

美国经济

通胀即将反弹

美国 CPI 与核心 CPI 同比增速与上月持平，保持在近 2 年低位。能源和食品价格环比加速，关税影响导致核心商品环比小幅反弹。房租通胀延续放缓并已低于疫情前增速，预计全年将延续放缓趋势。在薪资增速推动下，除房租外核心服务保持较快增速。市场关注转向未来滞涨风险，因中东冲突时间可能长于市场先前预期，Polymarket 对 6 月底前停火预期已降至 60%。油价长期高企将推升美国滞涨风险，打压风险资产表现。我们估算原油价格每上涨 10% 将推升通胀 0.3-0.4 个百分点，同时对核心通胀有 0.1 个百分点左右的溢出效应。美联储面临实现保就业和降通胀的双重目标的两难，市场对全年降息预期从 2 月底的 60bps 降至 29bps，全年首次降息时间从 6 月推迟至 9 月。我们维持全年降息 1 次的判断，时点将取决于中东冲突演变和油价见顶时间。3 月 CPI 可能因汽油价格大幅上涨而从 2.4% 升至 3.1%。

■ **CPI 增速小幅反弹，预计油价将推动 3 月 CPI 大幅上涨。** CPI 季调后环比增速从 1 月的 0.17% 升至 2 月的 0.27%，与市场预期基本持平。CPI 同比增速保持在近 1 年低位的 2.4%。食品价格环比增速从 0.2% 升至 2 月的 0.4%，主要因家庭食品和外出就餐从 0.2% 和 0.1% 加速至 0.4% 和 0.3%。能源价格环比增速从 1 月的 -1.5% 反弹至 2 月的 0.6%，其中能源商品因汽油价格反弹而从 -3.3% 升至 1.1%，能源服务则环比持平在 0.2%。展望未来，3 月 CPI 同比增速可能从 2 月的 2.4% 大幅反弹至 3.1%，因预计 3 月汽油价格可能环比大幅上涨 17%，对 CPI 同比增速的推动可能在 0.5 个百分点左右。

■ **核心通胀小幅放缓，商品通胀小幅反弹。** 2 月核心 CPI 季调后环比增速从 1 月的 0.3% 降至 0.2%，与市场预期持平。核心 CPI 同比增速保持在近 5 年低位的 2.5%。核心商品环比增速从 0% 反弹至 2 月的 0.1%，其中家具、服装和休闲商品等受关税影响较大的商品保持较高增速，分别上涨 0.2%、1.3% 和 0.4%。二手车环比跌幅从 -1.8% 收窄至 2 月的 -0.4%，新车价格从 0.2% 降至 0%。

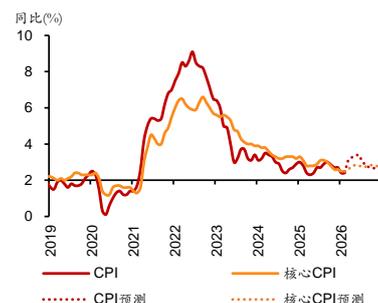
■ **核心服务增速放缓。** 核心服务季调后环比增速从 1 月的 0.4% 降至 2 月的 0.3%，同比增速从 3% 降至 2.9%。占 CPI 比重近 35% 的房租环比增速保持在低位的 0.2%，过去 6 月年化增速已降至 2.5%，已低于疫情前平均 3.3% 的水平。领先的市场租金显示房租增速仍在加速放缓，预计 26 年全年 CPI 房租项仍将保持下降趋势，将成为通胀下行的主要推动。除房租外的其他核心服务环比增速从 0.59% 降至 2 月的 0.35%，仍保持较高增速，与高企的薪资增速一致。出行服务价格持续增长，酒店和机票分别上涨 1% 和 1.4%。医疗及汽车保险、休闲服务和个人服务等价格下跌，医疗服务、机动车维修和教育及通讯服务保持较快增速。

