

美国经济

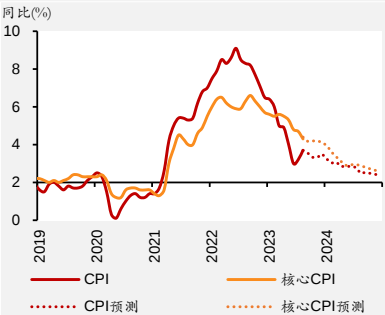
美联储或暂停加息，但不会很快转鸽

能源价格上涨推动 8 月 CPI 环比增速创一年来新高，CPI 同比增速显著反弹。受机票、医疗卫生、保险等服务价格上涨支撑，核心 CPI 环比增速也有所回升，但同比增速延续回落。预计未来 4 个月 CPI 与核心 CPI 同比增速降幅较小，去通胀速度大幅放缓，可能增加政策不确定性和市场波动。随着去通胀进入最后一公里，美联储对进一步加息变得谨慎，可能在 9 月暂停加息。但取得抗通胀胜利仍需时日，美联储并不愿意市场对政策预期过于乐观而影响进一步去通胀效果。预计美联储将在 9 月议息会议上重申对实现通胀目标的承诺，维持偏鹰基调，在点阵图中给出至少再加息一次的预测指引。

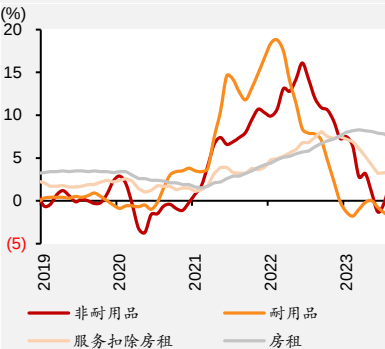
- **能源价格大幅反弹，食品价格小幅回升，耐用品价格持续回落。** CPI 环比增速从 7 月的 0.17% 升至 0.63%，同比增速从 6 月 3% 的近两年低点 and 7 月的 3.2% 升至 8 月的 3.7%。能源价格上涨对 8 月 CPI 环比增速贡献超过 40%。由于美国暑期旅游火热、中国出行需求持续回升和沙特、俄罗斯原油减产，国际原油价格大幅反弹。美国能源价格环比涨幅从 7 月的 0.3% 扩大至 8 月的 3.3%，能源价格同比降幅由 7 月的 12.5% 收窄至 8 月的 3.6%。与出行、社交有关的交通运输和服装价格上涨明显，8 月环比分别上涨 1.3% 和 1.6%，而 7 月分别上涨 0.2% 和下跌 1%。食品价格环比上涨 0.2%，与 7 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。耐用品价格持续回落，8 月环比下降 0.3%，同比降幅从 7 月的 1.4% 扩大至 8 月的 2%，其中二手车价格环比下降 1.3%。
- **房租通胀放缓，部分服务价格反弹。** 核心 CPI 增速微超预期，环比增速从 7 月的 0.16% 升至 8 月的 0.28%，但同比增速从 7 月的 4.7% 降至 4.3%。在 CPI 中权重超过三分之一的住房租金有所放缓，环比增速从 7 月的 0.4% 降至 8 月的近 0.3%，同比增速下降超过 0.5 个百分点至 7.3%。扣除房租外的服务价格环比增速从 7 月 0.2% 反弹至 0.5%，主要来自机票和医疗服务价格反弹的贡献，两者环比分别从 7 月的下降 8.1% 和 0.4% 转为 8 月上涨 4.9% 和 0.1%，除房租外服务价格同比增速则从 7 月的 3.3% 回落至 8 月 3.1%。
- **去通胀短期放缓，而后仍将持续。** 受能源、食品价格反弹和基数效应影响，未来 4 个月 CPI 与核心 CPI 同比增速可能分别在 3.3%-3.6% 和 4%-4.2% 波动，去通胀速度大幅放缓，可能推升政策不确定性和市场预期波动。此外，中欧经济表现和俄乌冲突动向通过影响大宗商品价格对美国去通胀速度产生影响。进入 2024 年，随着基数效应和需求放缓，CPI 与核心 CPI 同比增速将进一步下降，商品价格同比可能延续负增长，房租涨幅将显著回落。CPI 中房租变化滞后市场房租 10-12 个月，因为市场租金反映最新租房价格，但

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



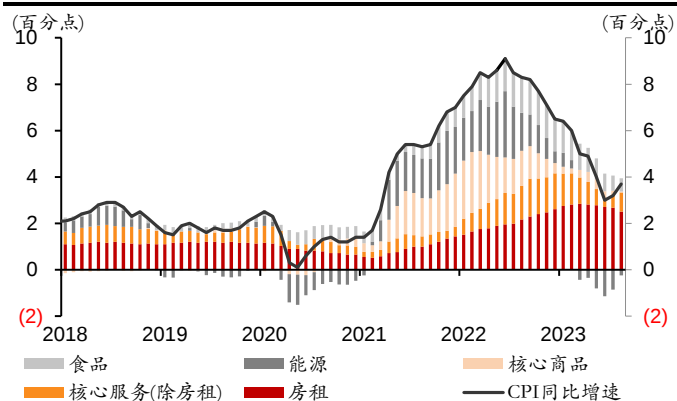
资料来源：Wind，招银国际环球市场

CPI 中主要居所租金和业务等价租金都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具有滞后性，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 中房租变化明显于市场租金。从 ZILLOW 市场租金指数变化趋势来看，未来 CPI 房租同比增速将很快进入大幅下行阶段，数月后将成为美国去通胀的关键因素。

- **美联储对进一步加息变得谨慎，9 月可能暂停加息。**美联储重拾抗通胀自信，开始关注经济不确定性，对进一步加息变得谨慎。在过去近两年通胀超过 5% 的时期，美联储对实现通胀目标充满焦虑，对加息态度是宁多勿少，宁可犯加息过头错误，也不愿冒加息不足风险。但随着通胀降至 3.5% 以下和经济出现放缓迹象，美联储重拾控通胀自信，开始关注经济增长不确定性，看待进一步加息的收益和风险更加平衡。目前超预期的经济指标都是滞后或同步指标，包括就业、收入和服务业，但先行指标包括收益率曲线、制造业 PMI、信贷条件和消费者信心指数都发出经济下行乃至衰退风险的预警。货币政策完全依赖滞后指标，将失去前瞻性，容易犯紧缩过头风险。

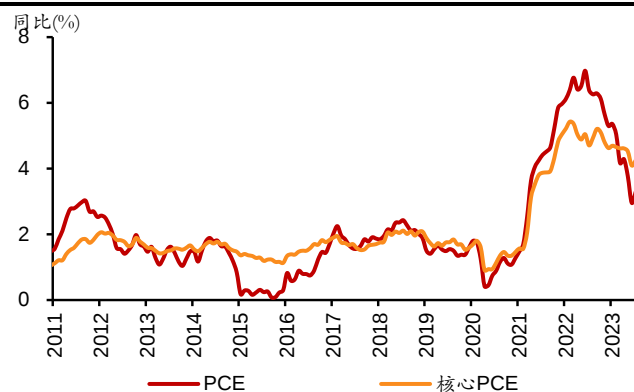
- **但美联储不会很快转向鸽派。**近期经济韧性和去通胀速度大幅放缓，可能使美联储相信额外一次加息不会成为压垮经济的最后一根稻草。尽管实现通胀目标似乎变得更加可预期，但去通胀进入下半场后也面临更多挑战。美联储不希望市场对政策预期过度乐观而降低进一步去通胀效果。因此，美联储短期内可能维持偏鹰基调，在 9 月点阵图中包含 11 月或 12 月再次加息的预测指引。

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



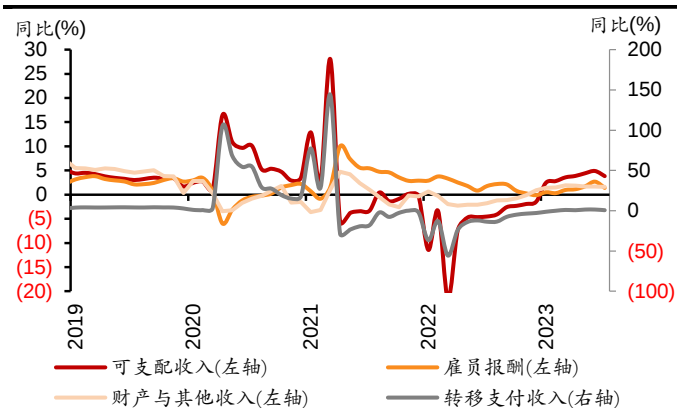
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



