

宏观点评 20220713

通胀爆表+就业强劲=美联储大幅加息

2022年07月13日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

- 2022年6月美国CPI破9%再创新高,其中多个分项环比增速的跳升让人担忧,这意味着通胀飙升的动态仍未被压制,也坚定了美联储的鹰派立场,7月加息75bp几乎板上钉钉。而爆表的通胀也刺痛了民调支持率不足40%的拜登,其表示通胀“高得令人无法接受”。展望下半年,通胀持续超预期的风险仍存,尽管数据显示美国消费者的实际需求已经放缓,而消费者预期的恶化也对其支出造成压制,但先行指标显示CPI中占比近三分之一的住房租金增速仍有上行风险。
- 6月住房租金、汽油和食品价格增速仍强劲:能源同比升41.6%,创1980年4月以来新高,食品同比升10.4%,创1981年2月以来新高(表1)。美国的消费正在由商品向服务的转移中,因此尽管二手车等核心商品价格同比增速持续回落,但住房、交通、医疗等服务业价格同比增速持续扩大下,核心CPI下降幅度持续不及预期。
- 下半年美国通胀超预期的风险点依旧在住房租金。尽管美联储加快大幅收紧货币政策已经对住房需求形成了压制,造成房地产市场降温,但尚未体现在CPI住房分项上,6月同比增幅扩大至5.6%,环比增速持平于0.6%(图2-图3)。原因在于美国租房合同通常为一年一签,房价对于住房租金的传导较为滞后。
- 我们此前的报告指出,住房租金上涨滞后于房价上涨约15个月,而标普美国房价指数于2021年5月起出现跳升,9月上漲动能才减弱(图4)。因此我们预计2022年下半年住房租金增速难减,而加息导致的住房市场降温要到2023年年中才能有所体现。
- 通胀爆表+就业强劲=大幅加息。加息周期下美国劳动力市场繁荣态势不减,如图5-图6所示,4至6月平均月新增非农就业将近40万人,失业率维持在3.6%的低位。而美联储暗示为了压降通胀可以容忍失业率的上升,鲍威尔在6月议息会议新闻发布会中提及,降低企业用工需求有助于将工资增长控制在更为健康的水平,并且与2%的通胀目标一致。此外6月议息会议的预测材料中,美联储下调对于2022年经济增速的预测并上调对于失业率的预测,显示了其抗击通胀的决心。
- 由此看来,7月议息会议将加息75bp几乎板上钉钉。加息路径方面,联邦基金利率期货显示市场预期年末利率终值达到3.4%,并于2023年二季度开始降息,美联储的指引更为鹰派,预测这波加息周期的峰值或在3.8%左右,由此也可以看出美联储加息直至压制通胀的决心(图7)。6月下旬以来,部分稳定的鸽派官员甚至也出现了罕见的鹰派转向,纷纷表态支持7月加息75bp(表2)。
- 展望下半年,三个因素有望逐步缓解美国的通胀“顽疾”:
 - 一是消费者预期的恶化预示着需求将放缓。消费者预计家庭支出增速放缓,7月11日发布的纽约联储调查显示,6月美国消费者对于未来1年家庭支出增长的预期中位数降至8.4%(5月为9.0%);而预期未来1年家庭财务状况恶化的消费者占比近半,高于5月(图8-图9)。需求端的放缓将传导至生产端,并最终反映在企业对于劳动力需求的下降,这也意味着就业指标是滞后于经济周期的。
 - 二是供应链扰动逐步缓解。纽约联储供应链压力指数已从2021年12月的距离均值4.4个标准差回落至2022年6月的2.4个标准差,费城联储的供应商交货指数也稳步回落,意味着交付时间逐渐缩短(图10-图11)。
 - 三是7月薪资增速有望回归5%以下。如图12-图13所示,2022年4-6月,美国私人非农行业平均时薪同比增速连续3个月下降,6月录得5.11%,若7月维持此前的下行态势,则有望跌破5%,而5-6月多个行业的同比增速已经回归至5%以内,显示出薪资增速已经放缓。
- 不过随着中期选举的临近,留给美联储压制通胀的时间已经不多了。高涨的通胀下,拜登的支持率已跌破40%,并且为1981年以来历任总统任职同期支持率的最低值,甚至不及前任总统特朗普(图14-图15)。美联储面临的压力加大,加息的决心也将更大,而美国经济的衰退可能早在三季度末便到来。
- 风险提示:新冠病毒变异导致疫苗失效,确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁;俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

相关研究

《中国出口:上半场绝地反击,下半场怎么看?》

2022-07-13

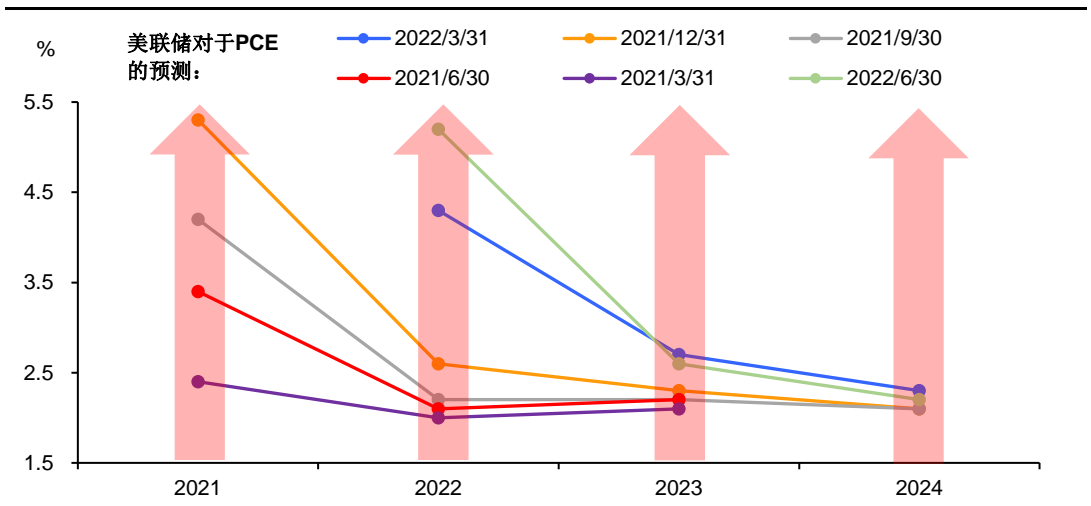
《金融数据点评:结构改善,需求求转圈》

2022-07-11

《谁是安倍倒下后的下一张“多米诺牌”?》

2022-07-10

图1: 美联储持续上调对于通胀的预测



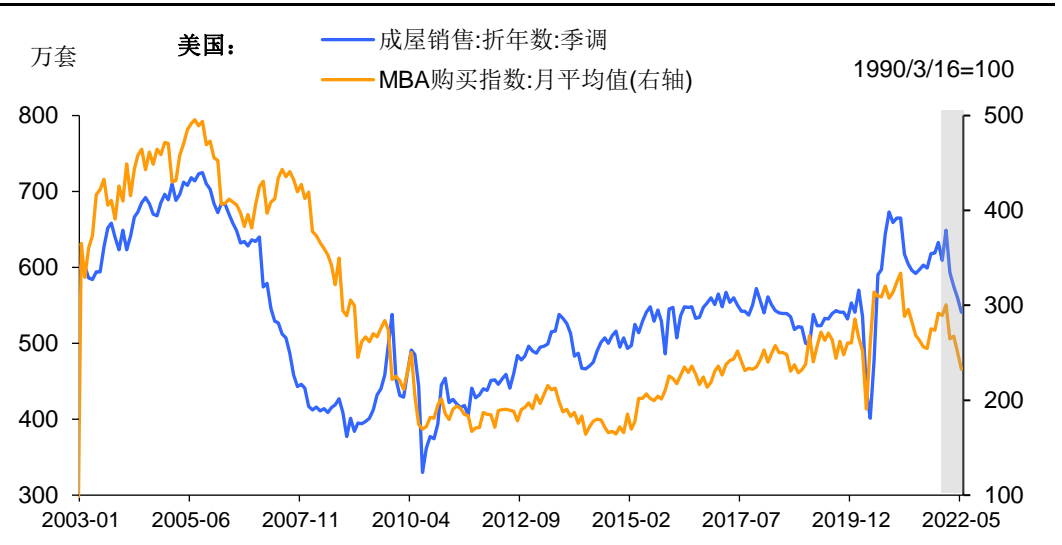
数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