■ **中东冲突打乱通胀放缓趋势，推升滞涨风险。** 油价成为未来通胀最大变量，原油价格每上涨 10% 将推升通胀 0.3-0.4 个百分点，同时对核心通胀有 0.1 个百分点左右的溢出效应。中东冲突时间可能长于市场原先预期，目前 Polymarket 对 6 月底前停火预期从月初的 80% 降至 60% 左右。油价长期高企推升美国滞涨风险，打压风险资产表现。美联储面临实现保就业和降通胀的双重目标的两难，市场对全年降息预期从 2 月底的 60bps 降至 29bps，全年首次降息时间从 6 月推迟至 9 月。我们维持全年仅降息 1 次的判断，时点将取决于中东冲突演变和油价见顶时间。

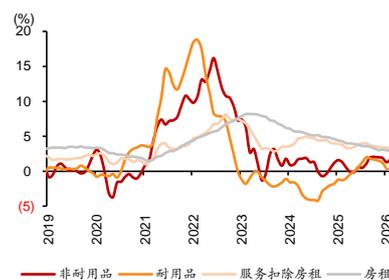
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

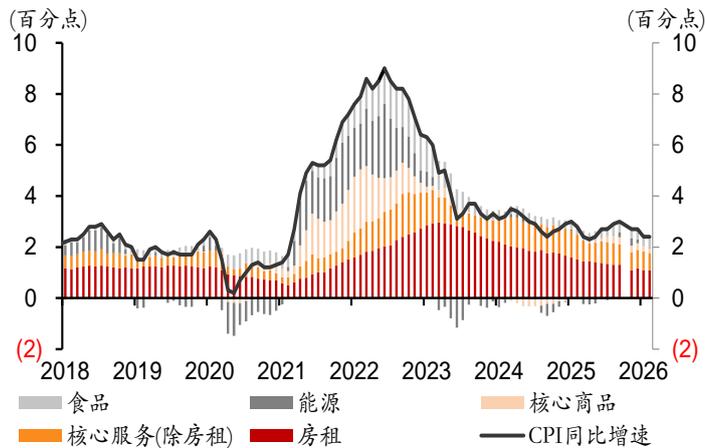


资料来源：Wind，招银国际环球市场



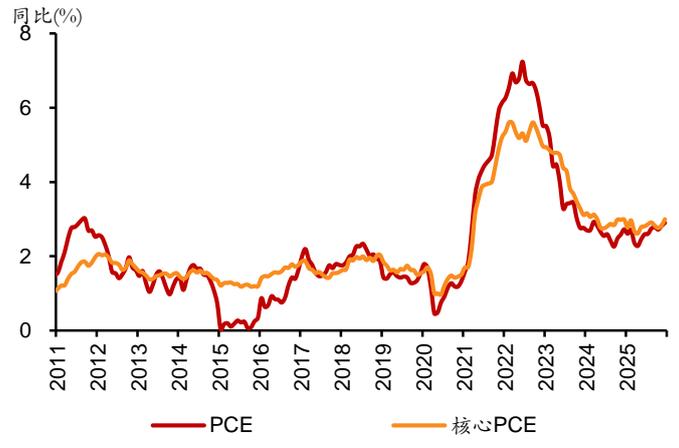
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



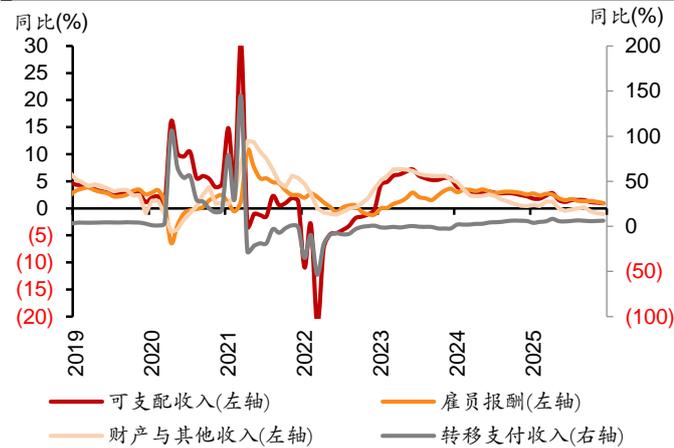
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



