

核心粘性仍在，对CPI下行保持观察

20220811

核心内容：

分析师

- **CPI 回落，能源是主因** 7月消费者价格指数（CPI）如期下行且低于市场预期：同比增速从6月的9.1%回落至8.5%，低于市场预期0.2%，剔除能源和食品的核心CPI同比增速为5.9%，没有出现上涨，同样低于预期0.2%。环比方面，CPI增速为0%，核心CPI增速为0.3%，均比上个月的1.4%和0.7%放缓。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中回落最显著的是在衰退预期下大幅回调的能源商品，能源服务、新车、二手车和医疗服务的同比增速也都放缓。
- **原油价格大幅回调，二手车压力继续减弱** CPI分项显示，7月对通胀缓解贡献最明显的就是能源价格，同比增速由上月的60.7%回落至44.9%，环比下行了7.6个百分点，单项拉动CPI同比下行了0.88%。能源服务同比增速由19.6%下行至18.9%，环比仅增长0.1%。能源项目的回落主因是WTI原油月均价在7月环比下行12.7%并迅速传导到终端汽油价格。二手车的同比增速由6月份的7.1%继续回落至7月份的6.6%，对整体CPI贡献的百分点从0.28下降至0.26；新车价格同比增速10.3%，依然保持了一定韧性，环比增速略有加快。二手车价格压力的进一步缓解可能得益于新车供给端的恢复带动需求下降。
- **食品增速不低，服务韧性保持** 食品增速进一步加快，家用食品同比增速13.1%，非家用7.6%，环比分别是1.3%和0.7%，两者合计权重达到13.3%，在工资增速不低的情况下尚未受到衰退预期的打击。服务项目环比大都保持了涨价态势且上行斜率并没有明显放缓，只有运输服务环比从6月的2.1%转为-0.5%，但事实上也是因为能源价格的回落而非运输需求的衰退。居住成本由于统计滞后，未来一年还将上行，打击通胀还需着力于服务和商品。强就业和高工资增速仍在传导，美联储短期还会保持紧缩力度。
- **市场情绪转好，美联储鹰派引导但处于观察期** 包括鲍曼、梅斯特、埃文斯、博斯蒂克、布拉德和戴利等官员基本都强调了美国并没有陷入衰退，前置加息以尽早控制控制通胀是有必要的。不过市场对3.5%-4%的加息终值定价比较充分。对流动性依然宽裕的权益市场来说，如果加息终值不继续抬升，通胀数据都可以被理解为好消息：未来超预期的通胀可能使紧缩力度保持而更早造成衰退，迫使美联储转向；而低于预期的通胀则给了美联储放缓加息节奏的理由，市场情绪的好转给美股提供短期机会，在路上的衰退可能使美债走强，而美元指数有望从高位回落。

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7月消费者价格指数（CPI）如期下行且低于市场预期：同比增速从6月的9.1%回落至8.5%，低于市场预期0.2%，剔除能源和食品的核心CPI同比增速为5.9%，没有出现上涨，同样低于预期0.2%。环比方面，CPI增速为0%，核心CPI增速为0.3%，均比上个月的1.4%和0.7%放缓。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中回落最显著的是在衰退预期下大幅回调的能源商品，能源服务、新车、二手车和医疗服务的同比增速也都放缓。环比方面，食品相关增速依然不弱，能源类跌幅较大，商品继续放缓，但服务增速仍然不弱，商品供需不平衡缓解，服务项目的内需还在驱动通胀。在紧缩导致的能源衰退交易下，通胀增速的见顶回落使美联储和市场都松了一口气。虽然美联储短期难再超预期加息，核心通胀的粘性和强就业数据仍意味着紧缩的保持，当前9月加息50bps可能性更高。而对流动性依然宽裕的权益市场来说，如果加息终值不继续抬升，通胀数据都可以被理解为好消息：未来超预期的通胀可能使紧缩力度保持而更早造成衰退，迫使美联储转向；而低于预期的通胀则给了美联储放缓加息节奏的理由，市场情绪的好转正在提供美股的窗口期，在路上的衰退给美债提供机会，而美元指数有望从高位回落。