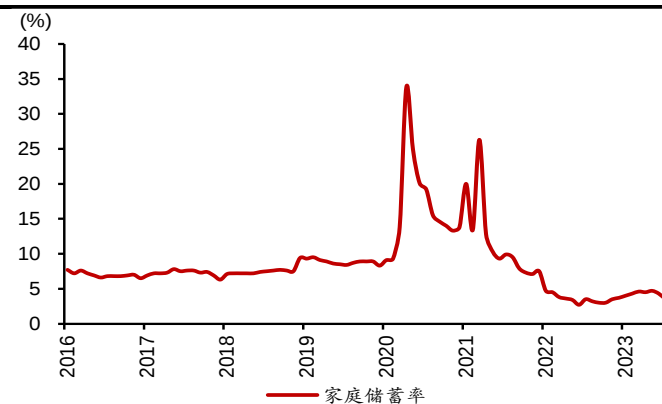
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



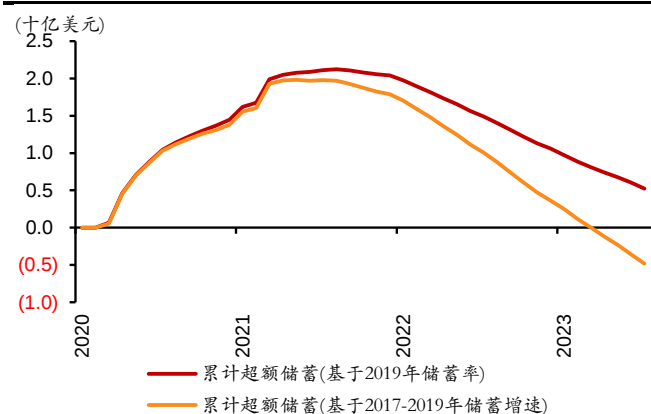
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



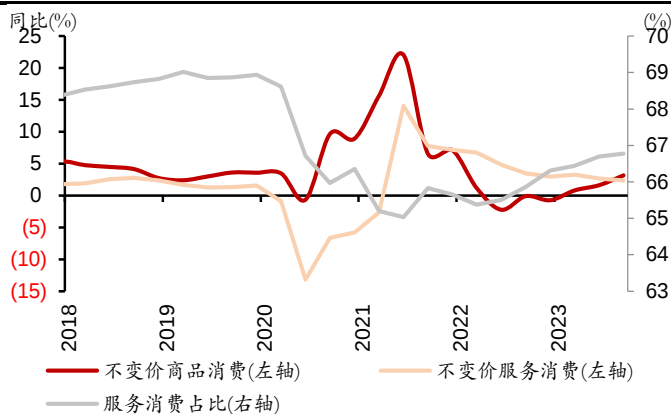
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



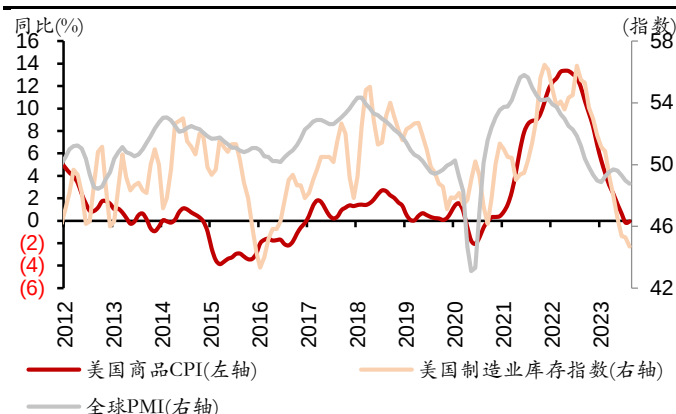
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



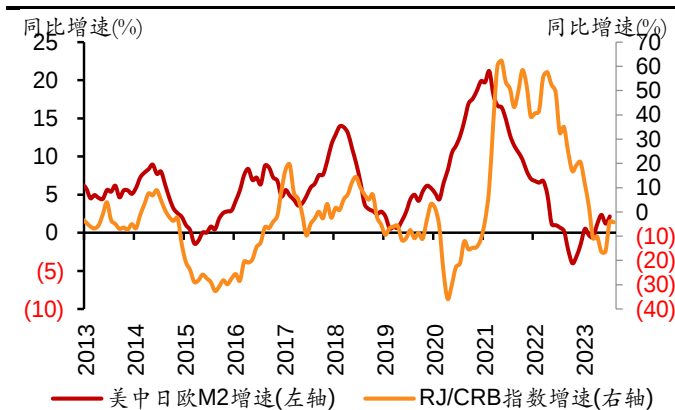
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 7: 全球经济周期与美国消费通胀、制造业库存



