

2023年08月11日

宏观研究团队

通胀趋势仍在向下，联储或难继续加息——美国7月CPI点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布7月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.2%，低于市场预期。环比上升0.2%，；核心CPI同比上升4.7%，环比上升0.2%，均符合市场预期。

● 总体通胀有所反弹，但核心通胀继续下行

1. 通胀同比略有反弹，环比增速并未提升。美国7月CPI同比上升3.2%，较6月提升0.2个百分点。核心CPI同比上涨4.7%，较6月下降0.1个百分点，7月份CPI与核心CPI走势发生逆转。此外，总体通胀与核心通胀的环比增速均未较6月份提升，或反映当前美国通胀反弹的力度相对不强，美联储的去通胀进程尚较顺利。不过需要看到，高基数效应后续或还将继续减弱，通胀水平还将继续反弹，美联储的通胀目标还未实现。

2. 能源通胀有所回升，核心通胀继续放缓。具体而言，7月能源项同比下降12.5%，同比跌幅较6月份收窄4.2个百分点；食品方面，7月份食品项同比上升4.9%，较6月份下降0.8个百分点，连续11个月下降；核心CPI方面，7月核心CPI同比上升4.7%，环比上升0.2%。同比与环比增速分别较6月下降0.1个百分点、持平。总的来看，7月核心CPI同比继续下降，且环比增速并未有所提升，主因核心商品通胀跌幅有所扩大。另一方面，核心服务通胀环比增速有所提升，其后续回落的斜率还有一定的不确定性。

3. 通胀水平或将持续反弹，但核心通胀或仍处于下行通道。7月的通胀数据显示美国通胀水平反弹力度不及市场预期，且核心通胀继续下行，是一个较为积极的信号。不过从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，7月份同比、环比增速分别较6月份提升0.12、0.19个百分点至4.13%、0.19%，均出现一定幅度反弹。往后看，我们认为随着高基数的逐渐消失，整体的通胀水平短期内或还会继续反弹，7月通胀水平或为年内低点。核心通胀方面，由于暑期仍未结束，交通运输等服务通胀项可能还将保持韧性，从而带动超级核心服务通胀有所抬升。不过在核心商品价格持续下行的拖累下，核心通胀继续下行的趋势或难改变，其不确定性仅在于下行的斜率。

● 美联储继续加息动力或减弱，但表态或仍较强硬

我们认为，从当前的通胀数据以及就业市场的形势来看，劳动力市场缓慢有序改善、核心通胀水平的持续降温，对美联储而言都是较为积极的信号。考虑到后续通胀出现超预期反弹的可能性较低，其进一步加息的动力将会减弱。当前美联储去通胀的着力点或将在稳定民众的通胀预期上，因此其大概率不会表示将停止加息，以免通胀预期出现超预期上行。

对市场而言，虽然联储表态会较强硬，但当前的就业与通胀组合，一方面意味着美联储很难继续超预期加息，另一方面也显示美国经济软着陆的可能性正在提升，因此反映会更加积极。数据发布后，CME利率期货显示9月不加息的概率为90.5%。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《核心CPI超季节性回升——7月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.8.9

《出口同比或将见底回升——7月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.8.8

《稳增长政策密集出台—宏观周报》-2023.8.6

目 录

1、 总体通胀有所反弹，但核心通胀继续下行.....	3
1.1、 通胀同比略有反弹，环比增速并未提升.....	3
1.2、 能源通胀有所回升，核心通胀继续放缓.....	3
1.3、 通胀水平或将持续反弹，但核心通胀或仍处于下行通道.....	5
2、 美联储继续加息动力或减弱，但表态或仍较强硬.....	6
3、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美国 7 月通胀水平有所提升.....	3
图 2： 7 月通胀环比增速较 6 月持平.....	3
图 3： 能源通胀近期有一定幅度回升.....	4
图 4： 食品通胀继续下行.....	4
图 5： 核心商品与核心服务通胀环比增速同时下降.....	4
图 6： 美国汽油零售价格近期持续上升.....	5
图 7： 粮食期货价格近期下降.....	5
图 8： 美国二手车价格连续下行.....	6
图 9： 美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10： 7 月美国非房核心服务通胀同比、环比均有一定幅度回升.....	6

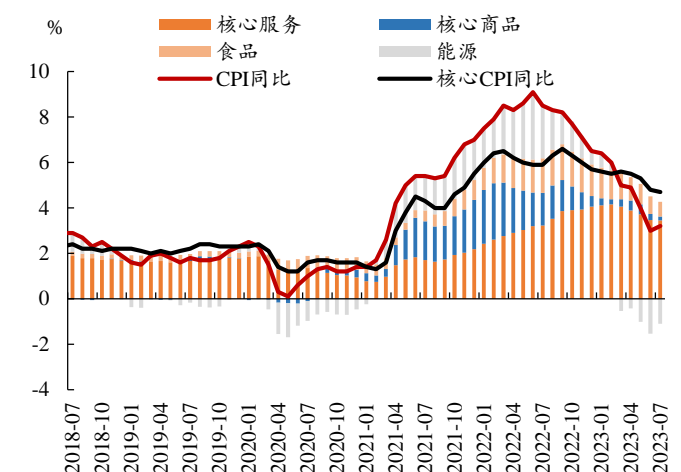
事件：美国公布 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.2%，低于市场预期；环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 4.7%，环比上升 0.2%，均符合市场预期。

1、总体通胀有所反弹，但核心通胀继续下行

1.1、通胀同比略有反弹，环比增速并未提升

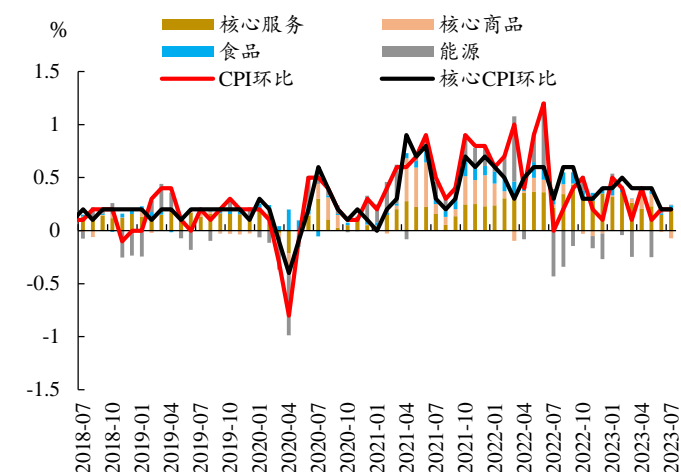
美国 7 月 CPI 同比上升 3.2%、环比上升 0.2%，同比较 6 月提升 0.2 个百分点、环比较 6 月持平，主因 7 月能源同比增速降幅有所收窄，在核心服务整体保持坚挺下，整体 CPI 有所回升。核心 CPI 同比上涨 4.7%，较 6 月下降 0.1 个百分点，环比上升 0.2%，较 6 月份持平。7 月份 CPI 与核心 CPI 走势发生逆转，一则因 2022 年同期能源及食品通胀高基数消失，带动相关通胀分项同比增速有所回升，二则或显示当前缓慢趋于平衡的就业市场正在传导至通胀，美国通胀内生动能正在放缓。此外，我们看到，无论是总体通胀还是核心通胀的环比增速均未较 6 月份有所提升，且未超市场预期，或反映当前美国通胀反弹的力度相对不强，美联储的去通胀进程尚较顺利。不过需要看到，高基数效应后续还将继续减弱，通胀水平或还将继续反弹，美联储的通胀目标还未实现。

图1：美国 7 月通胀水平有所提升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：7 月通胀环比增速较 6 月持平