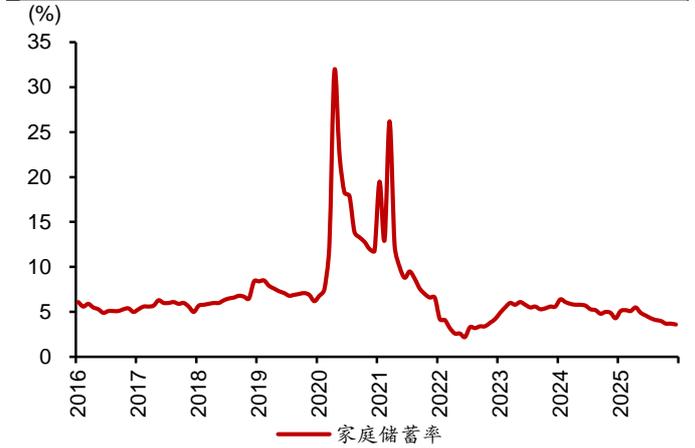
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



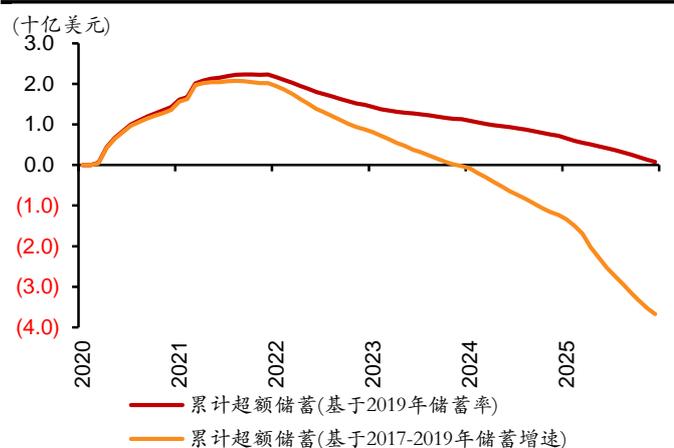
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



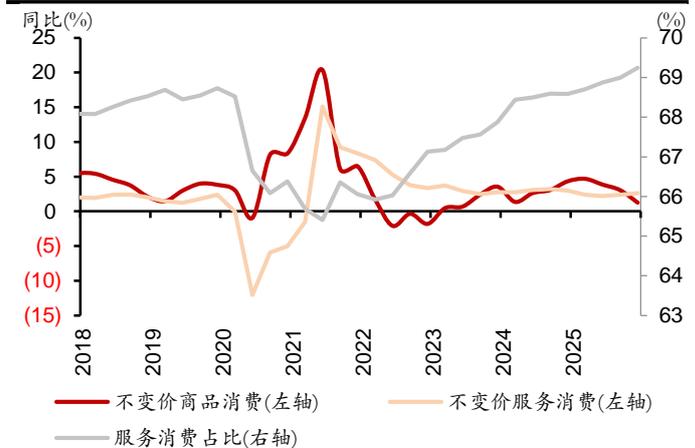
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



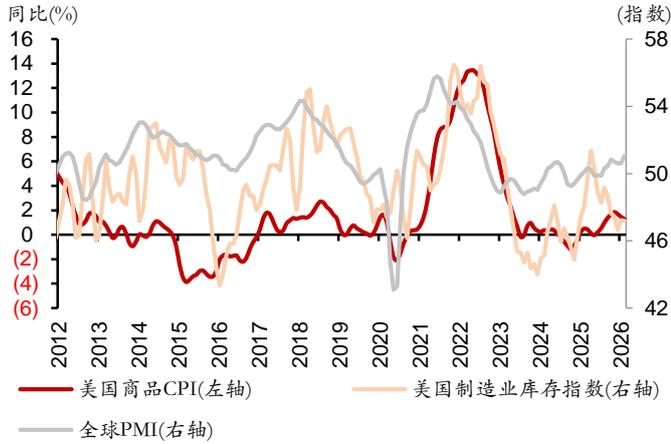
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



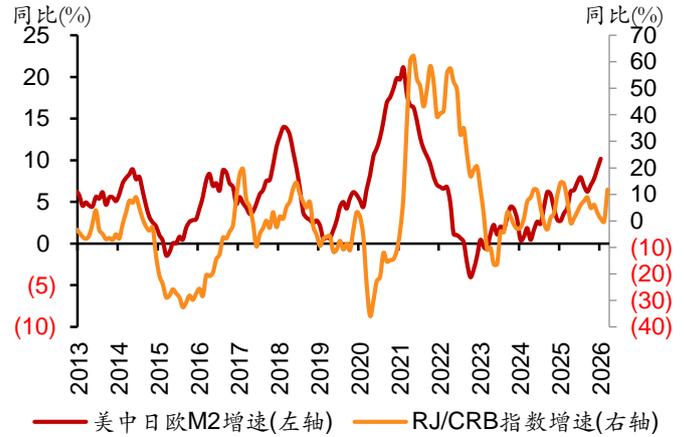
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



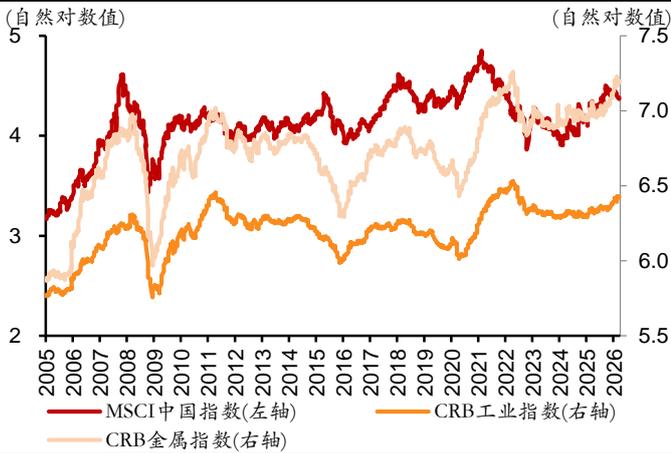
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



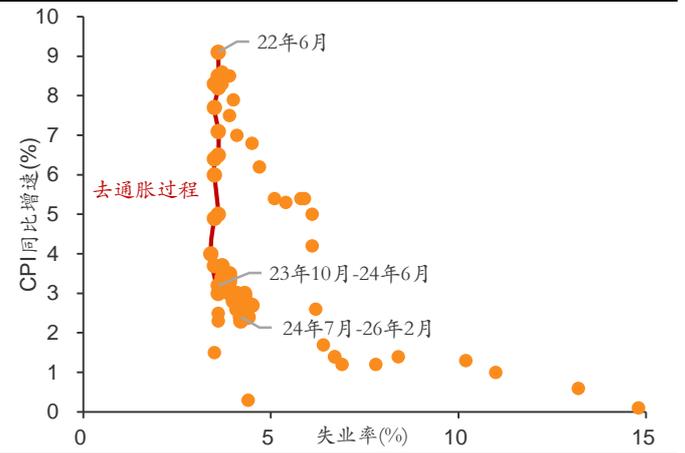
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与全球工业、金属价格周期



