

美国宏观

通胀阶段性见顶，市场关注点转向沃什首次联储会议

5月CPI升至近3年新高，主要受能源价格上涨推动。但高频数据显示6月汽油价格已明显回落，预计CPI增速将回落至3.8%左右，通胀已阶段性见顶。核心CPI保持温和，核心商品价格一年来首次下跌，显示关税冲击对商品价格的传导正在减弱。就业市场展现边际降温迹象，首次申请失业金与连续申请失业金人数连续上升。汽油价格回落带动6月密歇根消费者通胀预期下行，消费者信心回升，降低通胀预期失锚风险。市场关注重点转向本周联储新主席的首次议息会议，我们认为联储将维持利率不变，并通过删除宽松倾向表述和上移点阵图释放鹰派信号。沃什记者会将是关键，市场预期他可能减少前瞻性指引：如果他强调能源冲击的一次性特征、工资压力温和以及AI带来的中期通缩潜力，市场可能将其解读为“鹰派点阵图、鸽派主席”的组合，政策宽松预期可能升温；如果他仍将仍然偏高的核心PCE视为政策约束，或更强调通胀风险，利率市场将重新定价“higher for longer”，可能对主要风险资产形成压制。展望下半年，我们认为联储将维持现有利率水平，但如果就业数据进一步走弱，政策预期仍有重新转向宽松的空间。

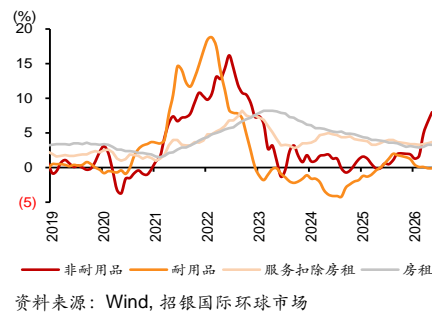
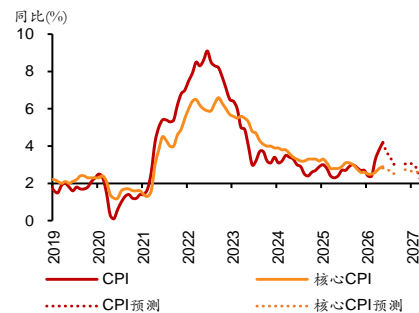
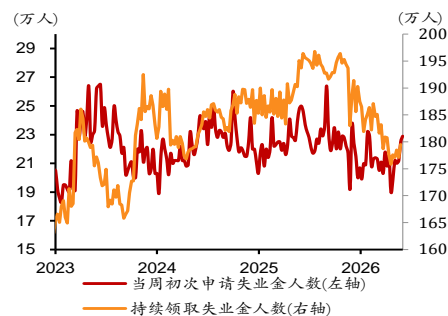
■ **通胀已经见顶，核心通胀保持温和。**5月CPI环比上涨0.47%，与市场预期的0.51%基本一致。同比增速升至4.2%，创近3年新高，主要受能源项支撑，其中汽油及其他能源商品价格环比上涨6.7%，贡献全月CPI环比增速近50%。高频数据显示6月汽油价格已较5月环比回落近10%，汽油对6月环比CPI的影响可能在-0.35个百分点左右，预示CPI增速已在5月见顶，之后将开始回落。核心CPI环比仅上涨0.21%，低于市场预期的0.3%，缓解市场对通胀再加速的担忧。其降温主要来自核心商品回落：核心商品价格环比下降0.1%，为一年来首次下跌，新车、家具和医疗商品分别下降0.26%、0.24%和0.71%，显示前期关税冲击对商品通胀的边际影响正在减弱。相比之下，服务通胀仍未完全降温。业主等价租金和主要住所租金分别上涨0.30%和0.36%，但5月租金仍更像是政府停摆后采样问题导致的短期扰动，而不是租金趋势重新加速，因市场租金仍保持放缓趋势。机票价格连续走强，5月环比上涨约2.7%，反映航油成本和旅行需求仍在向服务价格传导。我们认为5月CPI数据降低了短期通胀失控和进一步加息的风险，CPI同比增速可能已阶段性见顶，6月CPI与核心CPI增速可能降至3.8%和2.8%。但由于计算方法不同，5月核心PCE仍可能录得0.35%左右的较高环比增速，主要受到金融服务价格和资产价格相关分项支撑。展望未来，如果能源持续回落、核心商品继续走弱，同时核心服务保持温和，以沃什为新主席的美联储有机会将通胀反弹视为油价的一次性冲击，政策立场在下半年有机会转向宽松。

■ **领取失业金人数连续上升，通胀预期下降。**截至6月6日当周，首次申领失业金人数由22.5万人升至22.9万人，高于市场预期的22.0万人，四周均值也由21.5万人升至21.9万人，创近4月新高；持续领取失业金人数截至5月30日当周由177.1万人升至179.5万人，高于市场预期的178.5万人，四周均值小幅升至178.1万人。申领失业金数据显示就业市场有走弱迹象，招聘需求放缓，失业者重新就业的难度在上升；6月密歇根消费者信心初值由44.8升至48.9，高于市场预期的46.0；其

刘泽晖

(852) 3761 8957

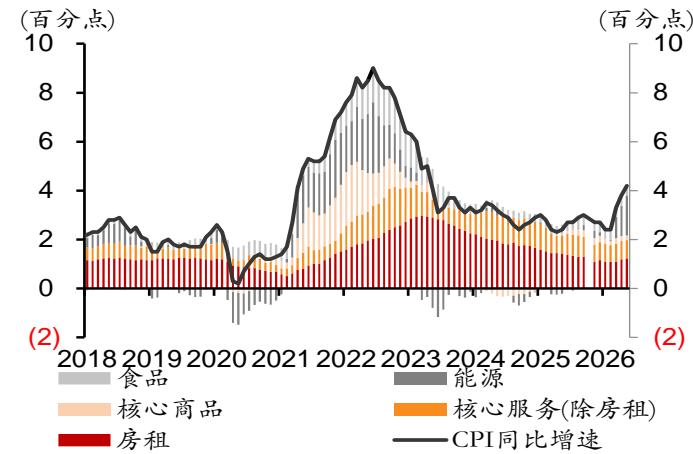
frankliu@cmbi.com.hk



中现况指数由 45.8 升至 48.4，预期指数由 44.1 升至 49.3，反映家庭对当前财务状况和未来经营环境的悲观情绪有所缓和。但改善的核心驱动并非收入或就业显著转强，而是汽油价格回落带动通胀预期下降：1 年通胀预期由 4.8% 降至 4.6%，5-10 年通胀预期由 3.9% 明显降至 3.4%；整体来看，劳动力市场出现放缓迹象，同时通胀预期失锚压力降低，美联储可能会延续“按兵不动、等待更多就业数据确认”的政策路径。

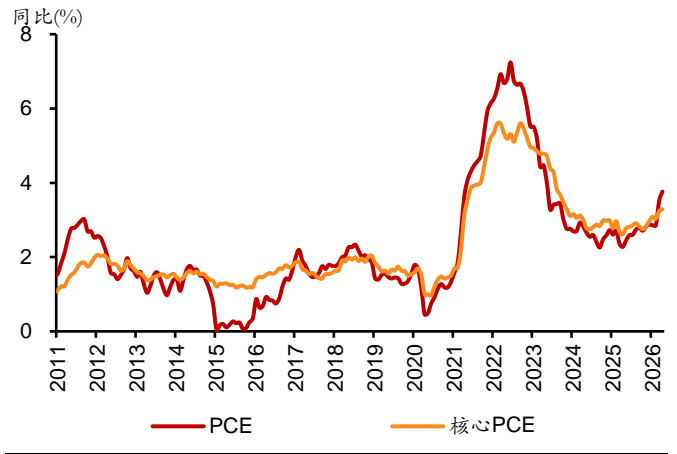
- **市场关注点转向 6 月联储新任主席的首次 FOMC。**在通胀可能阶段性见顶，核心 CPI 保持温和，就业市场也转向边际降温的情况下，沃什上任后如何重塑美联储反应函数成为市场关注焦点。我们预计美联储将维持利率不变，并删除声明中的宽松倾向，以回应较高的短期通胀和就业韧性；点阵图大概率较 3 月上移，显示更长时间维持限制性利率，甚至部分委员可能纳入加息风险。但真正影响资产定价的将是沃什的首次记者会：如果他强调能源和供给冲击属于一次性扰动、AI 投资可能带来中期通缩效应、偏好截尾平均 PCE 和工资增速并未显示广泛通胀失控等，市场将更倾向于解读为“鹰派点阵图、鸽派主席”的组合；如果他将可能的核心 PCE 再加速视为政策约束，或强调通胀风险，利率市场可能将重新定价“higher-for-longer”甚至加息尾部风险。整体看，市场关注重点转向新主席是否愿意容忍阶段性通胀偏高以等待供给侧改善，这将决定下半年美债收益率和风险资产的主线。由于沃什偏好截尾平均 PCE 和 AI 科技将导致通缩效应等观点，我们认为沃什政策立场偏向宽松。

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



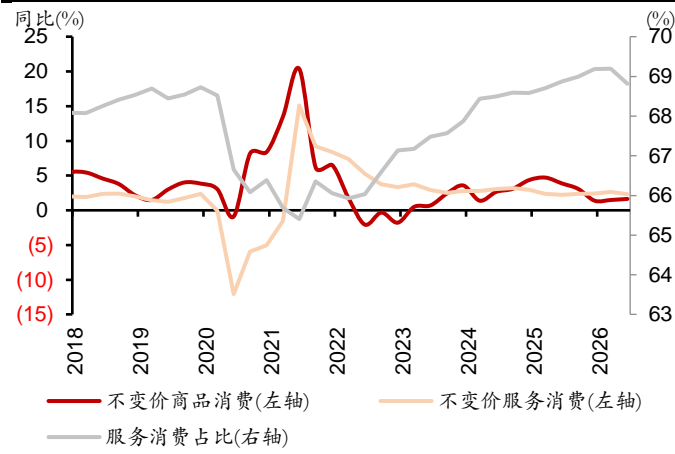
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



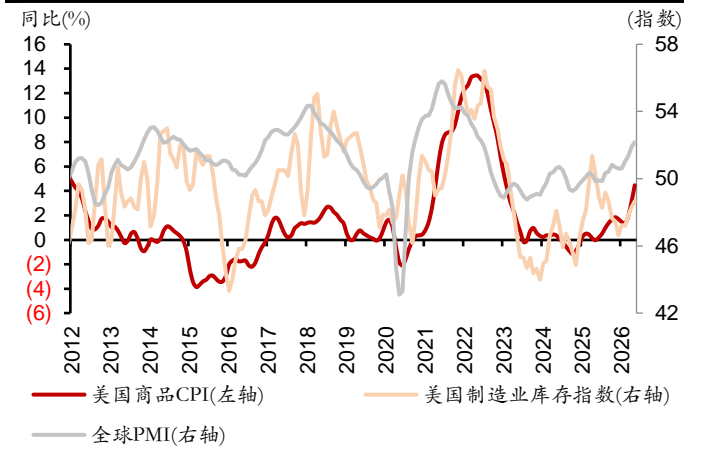
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国家庭商品与服务消费



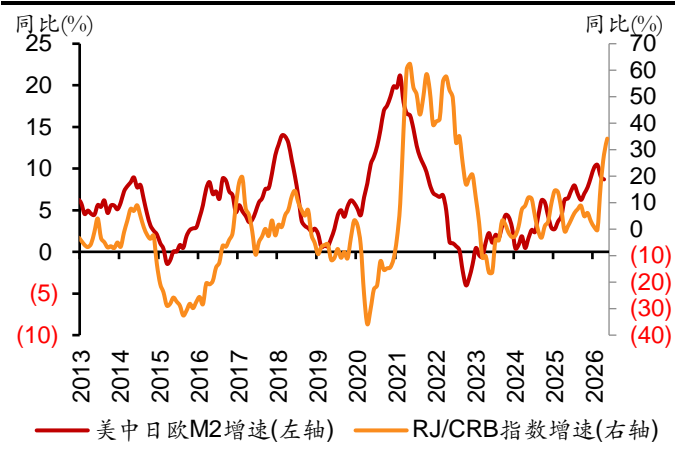
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



