

CPI 高点可能已至，但紧缩或再加强

核心内容：

- **CPI 再超预期** 美国劳工数据局（BLS）公布的6月消费者价格指数（CPI）刷新自1981年以来的记录，同比增速从5月的8.6%上升至9.1%，剔除能源和食品的核心CPI同比增速为5.9%，比6月的6.0%继续回落。环比方面，CPI增速为1.4%，核心CPI增速为0.7%，均比上个月的1.1%和0.6%加快。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行，能源商品、能源服务、食品价格和居住成本都出现了上涨
- **乘用车压力减弱，商品涨价有所缓解** 二手车的同比增速由5月份的16.1%继续回落至6月份的7.1%，对整体CPI贡献的百分点也从0.64下降至0.28；新车价格同比增速0.5%，依然保持了一定韧性，但环比增速反映出的上行动力已经很弱。乘用车和医疗项目价格压力的下行体现了供应链的持续好转和疫情影响的弱化，中国的复工复产以及可能的关税豁免也有望阻止商品价格继续上涨。
- **能源仍是主导，居住成本不受美联储控制** 能源商品6月份同比增速达到60.7%，能源服务同比19.6%，能源的涨价还使运输服务同比上涨了9%，其中机票同比更是达到34.1%。能源的权重近期还受到小幅上调，能源食品四项的合计权重就有22.1%，接近CPI的四分之一，而美联储当前只能继续紧缩，让市场的衰退预期打击能源品的价格。6月居住成本稳定上升，主要居所租金和自有住所换算等价租金同比增速分别是5.8%和5.5%，同我们预测的5.53%和5.27%比较接近。由于当前CPI和PCE居住成本增速仍然慢于Zillow和Case-Shiller等社会指标一年以上，这意味着无论美联储加息与否，合计权重超过CPI 30%的居住成本都将坚挺上行，对广义和核心通胀构成持续压力。
- **6-7月可能是CPI增速的最高点，但美联储紧缩不会放松** 由于7月能源和其他大宗商品价格的下行、供应链的改善和总需求在衰退预期上升后的下滑，6-7月可能就是CPI增速的最高点；但此后经济环境还会更加恶化。美联储的加息大概率不会，也不应该因为通胀见顶的可能而放松。当下我们并不排除月末加息100bps的可能，但认为这一预期还有待观察：6月美联储打破前瞻性指引的重要原因是居民长期通胀预期的上行，而本月密歇根大学消费者中长期通胀预期数据还没有公布，如果该数据再次显著走高，那么100个基点的概率就偏高了。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

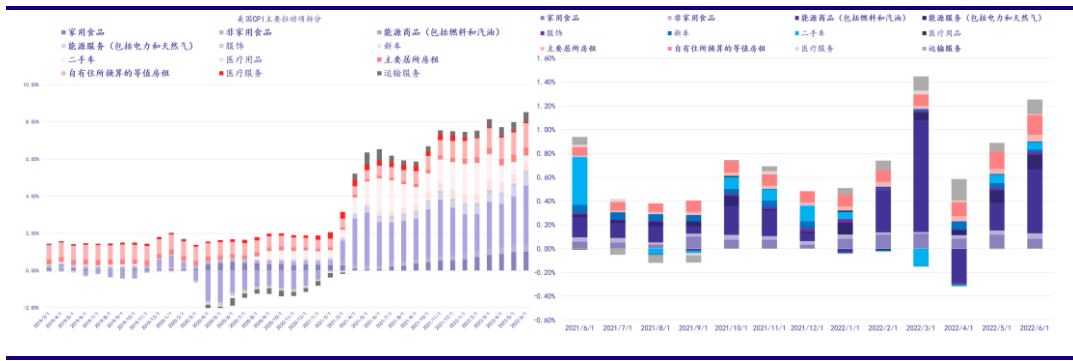
特别感谢：于金潼

主要风险：能源价格和疫情发生重大变化，重要经济体增速超预期下行

美国劳工数据局（BLS）公布的 6 月消费者价格指数（CPI）刷新自 1981 年以来的记录，同比增速从 5 月的 8.6% 上升至 9.1%，剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 5.9%，比 6 月的 6.0% 继续回落。环比方面，CPI 增速为 1.4%，核心 CPI 增速为 0.7%，均比上个月的 1.1% 和 0.6% 加快。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行，能源商品、能源服务、食品价格和居住成本都出现了上涨；环比方面服务和商品相关项目背后的动能依然有所加强，美国的通胀也从去年的供给侧瓶颈主导过渡到内需主导。美联储现阶段并不能控制输入性通胀和居住部分的走势，又要挽回信誉并稳定长期通胀预期，故而已下决心通过紧缩造成的衰退打击商品和住房外服务。当前美联储前瞻性指引 7 月加息 75bps，但是市场预期已经指向 100bps，同时即将公布的消费者通胀预期数据也有可能迫使美联储再次打破前瞻性指引。

图 1：6 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

图 2：5 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

（一）乘用车压力减弱，商品涨价有所缓解

CPI 分项显示，二手车的同比增速由 5 月份的 16.1% 继续回落至 6 月份的 7.1%，对整体 CPI 贡献的百分点也从 0.64 下降至 0.28；新车价格同比增速 0.5%，依然保持了一定韧性，但环比增速反映出的上行动力已经很弱。

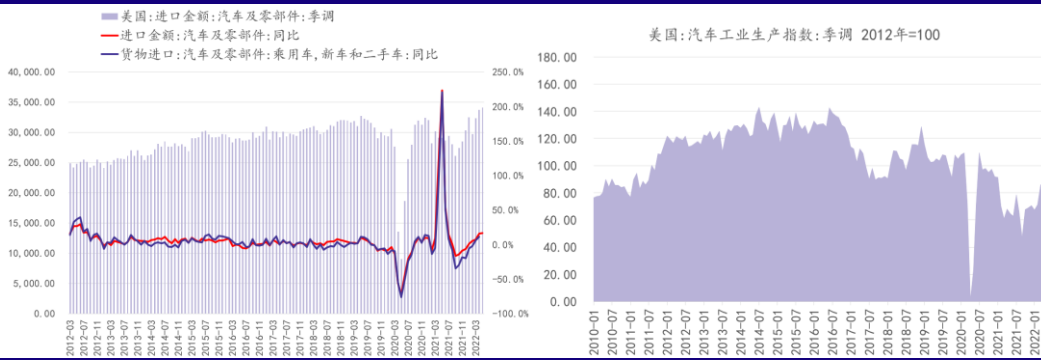
(1) 二手车价格压力的进一步缓解继续得益于运输和半导体供应链的恢复，供应链瓶颈逐渐缓解的态势更加明显。美国的汽车进口金额接近疫情前水平，汽车工业生产指数也连续四个月上行，有效缓解了新车和二手车市场的供给短缺。

(2) 其他同比增速对 CPI 拉动不高的主要项目包括服饰、医疗产品和服务等，这些项目环比涨幅已经连续数月再零值附近徘徊，随着其同比的基数增高，未来对通胀贡献将趋弱。

整体上，乘用车和医疗项目价格压力的下行体现了供应链的持续好转和疫情影响的弱化，中国的复工复产以及可能的关税豁免也有望阻止商品价格继续上涨。5 月份的个人消费者支出（PCE）数据的环比增速除能源食品和住房以外几乎全面转负，但是消费的走弱并没有在 6 月 CPI 乘用车之外的项目上体现，家具和家用设备等项目的综合增速 10.2%，除能源以外的服务同比增速也没有明显放缓，消费需求降低向价格的传导需要更长时间。

图 3：美国汽车进口增速恢复 (%)

图 4：美国汽车生产指数上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

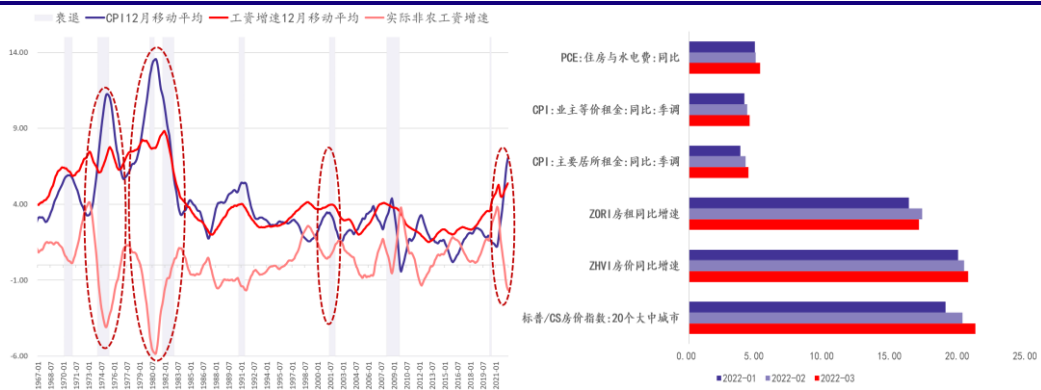
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 能源仍是主导因素，居住成本短期不受美联储控制

从涨价部分的结构上分析，俄乌冲突相关的输入性通胀影响最大，而美联储控制相关价格的方法恐怕只有通过强力紧缩造成能源大宗的衰退交易。能源商品依然是 6 月份物价上行的主导因素，同比增速达到 60.7%，环比 10.4%，同时能源服务增速也不甘示弱，同比增长 19.6%，环比 3.5%；能源的涨价还使运输服务同比上涨了 9%，其中机票同比更是达到 34.1%。食品增速也进一步加快，家用食品同比增速 12.2%，非家用 7.7%，环比分别是 1%和 0.9%。仅能源食品四项的合计权重就有 22.1%，接近 CPI 的四分之一，且能源的权重近期还进行了小幅上调，无疑是通胀最有力的推动。尽管美联储更关注核心通胀数据，但是能源食品对居民来说是偏刚性的消费，不仅会挤出其他消费，也更能影响长期通胀预期；而美联储当前只能继续紧缩，让市场的衰退预期打击能源品的价格。

图 5：实际工资增速进入负增长 (%)

图 6：房价增速落后于社会指标 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

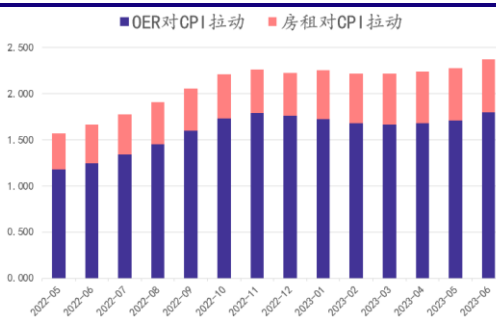
资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

另一方面，个别商品和服务项目整体价格尚未反映出美国个人消费环比下行的态势，工资-物价螺旋在长期通胀预期有上行危险时仍会继续发生作用。6 月依然强劲的非农数据和薪资增速由于劳动市场在经济转弱时反应的相对滞后将在短期延续，6 月非农时薪同比增速 5.11%，而 CPI 的 12 个月移动平均已经达到 7.03%，实际工资今年以来一直是负值，因此名义工资依然有动力追赶通胀。虽然美国工会的议薪力量远不如大滞胀时期强

大，但美国社保中保留了“生活成本调节”(COLA)，且今年1月已经上调了5.9%¹，所以劳动市场的线索也同样指向通过迅猛加息打击高就业高工资的组合。

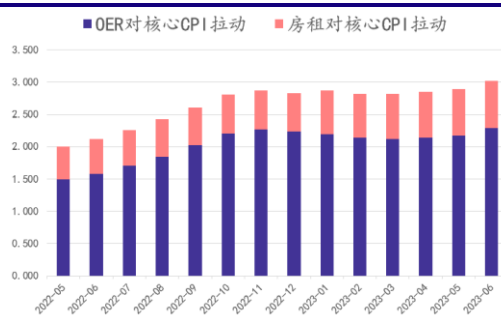
CPI 中的第三个担忧依然是居住成本。我们在《美国通胀展望：房地产价格阻碍通胀回落》中强调了 CPI 和 PCE 的居住成本统计方式明显滞后于社会房价房租指标，主要居所房租一般晚 7-10 个月，自有住所换算等值房租晚 12-16 个月。所以 6 月居住成本还是和我们预测的一样稳定上升，主要居所租金和自有住所换算等价租金同比增速分别是 5.8% 和 5.5%，同预测值 5.53% 和 5.27% 比较接近。由于当前 CPI 和 PCE 居住成本增速仍然慢于 Zillow 和 Case-Shiller 等社会指标一年以上，这意味着无论美联储加息与否，合计权重超过 CPI 30% 的居住成本都将坚挺上行，对广义和核心通胀构成持续压力。

图 7：居住成本对 CPI 拉动-预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：居住成本对核心 CPI 拉动-预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

当前高通胀和高工资的组合给公众造成的印象愈发接近大滞胀时代，6 月份打破前瞻性引导的加息已经表明出美联储在持续的滞胀和迅速的衰退间做出了选择。结合上世纪沃尔克任期前美联储“走走停停”的不坚定加息造成通胀预期抬升的教训，美联储在拜登政府的推动下目前只有坚定紧缩这一条路。

(三) 6-7 月可能是 CPI 增速的最高点，但美联储紧缩不会放松

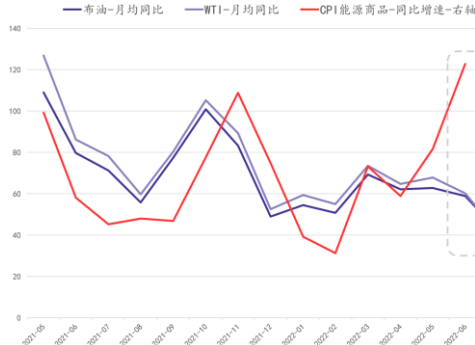
6 月 CPI 的跳涨并没有特别出乎市场的预料，因为能源和居住成本上行的确定性都比较高。此前支持能源品上涨的主要因素包括夏季出行和用电高峰的到来、欧盟对俄罗斯能源的禁运、欧佩克的增产不畅以及中国的复产复工，但是美联储的紧缩和美国就业之外各项经济数据的快速走弱将市场通胀交易的逻辑反转为衰退交易，因此从 7 月初开始，能源化工、基本金属和农产品大宗基本都出现了较为显著的下滑，其中原油的下跌尤为显著。在衰退预期的带动下，CPI 可能将开始回落。

从能源品方面看，WTI 原油 6 月平均期货结算价 114.29 美元/桶（同比 60.1%），而截至 7 月 13 日，7 月平均价格已经回到 102.29 美元/桶（同比大约 40.9%）。疫情开始以来，WTI 原油增速和 CPI 能源食品增速相关性超过 80%，后者一般和前者同步或滞后 1 个月，因此 7 月份能源商品价格回落概率比较高。虽然目前原油的产出可能仍有缺口，但美国和欧洲经济快速向下的概率正不断上升，中国由于外需走弱、疫情不断反复的压力

¹ [Press Release | Press Office | SSA](#)

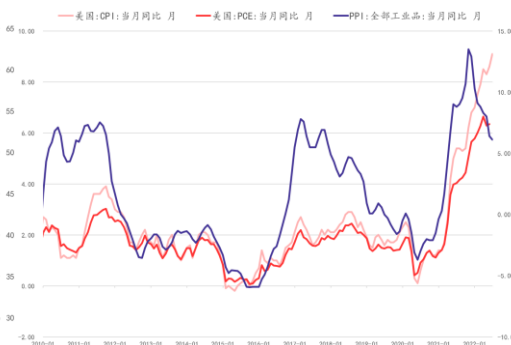
和房地产链条积累的历史问题在今年四季度可能也会面临复苏的压力期，这都将减少能源需求，进而阻止能源持续推动通胀。

图 9：原油和 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

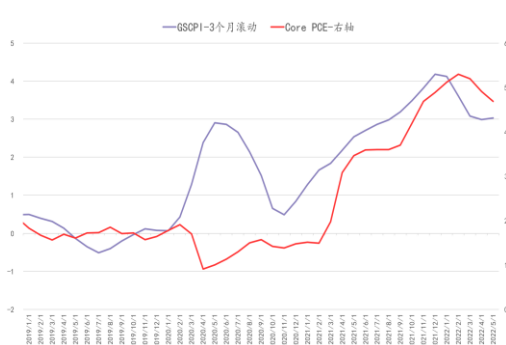
图 10：中国 PPI 与美国 CPI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

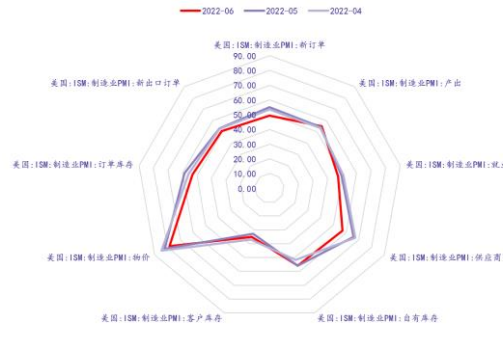
从海外的影响因素来看，供应链压力的持续缓解和中国 PPI 价格的逐步回落也可能减弱通胀压力。纽约联储编制的全球通胀压力指数与核心通胀在疫情后相关度较好，乘用车项目的增速放缓也支持这种关系。同时，中国的 PPI 增速和美国 CPI 增速走势也比较同步，且衰退交易会进一步减轻原材料成本的压力，这也预示美国持服务以外项目价格的回落。再者，美国消费的环比下滑和 PMI 新订单的疲软表明高通胀、居民超额储蓄的耗尽叠加美联储的迅速紧缩有概率已经开始降低总需求，核心通胀连续 3 个月的缓慢下行也符合这一猜测。

图 11：全球供应链压力指数和核心通胀 (%)



资料来源：NYFed，中国银河证券研究院整理

图 12：美国 PMI 新订单跌至 50 以下



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

所以，在能源走向不出意外的情况下，6-7 月可能就是 CPI 增速的最高点，但此后经济环境还会更加恶化。美联储的加息大概率不会，也不应该因为通胀见顶的可能而放松，因为核心通胀的粘性和工资-物价螺旋的阴影仍然存在；如果想避免大滞胀时期公众的长期预期保持高位的风险，美联储需要在相关数据显著且持续的下行前维持不惜经济代价控制通胀的态度。

美国 CPI 的再超预期和加拿大央行紧急加息 100bps 使市场预期美联储 7 月加息幅度快速向 100bps 倾斜，这意味着市场预期美联储连续两个月打破自己的前瞻指引。当下我们并不排除月末加息 100bps 的可能，但认为这一预期还有待观察。6 月美联储打破前瞻性指引的重要原因是居民长期通胀预期的上行，而本月密歇根大学消费者中长期通胀预

期数据还没有公布，如果该数据再次显著走高，那么 100 个基点的概率就偏高了。另一方面，5 月 CPI 数据是在美联储静默期内公布的，而本月的静默期 7 月 16 日才开始，所以官员们仍有一些时间讨论和调整他们的指引。但不论是 75 还是 100 个基点，市场已经陷入衰退交易的逻辑，利率的尽头也正在眼前浮现。

图 13: CME 显示市场预期 7 月加息 100bps

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	19.1%	80.9%	0.0%						
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.6%	20.9%	78.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	13.8%	58.4%	27.4%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.1%	36.1%	42.9%	13.7%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.0%	35.8%	42.9%	14.0%	0.1%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	15.3%	37.9%	34.6%	10.0%	0.1%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.8%	6.6%	23.0%	36.7%	26.2%	6.6%	0.1%
2023/6/14	0.0%	0.4%	3.6%	14.4%	29.5%	31.7%	16.9%	3.5%	0.0%
2023/7/26	0.2%	1.8%	8.3%	21.0%	30.5%	25.3%	11.1%	2.0%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特别提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn