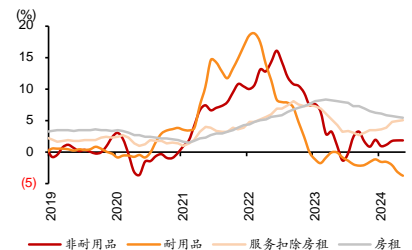
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

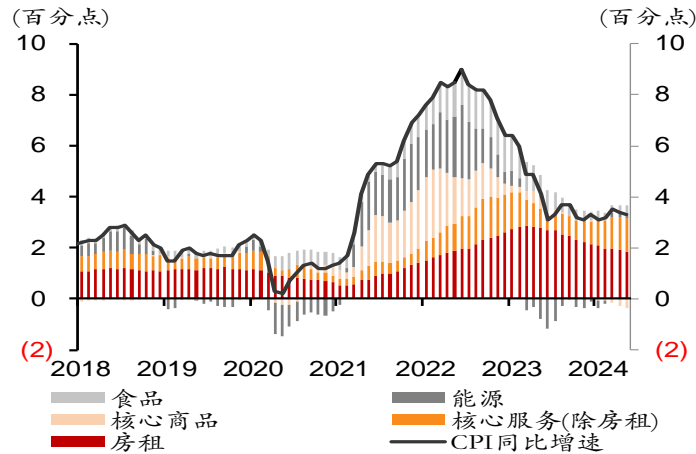


资料来源: Wind, 招银国际环球市场

利率处于限制性水平的自信。鲍威尔在记者会延续他长期以来偏鸽派立场，他表示票委们的降息预期可能还未完全考虑进5月通胀超预期降温的情况。他淡化点阵图重要性，认为只是展现可能性，无法完全代表未来政策路径。他还认为目前就业市场更加平衡，并强调需要更多的通胀降温数据来提振去通胀信心。尽管7-8月通胀数据面临低基数导致的反弹风险，但就业市场显著降温仍可能推动联储在9月采取降息行动。

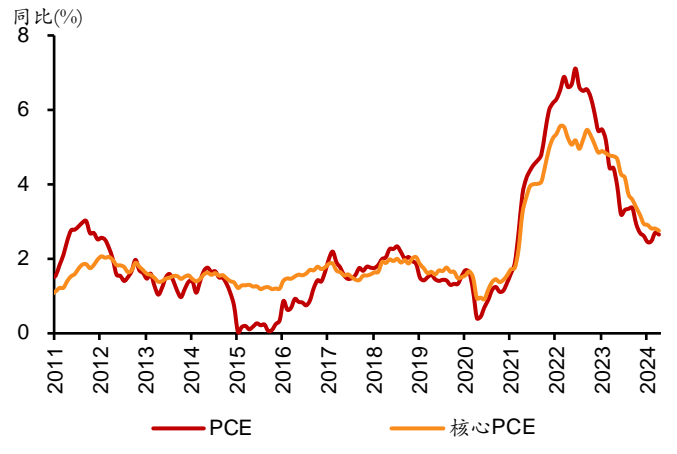
- **美联储或在9月开始降息、全年降息50个基点。**5月通胀重回下降趋势令联储重新审视去通胀进展，此次会议声明删除了上次提到的去通胀过程“缺乏进一步进展”（A LACK OF FURTHER PROGRESS），改为在实现2%通胀目标方面取得适度的进一步进展（MODEST FURTHER PROGRESS）。未来推动去通胀的三大因素包括：一是经济放缓令劳工需求降温，大量移民流入增加劳工供应，劳工供求更趋平衡，薪资增速延续回落，带动核心服务通胀放缓。二是房租CPI变化滞后于市场租金变化6-12个月，目前房租CPI增速仍超过5%，相比市场租金4%以下的涨幅，仍有进一步下降空间。三是近期油价回落，可能带动能源与交通运输服务等通胀放缓。未来可能增加去通胀波折的风险因素包括：一是移民流入会加剧住房供不应求，由于大量房主被锁定在超低固定利率房贷中不愿卖房置换，形成“金手铐效应”，导致成屋供应短缺，移民流入可能加剧住房供给缺口，去年四季度以来房价涨幅再次反弹，房租CPI增速降至4%以下后可能再次反弹。二是大宗商品价格波动较大，近期回落后仍有反弹可能性。由于经济和就业仍具韧性，美联储可能选择再等待2-3个月，看到数据进一步朝着期待方向发展后，才开始启动降息。我们认为美联储可能在9月开始降息，12月再次降息。明年随着经济和通胀进一步放缓，美联储可能进一步降息100个基点左右。

