

美国经济

通胀延续放缓

美国7月CPI与核心CPI增速符合预期，显示通胀延续放缓。以同比增速衡量，商品通胀持续为负，房租通胀和其他服务通胀放缓，但仍分别达到4.9%和4.6%，因房租和工资合同调价存在滞后期。展望未来，CPI与核心CPI增速可能延续温和放缓，驱动因素包括房租通胀补跌、工资增速下降和大宗商品价格回调。随着通胀延续下降和就业市场降温，美联储降息时机不断临近。9月降息已无悬念，分歧在于降息幅度是25个基点还是50个基点。由于房租环比涨幅反弹，市场预期9月降息25个基点概率从47%升至62.5%，降息50个基点概率从53%降至37.5%。美联储的注意力已从抗通胀转向双目标平衡，对就业市场更加关注。目前美国经济放缓仍属温和，通胀下降但仍高于2%目标。我们预计美联储将在9月和12月两次降息合计50个基点，明年进一步降息4次共100个基点。

■ **CPI增速略低于预期，商品通胀延续为负。**7月CPI季调后环比增长0.15%，接近市场预期的0.2%。CPI同比增速从3%降至2.9%，为2021年3月以来首次重回2字头。7月食品价格同比增速保持在2.2%，环比增速也保持在0.2%，其中家庭食品价格保持在0.1%不变，而外出就餐价格环比增速则从0.4%降至0.2%，预示服务业通胀将继续回落。油价低位企稳，能源价格环比增速从-2%反弹至7月的0%，同比增速也从0.9%小幅上升至1%。7月汽油环比跌幅从-3.5%收窄至0%，能源服务价格环比继续下跌0.1%。核心商品价格环比跌幅从-0.1%扩大至-0.3%，同比跌幅则保持在-1.7%，对整体CPI贡献为-0.32%。耐用品延续疲软表现，7月二手车环比跌幅从1.5%扩大至2.3%，新车下跌0.3%。服装和休闲商品价格分别下降0.4%和0.3%。展望未来，二手车批发价等先行指标的企稳回升显示二手车价格跌幅将有所收窄，进口商品价格同比增速也小幅反弹，预示核心商品同比跌幅将小幅收窄。高频数据显示原油价格在8月初环比小幅下跌，未来通胀可能延续温和回落。

■ **核心CPI增速符合预期，但房租通胀意外反弹。**7月核心CPI季调后环比增速0.17%，与市场预期接近一致；同比增速从3.3%下降至3.2%，延续温和下降趋势。核心服务环比增速从0.1%反弹至7月的0.3%，主要因为占CPI权重超过三分之一的住房价格环比从0.2%升至0.4%。其中权重最大的业主等价租金(OER)环比增速从0.3%升至0.4%，主要居所租金从0.3%大幅反弹至0.5%。但我们并不太担心短期内房租环比增速波动，因为CPI中房租变化滞后于市场租金变化6-12个月，市场租金涨幅已降至3%左右，CPI中房租通胀高达4.9%仍有进一步回落空间。扣除房租的超级核心服务价格环比增速也小幅反弹，但仍在低位，主要由于机票价格环比跌幅5%收窄至7月的1.6%，外宿环比增速也从-2%升至0.2%。医疗护理服务大幅下降0.3%，为去年7月以来首次。汽车保险和休闲服务等价格小幅反弹。展望未来，由于实际利率仍在限制性水平和薪资增速不断回落，核心CPI通胀将延续温和放缓趋势。

■ **就业数据重要性上升，美联储或9月降息25个基点。**随着7月通胀延续放缓，美联储对实现通胀目标的信心持续增强。同时，劳工供求回归正常，就业市场开始出现趋弱迹象，美联储的注意力从以抗通胀为主转向对稳定物价和最大化就业双重目标的平衡，就业数据的重要性上升。9月美联储降息已无悬念，分歧在于降息幅度是25个基点还是50个基点。由于房租环比涨幅反弹，市场预期9月降息25个基点概率从47%升至62.5%，降息50个基点概率从53%降至37.5%。目前美国经济放缓仍属温和，上半年GDP平均环比年化增速2.1%，与疫情前5年平均增速持平，移民流入增加劳工供应对失业率上升的贡献超过劳工需求放缓的影响，7月非农就业同比增速1.6%，与疫情前5年平均增速基本持平，2Q标普500指数成分股EPS增速超过10%也不支持经济衰退的论断；同时，通胀回落但仍显著高于2%目标。因此，美联储紧急或大幅降息的可能性较小。我们仍维持美联储9月和12月两次降息合计50个基点，明年降息4次累计100个基点的预测。

叶丙南, Ph.D

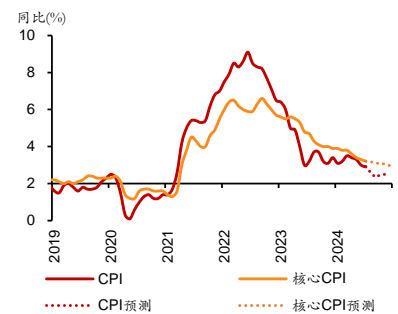
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

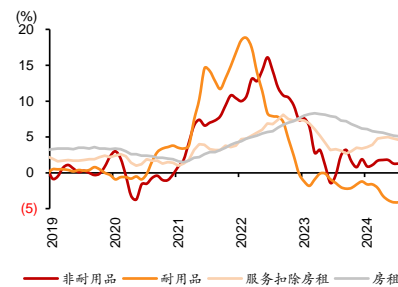
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

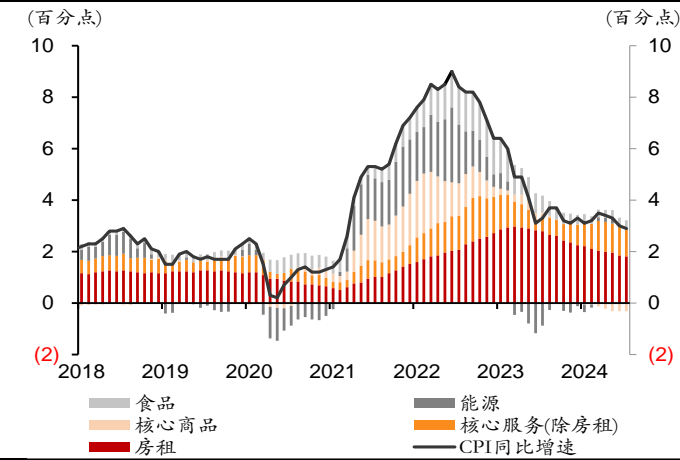


资料来源: Wind, 招银国际环球市场



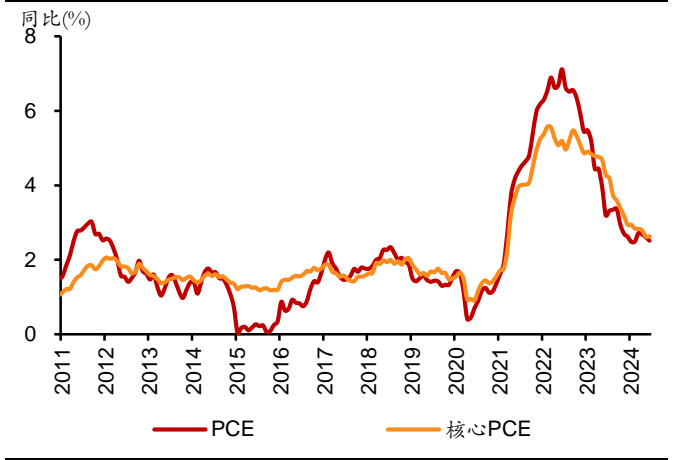
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



