

美国经济

去通胀近期受阻，远期仍将延续

9 月 CPI 环比增长 0.4% 略超预期，同比增长 3.7% 与上月持平；核心 CPI 环比增长 0.3% 在近四个月高位，同比增速则延续回落至 4.1%。第三季度以来，经济活动回升，能源价格反弹，通胀进一步回落受阻，长期国债收益率上升，股债波动加大。但随着 CPI 篮子中权重最大的房租通胀进入大幅下行周期，美国去通胀今年下半年受阻后，明年仍将延续。随着去通胀进入最后一公里，债市波动、银行体系压力和经济不确定性不断上升，美联储对进一步紧缩更加谨慎。但由于短期经济韧性、通胀反弹且仍高于目标，美联储又不会很快转向鸽派，我们预计美联储 11 月可能再次暂停加息，但可能维持偏鹰基调，不会给出加息周期结束的信号。明年上半年经济和通胀进一步放缓后，下半年可能迎来适度降息空间。

■ 能源价格反弹助推 CPI 增速，食品价格保持平稳，核心商品价格持续回落。

CPI 环比增速从 8 月的 0.6% 回落至 0.4%，超出市场预期的 0.3%。同比增速 3.7% 与 8 月相同，依然高于 6 月 3% 的近两年低点及 7 月的 3.2%。能源价格的上涨继续是 CPI 保持近期高位的最大推手。虽然包括燃油和汽油的能源类商品环比增速相比 8 月的 10.5% 大幅下降至 2.3%，但依旧远高于去年 7 月以来 -2.3% 的平均增速。食品价格环比上涨 0.2%，与 8 月基本持平，相比 3、4 月小幅反弹，但大幅低于 2021-2022 年月均涨幅；同比增速从 8 月的 4.3% 回落至 3.7%。核心商品价格持续回落，9 月环比降幅从 8 月的 0.1% 扩大至 0.4%，同比增速从 8 月的 0.2% 下降至 9 月的 0%，其中二手车价格环比降幅从 8 月的 1.2% 扩大至 2.5%，服装和家具的环比增速也在 9 月转负。

■ 房租和核心服务价格均有反弹，核心通胀呈现粘性。9 月核心 CPI 环比增速与 8 月的 0.3% 一致，但高于 6、7 月的 0.2%。同比增速从 8 月的 4.3% 继续温和放缓至 4.1%。CPI 中权重超过三分之一的住房租金超预期反弹，环比增速从 8 月的 0.3% 升至 0.6%，同比增速从 8 月的 7.3% 微幅下降至 7.2%。

由于处于历史新高的房贷利率使得有换房意愿的房主不愿放弃现有低廉房贷利率，有限的房屋供应使房价在近月环比反弹。扣除租金外的超级核心服务价格环比增速从 8 月的 0.5% 继续上升至 0.6%，主要由于外宿价格环比从 -3% 反弹至 3.7%，医疗服务和休闲服务环比增速也有所反弹。除房租外服务价格同比增速则从 8 月的 3.1% 回落至 9 月的 2.8%。

■ 10 月第一周初次申请失业金人数保持低位，就业市场依旧紧张。10 月第一周初次申请失业金人数与上周保持一致在 20.9 万人，使得 4 周移动平均下降至 20.6 万人，处于自 3 月以来低点。初次申请失业金人数暂时没有受美国汽车业工人罢工的影响，因为罢工工人不符合申请失业金资格。9 月末持

叶丙南, Ph.D

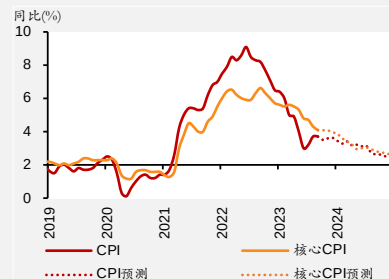
(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

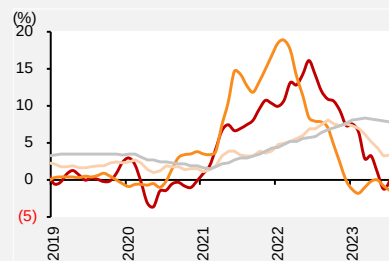
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



资料来源：Wind，招银国际环球市场

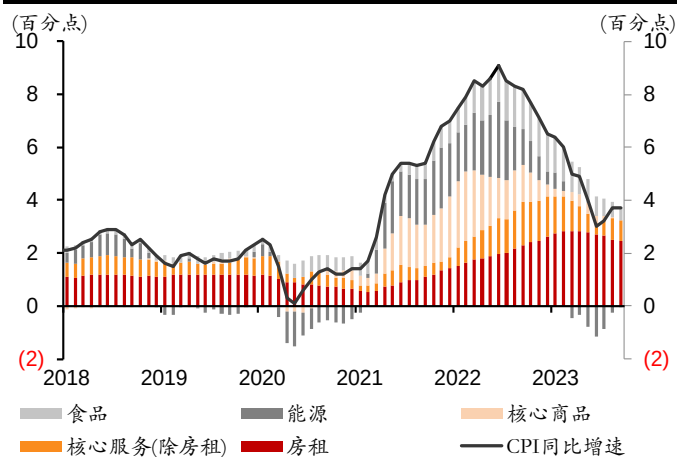


资料来源：Wind，招银国际环球市场

续领取失业金的人数上升 3 万人至 170.2 万人，稍高于市场预期。初次申请失业金数据显示因劳动力供需保持不平衡，企业解雇人数较少，就业市场始终未见放松。

- **去通胀近期受阻，远期仍将延续。**随着宅经济、商品消费退潮和服务消费模式回归，商品通胀明显回落，服务通胀成为决定通胀趋势的核心变量。尽管近期原油价格反弹和基数效应变化令进一步去通胀短期受阻，但占 CPI 权重最大的房租通胀未来将逐步下行，有望成为明年去通胀延续的主要贡献力量。从 ZILLOW 市场租金指数来看，市场租金同比涨幅在去年 3 月前后见顶，下半年大幅下行。CPI 中房租项来自对存量房主的问卷调查，反映存量租房合同价格，由于存量租房合同价格调整存在滞后期，加上劳工部对每个样本住宅租金每 6 个月才进行一次抽样，导致 CPI 中房租变化滞后市场租金 10-12 个月左右。随着市场租金涨幅下降已持续 10 个月，未来 CPI 房租同比增速有望显著下行。
- **美联储 11 月或再次暂停加息，但不会给出加息周期结束的信号。**尽管美国通胀已大幅回落，但距离美联储 2% 的目标仍有一段距离。近期经济韧性和通胀反弹令美联储更不敢轻易宣布抗通胀胜利。但随着去通胀进入最后一公里，债市波动、银行体系压力和经济不确定性显著上升，美联储对进一步紧缩也变得更加谨慎。在平衡抗通胀的收益与成本之后，美联储 11 月或再次暂停加息，但可能维持偏鹰基调，不会给出加息周期结束的信号。明年上半年经济和通胀进一步放缓后，下半年可能迎来适度降息空间。

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



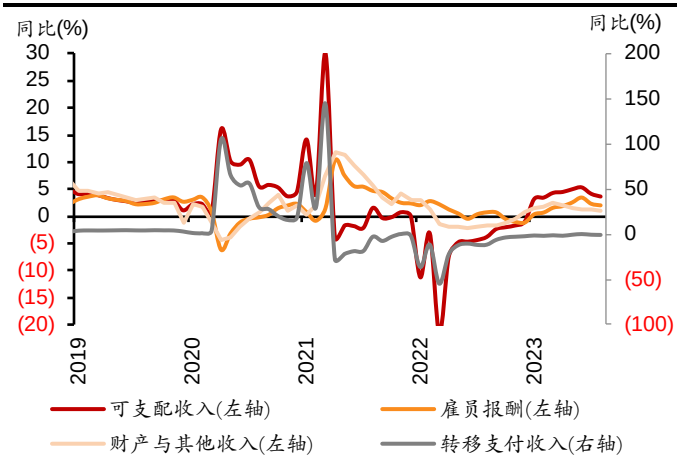
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