表1: 美国 CPI 各分项数据

	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-06	2022-05	2022-04	2022-06	2022-05	2022-04
CPI	9.1	8.6	8.3	1.3	1.0	0.3
食品	10.4	10.1	9.4	1.0	1.2	0.9
家庭食品	12.2	11.9	10.8	1.0	1.4	1.0
非家用食品	7.7	7.4	7.2	0.9	0.7	0.6
能源	41.6	34.6	30.3	7.5	3.9	-2.7
能源类商品	60.6	50.3	44.7	10.4	4.5	-5.4
汽油 (所有种类)	59.9	48.7	43.6	11.2	4.1	-6.1
燃油	98.5	106.7	80.5	-1.2	16.9	2.7
能源服务	19.4	16.2	13.7	3.5	3.0	1.3
电力	13.7	12.0	11.0	1.7	1.3	0.7
公共事业 (管道) 燃气服务	38.4	30.2	22.7	8.2	8.0	3.1
核心CPI	5.9	6.0	6.2	0.7	0.6	0.6
商品, 不含食品和能源类商品	7.2	8.5	9.7	0.8	0.7	0.2
新汽车和卡车	11.4	12.6	13.2	0.7	1.0	1.1
二手汽车和卡车	7.1	16.1	22.7	1.6	1.8	-0.4
服装	5.2	5.0	5.4	0.8	0.7	-0.8
医疗护理商品	3.2	2.4	2.1	0.4	0.3	0.1
服务, 不含能源服务	5.5	5.2	4.9	0.7	0.6	0.7
住所	5.6	5.5	5.1	0.6	0.6	0.5
运输服务	8.8	7.9	8.5	2.1	1.3	3.1
医疗护理服务	4.8	4.0	3.5	0.7	0.4	0.5

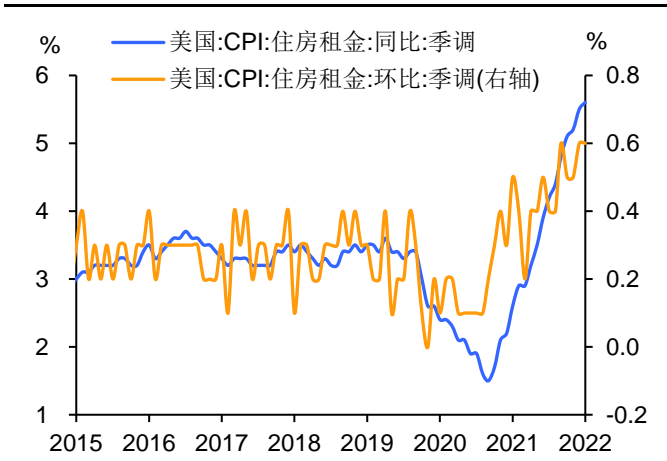
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年美国成屋销售和MBA购买指数呈下降态势



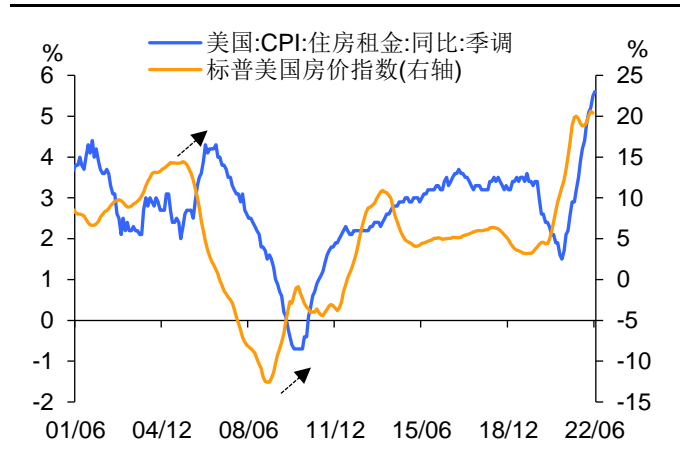
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国 CPI 住房租金



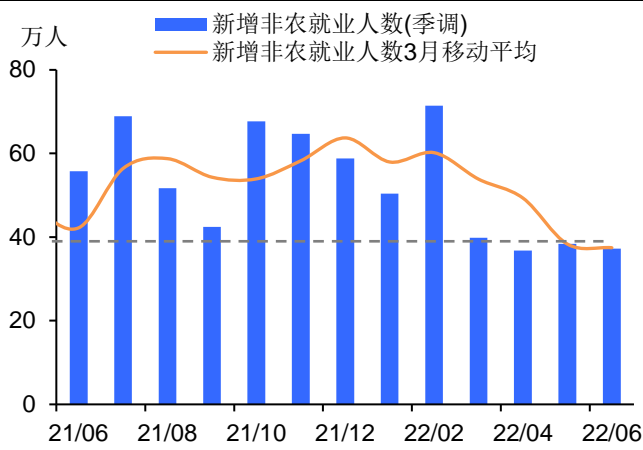
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 住房租金上涨滞后于房价上涨约 15 个月



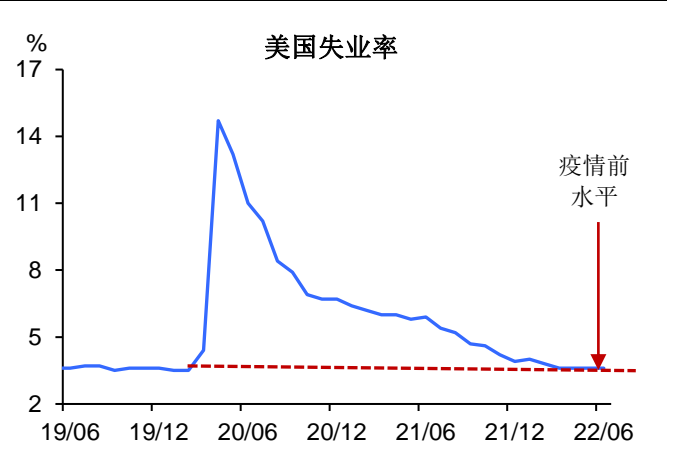
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年4-6月美国月均新增非农就业近40万人



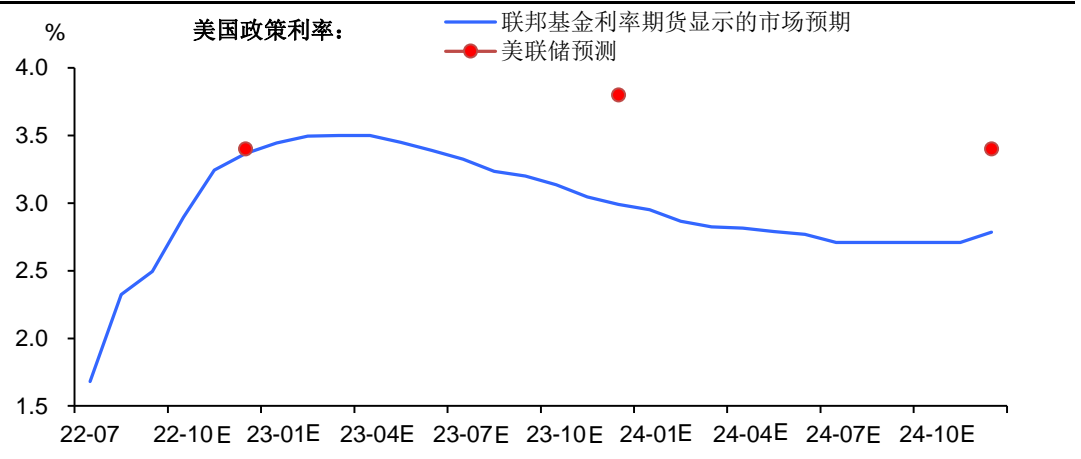
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国失业率已降至疫情前水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美联储和市场对于加息路径的预测



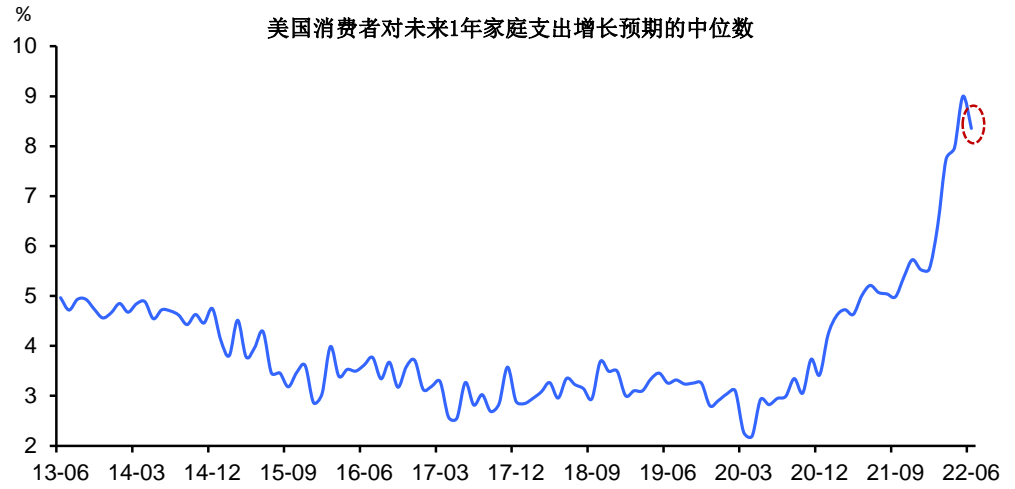
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表2: 2022年6月下旬以来, 部分美联储鸽派官员纷纷表态支持7月加息75bp

官员	职位	日期	表态
博斯蒂克	亚特兰大联储主席	2022/7/11	最近的通胀数据并不像我希望的那样令人鼓舞, 由于物价环比上涨的步伐没有改善, 当决策者在本月晚些时候开会时, 有理由将联邦基金利率再提高75bp。对美国经济的强劲程度足以承受另一次大规模加息感到放心, 即使更高的利率开始使经济的某些部分(如楼市)降温, 就业岗位的增加仍然强劲
戴利	旧金山联储主席	2022/7/1	美国通胀太高, 因此, 美联储若要恪守恢复物价稳定性的承诺, 就必须维持货币政策紧缩路径(加息和缩表)不变。支持美联储在7月份进一步加息75bp, 预计联邦基金利率到2022年年底将被提升至3.1%, 那可能非常接近中性利率水平, 届时可能就会在一定程度上放慢加息步伐
埃文斯	芝加哥联储主席	2022/6/22	75bp的加息会是非常合理的, 美联储官员对未来的路径达成了“巨大的共识”——即利率需要高到足以适度限制通胀。除非通胀数据改善, 否则支持在7月份再次大幅加息, 美联储的首要任务是消除物价压力
巴尔金	里士满联储主席	2022/6/22	美联储主席鲍威尔关于在7月加息50或75bp的可能性最大的指引是合理的。数据将指导美联储应对高企、广泛且持续的通胀, 美联储将不得不采取限制性货币政策。美联储已经明确表示, 会坚决拉低高通胀, 即使这么做提高了经济衰退的风险

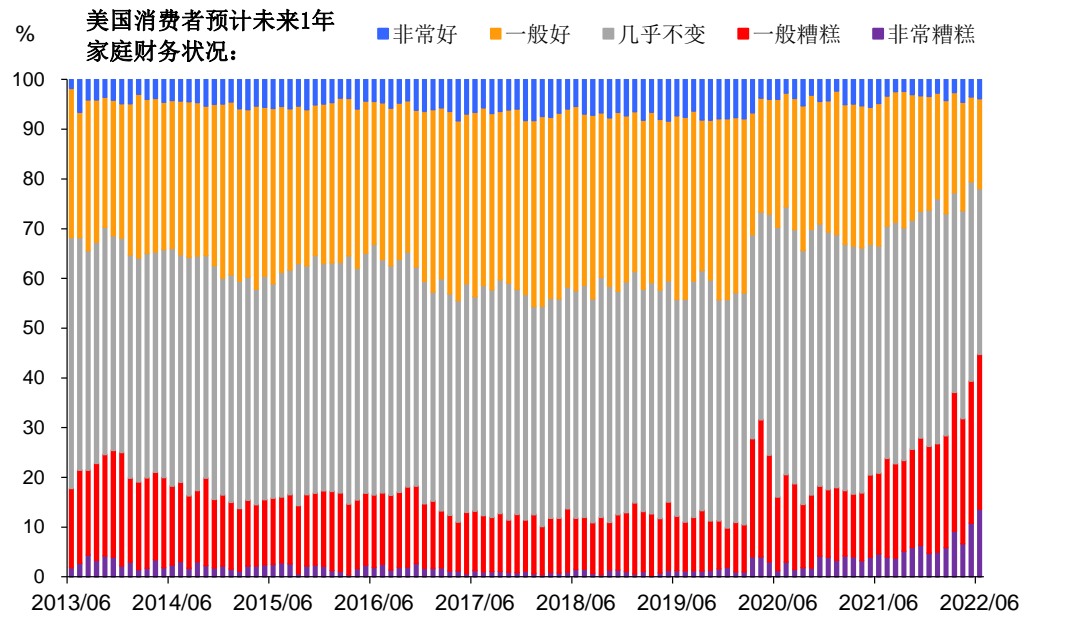
数据来源: 路透财经, 东吴证券研究所

图8: 2022年6月, 美国消费者对于未来1年家庭支出增长的预期中位数降至8.4%



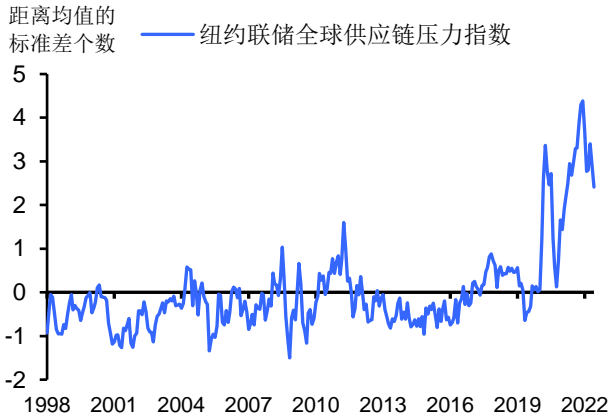
数据来源: 纽约联储, 东吴证券研究所

图9: 2022年6月, 预期未来1年家庭财务状况恶化的美国消费者占比近半



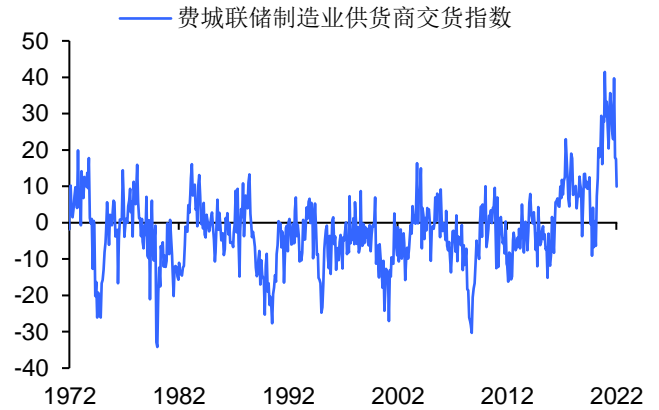
数据来源: 纽约联储, 东吴证券研究所

图10: 2022年纽约联储全球供应链压力指数持续回落



数据来源: 纽约联储, 东吴证券研究所

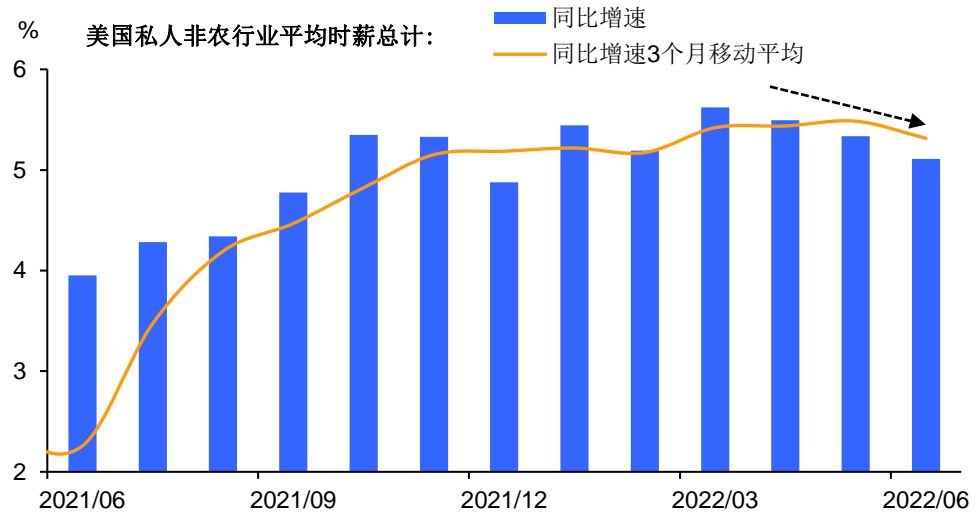
图11: 2022年费城联储的供应商交货指数稳步回落



注: 费城联储制造业供货商交付指数的数值越高代表交付速度越慢

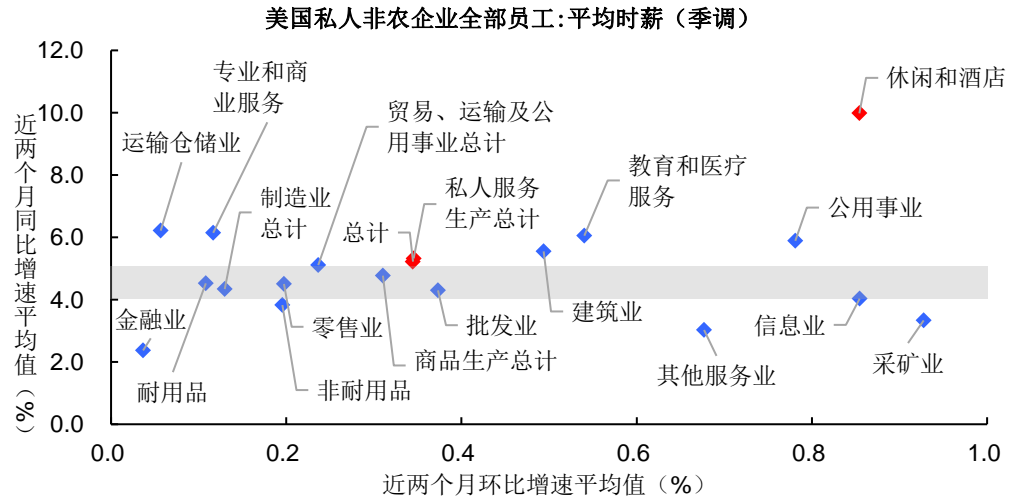
数据来源: 费城联储, 东吴证券研究所

图12: 2022年4-6月, 美国私人非农行业平均时薪同比增速连续3个月下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022年5-6月, 多个非农行业平均时薪增速回落至5%以下

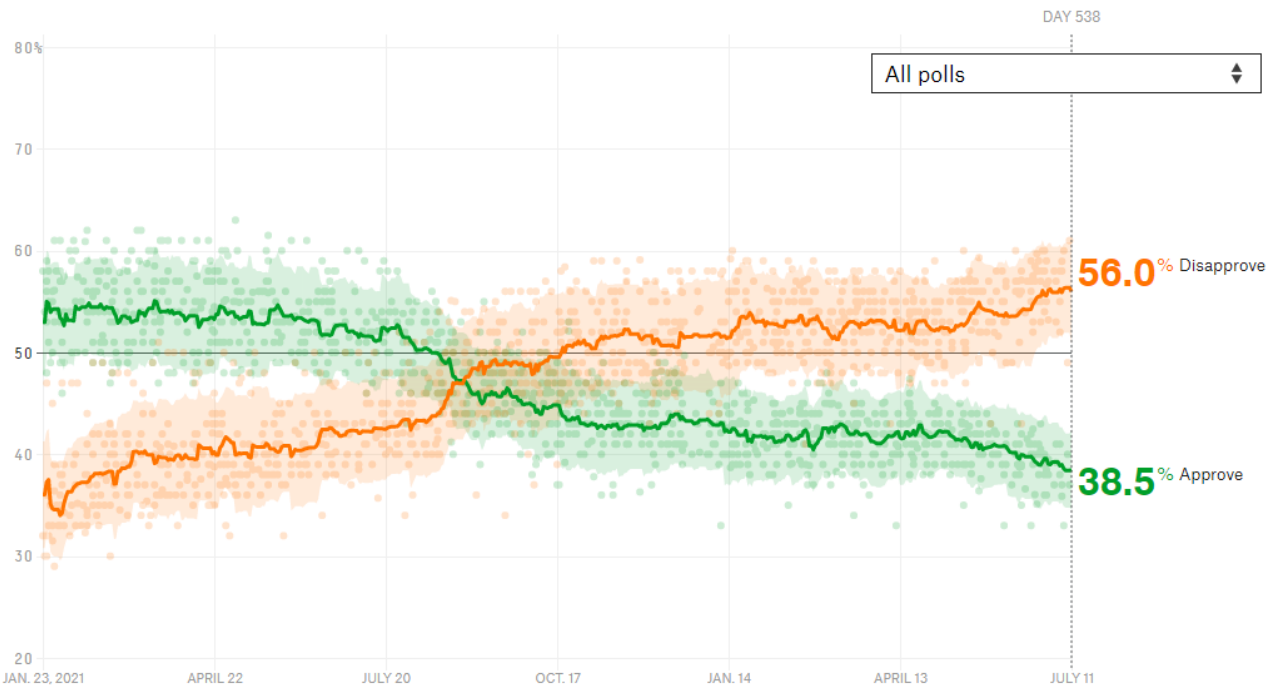


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022年7月, 拜登的支持率已跌破40%

How unpopular is Joe Biden?

An updating calculation of the president's approval rating, accounting for each poll's quality, recency, sample size and partisan lean. [How this works »](#)



数据来源: FiveThirtyEight, 东吴证券研究所

图15: 2022年7月, 拜登的支持率为1981年以来历任总统任职同期支持率的最低值

How Biden compares with past presidents

● Approval rating ○ Disapproval rating ○ Net approval

538 days

4 years

8 years

Donald Trump 2017-2021



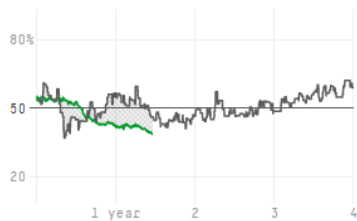
Barack Obama 2009-17



George W. Bush 2001-09



Bill Clinton 1993-2001



George H.W. Bush 1989-93



Ronald Reagan 1981-89



注: 绿色为拜登支持率

数据来源: FiveThirtyEight, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

