

能源项带动的通胀回落可持续吗？——美国 7 月 CPI 数据点评

报告日期: 2022-08-11

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_地缘冲突下的通胀加速——美国 3 月 CPI 数据点评》2022-04-13
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_缩表落地,美联储“明鹰实鸽”——5 月 FOMC 会议纪要点评》2022-05-05
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路,妙手何方?——2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“亡羊补牢”,其时晚否?——美国 6 月 FOMC 会议点评》2022-06-16
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再创新高的通胀,骑虎难下的联储——美国 6 月 CPI 数据点评》2022-07-14
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_75bp 加息还会再有吗?——美联储 7 月 FOMC 会议点评》2022-07-28
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美国“衰退”的程度有多深?——美国二季度 GDP 数据点评》2022-07-29

主要观点:

- **事件:** 美国公布 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 8.5%，环比同上月持平，低于市场预期。核心 CPI 同比上升 5.9%，环比上升 0.3%，较上月有较大的回落，并低于市场预期。
- **能源项回落带动本月通胀下行，“高烧难退”局面短期难变**
 1. **能源项回落带动本月通胀下行，核心通胀仍较坚挺。** 美国 7 月 CPI 同比上升 8.5%、环比同上月持平，低于市场预期的 8.7% 与 0.2%，绝对通胀水平回落到今年 3 月份水平。本月通胀同比与环比分别较上月回落 0.6、1.3 个百分点，原因主要是本月能源环比增速有较大回落，特别是燃油项环比下降 7.7%，带动整个能源项环比下降 4.6%。核心 CPI 同比上涨 5.9%，与上月持平，低于市场预期的 6.1%；环比增加 0.3%，较上个月环比增速下降 0.4 个百分点，低于市场预期。核心 CPI 同比增速仍处于高位，整体较为坚挺，说明美国通胀内生动能仍强。环比增速有较大幅度下降，显示其上涨动能或边际走弱。总体而言，与上月能源项推动通胀再创新高不同，本月能源项成为拖累通胀的主要因素，核心通胀上涨动能虽边际放缓，但总体仍坚挺。
 2. 具体来看，能源项同比上升 32.9%，环比下降 4.6%，环比增速较 6 月份下降 12.1 个百分点，显示当前汽油价格的持续高位以及美联储的较快加息导致相关的消费减少。7 月份食品项同比上升 10.9%，连续六个月上升。居家食品同比上升 13.1%，再创下 1979 年 3 月以来新高；核心 CPI 数据显示当前通胀内生增长动能强劲依旧，但边际略有放缓。其中核心商品环比上升 0.2%，较上个月下降 0.6 个百分点，核心服务环比增速较上月下降 0.3 个百分点至 0.4%。
 - 1) **能源方面**，7 月能源项同比上升 32.9%，环比下降 4.6%。环比较 6 月份大幅下降 12.1 个百分点，是本月 CPI 环比增速下降的最重要贡献项。其中汽油项环比下降 7.7%，较 7 月份大幅降低 18.9 个百分点；燃油项环比下降 11%，较 6 月份继续下降 9.8 个百分点。能源通胀环比增速的大幅下降，一方面是由于汽油价格的持续高位导致美国民众相关的消费减少；另一方面则可能是由于美联储较快加息导致的经济动能放缓，7 月份美国汽油价格从最高的 4.7 美元/加仑下跌至 4.03 加仑，下降幅度将近 15%。
 - 2) **食品方面**，7 月份食品项同比上升 10.9%，较 6 月份提升 0.2 个百分点，连续六个月上升；环比上升 1.1%，较 6 月份提升 0.1 个百分点。其中居家食品 (Food at home) 同比上升 13.1%，较 6 月份提升 0.9 个百分点，且主要构成项皆有较大幅度上涨，并再创下 1979 年 3 月以来新高。环比上升 1.3%，较上月提升 0.3 个百分点，连续七个月环比增速超过 1.0%。居家食品项通胀的逆势上扬或与 7 月份美国新冠确诊人数超过 380 万例以及猴痘疫情的传播有关；
 - 3) **核心 CPI 方面**，7 月核心 CPI 同比上升 5.9%，环比上升 0.3%。同比

较上个月持平，环比较上个月下降 0.4 个百分点，通胀内生增长动能依旧强劲，但边际略有放缓。分项来看，**核心商品**环比上升 0.2%，较上个月下降 0.6 个百分点，环比增速近 4 个月首次出现下降。其中二手车项环比下降 0.4%，较 6 月份下降 2.0 个百分点；新车方面，环比上升 0.6%，较 6 月份下降 0.1 个百分点。**核心服务**环比上升 0.4%，较 6 月份下降 0.3 个百分点。其中住房项同比上升 5.7%，较 6 月份继续提升 0.1 个百分点；环比上升 0.5%，较上月下降 0.1 个百分点。交通运输服务环比下降 0.5%，较 6 月份下降 2.6 个百分点，机票项环比下降 7.8%，环比增速较 6 月份进一步下降 6 个百分点。总的来看，本月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所下降，但核心服务通胀环比下降较多，而以住房项为主要构成的服务通胀则相对坚挺，显示当前美国服务消费仍在继续恢复。