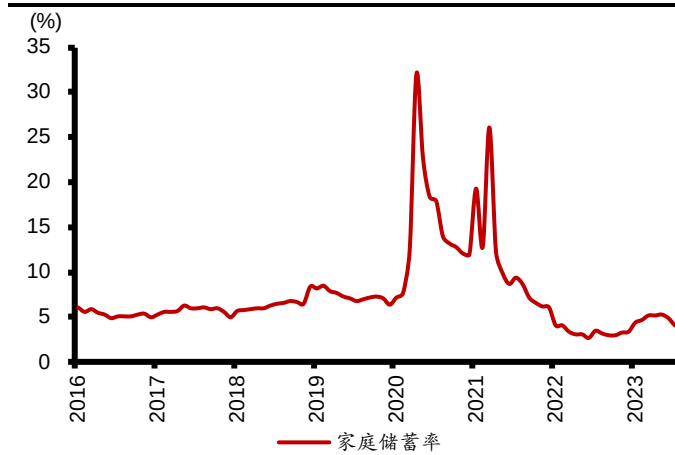
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



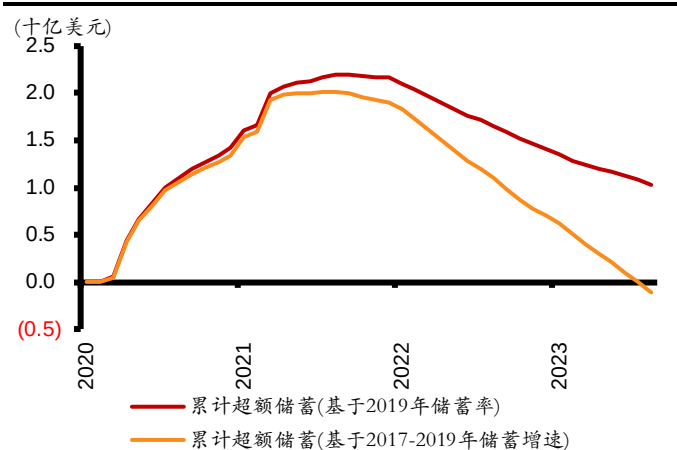
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