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



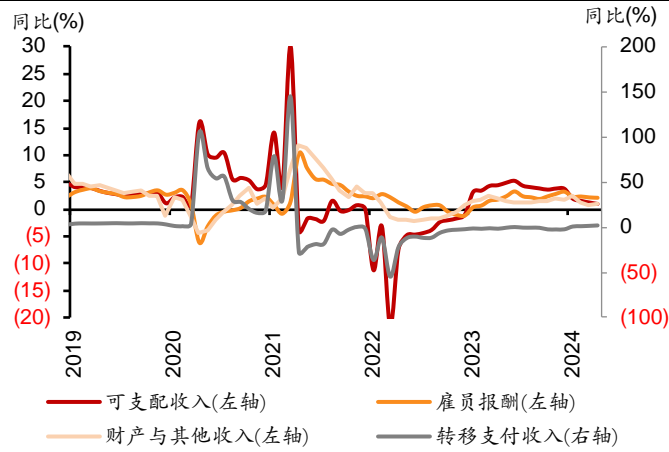
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



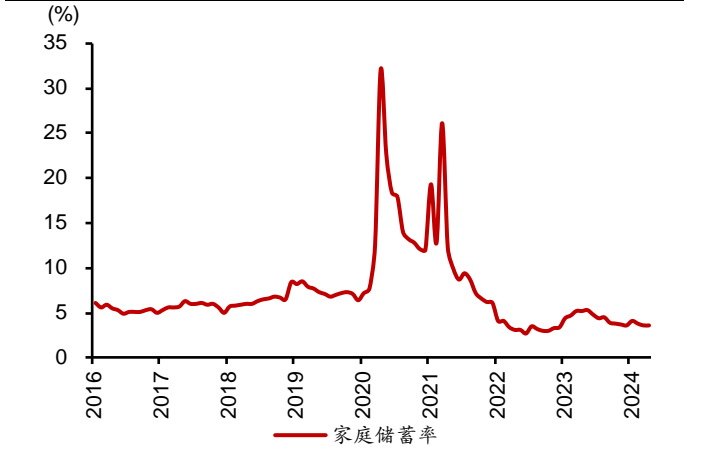
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



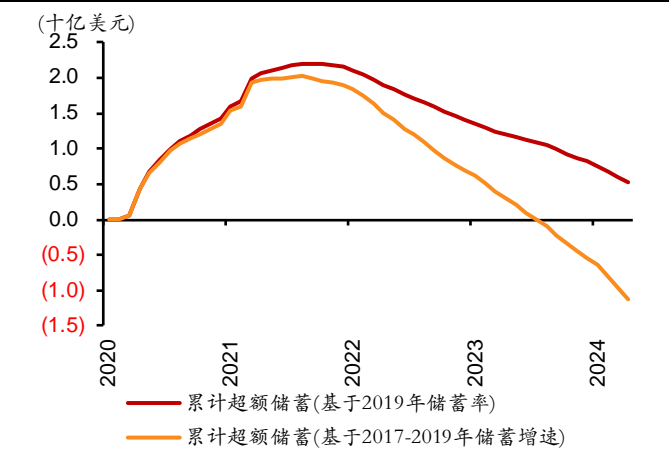
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



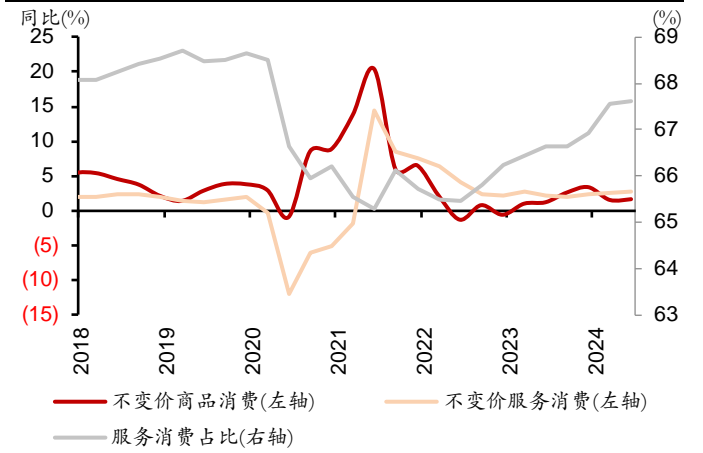
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



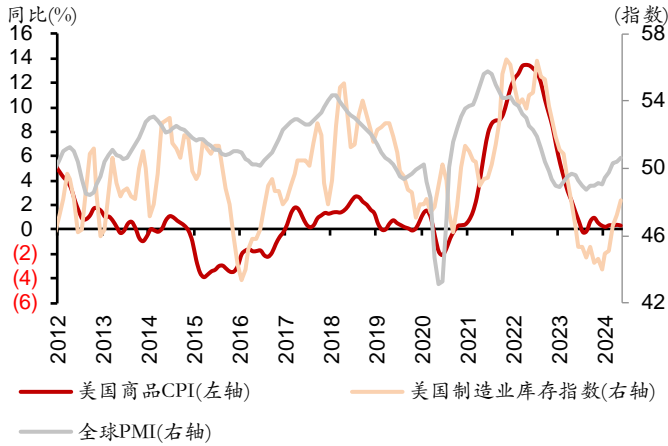
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



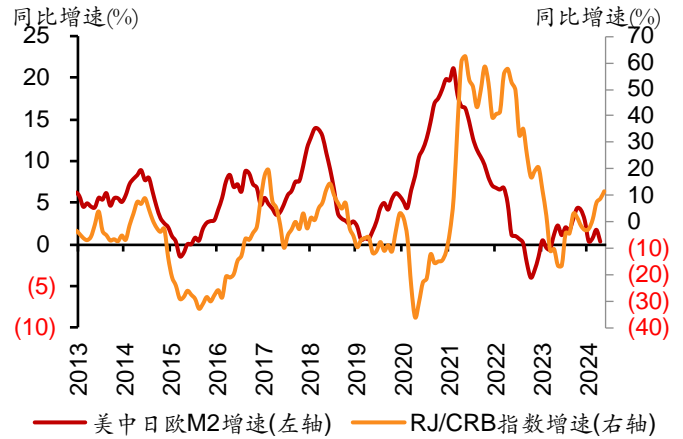
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



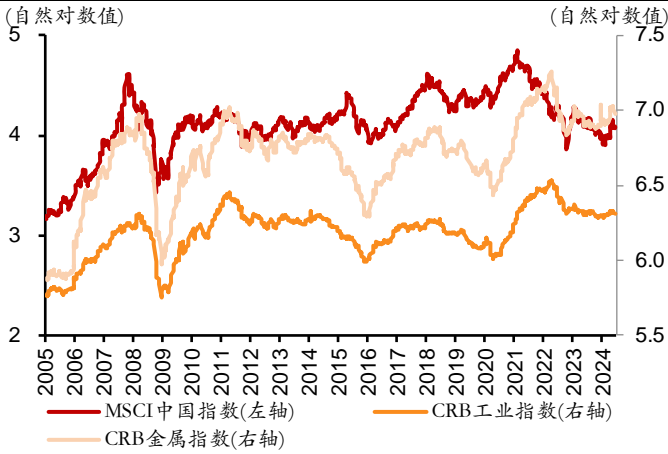
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



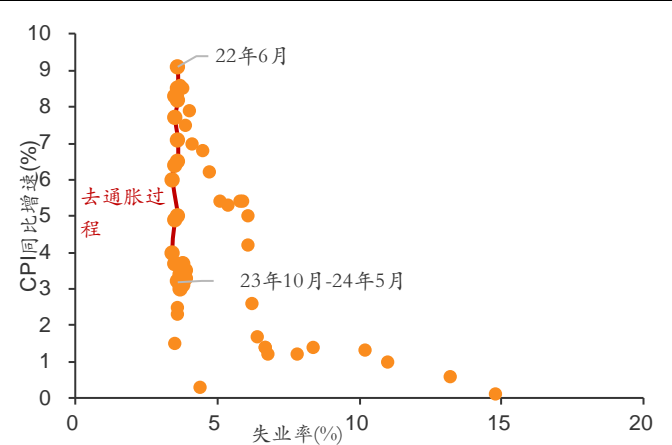
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与全球工业、金属价格周期