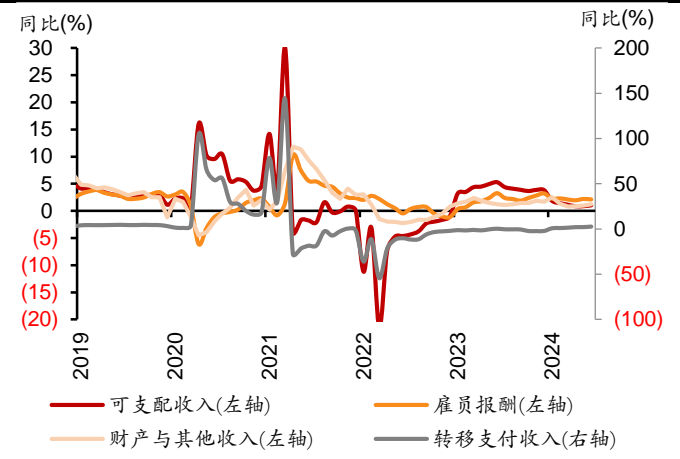
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



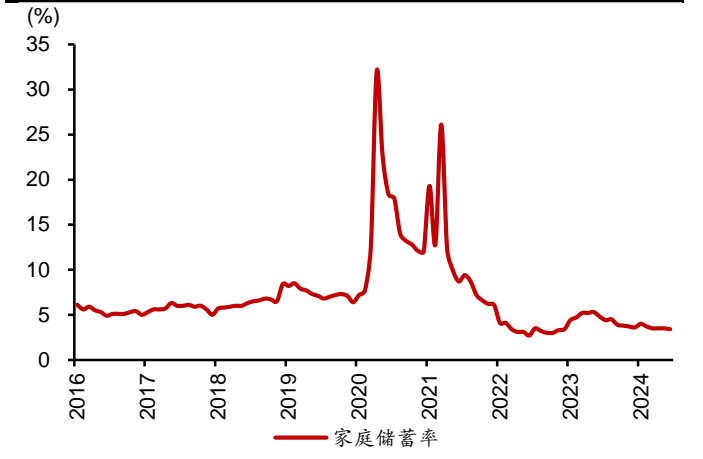
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



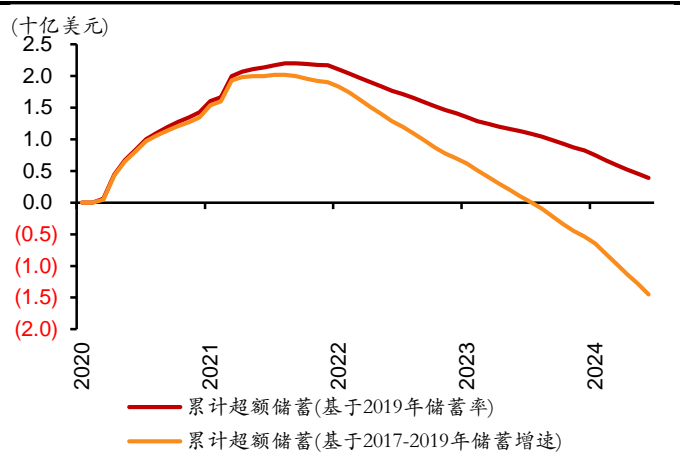
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



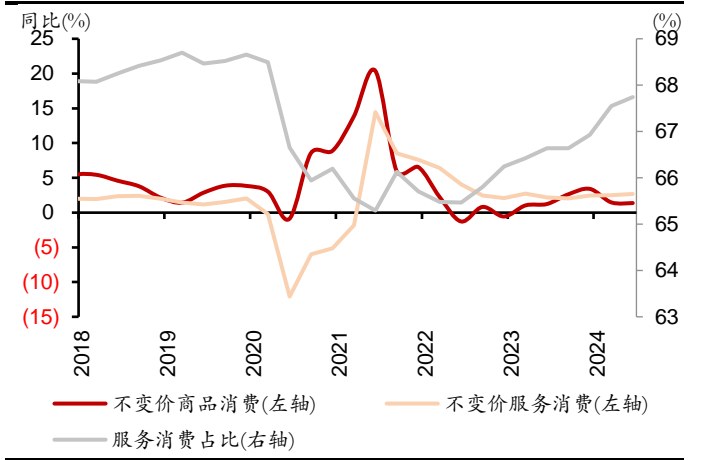
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