3.后续来看，能源与粮食价格短期内压力可能将会继续减轻，但幅度总体有限。核心商品通胀短期预计继续放缓，核心服务通胀可能保持相对坚挺，总体核心通胀继续缓慢回落。

1) 能源与粮食价格短期内压力可能会继续减轻，但幅度总体有限。能源方面，截至 8 月 8 日，美国汽油价格降至 3.88 美元/加仑，连续 8 周下降，较 7 月底汽油价格下降将近 4%。后续来看，随着美国传统的出行高峰的过去以及美联储的加息效用持续体现，美国汽油价格短期内或将继续下跌。但由于当前国际油价较为坚挺以及油价下跌带来的供需关系再平衡，其下降幅度或将有限。**食品方面**，虽然目前俄乌冲突还未完全解决，但是保障乌克兰粮食出口的相关谈判已有结果。若乌克兰粮食可以顺利出口，全球粮食价格预计将会有所下降，近期 CBOT 相关粮食期货价仍在继续下降。但是由于奥密克戎变种的继续传播以及猴痘疫情的持续发酵，居家食品通胀可能难以有较大幅度的回落，因此食品项通胀回落幅度同样有限。在此情况下，我们认为美国短期内的能源与食品价格上涨压力预计将继续缓解，但对通胀的减轻作用预计有限。

2) 核心商品通胀短期预计继续放缓，核心服务通胀可能保持相对坚挺，总体核心通胀继续缓慢回落。**核心商品**方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）环比下降 0.1%。新车方面，伴随着我国汽车的生产与出口恢复常态，新车的供给端预计将会进一步改善，新车价格增速预计将持续放缓，二手车市场价格预计也将会有所降低，因此美国核心商品通胀预计短期内会继续放缓；**核心服务**方面，服务通胀或将相对坚挺，一方面美国夏季出行高峰还未完全结束，相关的交通运输通胀预计将会偏慢回落；另一方面核心服务通胀中最重要的住房通胀同比增长 5.7%，较上月提升 0.1 个百分点，环比增速虽边际放缓至 0.6%，但绝对水平仍高，考虑到住房通胀占全部通胀的比重高达 32%，从而将会为服务通胀提供坚实的基础。总的来看，在核心商品的持续回落以及较为坚挺的核心服务通胀的作用下，总体核心通胀预计将会较为缓慢的回落。

3) 总的来看，虽然本月美国的通胀水平有一定幅度的下跌，但主要是受能源通胀有较大幅波动所致。随着能源与食品价格的下行幅度减弱，以及服务通胀的相对坚挺，美国通胀的下行之路仍将会崎岖艰难，整体通胀水平将会在高位徘徊，“高烧难退”的局面短期内不会有明显改观。若再发

生一些政治或经济黑天鹅事件，甚至不排除通胀再创新高的可能。

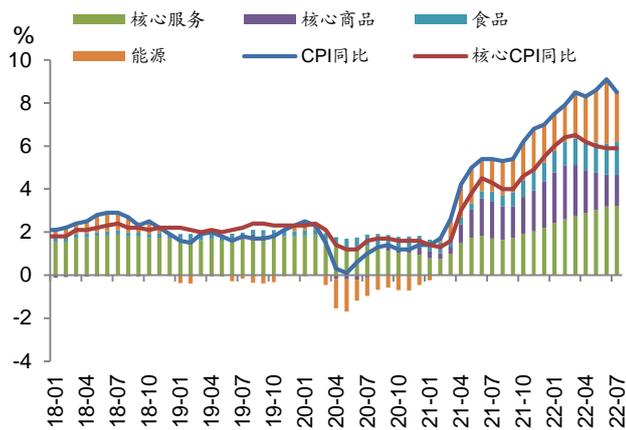
- **美联储紧缩节奏会有变化么？**

火热的劳动力市场和的仍处高位的通胀，美联储短期内预计仍将保持偏快的紧缩节奏。二季度美国 GDP 环比折年率增长-1.6%，陷入“技术型衰退”，引发市场对美联储快速放缓加息甚至降息的期待，市场主线也一度转为“交易衰退”。但 7 月份新增非农就业 52.8 万人，且新增就业充分且广泛，已经恢复至疫情前水平。薪资增速更是逆势上扬，显示当前就业市场依旧火热。而本月通胀数据虽较本月有所回落，但是核心通胀依旧坚挺，显示当前火热的就业市场以及较高的薪资增速，对美国的服务通胀形成了较为坚实的支撑。从当前的数据来看，尚未出现较为明显的通胀实质性持续下行的证据，我们预计美联储仍将保持原有较快的紧缩节奏，并不会快速放缓加息甚至降息。

- **风险提示**

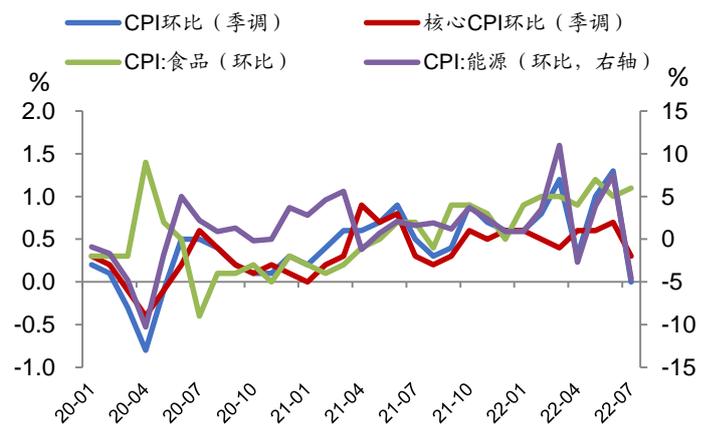
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国 CPI 有所回落



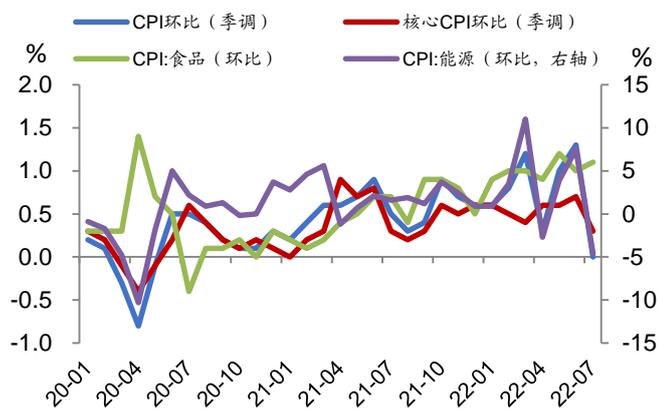
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 2 能源项环比下降较多



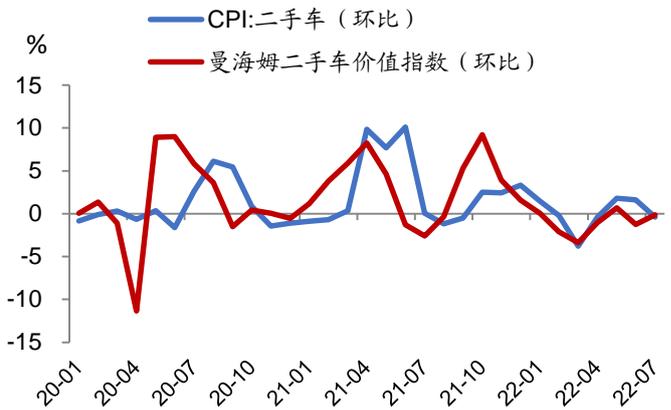
资料来源: BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国核心商品与核心服务通胀增速下降



资料来源: BLS, 华安证券研究所

图表 4 美国二手车价格环比继续下跌



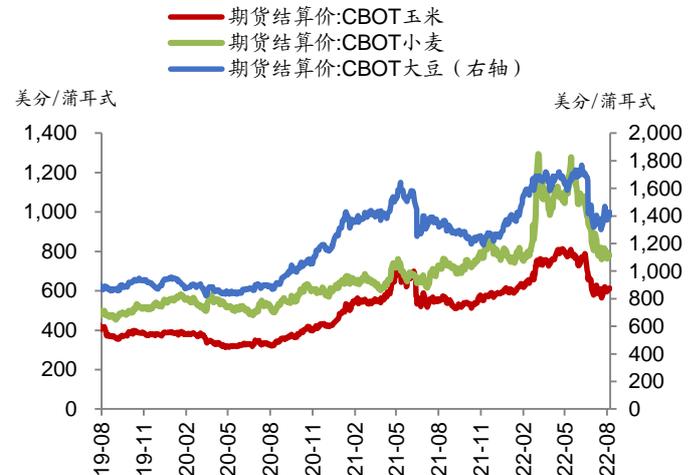
资料来源: Manheim, FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国汽油价格连续 8 周下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 全球粮食期货价格下跌



资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。