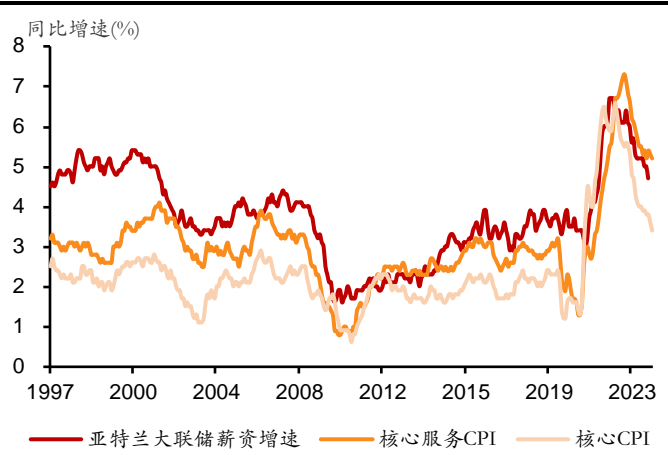
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



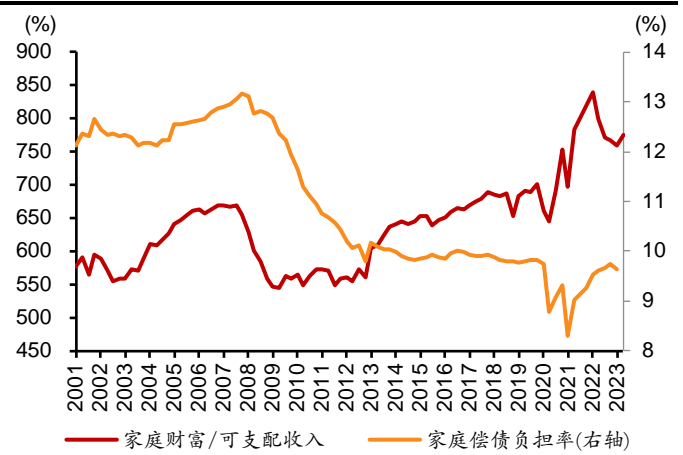
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国薪资增速与核心通胀



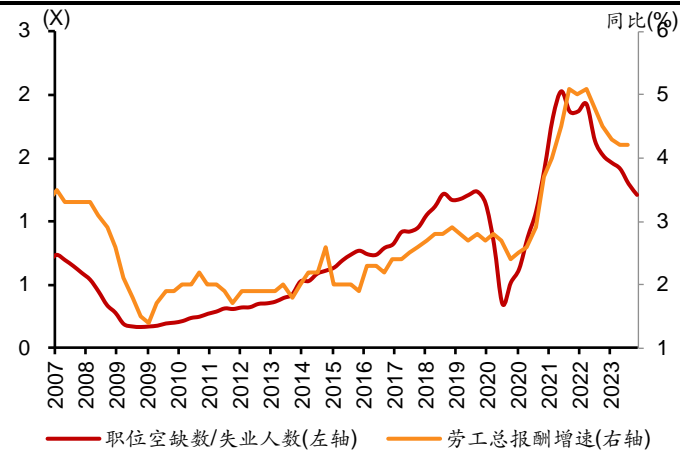
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



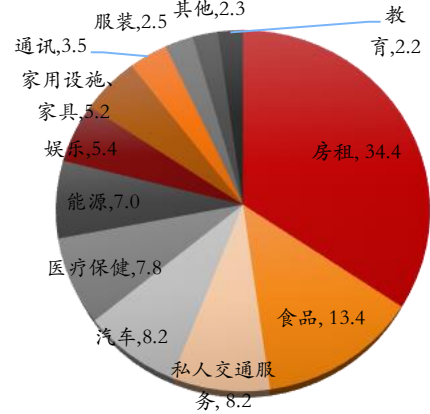
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



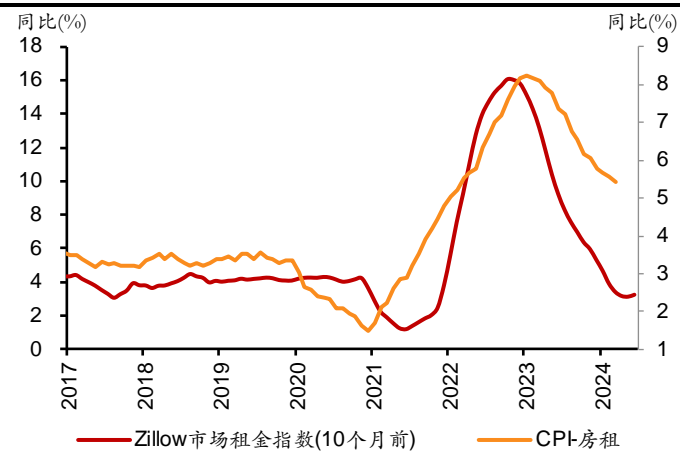
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



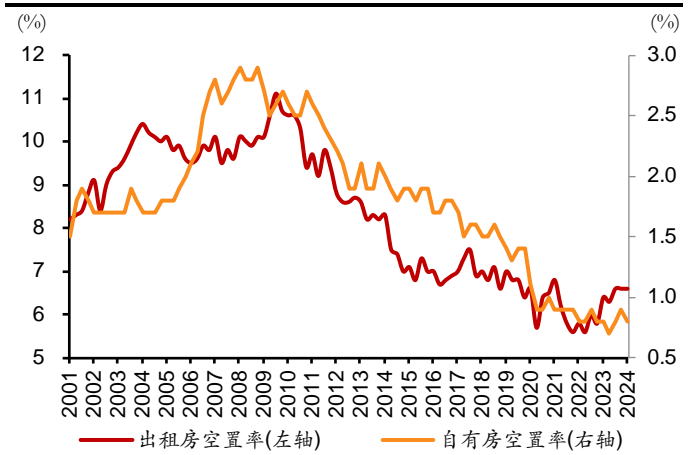
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



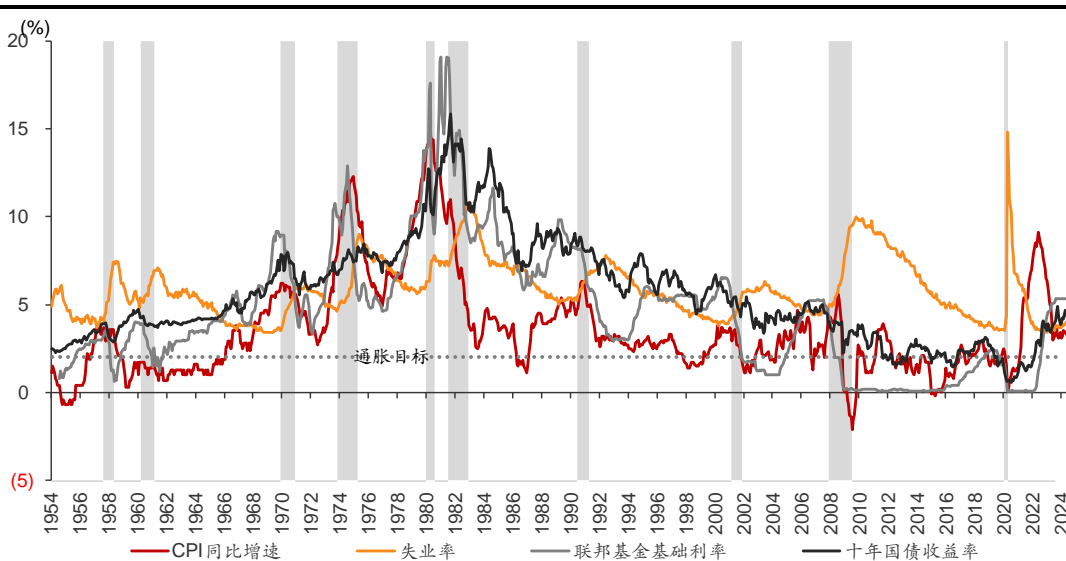
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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

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于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错误、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。