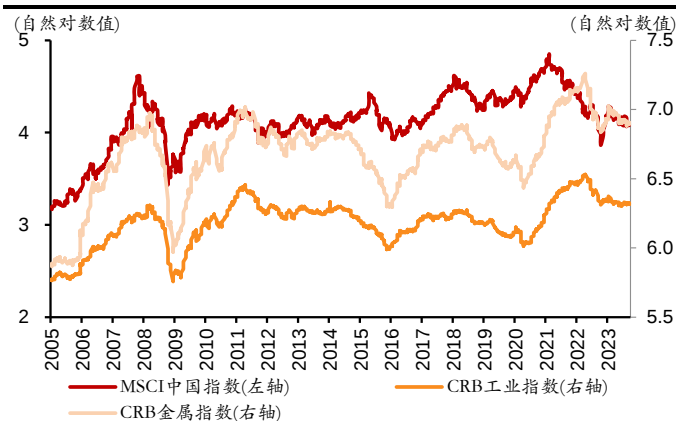
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球四大经济体 M2 增速与大宗商品价格涨幅



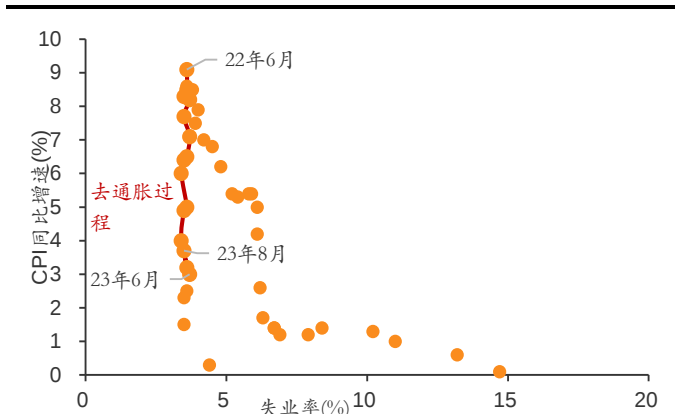
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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



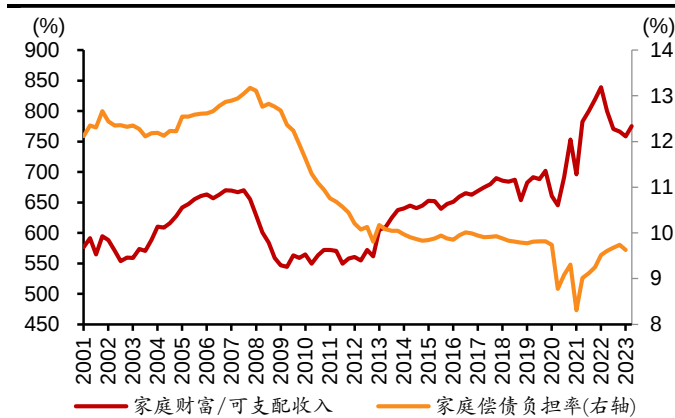
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国劳工成本增速与核心通胀



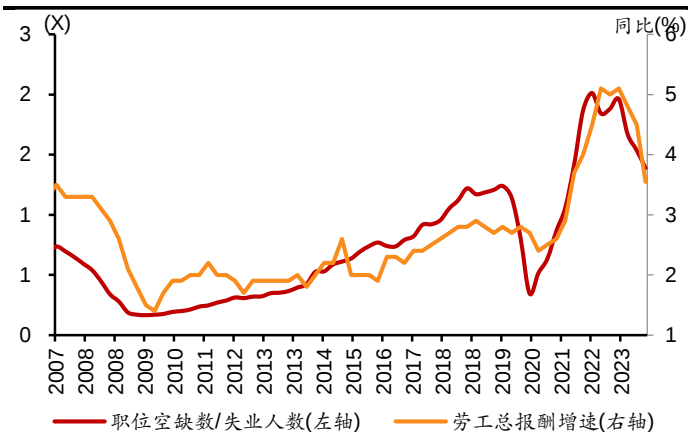
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



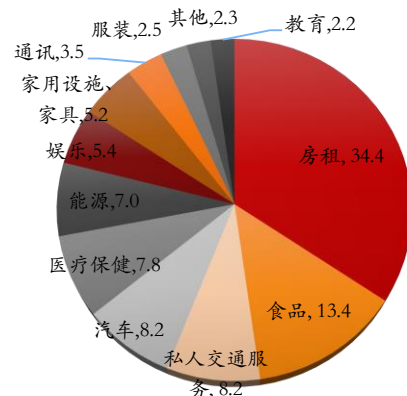
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