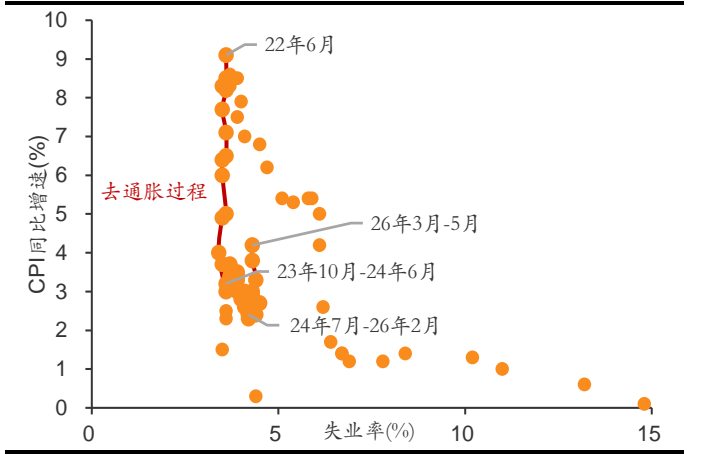
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



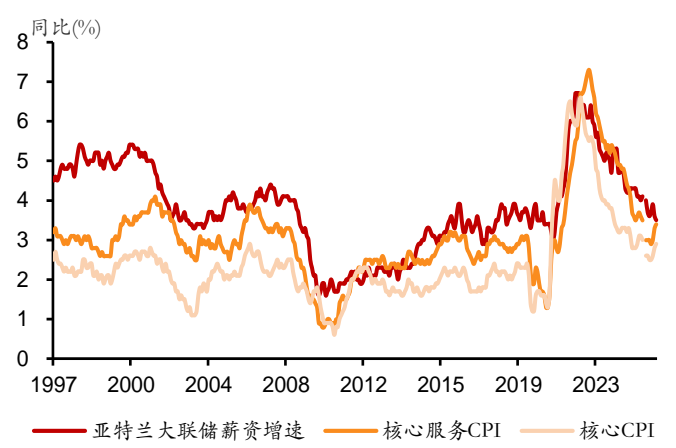
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国菲利普斯曲线



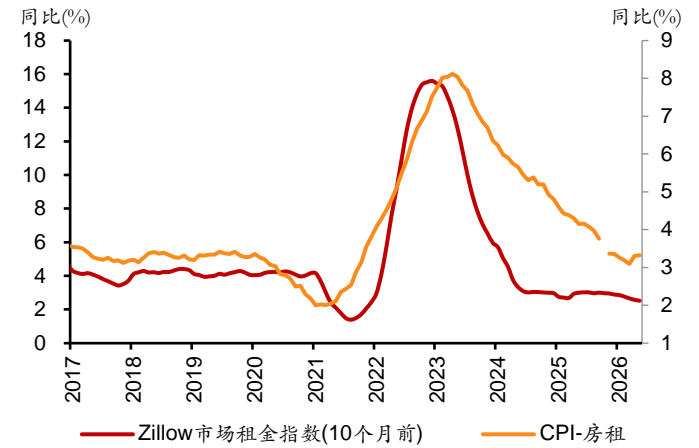
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美国薪资增速与核心通胀



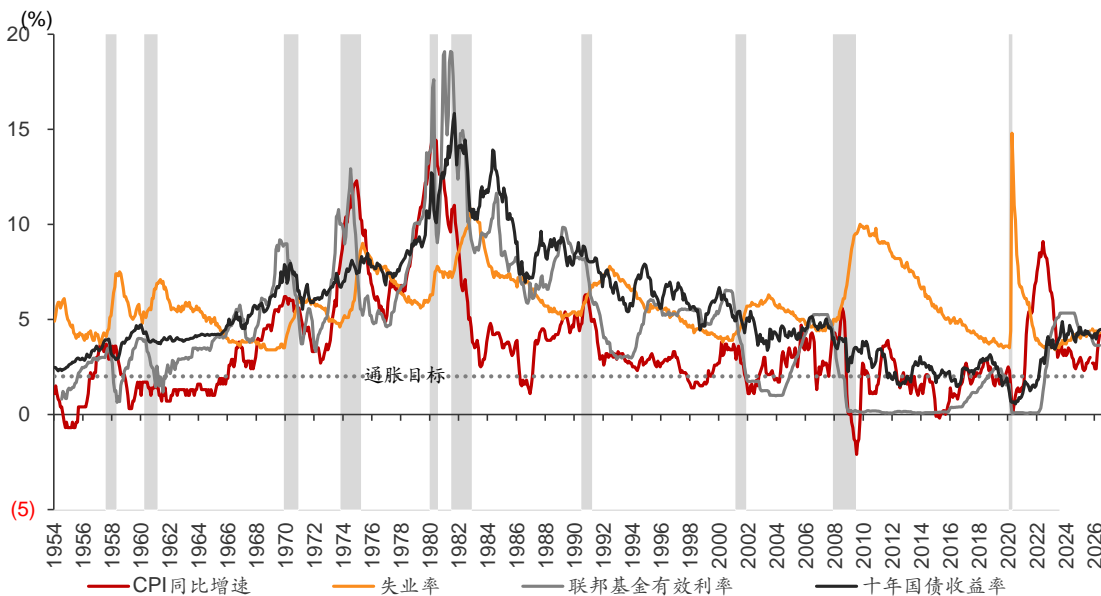
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: Zillow 房租指数与 CPI 房租



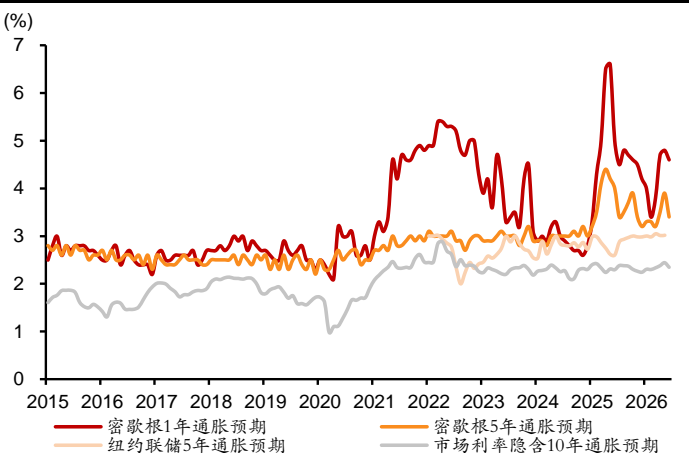
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美国历史 CPI、失业率与联邦基金利率



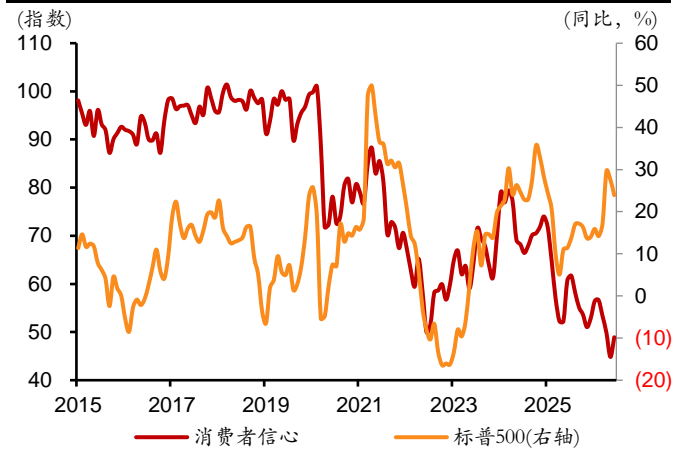
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 通胀预期



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 消费者信心与标普 500 同比增速



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商投资者

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。