

美国经济

通胀放缓，市场进一步下调加息预期

美国 7 月 CPI 与核心 CPI 均延续下行趋势并符合市场预期。能源价格延续下行，食品价格保持平稳。核心商品和服务通胀环比小幅反弹但增速仍然温和。展望未来，我们预计油价将推动 8 月 CPI 环比增速反弹至 0.3% 左右，同比增速则延续放缓至 3.3%。利率市场对全年加息预期从 30 个基点下降至 26 个基点左右，我们维持美联储不会加息，但会通过持续鹰派沟通推升市场利率，以实现部分加息效果的观点。在非农就业转弱和通胀已见顶回落后，目前联储的加息门槛已大幅上升。对市场而言，整体利率曲线倾向牛陡，短端美债下行，快速消化此前过度定价的加息预期。但长端利率不降反升，主要受近期实际利率持续升高的推动，尽管长期通胀预期已大幅降温。我们认为这背后的原因包括美国财政失衡导致政府债务供给高居不下、海量 AI 基建信用债发行的结构性压力和生产率提升等因素，迫使投资者要求更高的实际利率和期限溢价，导致长端国债易升难降。权益市场短期将获得流动性改善的边际支持，但广泛估值扩张仍受长端利率上行的制约。

■ **能源驱动整体通胀回落，食品压力温和。**7 月 CPI 环比由 6 月的 -0.4% 回升至 0.1%，与我们和市场预期的一致。同比增速则由 3.5% 降至 3.4%。能源价格环比再降 1.5%，其中能源商品和汽油均下降 2.9%；继 3 月至 5 月快速上涨后，能源在 6 月和 7 月连续回吐，是同比通胀见顶回落的关键。食品环比仅上涨 0.1%，家庭食品下降 0.1%，外出就餐上涨 0.3%，显示食品压力更多集中于服务端。展望未来，预计 8 月环比 CPI 增速将反弹至 0.3% 左右，主要因油价的小幅反弹，但同比增速可能延续放缓至 3.3%。

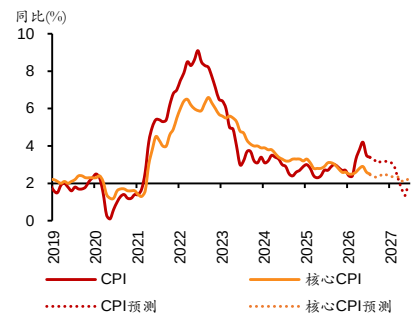
■ **核心通胀保持温和，商品通胀小幅反弹。**7 月核心 CPI 环比由 0% 回升至 0.2%，与我们和市场预期的一致。同比增速由 2.6% 降至 2.5%，保持在近 5 年低位。近 3 个月年化增速分别从 2.3% 降至 1.6%，整体仍保持温和。核心商品环比由 -0.1% 升至 0.20%，主要由 0.1% 的新车和 0.4% 的二手车环比增速推动。但二手车批发价预示二手车价格将开始回落，未来不会构成对核心商品通胀的压力。信息技术产品上涨 1.36%，主要由存储等电子元器件价格推动。进口比例较高的服装和家具小幅反弹至 0.1%，仍保持温和，医疗护理商品则下降 0.61%。核心商品近 3 个月年化基本持平，随着美国实际关税税率进一步下行和 IEEPA 关税退回，预计商品通胀压力将进一步下行。

■ **核心服务价格保持温和。**7 月核心服务环比由 0% 回升至 0.2%，同比由 3.1% 降至 3.0%。房租通胀环比增速从 0.22% 小幅升至 0.26%。3 个月年化增速降至 3.2%，已低于疫情前水平，整体住房通胀仍处缓慢下行通道，目前市场房租预示 CPI 房租项仍有下行空间。剔除住房后的服务环比由 -0.2% 回升至 0.2%，主要因机票上涨 2.2% 及医疗服务上涨 0.6%。酒店、保险、杂项个人服务等价格则环比下跌。