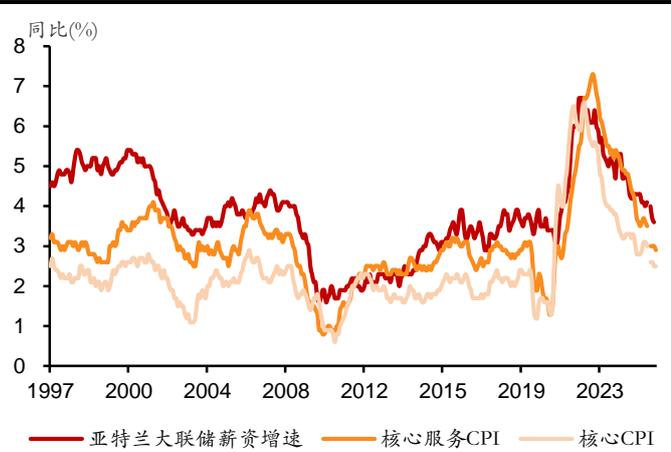
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



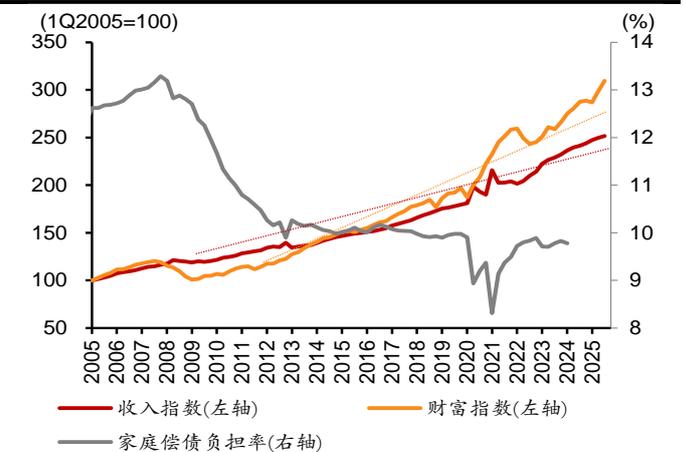
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国薪资增速与核心通胀



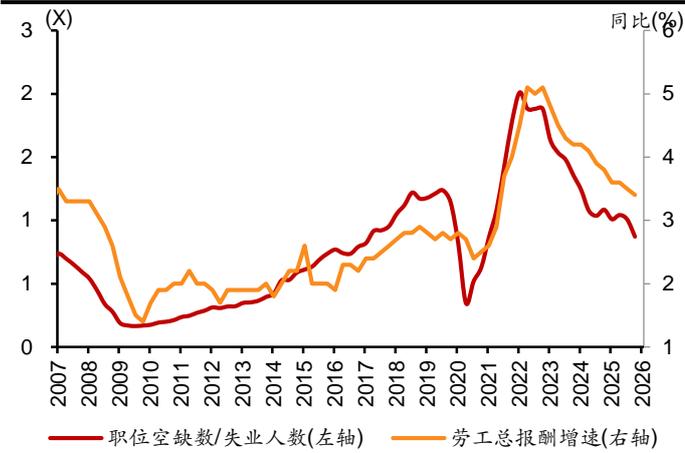
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



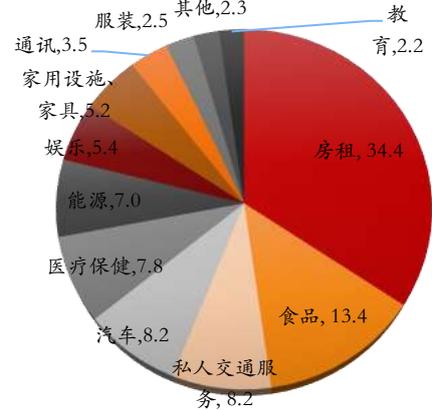
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