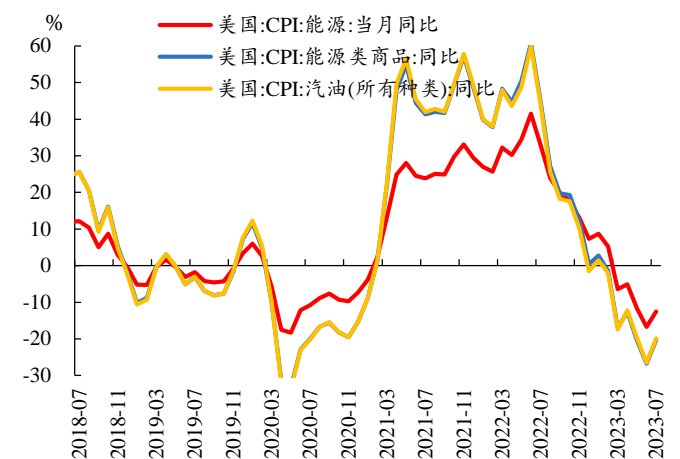


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

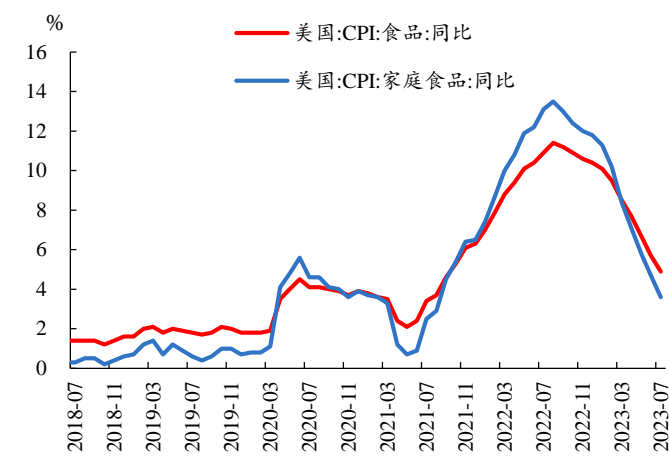
1.2、能源通胀有所回升，核心通胀继续放缓

(1) 能源方面，7 月能源项同比下降 12.5%，同比跌幅较 6 月份收窄 4.2 个百分点；环比上升 0.1%，环比增速较 6 月份下降 0.5 个百分点。其中汽油项环比上升 0.2%，环比增速较 6 月份下降 0.8 个百分点；燃油项环比上升 3.0%，较 6 月份上涨 3.4 个百分点。7 月能源通胀同比跌幅有一定幅度收窄，我们认为主要是 2022 年 7 月高基数有较大幅度回落所致。事实上，7 月底美国汽油价格从 6 月底的 3.45 美元/加仑升至 3.65 美元/加仑，涨幅将近 6%。

(2) 食品方面，7 月份食品项同比上升 4.9%，较 6 月份下降 0.8 个百分点，连续 11 个月下降；环比较 6 月提升 0.1 个百分点至 0.2%。其中居家食品（Food at home）同比上升 3.6%，较 6 月份下降 1.1 个百分点。食品项的同比与环比增速出现背离，我们认为一方面是基数效应，另一方面则可能是 7 月粮食期货价格有一定幅度提升，并逐步传导至居民消费端。