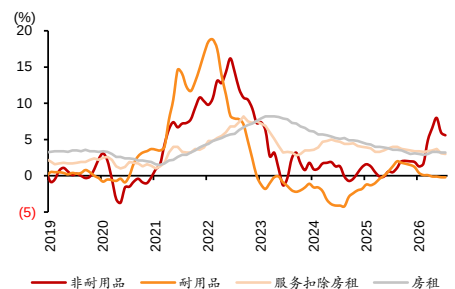
■ **市场继续消化联储加息预期，长端利率不降反升。**通胀数公布后，利率市场对全年加息预期从 30 个基点下降至 26 个基点左右，全年降息幅度预期从月初的 2 次降至目前的 1 次。我们维持美联储不会加息，但会通过持续鹰派沟通推升市场利率，以实现部分加息效果的观点。在非农就业转弱和通胀已见顶回落后，联储的加息门槛已大幅上升。

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

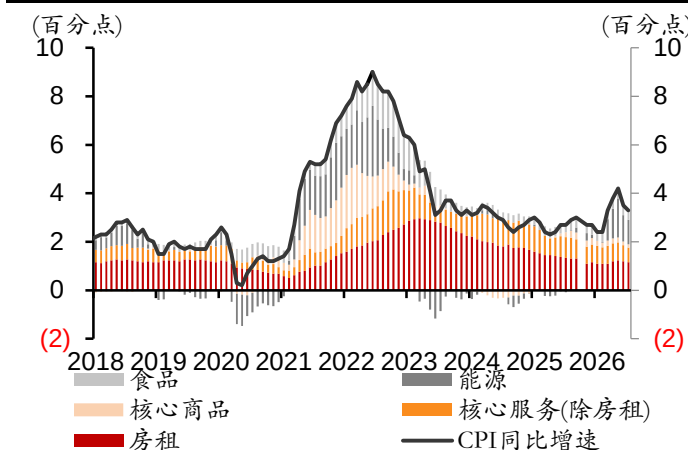
对市场而言，整体利率曲线倾向牛陡，短端美债从月初的 4.3%降至 4.19%，快速消化此前过度定价的加息预期。但长端利率短暂下探后快速逆转，收盘时整体走高，当日 10 年期美债中标利率 4.68%创下 2007 年金融危机以来新高。10 年通胀平衡不断走低，但 TIPS 持续上升，显示近期 10 年国债利率上行主要来自实际利率的升高，而非长期通胀预期升温。我们认为这背后的原因包括美国财政失衡导致政府债务供给高居不下、AI 基建导致海量信用债发行分流市场固收资金的结构性压力和 AI 科技提高生产率等因素，迫使投资者要求更高的实际利率和期限溢价以补偿持有长久期债务的风险，导致长端国债易升难降。权益市场短期获得流动性改善的边际支持，但广泛估值扩张仍受长端利率上行的制约。美元可能维持偏弱震荡。

图 1: CPI 分项预测

	权重	历史		预测					
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
CPI		-0.42	0.07	0.28	0.09	0.16	0.18	0.28	
食品	13.4	0.21	0.08	0.22	0.18	0.28	0.22	0.30	
居家食品	8.2	0.19	-0.07	0.20	0.15	0.30	0.22	0.35	
外出食品	5.3	0.23	0.31	0.25	0.23	0.24	0.23	0.23	
能源	7.8	-5.71	-1.48	1.26	-1.16	-0.32	0.01	1.50	
能源商品	4.6	-9.50	-2.90	2.36	-2.91	-0.77	-0.19	2.23	
能源服务	3.2	-0.70	0.30	0.20	0.50	0.10	0.20	0.80	
核心CPI	78.8	-0.02	0.22	0.20	0.19	0.19	0.19	0.16	
核心商品	18.7	-0.09	0.20	0.09	0.05	0.07	0.04	0.02	
新车	3.7	-0.02	0.08	0.20	-0.10	0.20	-0.10	0.10	
二手车	2.6	-0.23	0.40	0.60	0.30	-0.30	0.20	-0.50	
除交通工具外商	12.4	-0.07	0.19	-0.05	0.05	0.10	0.05	0.10	
核心服务	60.0	0.03	0.23	0.24	0.23	0.22	0.23	0.20	
房租	33.4	0.22	0.26	0.23	0.23	0.22	0.22	0.21	
除房租外服务	26.6	-0.20	0.19	0.25	0.24	0.23	0.25	0.18	
同比增速									
CPI		3.50	3.35	3.29	3.07	3.12	3.16	3.14	
核心CPI		2.60	2.47	2.36	2.33	2.42	2.52	2.44	

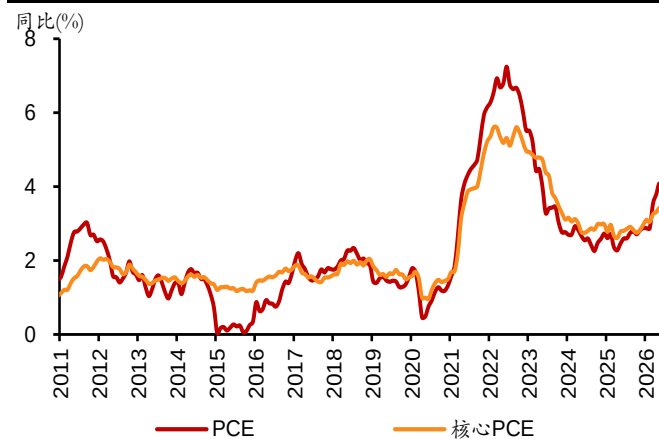
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



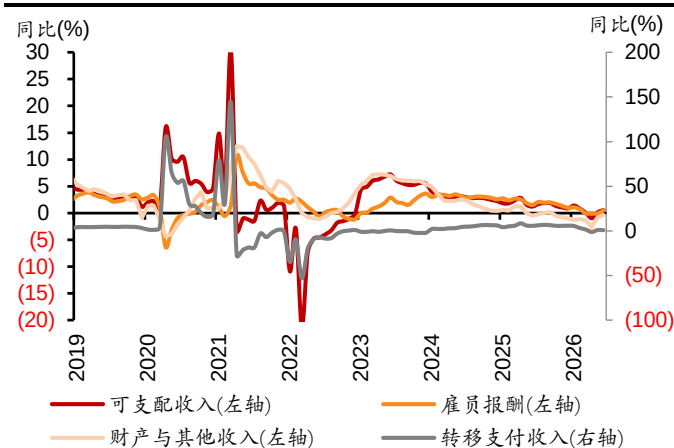
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



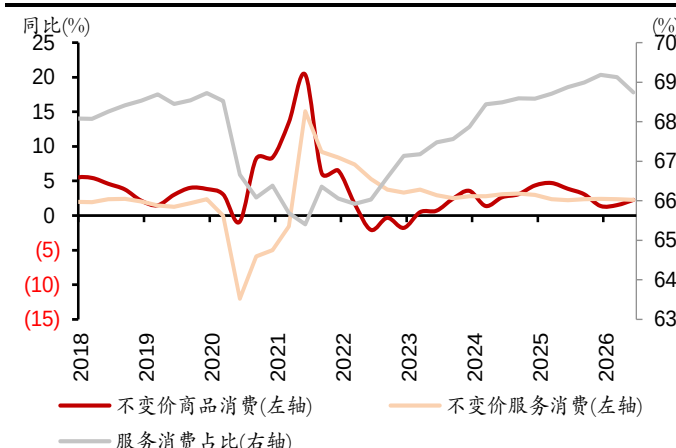
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国不变价收入增速



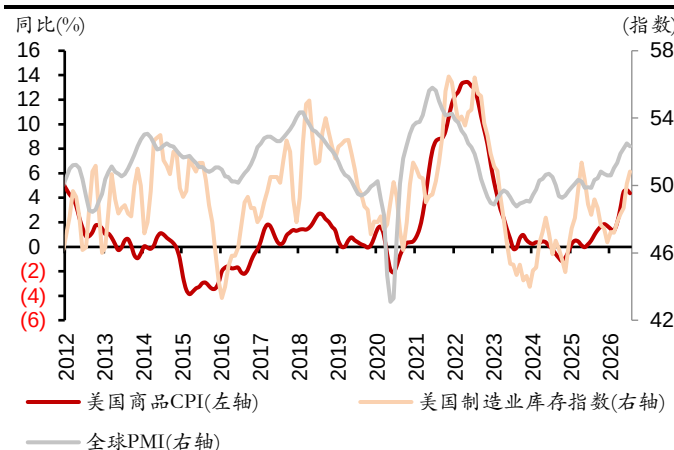
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭商品与服务消费



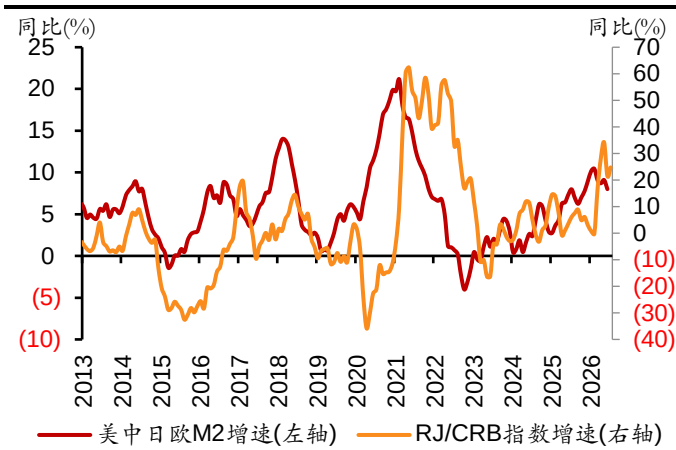
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



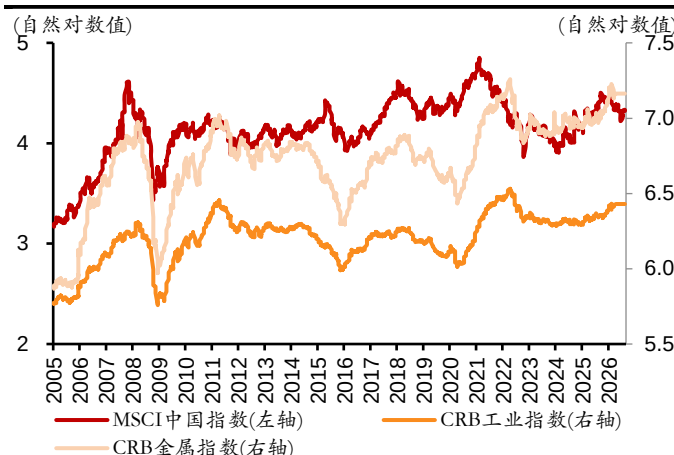
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



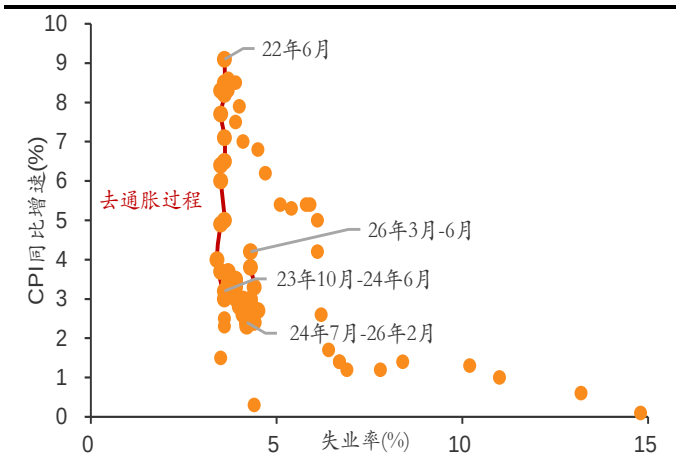
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 中国股市与全球工业、金属价格周期