图 1：7月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

图 2：7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

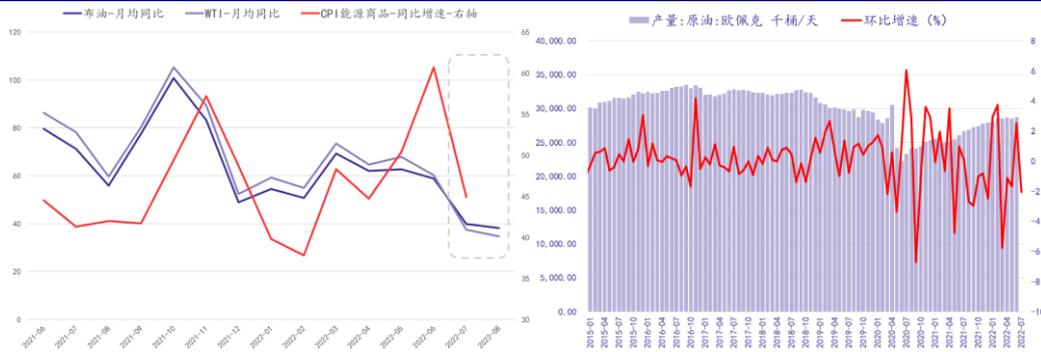
（一）能源价格大幅回调，二手车压力继续减弱

CPI 分项显示，7月对通胀缓解贡献最明显的就是能源价格，同比增速由上月的60.7%回落至44.9%，环比下行了7.6个百分点，单项拉动CPI同比下行了0.88%。能源服务同比增速由19.6%下行至18.9%，环比仅增长0.1%。能源项目的回落主因是WTI原油月均价在7月环比下行12.7%并迅速传导到终端汽油价格，但天然气价格高位仍有一定支撑。

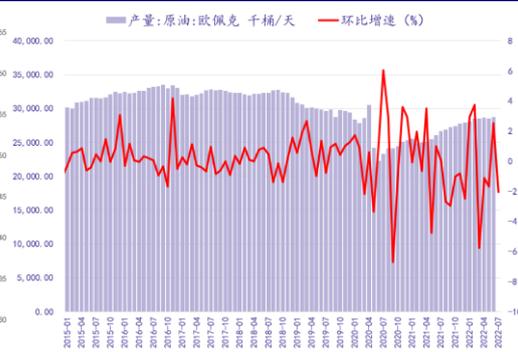
原油价格的回调和美联储紧缩造成的预期压力密不可分，需求在出行高峰阶段仍然不弱。尽管EIA的估算显示7月美国原油需求已经下行至2020年同期下方，但多方市场调研都显示终端需求稳定并质疑EIA数据失真，需求是否真的大幅回落还有待观察。供给端上，OPEC+的新增产计划仅增加了10万桶/天，之前的实际增产也未达标，伊核谈判和后续的原油解封还存在极大不确定性，原油价格回落主要还是衰退预期对需求端的作用。所以能源价格的回落并不意味着这美联储在短期内就可以放缓加息，相反的，继续打击能源价格需要衰退预期的维持，货币政策年内大概率保持预期力度，直到名义与核心通胀出现连续且稳定的下行。同时，作为基数的2021年8月原油均价环比回落，因此今年8月的能源商品下行幅度可能减弱。

图 3：原油价格向 CPI 传导 (%)

图 4：OPEC 原油供给仍然不足



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



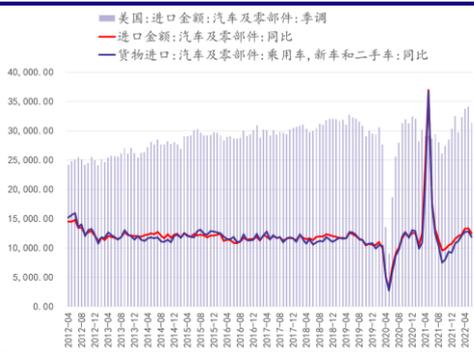
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二手车的同比增速由6月份的7.1%继续回落至7月份的6.6%，对整体CPI贡献的百分点从0.28下降至0.26；新车价格同比增速10.3%，依然保持了一定韧性，环比增速略有加快。二手车价格压力的进一步缓解得益于供给端的恢复和需求下降。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处于恢复阶段，有效缓解了汽车市场供给短缺。同时，新车与二手车价格的对比可能体现了新车供应改善后消费从考虑二手车转向到新车的变化。

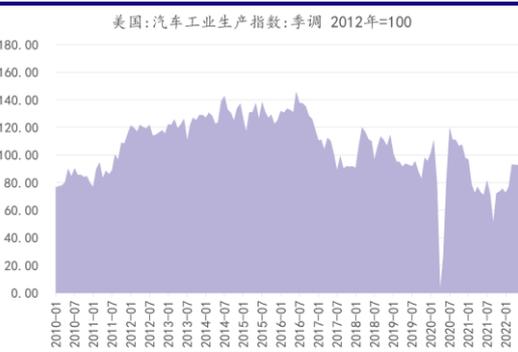
其他同比增速对CPI拉动不高的主要项目还是服饰、医疗产品和服务等，这些项目环比涨幅已经连续数月在零值附近徘徊，随着其同比的基数增高，未来对通胀贡献将趋弱。整体上，乘用车和医疗项目价格压力的下行体现了供应链的持续好转和疫情影响的弱化，同时需求可能也在美联储紧缩下出现了边际转弱。当然，CPI单月数据的下行并没有太多的指向性，在劳动市场依旧紧凑的情况下服务项目的韧性可能保持，6月核心PCE的环比加快也暗示虽然名义通胀可能见顶，但回落速度恐怕还达不到美联储的期待。

图 5: 美国汽车进口增速恢复 (%)

图 6: 美国汽车生产指数



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) 食品增速不低，服务韧性保持

从涨价部分的结构上分析，食品增速进一步加快，家用食品同比增速13.1%，非家用7.6%，环比分别是1.3%和0.7%，两者合计权重达到13.3%，在工资增速不低的情况下尚未受到衰退预期的打击。

除居住外的服务项目环比大都保持了涨价态势且上行斜率并没有明显放缓，只有运输服务环比从6月的2.1%转为-0.5%，但事实上也是因为能源价格的回落而非运输需求的衰退，火

热出行季机票价格的下行明显不是因为需求不足。商品中，家具和医疗商品环比出现小幅加速，显示出车辆外的耐用品价格上行风险没有解除。

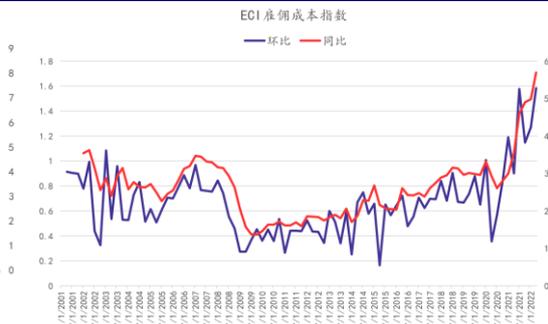
在衰退预期上行、供给逐渐恢复后，价格的粘性指向了就业市场。7月大超预期的劳动数据显示在劳动参与率下滑、就业市场供不应求的情况下，服务业依旧在大幅招聘，商品生产和建筑业也出现反弹，失业率再创新低。同时，非农时薪的环比增速有所加快，ECI 季度数据也显示美国二季度雇佣成本增速同比增加 5.7%，环比 1.6%，仍然在追赶通胀的过程中，因此不论是服务还是商品消费在居民部门资产净值高位、负债率低于正常水平的状态下还是有上行的空间和动力。劳动市场对经济下行反应的滞后还会在短期内对通胀粘性做出贡献。

图 7：非农时薪增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

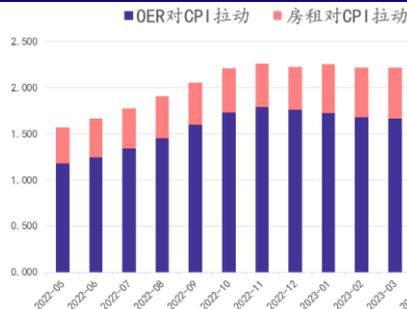
图 8：雇佣成本指数增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

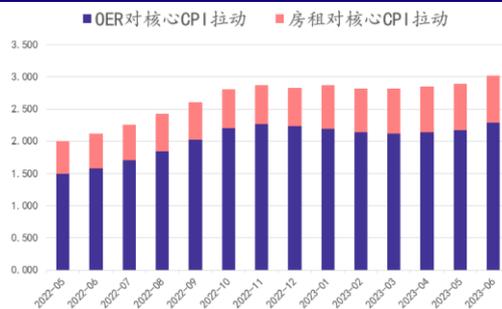
居住成本由于统计滞后仍然在稳步上行。主要居所房租一般滞后社会指标 7-10 个月，自有住所换算等值房租滞后 12-16 个月，所以 7 月居住成本还是稳定上升，主要居所租金和自有住所换算等价租金同比增速分别是 6.3% 和 5.8%，等价租金同预测值 5.7% 和比较接近，而房租增速快于 5.8% 的预测值，两者环比也都不慢。两者目前的累计 CPI 拉动已经有 1.81 个百分点，且还会上升，对美联储 2% 的目标形成挑战。当前 CPI 和 PCE 居住成本增速仍然慢于 Zillow 和 Case-Shiller 等社会指标一年以上，且 6 月社会房价增速还在 20% 左右的高位徘徊，所以无论美联储加息与否，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 9：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 10：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

单月的 CPI 下行和核心通胀的高位并不足以使美联储考虑转向，但通胀见顶的概率提升意味着加息终值难以在继续提高，而目前利率风险大都被市场预期，这给了权益市场短期机会。不过，8.5%的物价增速对民众仍然十分痛苦，也远超 2%的目标，近期虽然不太可能再出现 75bps 的加息，但金融环境紧缩将保持。

(三) 市场情绪转好，美联储仍在鹰派引导

CPI 数据公布后，美股欢腾，纳指全天上涨 2.89%，标普 500 上行 2.13%；债市相对谨慎，国债收益率虽然在数据公布后下跌但随后基本回到原位；美元指数则出现小幅回落。市场对 9 月份加息的预期从 75bps 回落至 50bps，但加息终值和降息预期没有太多变化。以目前情况来看，尽管通胀回落的斜率可能比较平缓，但如果名义 CPI 和 PCE 可以保持下降趋势，市场的乐观就能在金融环境紧缩下持续，企业的盈利表现和信用风险将比利率风险更为重要。

美联储方面，暂停前瞻性引导后官员们频繁发声，引导偏鹰派：包括鲍曼、梅斯特、埃文斯、博斯蒂克、布拉德和戴利等官员基本都强调了美国并没有陷入衰退，前置加息以尽早控制控制通胀是有必要的。在 CPI 公布后发声的戴利表示年底利率大致鹰上升至 3.5%附近，和市场预期基本相同。鹰派的布拉德认为年底应加息至 3.75%-4%。比较意外的是此前鸽派的卡什卡利最近鹰派异常，表示年底希望基准利率达到 3.9%并认为明年年初放松的预期是不切实际的。不过整体可以看出美联储已经追赶上了市场预期，通胀虽然粘性大但未来大概率处于缓慢下行的路上，中间即使有反复也很难再“爆表”，经济同样在下滑中，目前暂时没有迫使美联储超预期紧缩的因素。对于 9 月份的加息，仍需观察经济数据以及 8 月的通胀和劳动数据，但当下数据显示 50bps 的可能更大。

图 11: 原油和 CPI 同比增速 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES				
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/9/21	0.0%	57.5%	42.5%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	26.8%	50.5%	22.7%
2022/12/14	0.0%	0.0%	5.7%	31.9%	44.6%
2023/2/1	0.0%	0.0%	4.4%	25.7%	41.6%
2023/3/15	0.0%	0.0%	3.7%	22.4%	39.1%
2023/5/3	0.0%	0.3%	5.5%	24.0%	38.0%
2023/6/14	0.1%	2.3%	12.5%	29.3%	33.0%
2023/7/26	0.9%	5.7%	18.1%	30.6%	28.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 12: 8 月票委发言

Neel Kashkari	8月10日，希望在今年年底前将基准利率提高到 3.9%，2023 年底前提高到 4.4%；他表示有关美联储明年年初开始降息的结论是不切实际的，因为届时通胀率很可能会远远超过 2% 的目标。
	8月10日，年底加息至 3.5%，9 月份不排除 75bps 但是基础情况是 50bps；通胀回落是好消息，但目前还是太高了，核心通胀并没有降低，宣布对通胀的胜利为时尚早
Mary C. Daly	8月6日，在一个堪萨斯州银行家协会活动上表示，美联储应该考虑在未来的会议上再提高 75 个基点的利率，以便将高通胀率重新降至央行的目标。
Michelle W. Bowman	8月3日，表示赞成“在前期发力”大幅加息的策略，并重申希望年底利率达到 3.75% 至 4% 以遏制四十年来最热的通胀。
James Bullard	

资料来源: Wind, 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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

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

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

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