

通胀减速但有韧性，美联储转向还需等待

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

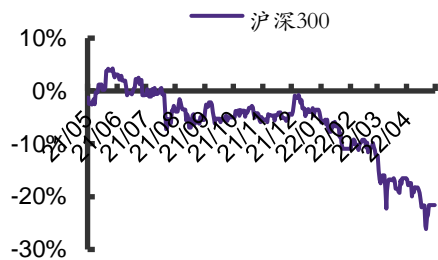
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《美国衰退：多远多深影响多大》

20220807

《新能源景气依旧，关注下游通胀》

20220804

《8月策略与十大金股》 20220802

北京时间8月10日晚，美国劳工部公布了7月份的通胀数据，7月份美国CPI同比增速8.5%，低于预期的8.7%，环比增速0，低于预期的0.2%。核心通胀5.9%，低于6.1%的市场预期。

投资要点

核心观点

1、美国CPI怎么看？CPI下行超预期，核心CPI持平，主因是油价下跌。7月CPI同比增长8.5%，低于市场预期的8.7%，为两年来首次，环比增速创2020年5月以来新低，主要贡献来自于能源价格的下行。食品价格续创新高，核心通胀中住宅价格和租金延续上涨态势。

2、后续CPI怎么走？二次冲高回落后，通胀顶部基本确认，后续减速但有韧性，三季度延续高位震荡。油价快速回落后逐步企稳仍会对CPI形成支撑，而租金价格受到了贷款利率上行的影响，继续支撑CPI，预计年内CPI在7%附近运行。

3、美国经济怎么看？技术性衰退与充分就业短期并存，经济增速放缓值得关注。连续两个季度GDP增速为负，美国已进入技术性衰退，但失业率处于低位，实质性衰退尚未到来。GDPnow预测美国三季度经济增速2.5%，较前值1.4%明显回升，但商品和服务消费都有回落压力，理性看待经济数据的阶段性背离，“软着陆”难度较大。

4、美联储如何选？美联储最鹰的阶段已经过去，但转向还需等待。上周强劲非农数据让市场担忧9月加息75BP，但CPI确认回落后，市场再次下调了加息预期，50BP成大概率，同时开始期盼2023年一季度降息。但从历史经验来看，2000年后美联储通常在加息结束后10个月才开始降息，平均CPI为2.4，考虑到通胀韧性，2023年一季度降息可能性不大。

5、对投资有何影响？美股超跌反弹，美债震荡下行，对A股扰动减弱。通胀压力边际缓解，美联储加息节奏趋缓，美股杀估值告一段落，阶段性超跌反弹延续；滞胀风险逐渐消退，逐步转向衰退担忧，美债冲高动能不足，震荡下行是大

势所趋；激进加息靴子落地，海外流动性得以修复，北上资金外流后开始回补，对A股扰动减弱，情绪边际好转。

■ 风险提示

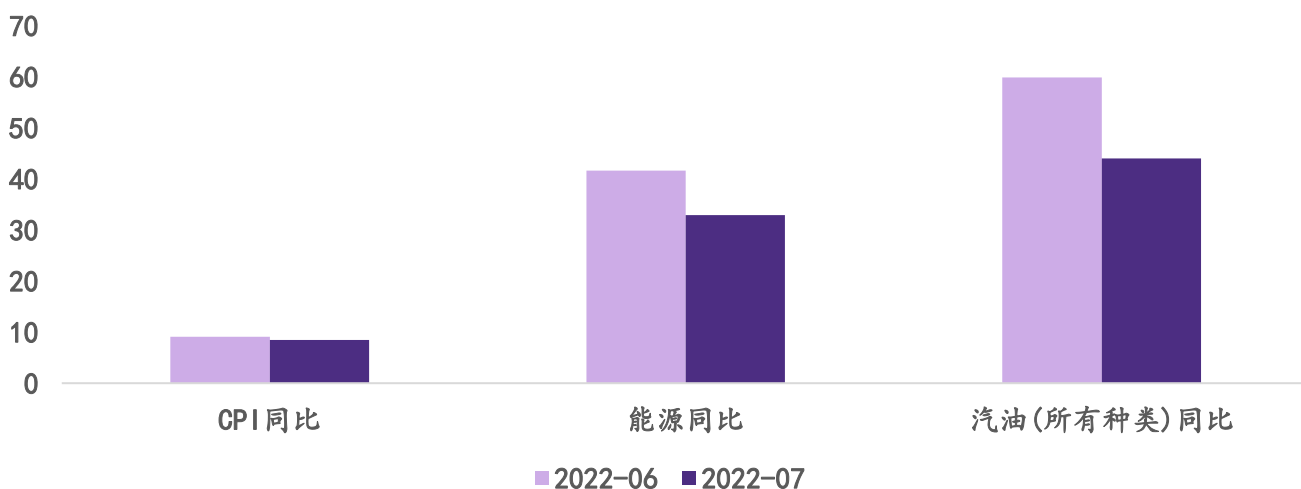
- (1) 通胀上行超预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 地缘政治风险再起

1、能源下行，通胀见顶

二次冲高后，美国通胀触顶已是市场共识，新公布的通胀数据超预期回落也印证了这个观点。7月份美联储CPI同比增速8.5%，低于8.7%的市场预期，为两年来首次；环比增速从上月的1.1%骤降到0，创2020年5月以来新低。

7月份通胀降温的主因是国际石油价格震荡回落带来的能源项的价格下行。7月份能源项同比增速32.9%，增速较上月下行了8.7个百分点，其中汽油价格同比增速较上月下行了15.9个百分点来到44%。油价下跌使得出行成本下降，7月份美国机票价格同比涨幅下降7.8个百分点至27.7%，带动整个公共交通价格的同比增速下行4.7个百分点。

图表 1：油价下跌是 7 月通胀降温的主因



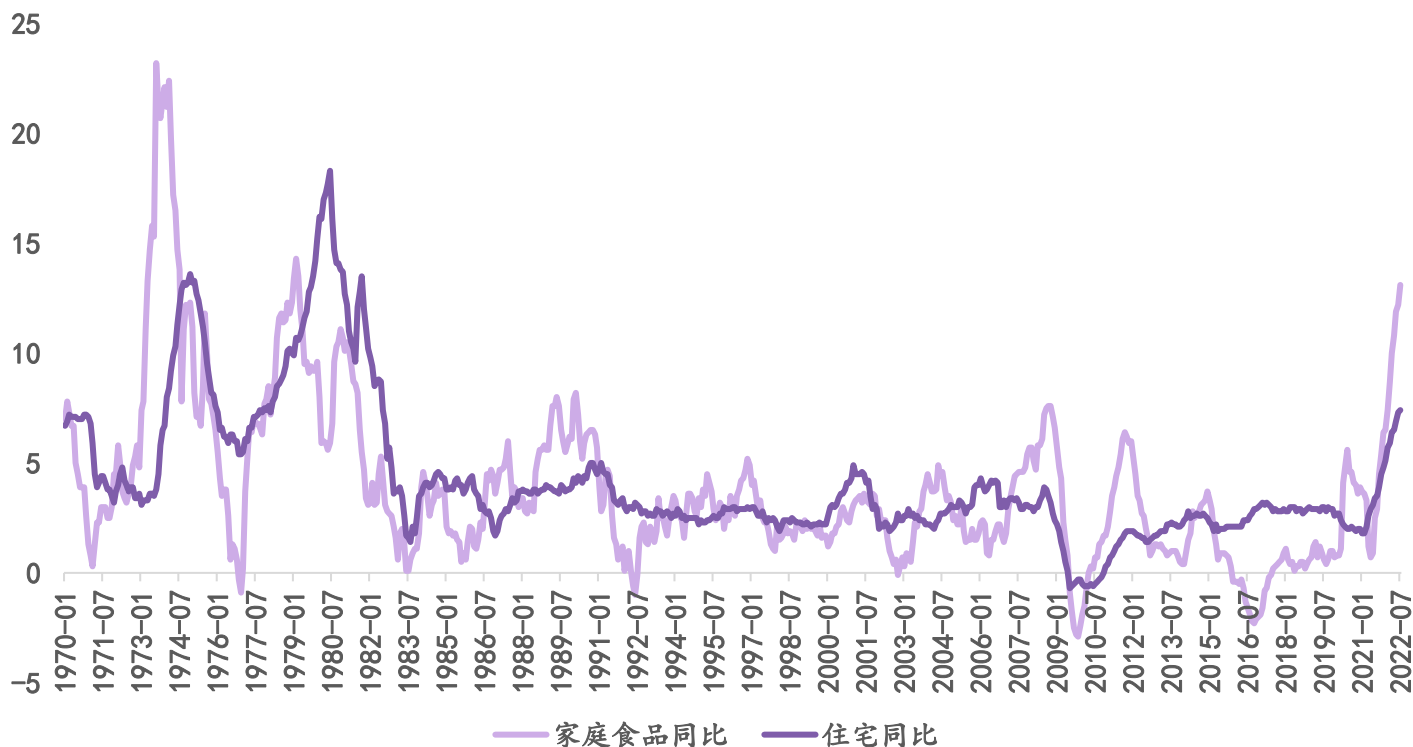
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、食品住宅坚挺，通胀粘性犹存

7月食品和住宅CPI延续上行，中和了能源价格下行带来的影响，使得美国7月份CPI环比变化为0。食品项综合涨幅超过美国家庭食品价格继续上行至13.1%，创1979年3月以来的43年最高值。具体分项来看，在俄乌冲突带来的农产品成本上行的压力下，烘焙价格继续走高，而美国近期爆发的禽流感也打击了鸡蛋供应市场，使得蛋类价格在7月份同比增速上行4.9%来到38%。

剔除食品和能源的核心通胀与上月持平5.9%，环比增速较上月0.7%下降至0.3%，是2021年9月份以来的最低环比增速。核心通胀中主要的支撑仍是住宅价格，7月份美国住宅价格同比上行0.1来到7.4%，其中业主等价租金在30年抵押贷款利率的高位运行的影响下继续上行，但环比增速有所放缓，7月份OER同比增速5.8%，环比增速0.6%，低于上月0.7%的环比增速。

图表 2：食品住宅通胀皆创新高

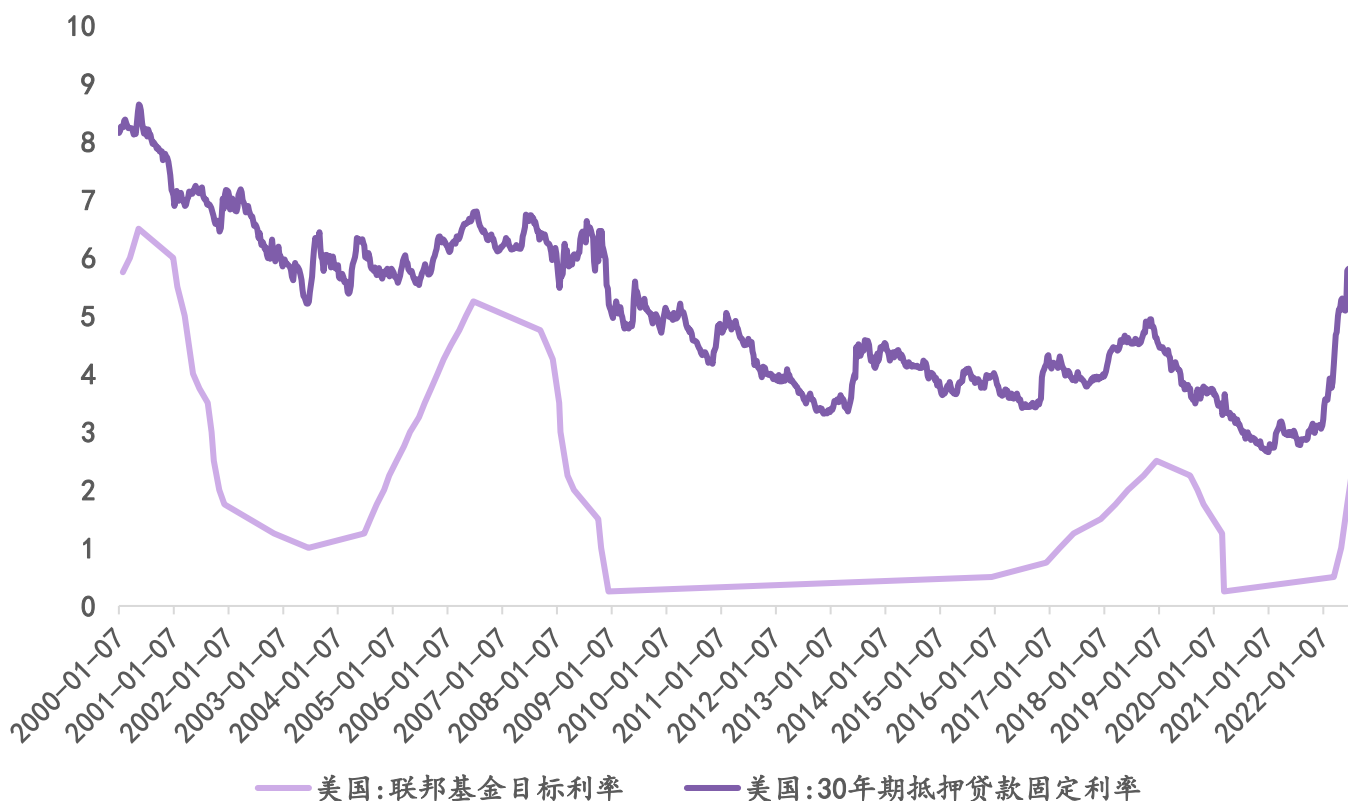


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、油价震荡房价支撑，CPI减速但有韧性

美国通胀虽然已经触顶回落，但是并不会如预期般加速下行。一方面，国际石油价格在过去一段时间衰退的悲观预期下出现了价格的大幅回调，从后续的供需角度来说，OPEC的微量增产并不能给供给偏紧的局面带来实质性的改变。而从需求的角度来说，美国汽油消费预计在超预期的非农数据支撑下将会得到结构性改善，因此石油价格在三季度预计高位震荡，为通胀形成支撑。另一方面，租赁市场火热，租金上行动能仍会持续，虽然房价在近期加息的影响下有所回落，但30年抵押贷款利率的提升依然增加了购房者的成本，从而将住房需求转为租房需求，为租房市场的火热提供支撑，后续来看抵押贷款利率仍会在美联储收尾加息中有所上行，将进一步增加核心通胀的粘性。基于上述两点分析，因此我们预计三季度美国通胀仍会延续高位震荡，并不会快速下行。

图表 3: 抵押贷款仍有上行空间



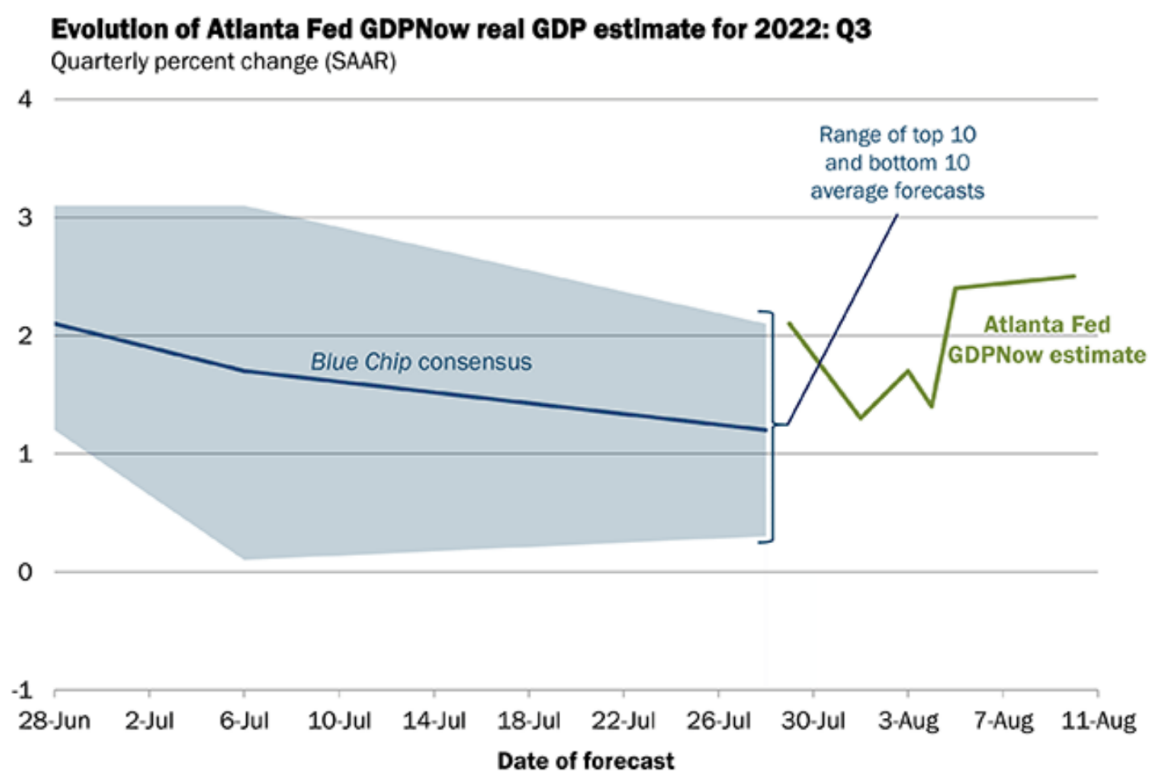
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4、商品服务价格放缓，消费出现下行信号

亚特兰大联储的经济预测模型GDPnow在通胀数据公布后将美国三季度经济预测从8月4日的1.4%上调至2.5%，分别预测三季度的个人消费支出增速2.7%，私人投资总额增速0.2%和政府消费投资增长1.7%，显示出对美国经济的乐观预期。但与此同时，2Y10Y利差倒挂在数据公布后走阔至58BP，可以看出市场对衰退的担忧仍在。

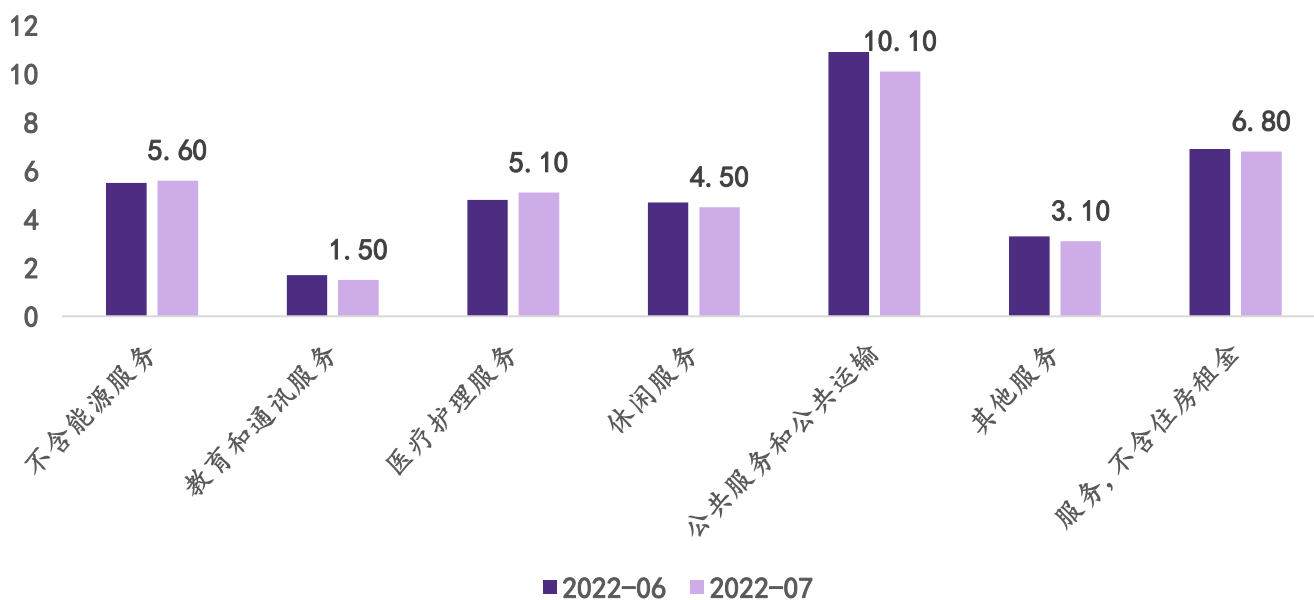
如何理解这种矛盾的情况？非农就业超预期强劲和CPI超预期回落，使得GDPnow的预测失真，调升至2.5%的高度。从GDPnow中对于经济增速的预测中我们可以看出个人消费将是三季度主要的经济支撑，但是美国商品消费已经出现了下行，服务消费也开始出现了一定的疲软：去除能源的商品价格同比增速较上月下行了0.2个百分点，不含租金的服务CPI同比增速较上月下行0.1个百分点，环比增速由上月的1.1%降低到7月份的0.1%。去除能源相关的服务CPI同比增速较上月上行0.1%，是2021年9月份以来最低的同同比涨幅，休闲服务、教育通讯、金融服务等多项都出现了价格的下行。因此，我们认为后续个人消费的相关的零售数据将对美国经济的走向有更强的指引作用，也会平滑当前的数据矛盾。

图表 4: GDPnow 预测在通胀数据公布后上升



资料来源: AtlantaFed, 华鑫证券研究

图表 5: 服务价格出现了降温信号



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

5、经济与通胀并重，美联储转向尚早

上周强劲的非农数据公布后，市场鹰派加息预期再起，但通胀超预期下行后，也降低了市场对于美联储鹰派加息的预期。CME下调了9月加息75BP的概率，重回50BP，加息上限也下调了25BP。市场也逐渐从超预期的非农数据中冷静下来，预计后续加息路径为50+50/25+25，并开始期盼2023年降息。根据美联储鲍威尔的表述，美联储需要看到通胀切实的变化才能开始出现货币政策的调整，美联储转向还为时尚早。

复盘发现，美联储政策转向一般是加息看通胀、降息看经济的操作，但是当前与过去还有几点不同：一是美联储过去加息抗通胀都有前瞻性，往往在通胀刚起时就开始进行加息调控，而这轮加息周期美联储加息较晚，可能不会过早掉头。二是当前美国通胀仍处在历史高位，且还有韧性，因此抗通胀压力犹存，货币政策转向不能只看经济衰退，也要兼顾通胀。

根据历史统计，过去美联储的降息周期中，首次降息时CPI平均值为3.26%，进入2000年以后，由于美国整体通胀处于低位，美联储政策转向时的通胀水平更低，三次降息中CPI的平均数是2.4%。同时从政策转向的时间间隔来看，2000年前与2000年后也有明显的不同，2000年前美联储在加息结束后平均5.3个月就会开始降息，风格相对漂移；而2000年后的三次美联储降息都是在加息结束后平均8.6个月才开始进行政策的转向。

结合当前情况来看，美联储最鹰的时候已经过去，但是现在谈降息仍为时尚早，需要进一步观察通胀和经济走势综合考虑，最快可能会在明年二季度出现降息。

图表 6: CME 再次开始预期降息

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
21/09/2022	0.0%	53.0%	47.0%	0.0%	0.0%			
2/11/2022	0.0%	0.0%	26.2%	50.0%	23.8%	0.0%	0.0%	0.0%
14/12/2022	0.0%	0.0%	4.3%	30.2%	45.7%	19.8%	0.0%	0.0%
1/02/2023	0.0%	0.0%	3.4%	24.3%	42.2%	25.7%	4.5%	0.0%
15/03/2023	0.0%	0.0%	2.9%	21.5%	39.8%	27.9%	7.3%	0.6%
3/05/2023	0.0%	0.3%	5.1%	23.6%	38.4%	25.5%	6.5%	0.5%
14/06/2023	0.1%	2.0%	11.7%	28.9%	33.8%	18.7%	4.4%	0.3%
26/07/2023	0.8%	5.3%	17.5%	30.5%	28.7%	13.9%	3.0%	0.2%

资料来源：CME，华鑫证券研究

图表 7: 美联储政策转向会兼顾经济和通胀

时间	时差	通胀%	经济
1982年10月	1个月	5	上行
1983年8月	1个月	2.5	过热
1984年9月	2个月	4.3	下行
1985年4月	2个月	3.7	下行
1985年12月	4个月	3.5	下行
1986年7月	2个月	1.8	下行
1987年11月	4个月	4.5	下行
1989年6月	2个月	5.4	下行
1995年7月	6个月	3	上行
1998年9月	19个月	1.6	上行
2001年1月	1个月	3.4	下行
2007年9月	16个月	2	下行
2019年8月	9个月	1.8	下行
全历史	5.3	3.3	
2000年后	8.7	2.4	

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6、北向外流压力缓解，对A股扰动减弱

CPI数据公布后，美股快速走高，纳指收涨2.89%，标普500收涨2.13%。美债下行至2.67%，为近一周低位。由于加息预期回落，美元大幅下挫。后续随着通胀压力的边际缓解，美联储加息节奏趋缓，美股杀估值告一段落，阶段性超跌反弹延续。而通胀数据回落使得美债市场从超预期的非农数据中清醒过来，逐步转向衰退担忧，下半年来看，美债冲高动能不足，震荡下行是大势所趋。中美双双公布了超预期的通胀数据：国内通胀不及预期，货币政策并未收紧；美国通胀超预期下行，美联储鹰中有鸽。因此对于海内外货币政策双双收紧的担忧缓和，内外流动性压力趋于缓解，对A股扰动减弱，情绪边际好转。

7、风险提示

- (1) 通胀上行超预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 地缘政治风险再起

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。