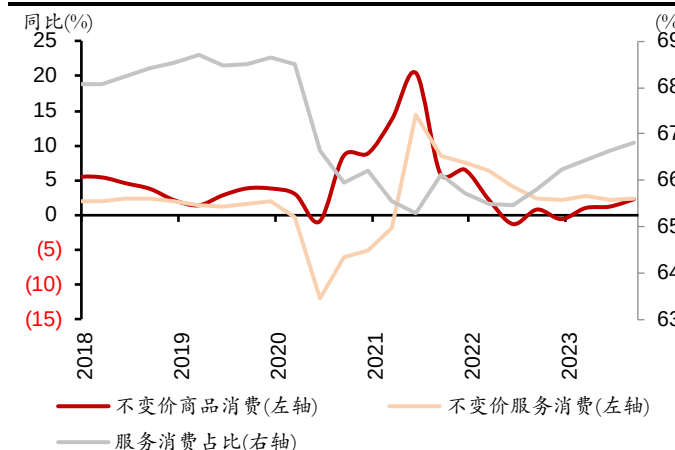
资料来源：Wind，招银国际环球市场

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

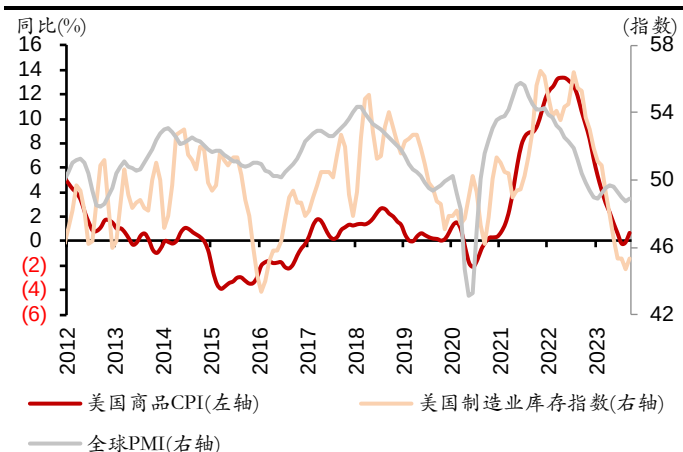


图 8: 全球四大经济体 M2 增速与大宗商品价格涨幅

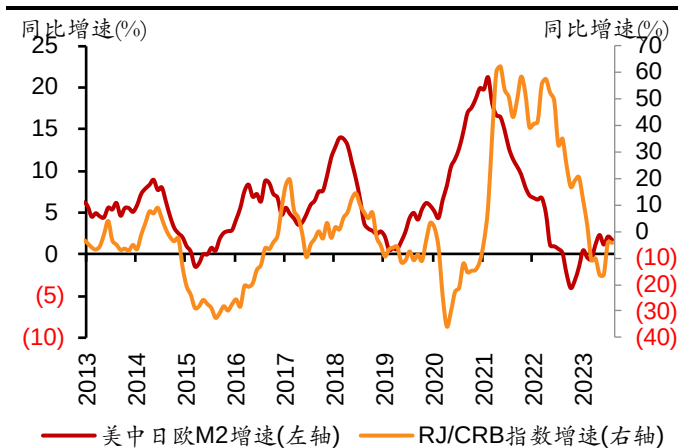


图 9: 中国股市与 CRB 工业、金属指数

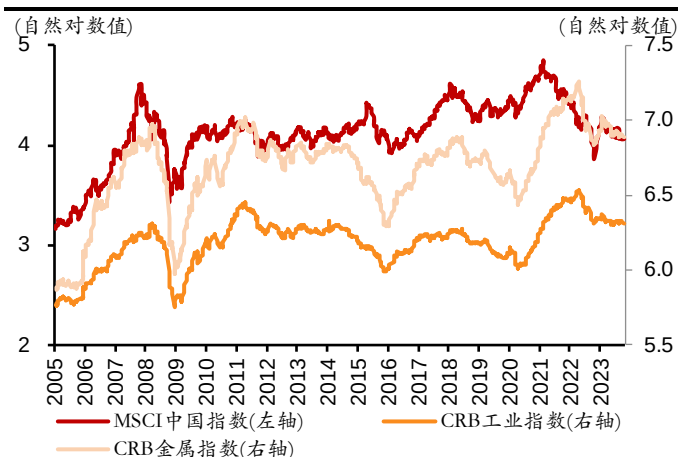


图 10: 美国菲利普斯曲线

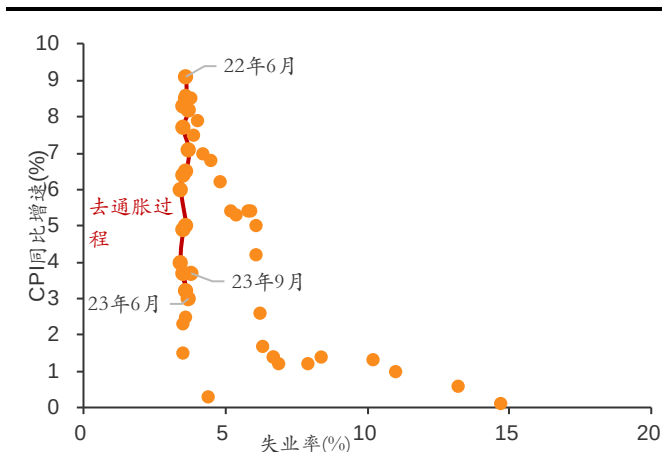


图 11: 美国劳工成本增速与核心通胀

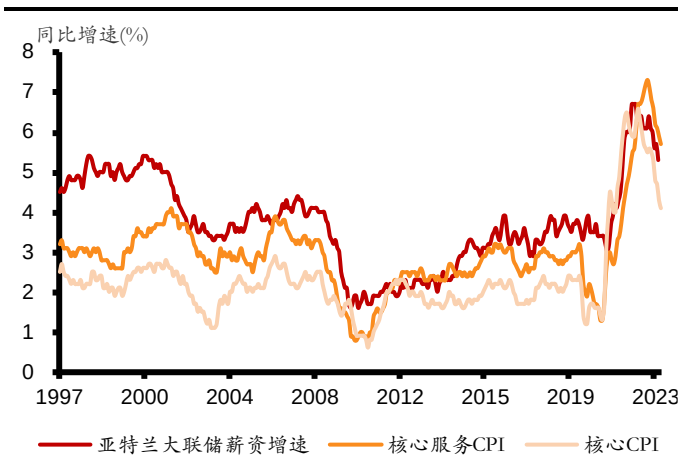


图 12: 美国家庭财富与偿债负担率

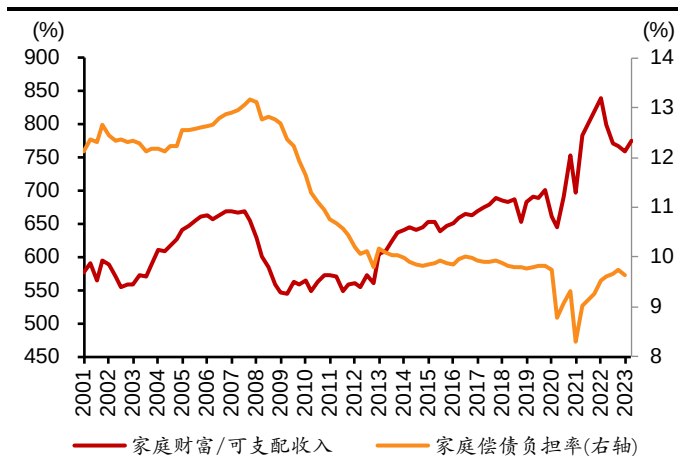
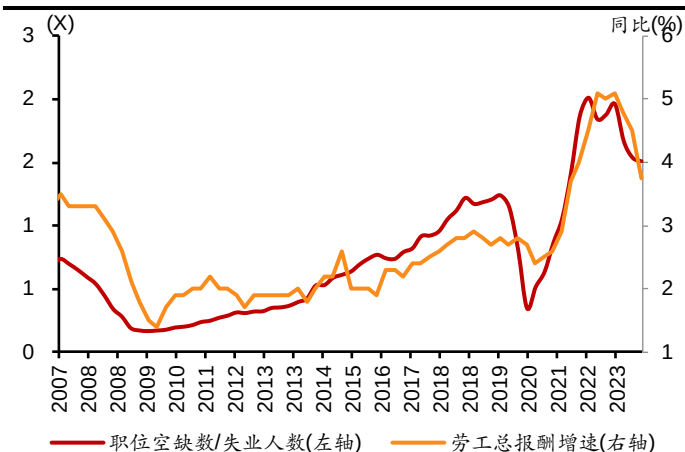
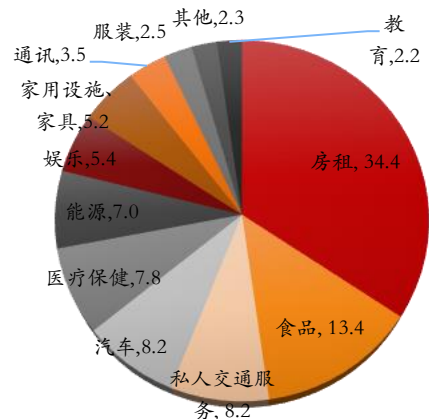


图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



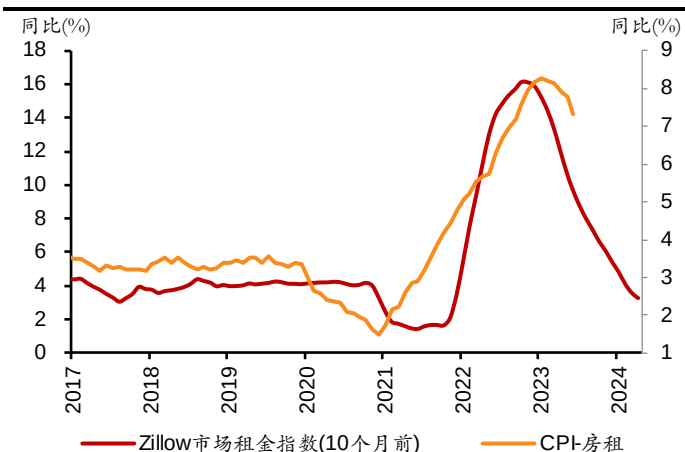
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



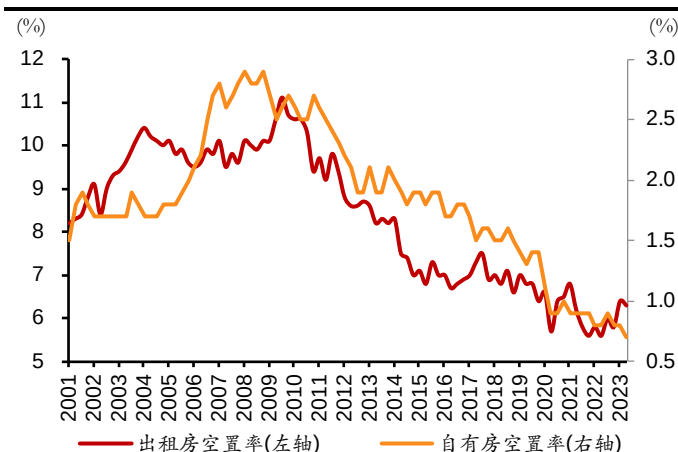
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



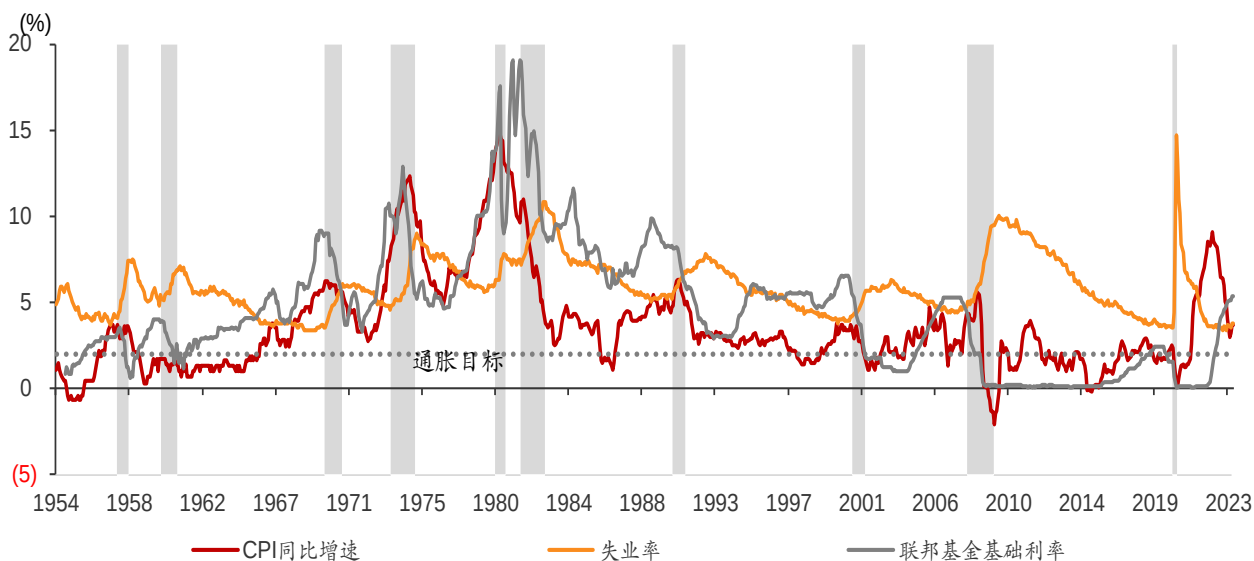
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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 个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

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误差、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定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关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个人。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士。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。