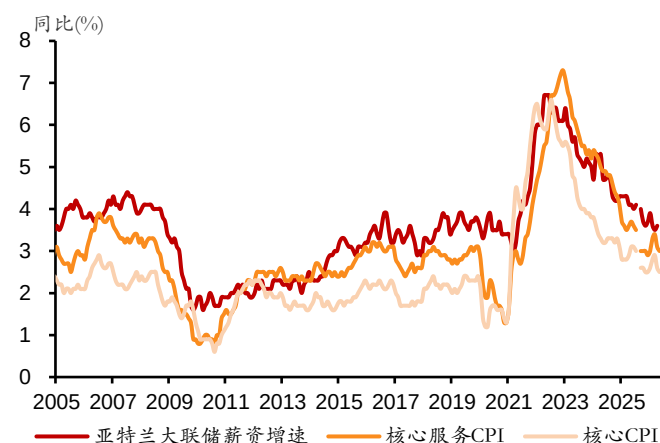
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美国菲利普斯曲线



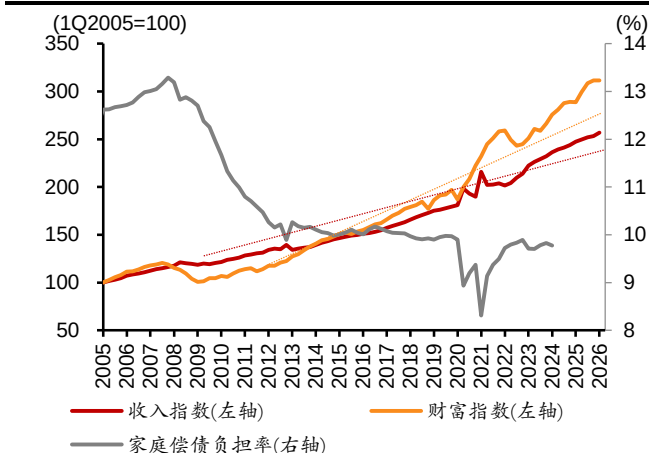
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国薪资增速与核心通胀



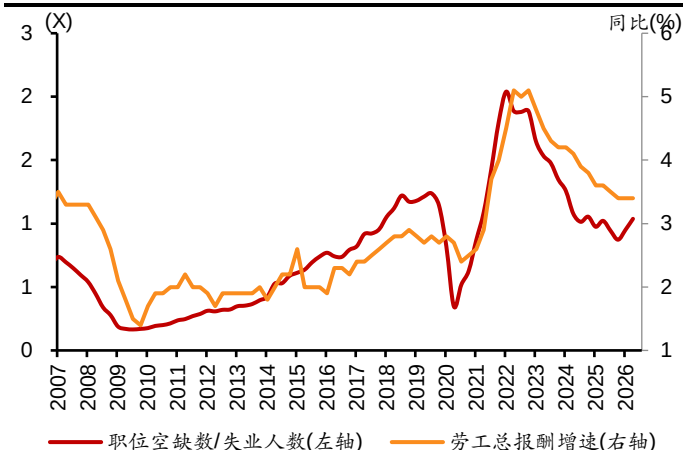
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭财富与偿债负担率



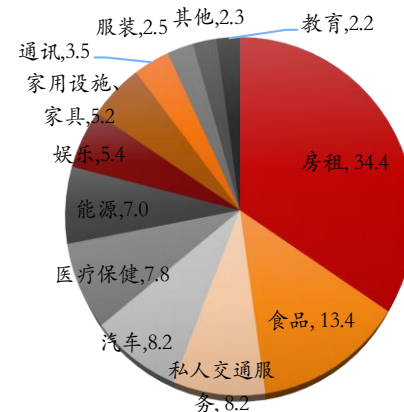
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



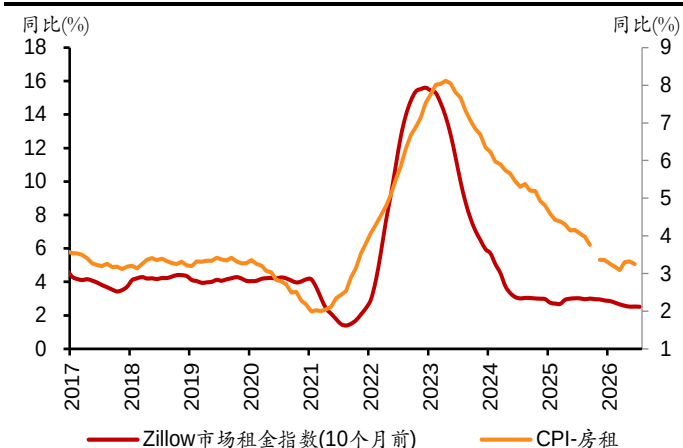
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国 CPI 中主要项目权重



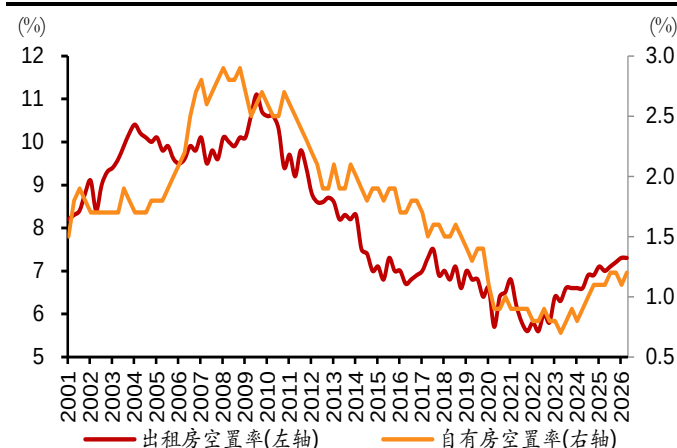
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: Zillow 房租指数与 CPI 房租



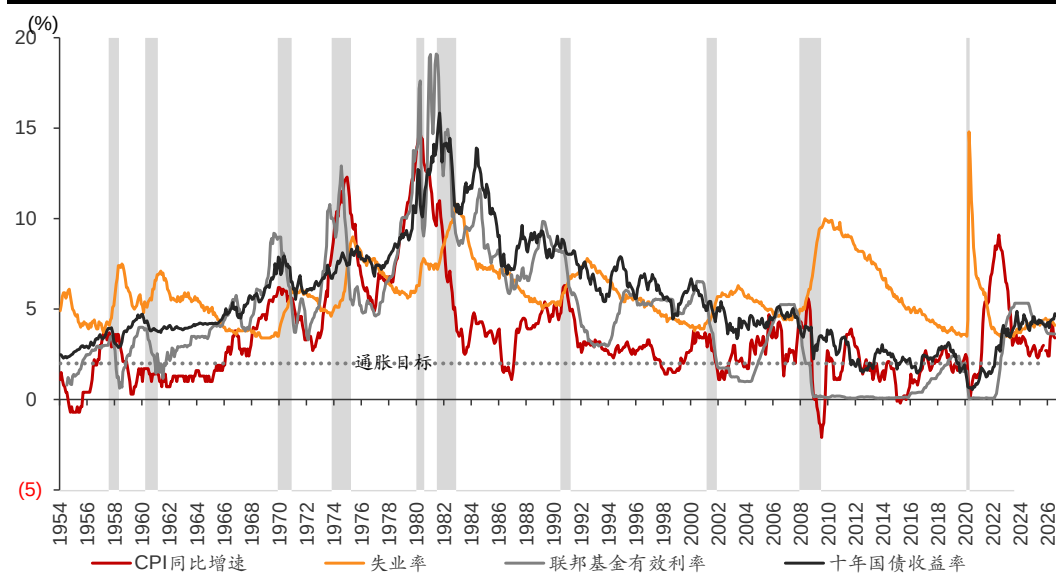
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国住房空置率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 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責任。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。