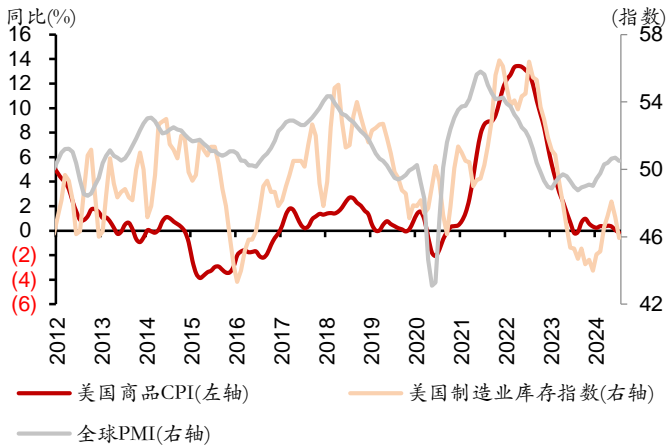
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



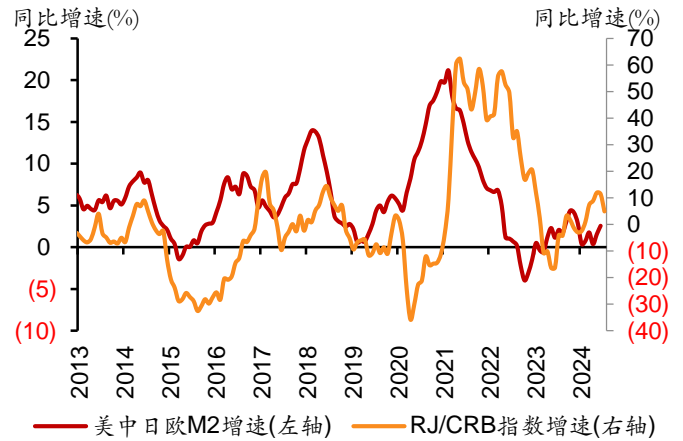
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



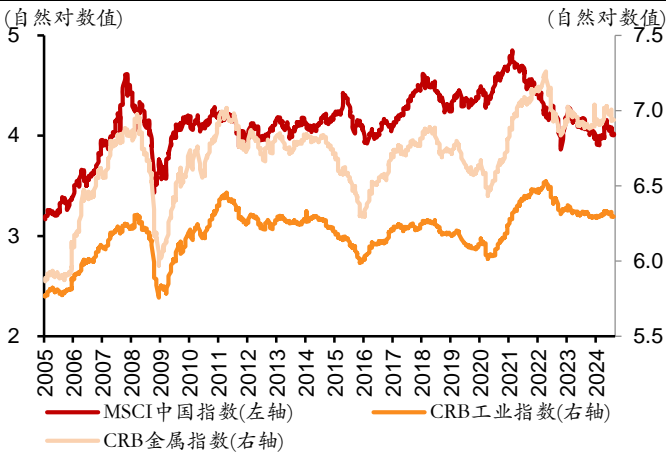
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



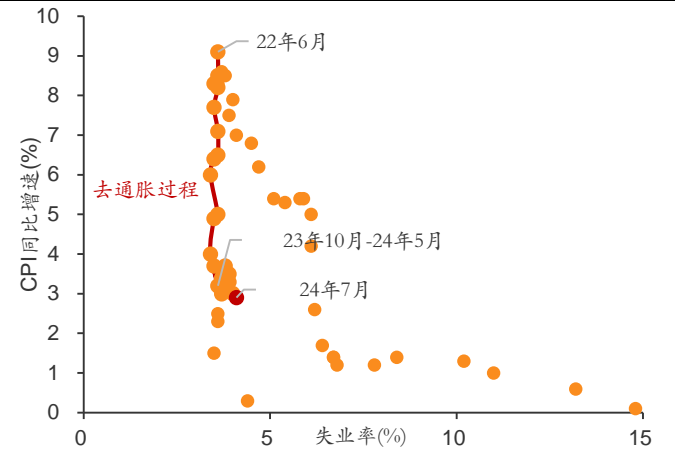
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与全球工业、金属价格周期



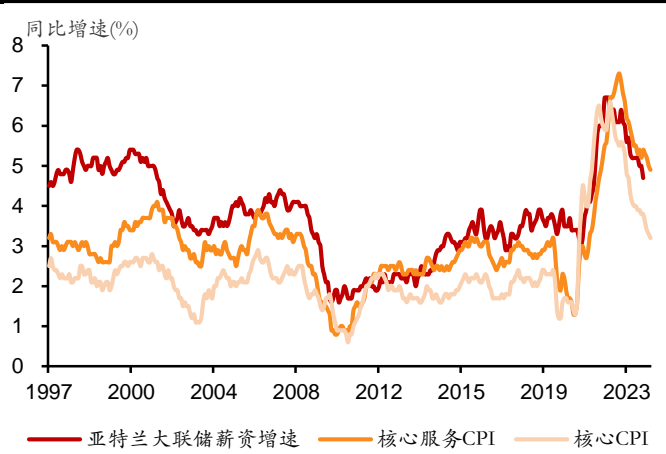
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



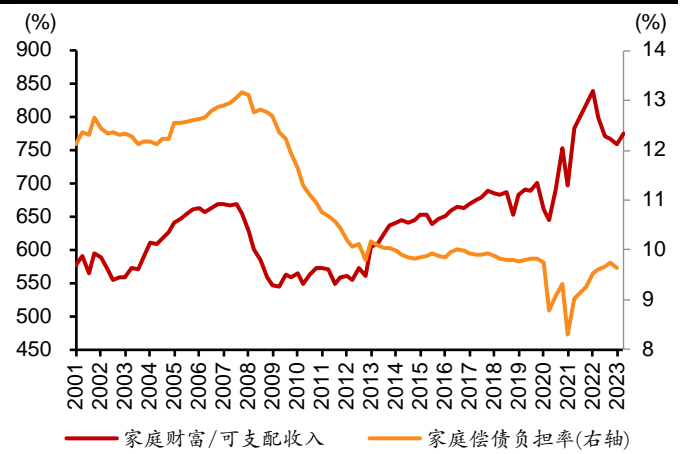
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国薪资增速与核心通胀



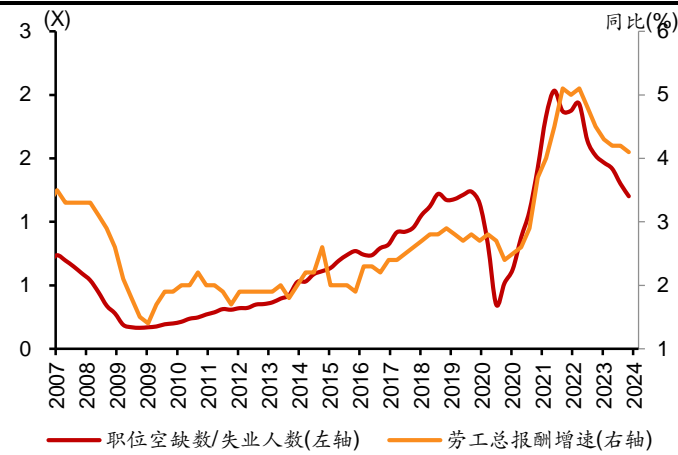
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



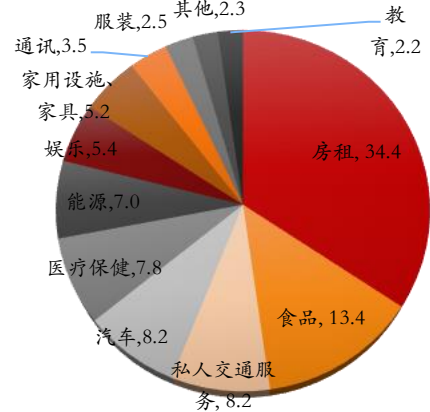
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



