

美国经济

数据确认通胀见顶，货币宽松空间逐步打开

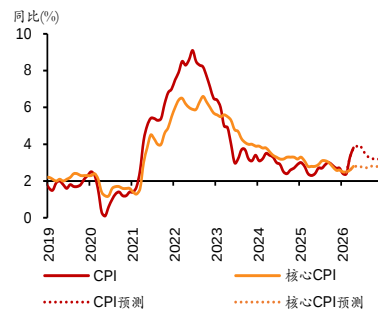
6 月美国 CPI 与 PPI 同比增速均大幅回落且低于市场预期，进一步印证了我们关于美国通胀已于 5 月阶段性见顶的判断。本次通胀下行由能源价格大幅下跌主导，同时核心通胀也呈现广泛降温：核心商品价格环比转降，前期关税的价格传导影响逐步出清；核心服务增速创 2021 年以来新低，住房项及其他核心服务通胀同步显著放缓；生产端核心 PPI 价格压力持续缓和，企业成本向终端消费的传导能力有所减弱；对应核心 PCE 通胀的关键分项也保持温和。美联储核心票委近期密集释放鹰派信号，因油价尾部风险与 AI 资本开支带来的结构性通胀压力仍存，预计市场短期将继续博弈美联储政策转向节奏。大类资产层面，美债收益率曲线可能陡峭化，短端利率仍有下行空间，长端利率下行幅度则受高财政赤字与 AI 资本开支约束；美元指数将随美债利差收窄承压，成长股与信用资产将直接受益于利率回落，金融条件的边际宽松将为下半年风险资产营造更为友好的定价环境。我们认为联储在年内将维持现有政策利率但保持鹰派沟通，通过引导市场利率路径和借助金融条件收紧提前实现部分加息效果。我们认为下半年美国经济将放缓，就业市场可能边际走弱，货币宽松预期有进一步定价空间。

■ **CPI 数据显示通胀已阶段性见顶。**6 月 CPI 环比下降 0.4%，核心 CPI 环比微降 0.02%，均显著弱于市场预期的-0.1%和 0.2%。CPI 同比增速从 4.3%放缓至 6 月的 3.5%，核心 CPI 从 2.9%放缓至 2.6%。通胀回落主要由能源价格环比下跌 5.7%推动，尤其是汽油价格大幅回落。对货币政策影响更大的核心通胀呈现广泛降温，其中核心商品下降 0.09%，显示前期关税传导影响逐渐出清，服装、家具和医疗护理产品均环比走弱，交通工具和电子产品也连续下跌。核心服务环比持平，创 2021 年以来新低。住房通胀放缓至 0.22%，而非住房核心服务近一年首次录得环比下跌。但汽车保险、酒店及通信服务等高波动分项贡献较大，季节调整因素也可能夸大本月疲弱程度，因此核心 CPI 的预期外低增速不宜线性外推，7 月存在技术性反弹风险。总体而言，6 月数据显示通胀已过阶段性高点，下半年将保持温和回落趋势。联储 7 月加息的紧迫性基本消除，但油价短期内回升及 AI 相关需求导致的结构性通胀压力仍构成下半年潜在上行风险。

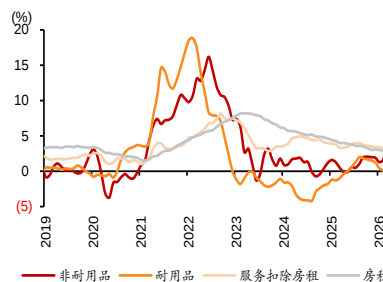
■ **PPI 再次确认通胀回落趋势，未来将渐进降温。**6 月 PPI 环比下降 0.3%、同比由 6.0%降至 5.5%，显著弱于预期的环比 0%。5 月环比增幅也由 1.1%下修至 0.6%。其中汽油下跌 12%带动能源价格下跌 6.4%，显示整体 PPI 回落很大程度上由能源冲击逆转推动。核心 PPI 仅上涨 0.1%，低于市场预期的 0.3%，较 5 月的 0.8%明显降温。核心商品、运输仓储以及服务价格压力均有所缓和，反映企业成本向终端消费者转嫁的能力正在减弱。对应 PCE 通胀的关键分项也整体偏温和，其中投资组合管理费仅上涨 0.5%，医疗服务涨幅有限，国际机票弱于预期，部分抵消了国内机票与医院服务价格的上涨。市场预期 6 月核心 PCE 环比增速可能在 0.15%左右，对应同比

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

资料来源：Wind，招银国际环球市场

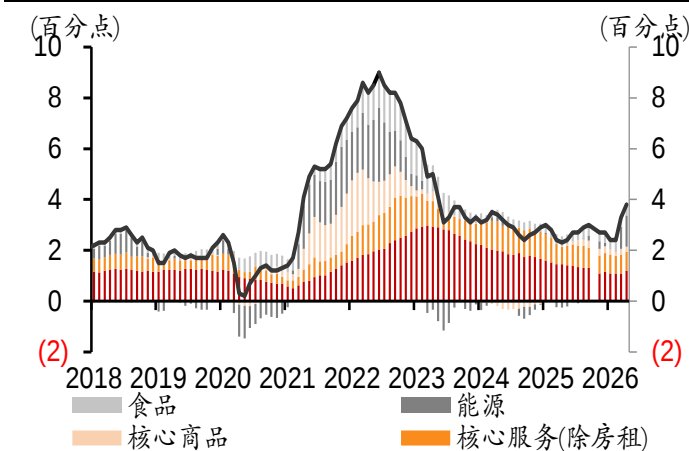


资料来源：Wind，招银国际环球市场

增速约 3.3%。我们认为，PPI 数据再次确认通胀方向已经重新转向下行，不只是汽油价格的单一影响，核心商品、运输成本和部分服务价格也同步降温。但 PPI 同比增速仍处高位，AI 资本开支带来的设备、软件和数据服务需求依然强劲，原油库存偏低也使能源价格反弹将成为主要上行风险，因此未来通胀回落路径可能更为曲折。收益率曲线将牛陡化，短端美债收益率和短期通胀预期仍有下行空间，但较高的政府财政赤字和 AI 资本开始将限制长端利率的下行幅度。美元将因利差收窄而承压，成长股与信用资产将受益，金融条件边际宽松将为风险资产在下半年提供更友好的利率环境。

- **近期联储票委密集释放鹰派信号。**7 月初，主席沃什在欧洲央行论坛上表示，通胀风险较 6 月 FOMC 会议时已有所下降，但仍拒绝为 7 月决策提供明确指引。他再次强调 AI 投资短期可能刺激需求，长期则有望通过提高生产率和潜在供给缓解通胀，反映其在坚守价格稳定目标的同时，对供给侧作用持相对乐观态度。随后公布的 6 月会议纪要进一步揭示委员会内部的分歧，FOMC 投票虽一致维持利率不变，但少数成员甚至认为 6 月已经具备加息理由。CPI 数据公布前一天，联储的关键票委沃勒释放明确鹰派信号，他表示若核心通胀继续偏热，如核心 PCE 保持高企或继续上行，联储应在近期加息。随后，主席沃什在国会听证时承认 6 月 CPI 好于预期，但强调单月数据并不代表抗通胀“任务完成”。他表示核心 PCE 仍高于 3%，而劳动力市场大致平衡，暗示联储仍将优先处理通胀风险。他还表示任何资产负债表改革都将以渐进、透明和审慎的方式推进，淡化了市场对短期内缩表的担忧。对市场而言，近期加息预期有所下降，但在沃什刻意淡化前瞻指引的背景下，短期内市场将继续博弈联储政策路径。一方面，核心 PCE 反弹、油价回升或 AI 投资需求过热都可能迅速重新激活加息定价。另一方面，若未来数月核心通胀继续温和、就业与消费进一步放缓，联储的政策重心可能将从防范再通胀逐步转向就业风险，政策立场可能重回宽松。整体来看，我们认为联储在年内将维持现有政策利率但保持鹰派沟通，通过引导市场重新定价利率路径，借助金融条件收紧提前实现部分加息效果。我们认为下半年美国经济将放缓，就业市场可能边际走弱，货币宽松预期有进一步定价空间。

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



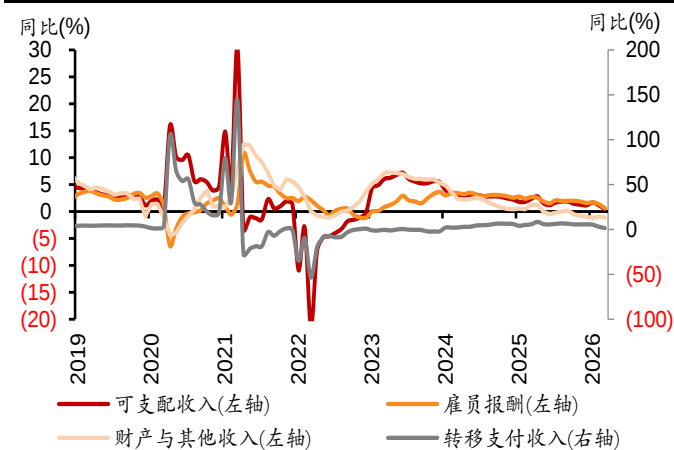
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



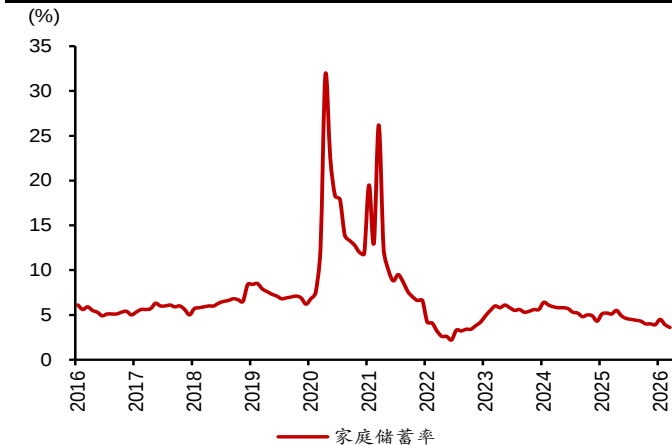
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



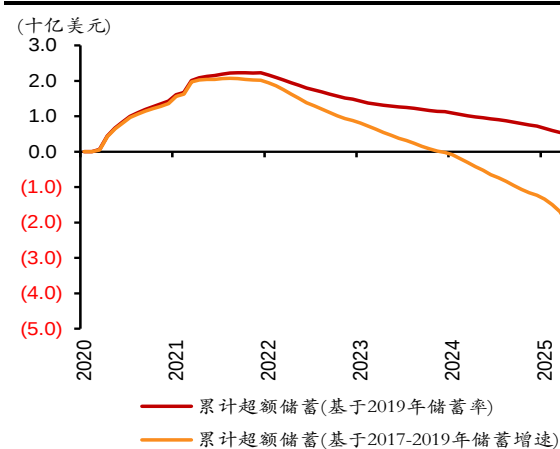
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



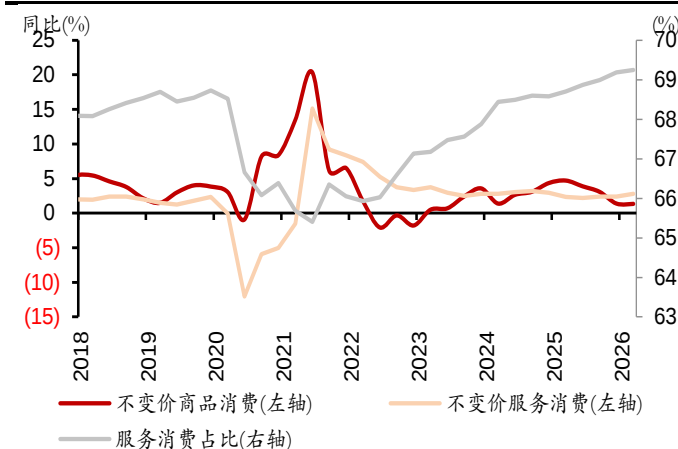
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



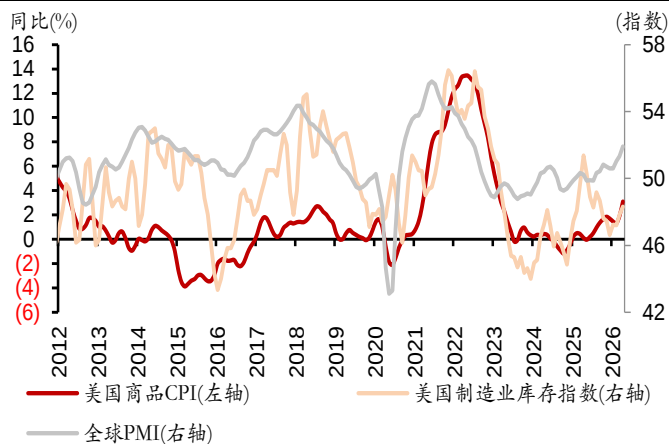
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



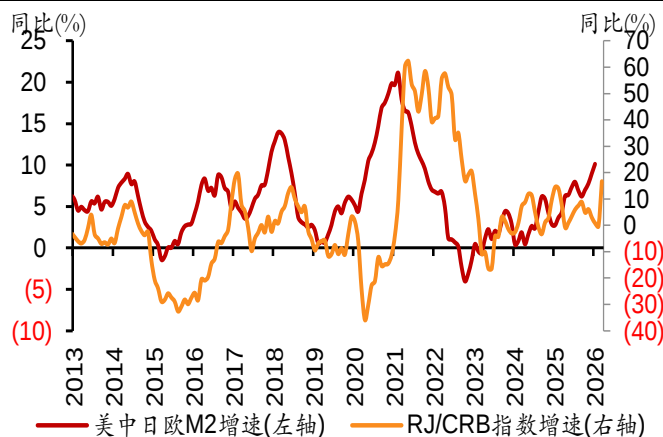
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



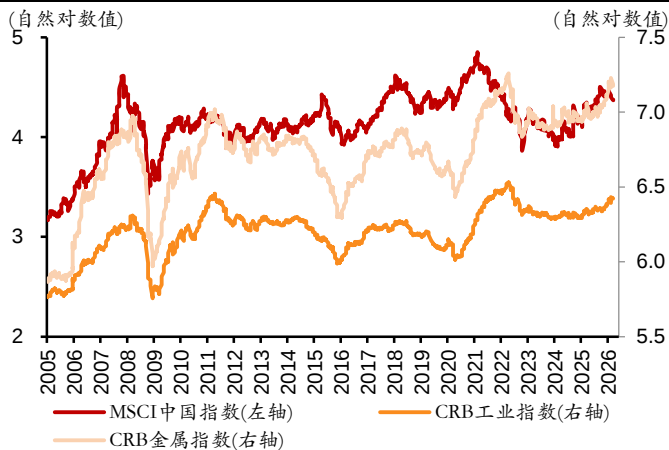
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



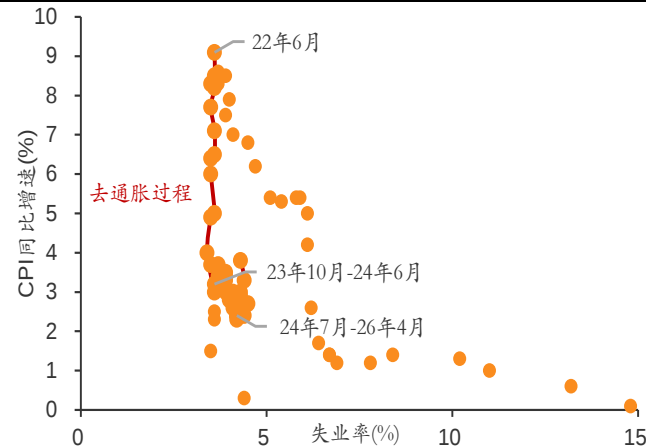
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与全球工业、金属价格周期



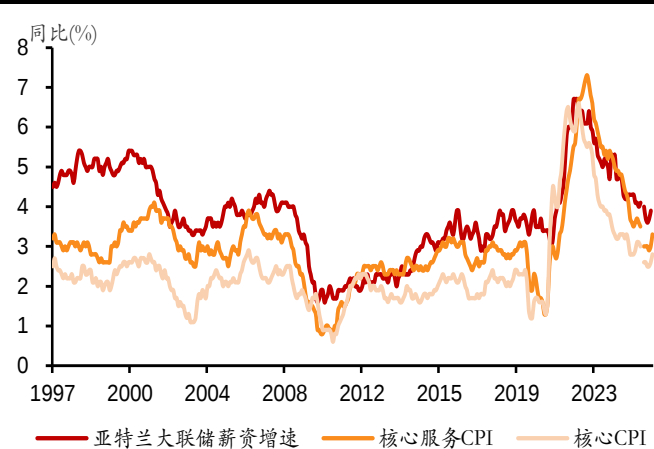
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



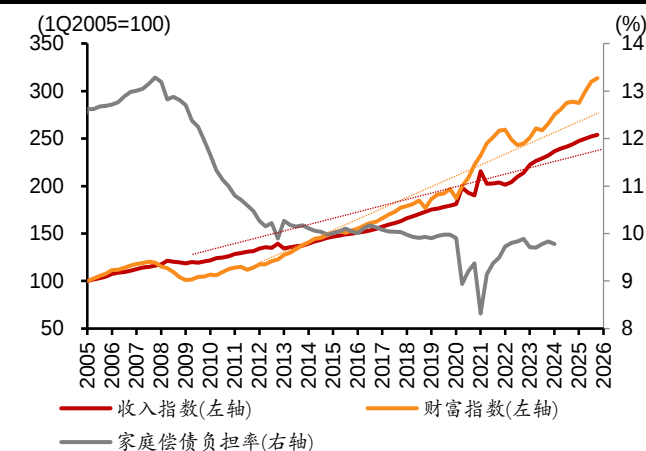
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国薪资增速与核心通胀



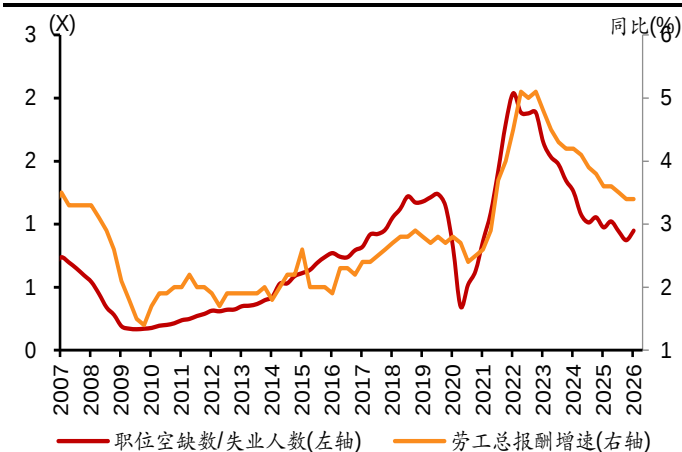
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



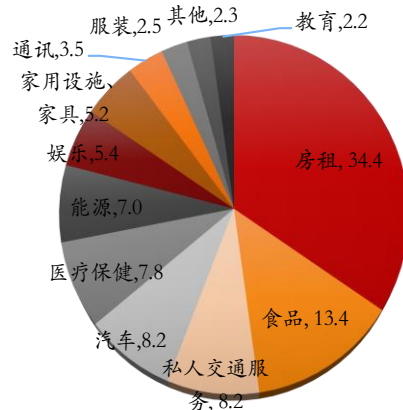
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



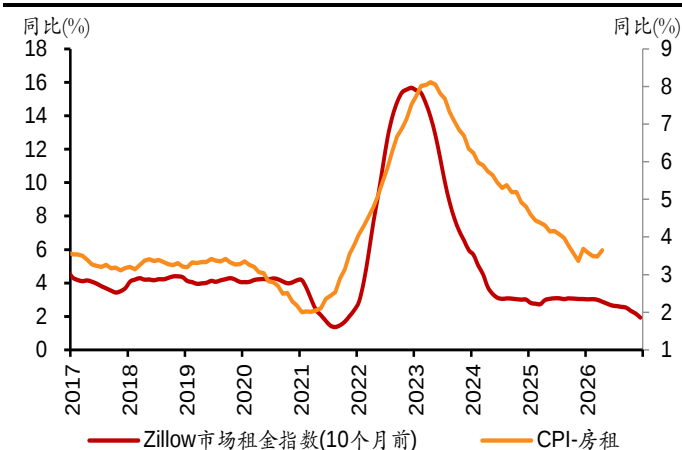
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



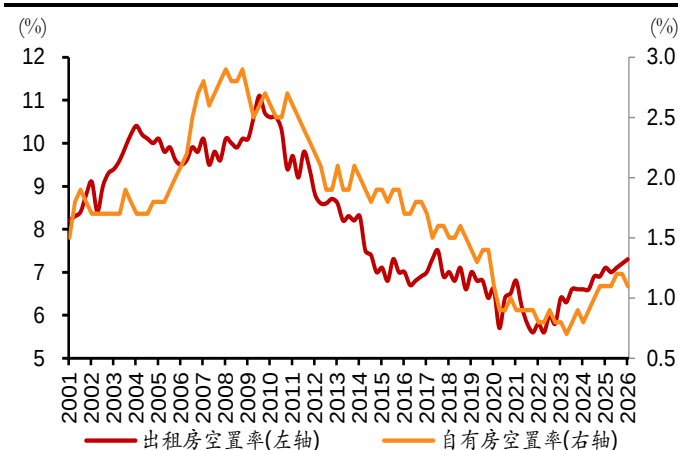
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



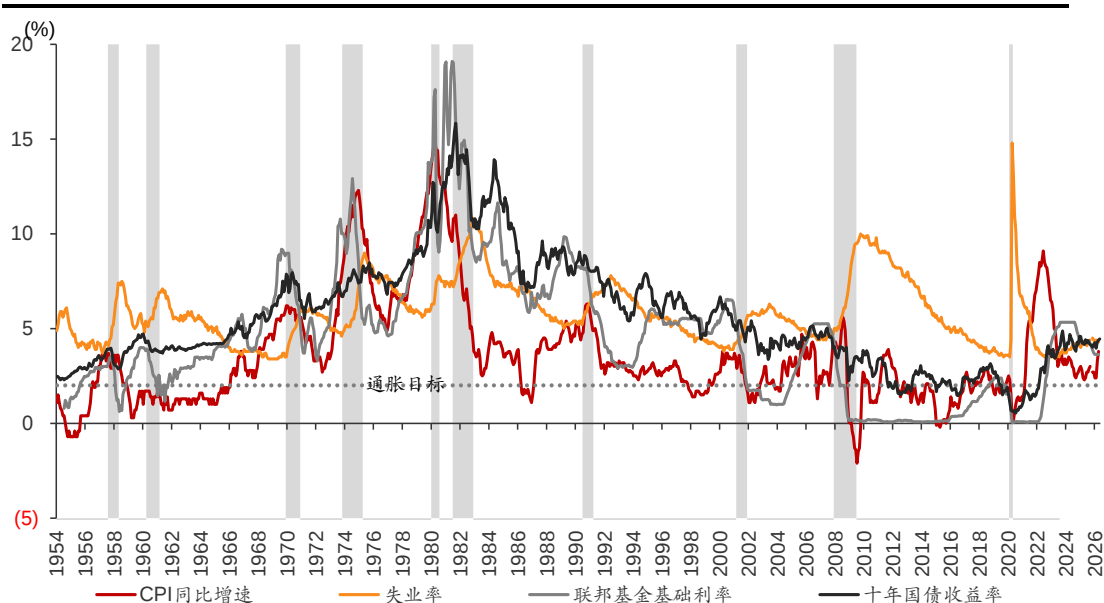
资料来源：Wind，招银国际环球市场

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风险。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。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。