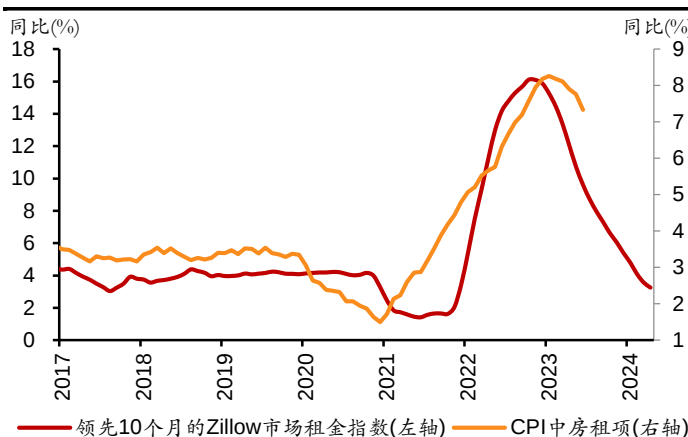
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



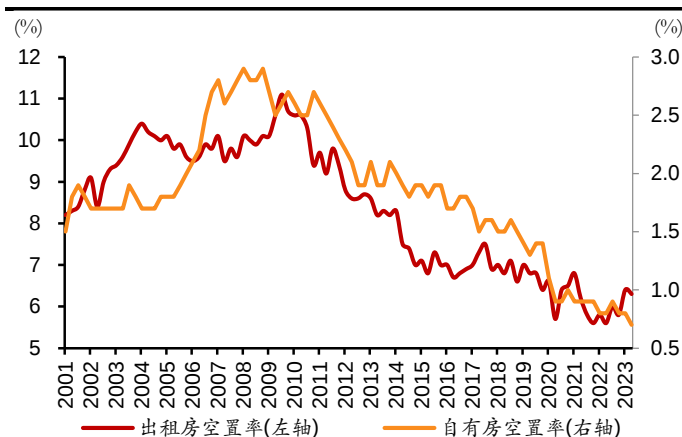
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



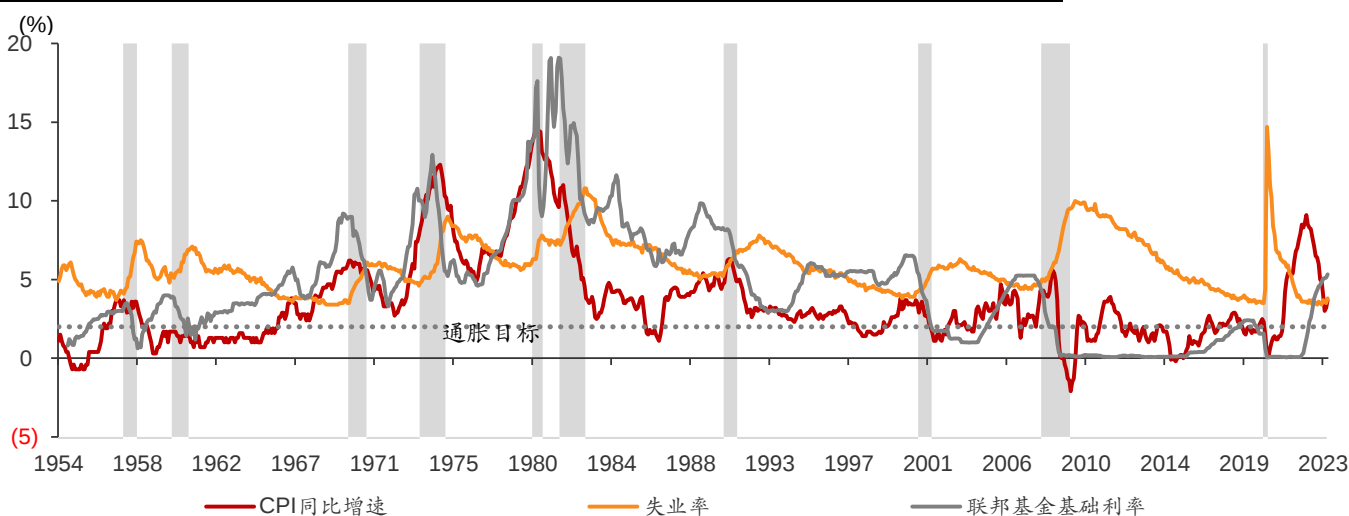
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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并非《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。