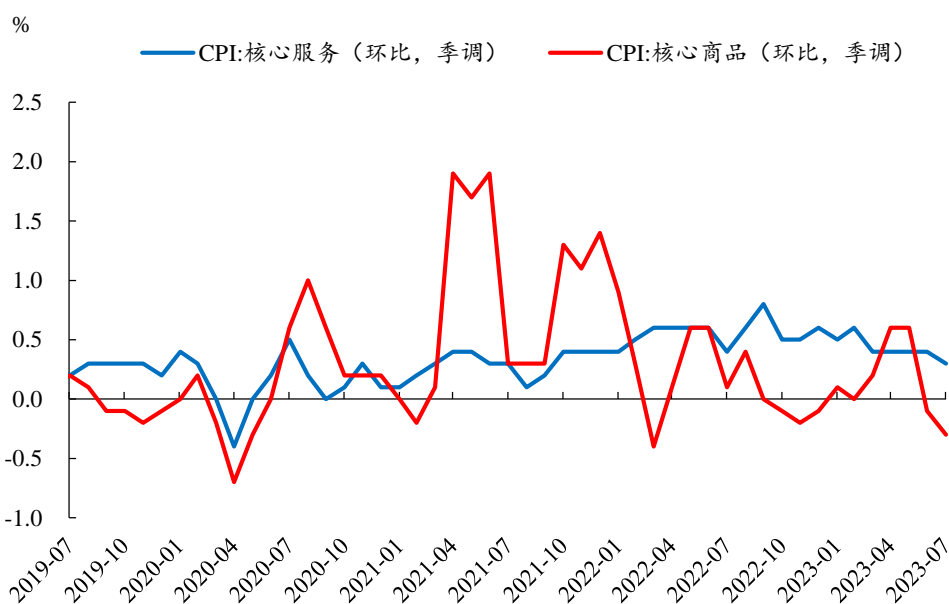
图3：能源通胀近期有一定幅度回升


数据来源：BLS、开源证券研究所

图4：食品通胀继续下行


数据来源：BLS、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面，7月核心 CPI 同比上升 4.7%，环比上升 0.2%。同比与环比增速分别较 6 月下降 0.1 个百分点、持平。**分项来看**，核心商品环比与同比增速均较 6 月有所下降；其中二手车项环比下降 1.3%，较 6 月份下降 0.8 个百分点，与曼海姆二手车价格指数走势持续趋同；新车方面，环比下降 0.1%，环比增速较 6 月份回落 0.1 个百分点。核心服务环比上升 0.4%，较 6 月份提升 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 7.7%，较 6 月份下降 0.1 个百分点；环比上升 0.4%，较 6 月份持平，房租通胀依旧处于下行通道中。交通运输服务环比上升 0.3%，较 6 月份上升 0.2 个百分点。总的来看，7 月核心 CPI 同比继续下降，且环比增速并未有所提升，主因核心商品通胀跌幅有所扩大。另一方面，核心服务通胀环比增速有所提升，其后续回落的斜率还有一定的不确定性。

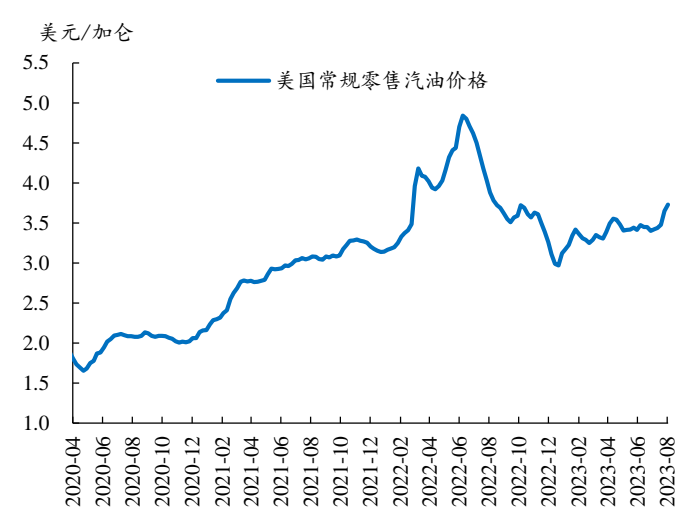
图5：核心商品与核心服务通胀环比增速同时下降


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、通胀水平或将持续反弹，但核心通胀或仍处于下行通道

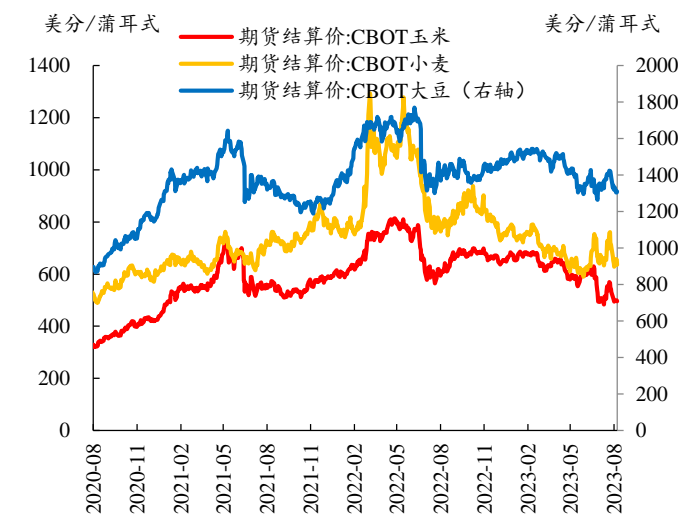
(1) **能源与粮食项短期内将会对通胀起到支撑作用。**能源方面，截至 8 月 7 日，美国汽油价格为 3.73 美元/加仑，较 7 月底汽油价格上升 2.2%，价格有一定幅度提升。从近期原油价格表现来看，OPEC 原油产量大幅下降，叠加美国暑期来临，促使原油期货价格以及汽油价格近期上涨较多，短期内或将持续。食品方面，虽因俄罗斯退出黑海运量协议，导致 7 月前期粮食期货价格有所提升，但随着欧盟干预以及美国气候改善带动农作物生产好于预期，粮食价格短期内预计将会有小幅下降。综合来看，由于高基数的逐渐消失，叠加能源价格的上行，短期内能源与食品项对整体通胀将会起到较为坚实的支撑作用。

图6：美国汽油零售价格近期持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

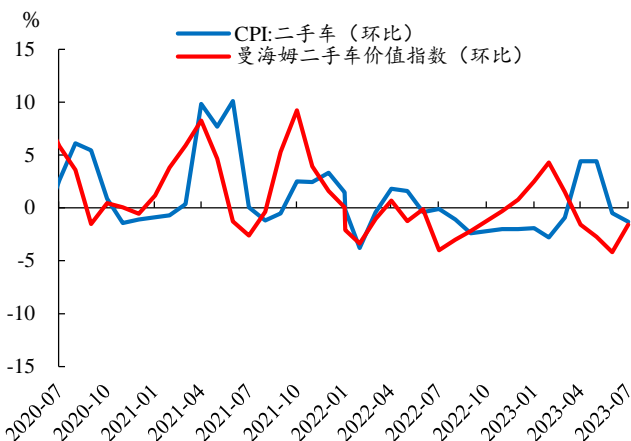
图7：粮食期货价格近期下降



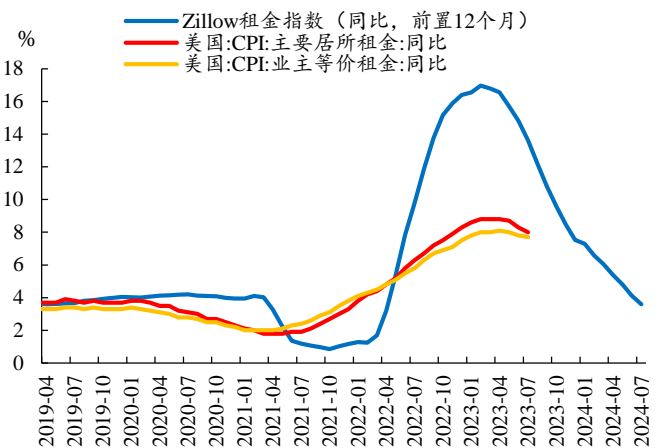
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀或将迎来持续下行，但速度还面临不确定性。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 7 月环比下降 1.58%，二手车价格或将继续下行，二手车通胀还有较大下行空间，后续可能成为核心通胀的重要下行拉力；新车方面，全球供应链压力环比有所提升，但仍处于较低区间，新车价格或也难有较多起色；核心服务方面，住房通胀仍是 7 月核心服务通胀的关键所在，并贡献了 7 月通胀的 90%。从 Zillow 房租指数同比增速来看，当前房租通胀再度下行，后续还将持续趋势性回落，不过整体幅度或保持平稳。从当前的情况来看，核心通胀在劳动力市场保持较强韧性的背景下，下行速度可能较为平和，并面临一定的不确定性。