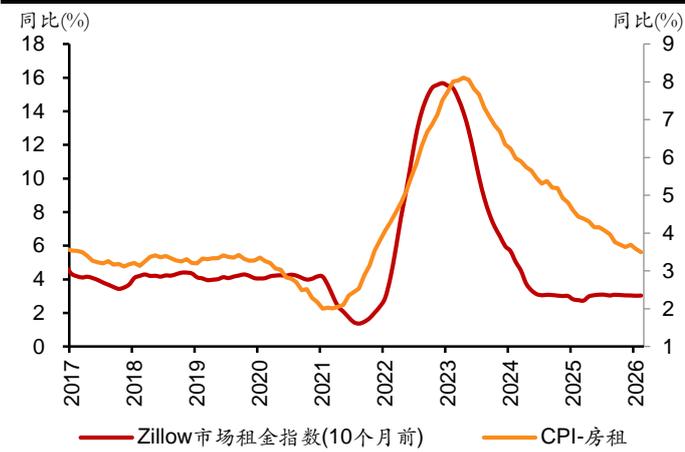
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



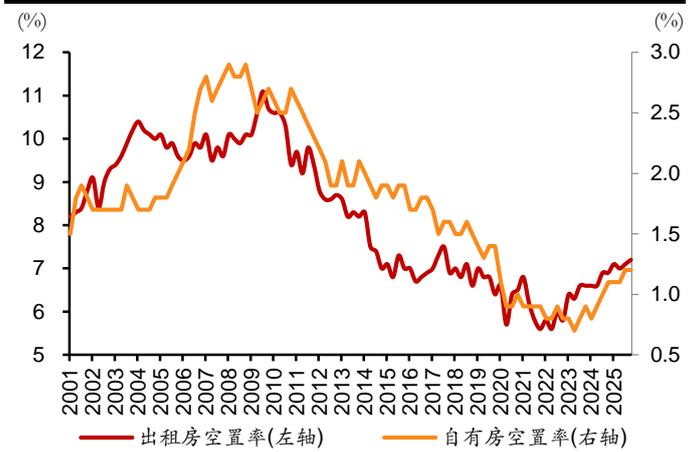
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



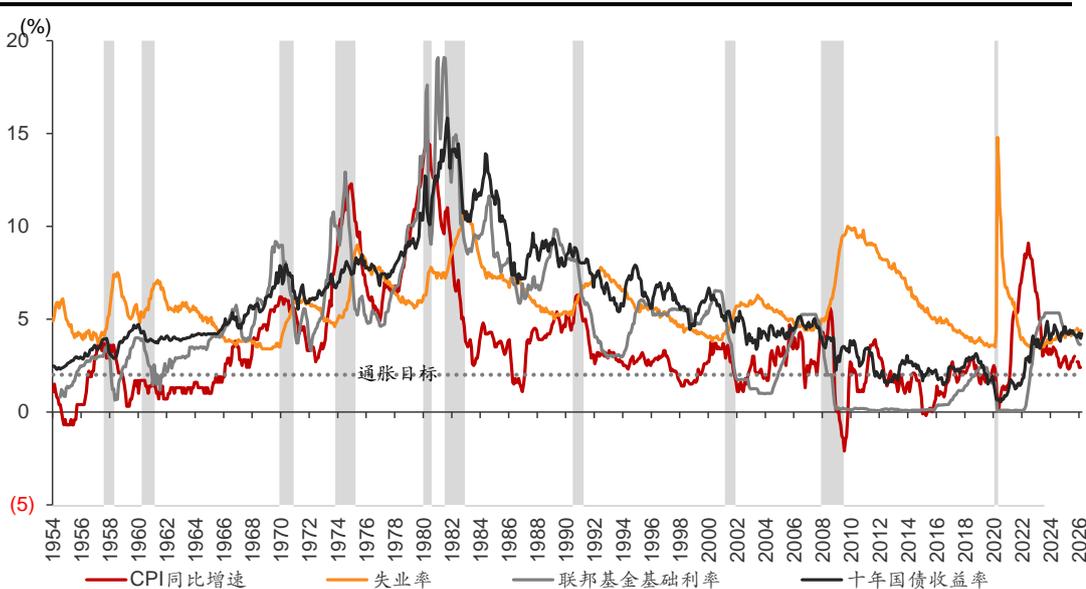
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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。