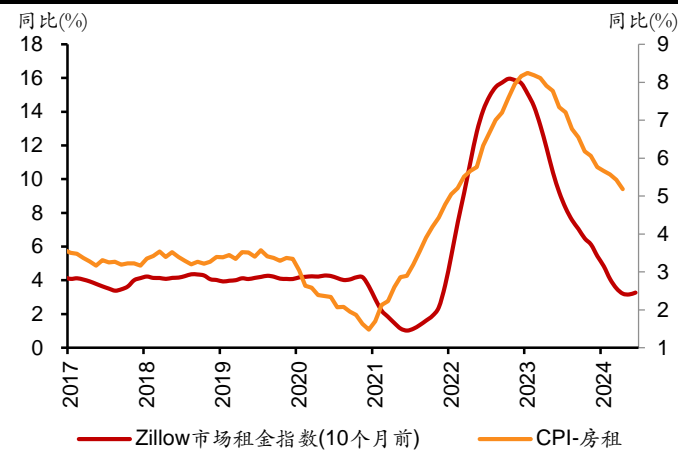
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重 (%)



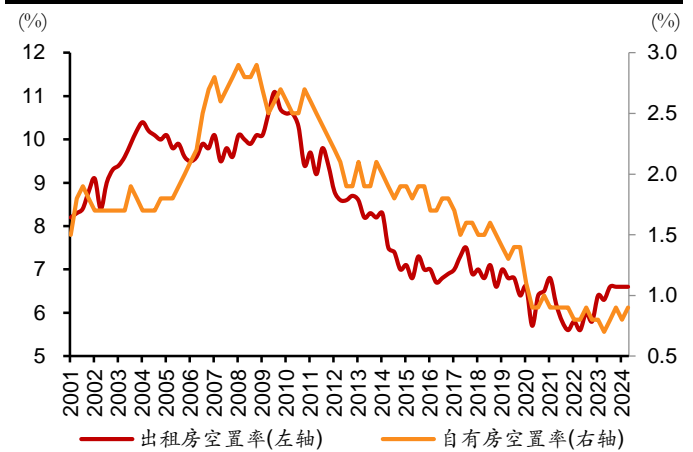
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



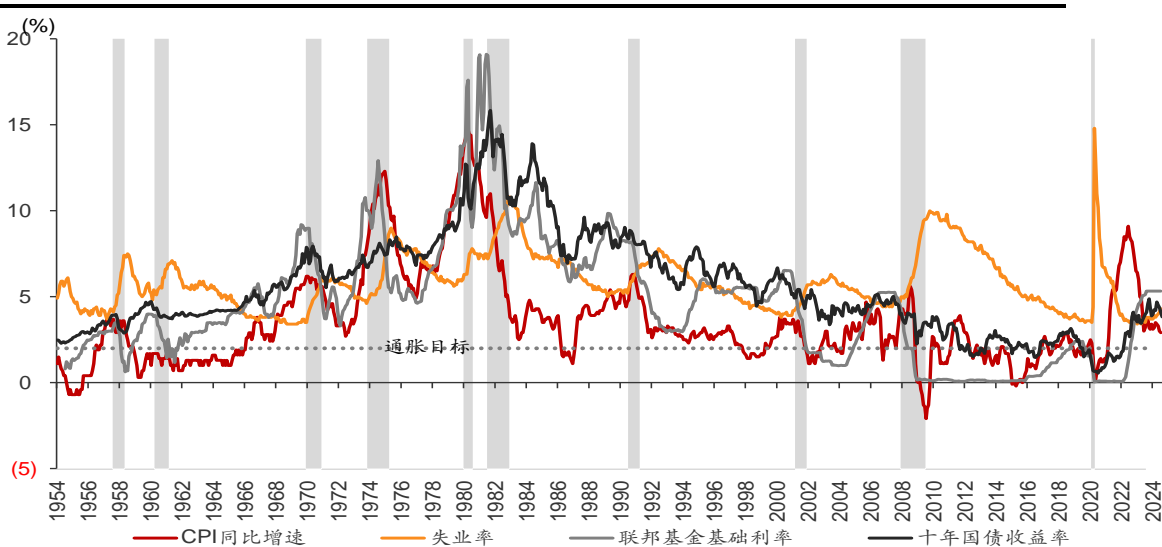
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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，都应当通过美国注册的经纪交易商进行交易。

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。