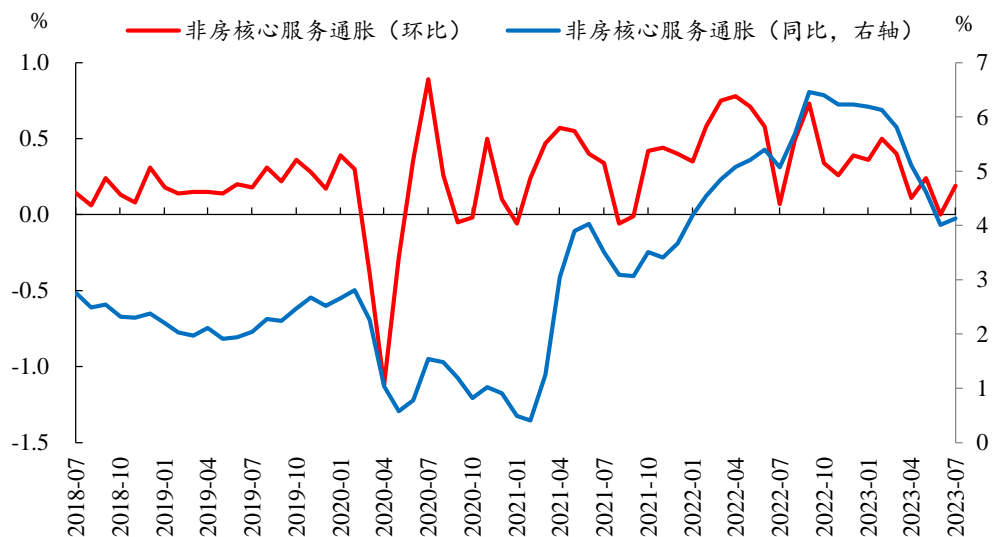
(3) **总的来看，7 月的通胀数据显示美国通胀水平反弹力度不及市场预期，且核心通胀继续下行，是一个较为积极的信号。**不过从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，7 月份同比、环比增速分别较 6 月份提升 0.12、0.19 个百分点至 4.13%、0.19%，均出现较一定幅度反弹。往后看，我们认为随着高基数的逐渐消失，整体的通胀水平短期内或还会继续反弹，7 月通胀水平或为年内低点。核心通胀方面，由于暑期仍未结束，交通运输等服务通胀项可能还将保持韧性，从而带动超级核心服务通胀有所抬升。不过在核心商品价格持续下行的拖累下，核心通胀继续下行的趋势或难改变，其不确定性仅在于下行的斜率。

图8：美国二手车价格连续下行


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行


数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

图10：7月美国非房核心服务通胀同比、环比均有一定幅度回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储继续加息动力或减弱，但表态或仍较强硬

我们认为，从当前的通胀数据以及就业市场的形势来看，后续通胀出现超预期反弹的可能性较低，且从当前的数据来看，美国经济软着陆的可能性亦在提升，美联储在9月份继续加息的动力将会继续减弱，不过其表态或保持强硬。

一则根据我们上述的分析，美国通胀水平虽然有所反弹，但是核心通胀仍在降低，且后续下行趋势或将延续。而美联储主席鲍威尔在7月FOMC会议上表示，其所关注的通胀指标为核心通胀，且更加关注当前数据的趋势（详见《美联储的决策周期在拉长——7月FOMC会议点评》），从这一点出发来看，当前的通胀数据及走势是美联储乐于见到的结果，若后续核心通胀继续下行，考虑到当前利率水平已经较高，其进一步加息的动力将会减弱；

二则从就业数据来看，当前的就业市场或正处在一个缓慢有序降温改善的过程中，需求端对通胀的支撑作用也会降低，不过趋势性的降温信号还不明显，对通胀仍能起到一定的支撑作用；

总的看，近期劳动力市场的缓慢有序改善、核心通胀水平的持续降温，对美联储而言都是较为积极的信号。不过由于近期能源等通胀有所反弹，居民的通胀预期可能受到影响，7月密歇根大学一年期通胀预期上升0.3个百分点至3.4%，显示当前通胀预期存在反复的可能性，从这个角度来看，结合美联储主席鲍威尔在7月FOMC会议上对通胀预期的关注，当前美联储去通胀的着力点或将在稳定民众的通胀预期上，因此其大概率不会表示将停止加息，以免通胀预期出现超预期上行。

但对市场而言，虽然联储表态会较强硬，但当前的就业与通胀组合，一方面意味着美联储很难继续超预期加息，另一方面也显示美国经济软着陆的可能性正在提升，因此反映会更加积极。数据发布后，CME利率期货显示9月不加息的概率为90.5%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn