



华安证券  
HUAAN SECURITIES

# 通胀缓解&技术性衰退 美联储会放缓加息吗？

华安证券宏观团队

首席分析师：何宁（SAC职业证书号S0010521100001）

2022年8月18日



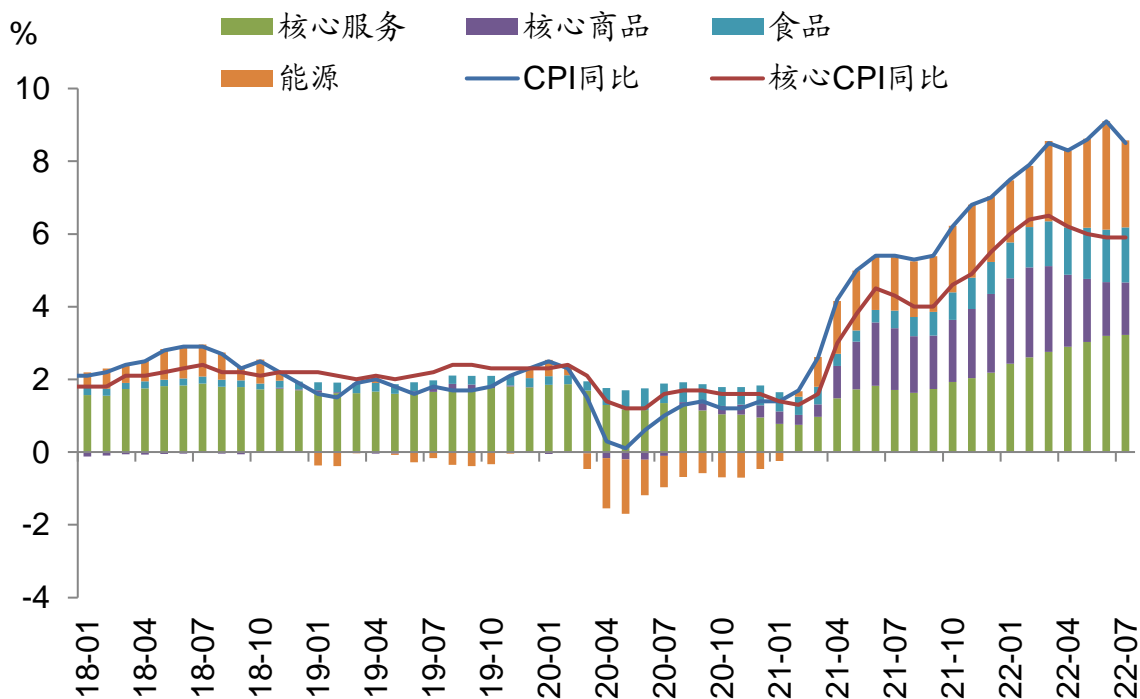
## 主要观点

- **美国通胀或已见顶，但短期内“高烧难退”；**
  - 能源项回落带动本月通胀下行，核心通胀仍较坚挺；
  - 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。核心通胀继续缓慢回落，整体通胀水平将会在高位徘徊。
- **美国就业市场火热**
  - 7月非农数据显示美国新增就业充分且广泛，已经恢复至疫情前水平；
  - 当前美国新增就业主要由服务业构成，薪资增速逆势上涨，“工资—通胀螺旋”压力再度抬头。
- **美国经济增长陷入“技术性衰退”**
  - 二季度美国GDP环比增长继续转为负值，主要是因为私人投资以及政府开支环比减少，但个人消费、净出口则保持增长，后续经济增长水平预计将会有所恢复。
- **美联储会放缓加息吗？**
  - 美国二季度GDP虽然继续负增长，陷入技术性衰退。但是与传统意义上的经济衰退不同，当前美国就业市场强劲、通胀处于高位，美联储的政策实施预计也将不同于以往的经济放缓→开启降息路径。

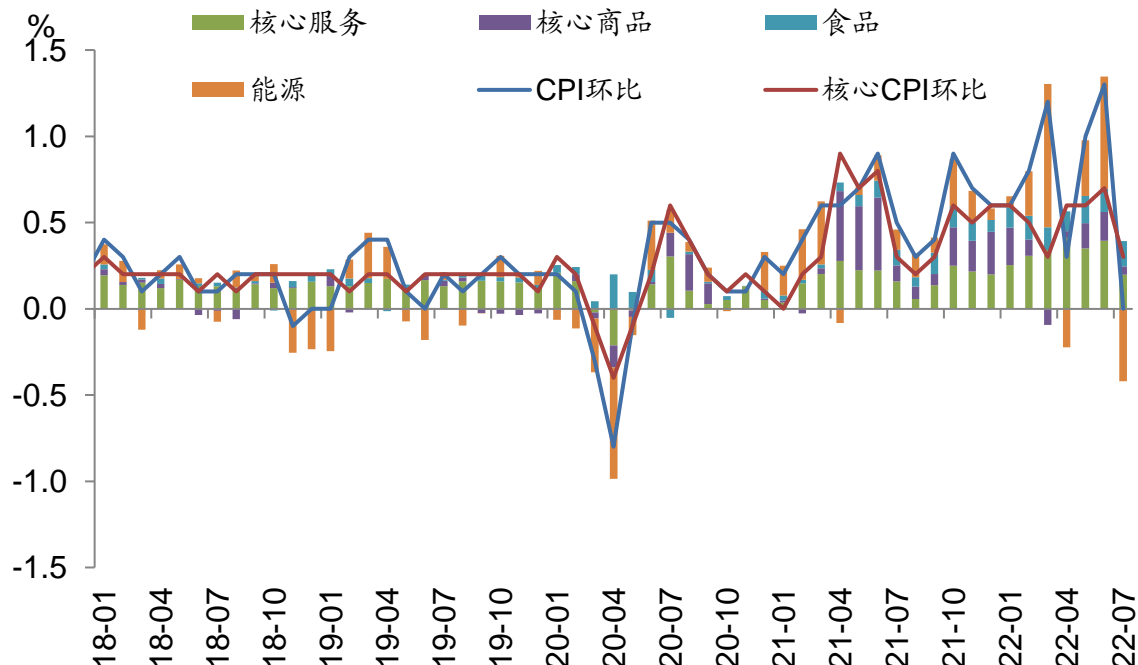
## 能源项带动美国7月CPI下降

- 美国7月CPI同比上升8.5%，环比0增长；核心CPI同比上升5.9%，环比上升0.3%，均低于市场预期。虽然本月CPI同比增长较6月份回落0.6个百分点，但绝对水平仍高，通胀是否持续回落尚待观察；
- 能源项回落带动本月通胀下行，核心通胀仍较坚挺。7月能源项环比下降4.6%，拖累CPI环比下降0.42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。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。在住房项的支撑下，核心服务通胀较核心商品通胀坚挺。

### 美国CPI仍处于高位



### 能源项带动本月CPI下降

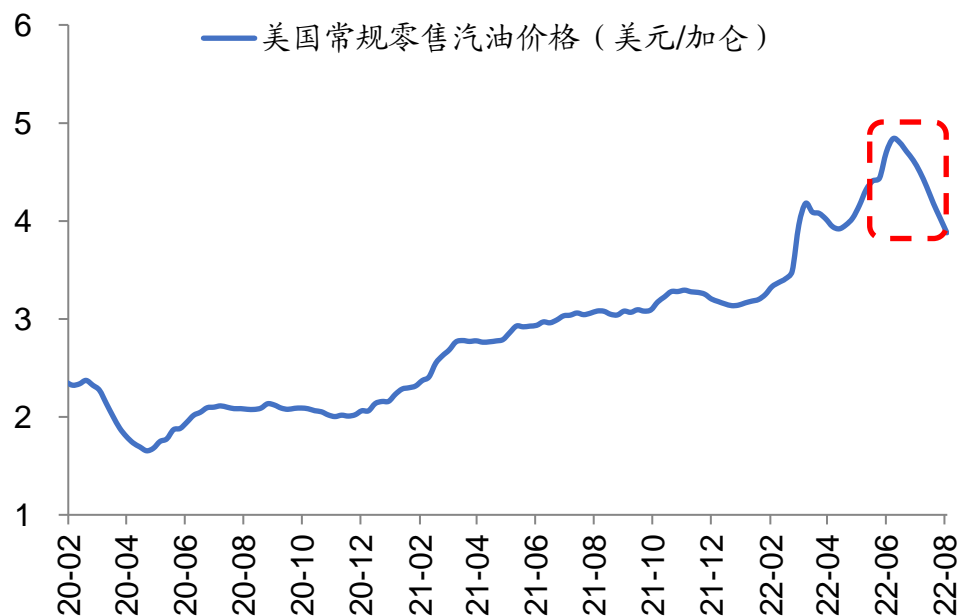




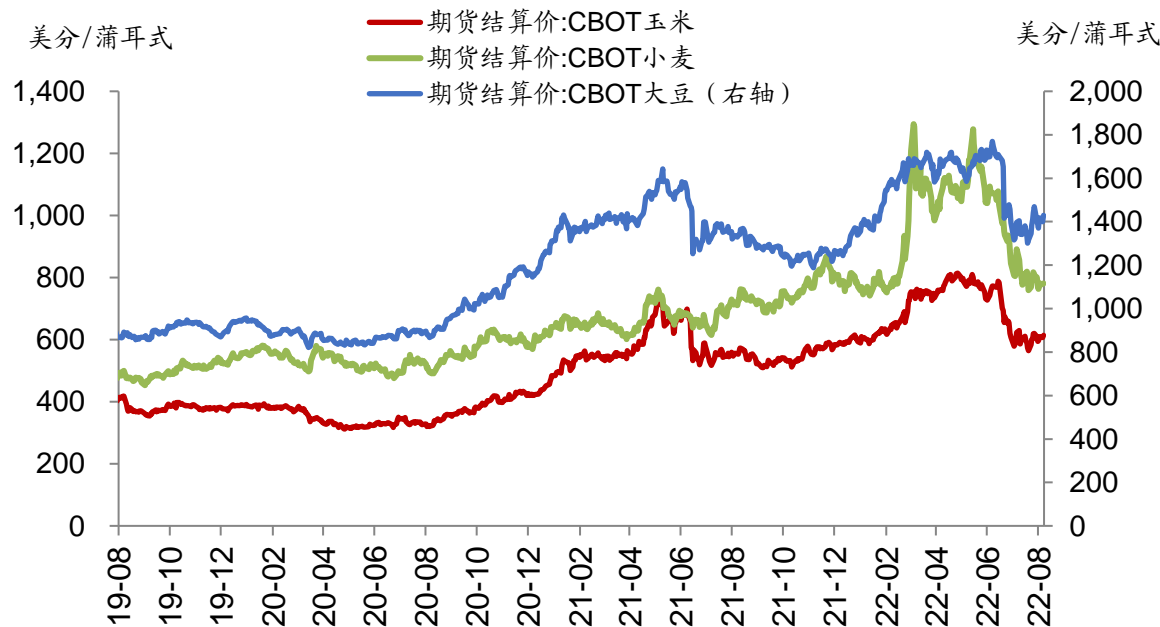
## 美国通胀或已见顶，但“高烧难退”局面难改

- 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。
- 截至8月8日，美国汽油价格降至3.88美元/加仑，较7月底汽油价格下降将近4%。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。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；
- 乌克兰粮食开始出口，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。

美国汽油价格近期持续下行



粮食期货价格近期持续回落





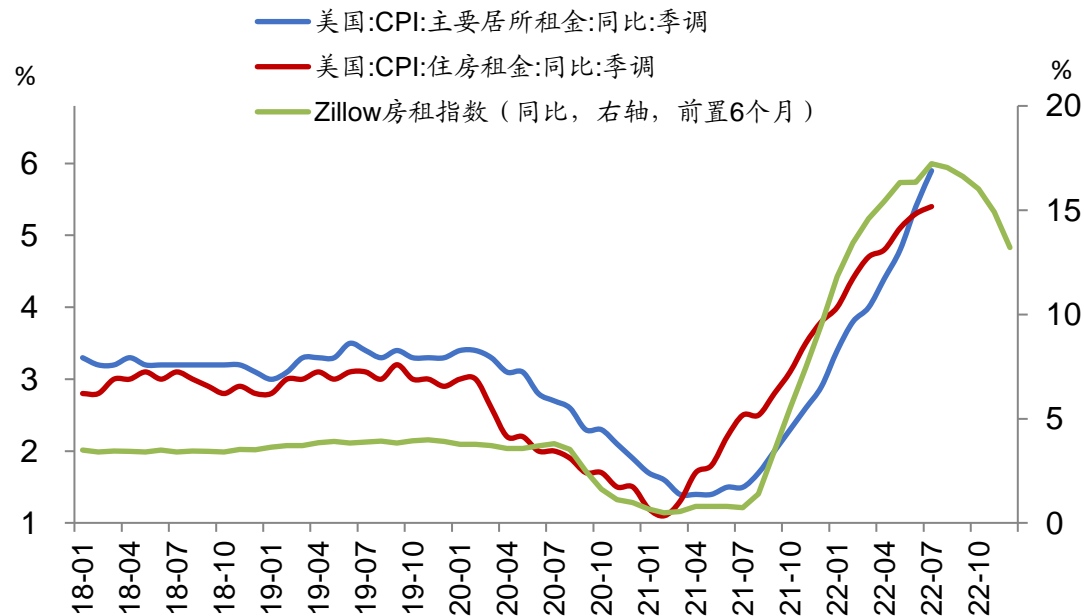
## 美国通胀或已见顶，但“高烧难退”局面难改

- 核心通胀继续缓慢回落，整体通胀水平将会在高位徘徊。
- 核心商品方面，伴随着我国汽车的生产与出口恢复常态、全球供应链压力的减轻，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住房通胀同比增长5.7%，从房租通胀的前瞻指标Zillow房租指数来看，房租通胀回落幅度有限，考虑到住房通胀占核心通胀的比重超过40%，将会为服务通胀提供坚实的基础，让整体通胀高位徘徊。

全球供应链压力指数持续下行



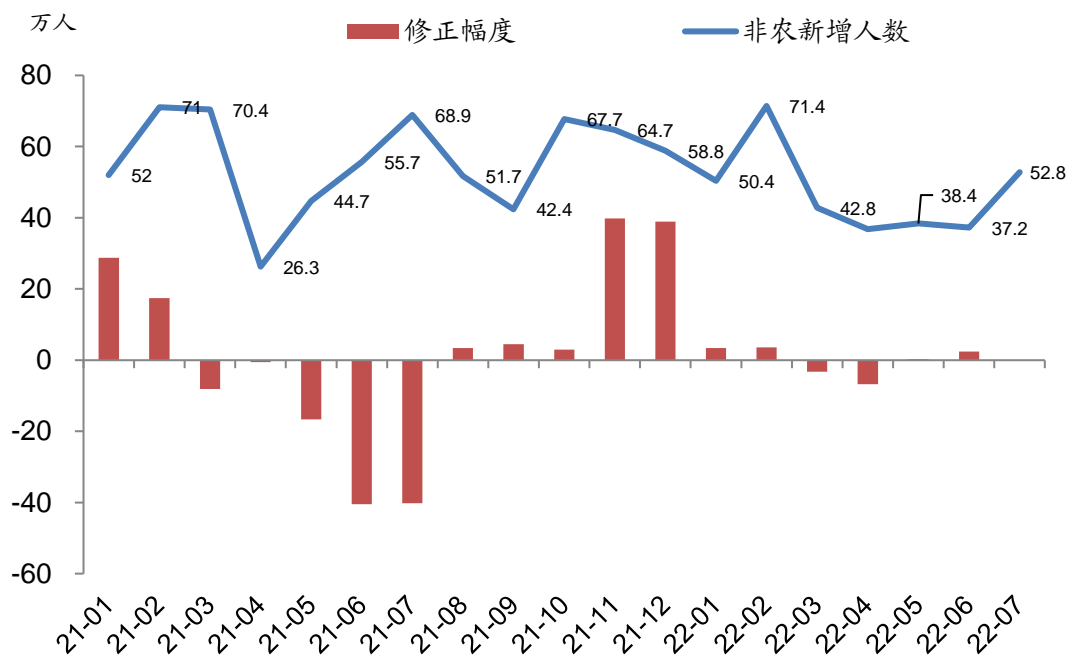
粮食期货价格近期持续回落



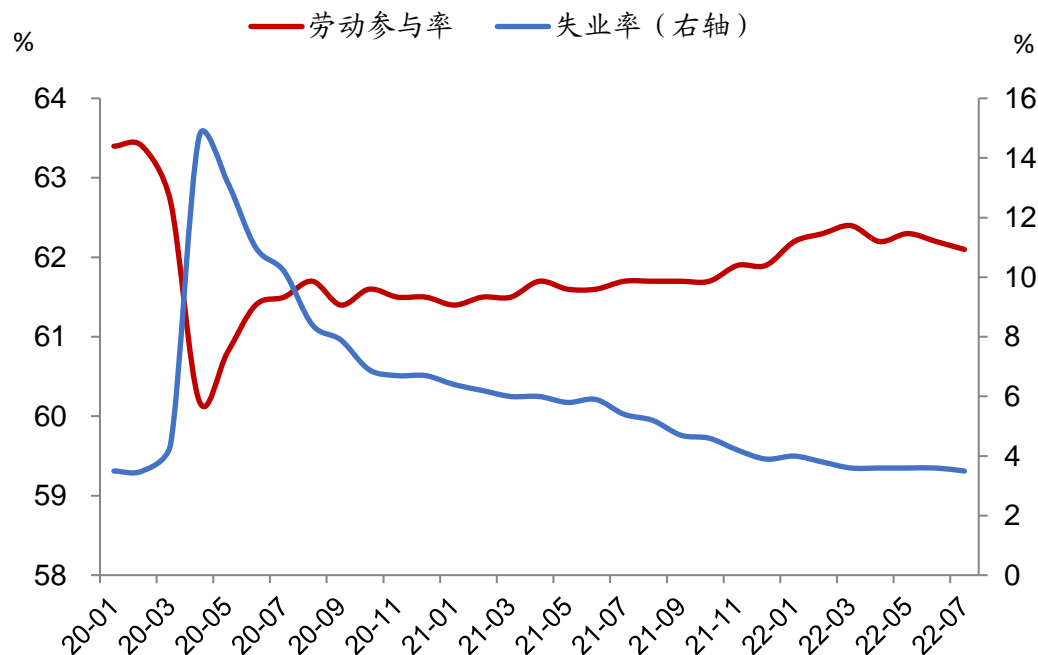
## 美国就业市场火热

- 7月非农数据显示美国新增就业充分且广泛，已经恢复至疫情前水平。
- 7月新增非农就业52.8万人，较市场预期的25万人翻倍。过去三个月平均就业人数为43.7万人。失业率为3.5%，较上月下降0.1个百分点，已恢复至疫情前水平，处于历史低位。劳动参与率较疫情前下降1.3个百分点；
- 当前美国就业人数已经恢复至疫情前水平，因疫情导致的就业缺口已经弥合。其中私人部门的就业水平较疫情前超出62.9万，政府部门的就业则尚有59.7万的缺口。

### 美国新增非农就业数量大超预期



### 失业率处于历史低位

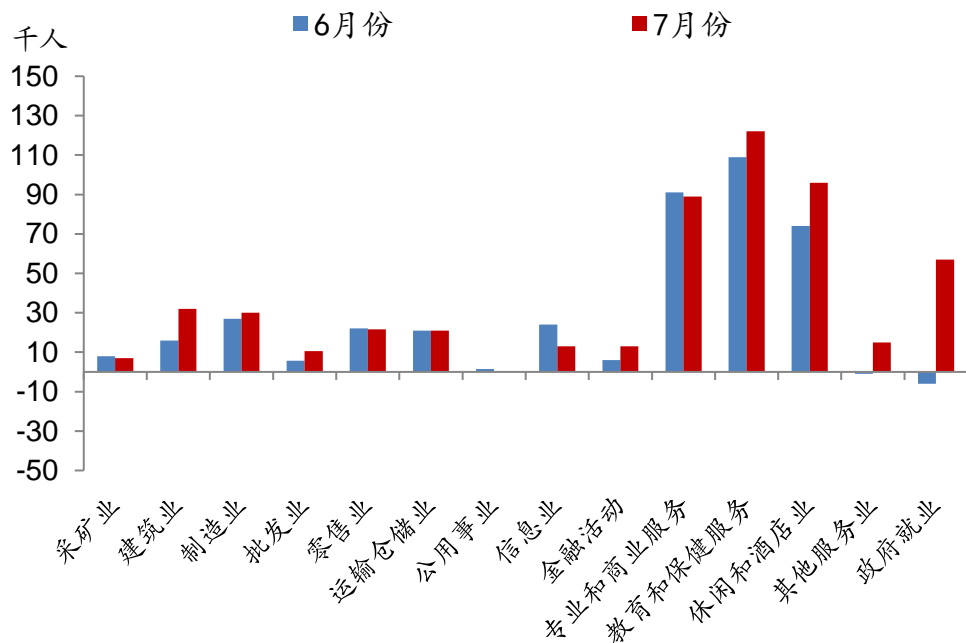




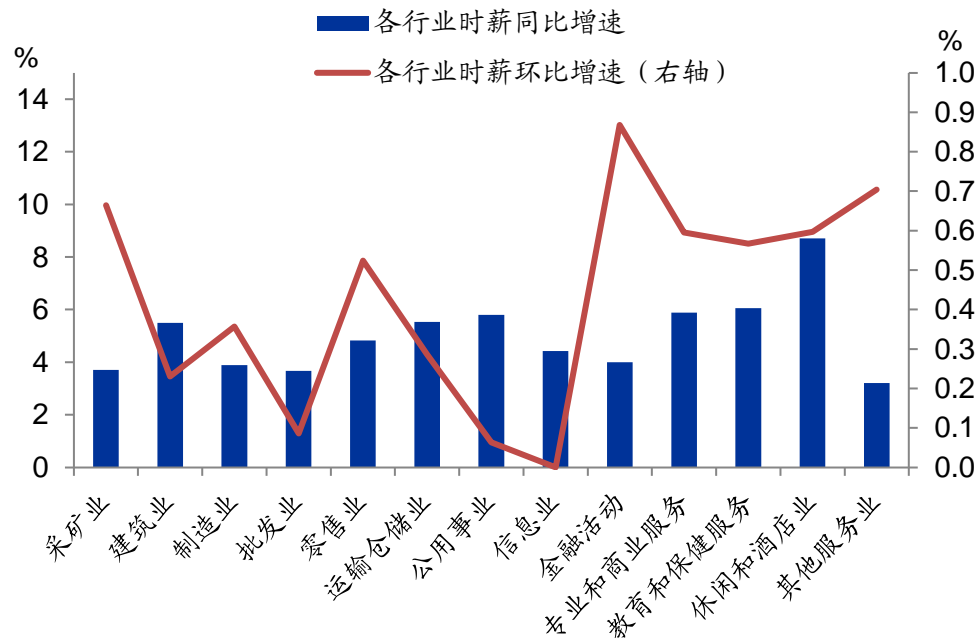
## 美国就业市场火热

- 当前美国新增就业主要由服务业构成，薪资增速逆势上涨，“工资—通胀螺旋”压力再度抬头。
- 7月新增非农就业主要由教育和保健服务、休闲和酒店业、专业和商业服务等贡献，保持了今年以来的趋势，服务消费相关岗位需求持续增加。且酒店与休闲业、教育和保健服务等服务业的职位空缺仍较多；
- 时薪同比上涨5.2%，较上月上升0.1个百分点，超过市场预期的4.9%；环比上涨0.5%，超过市场预期的0.3%，岗位空缺较多的服务业工资水平预计仍会保持相对较快的涨幅，“工资—通胀螺旋”压力再度抬头。

7月教育和保健服务新增就业较多



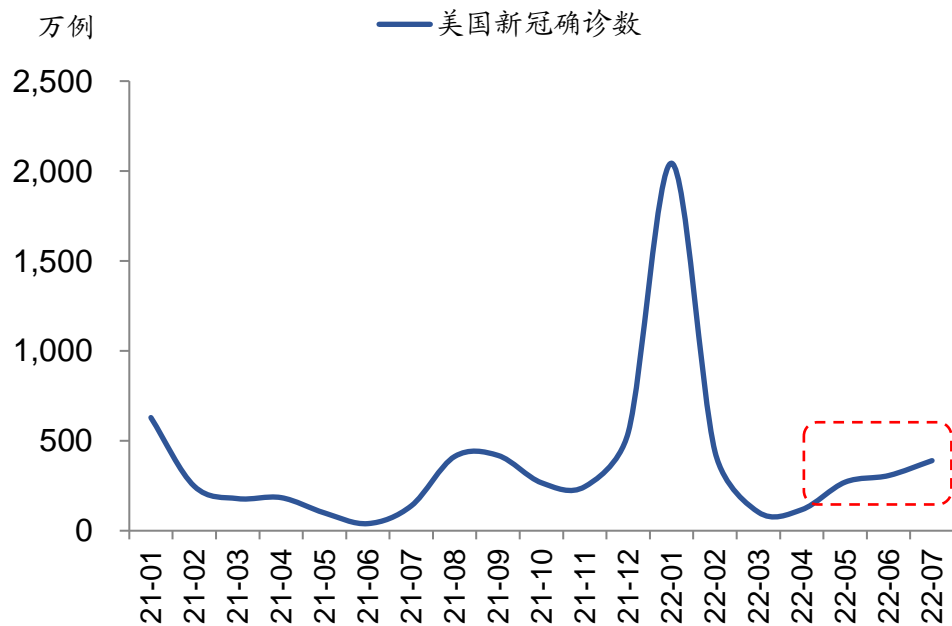
服务业薪资增长较多



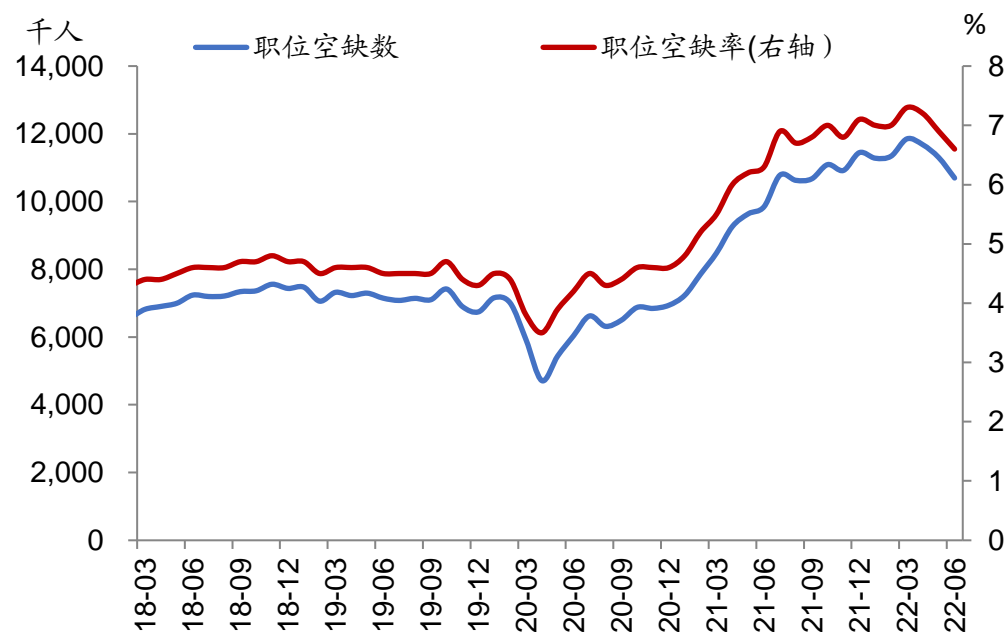
## 为何美国就业市场屡超预期？

- 从就业构成角度来看，美国新增非农就业屡超市场预期或有两点原因：一是疫情仍未结束，带动健康护理等就业岗位持续增加；二是服务业的持续恢复。作为受疫情影响最为严重的行业，服务业在“躺平”的防疫政策下，正在逐步恢复至正常水平；
- 职位空缺数的绝对数量还处于高位，每个求职者仍对应约1.8个岗位，显示当前美国劳动力市场的韧性较为强劲。在高通胀的预期下，求职者或寻求更高的薪资水平，因此后续的名义薪资上涨压力或将会有增无减。

美国新冠确诊人数近期持续增加



职位空缺数仍然处于高位

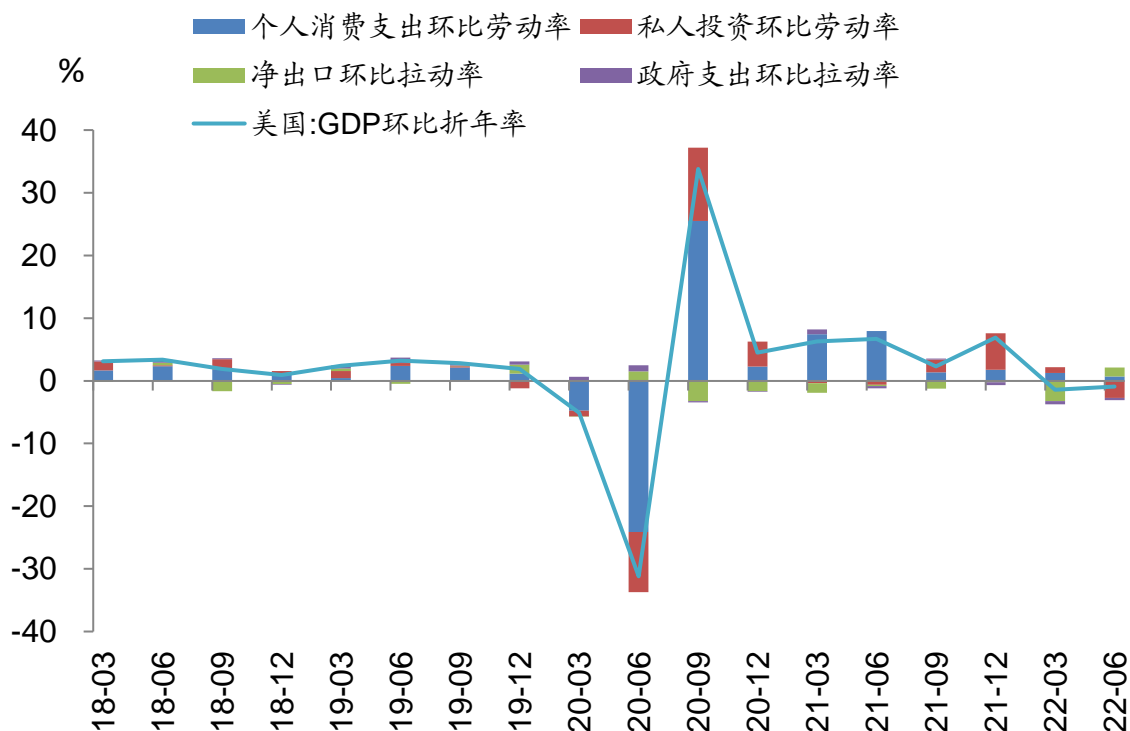




## 美国经济增长陷入“技术性衰退”

- 二季度美国GDP环比增长继续转为负值，主要是因为私人投资以及政府开支环比减少，但个人消费、净出口则保持增长。
- 私人消费支出方面：二季度美国私人消费支出环比增长1.0%，一季度为1.8%，拉动GDP增长0.7个百分点，一季度为1.24个百分点，增长速度与贡献率均有所下降；
- 私人投资方面：二季度美国私人投资环比下降13.5%，一季度环比上升5.0%，拖累GDP增长2.73个百分点，也是拉动二季度负增长的最关键原因；
- 进出口方面：二季度进出口带动美国GDP增长1.43个百分点，一季度则拖累美国经济增长3.23个百分点，对GDP增长的贡献由负转正；
- 政府支出方面：二季度政府支出环比下降1.9%，较上季度提升1个百分点，拖累GDP增长0.33个百分点。

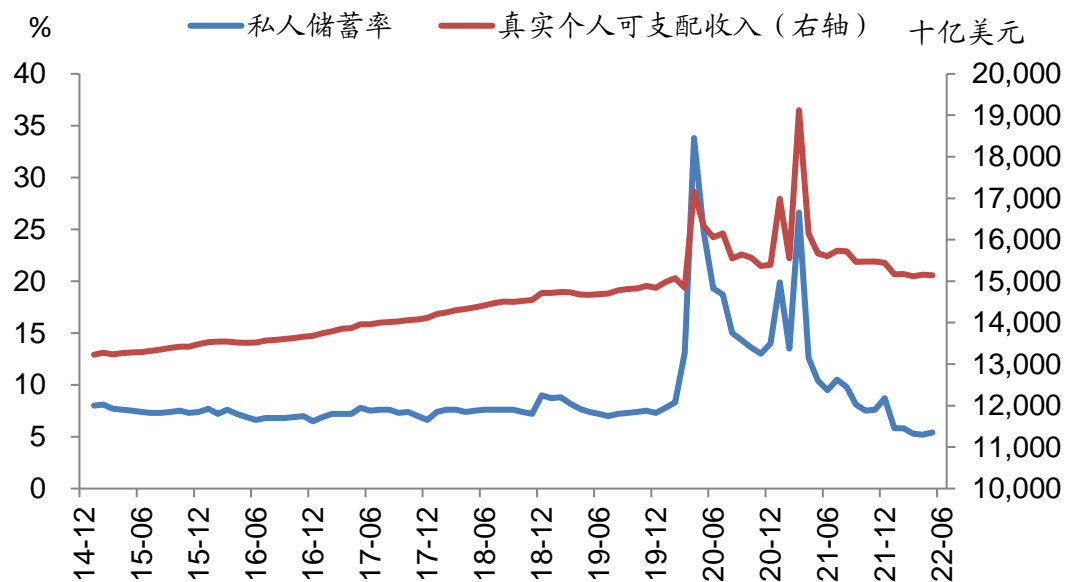
私人投资、政府支出导致GDP环比负增长



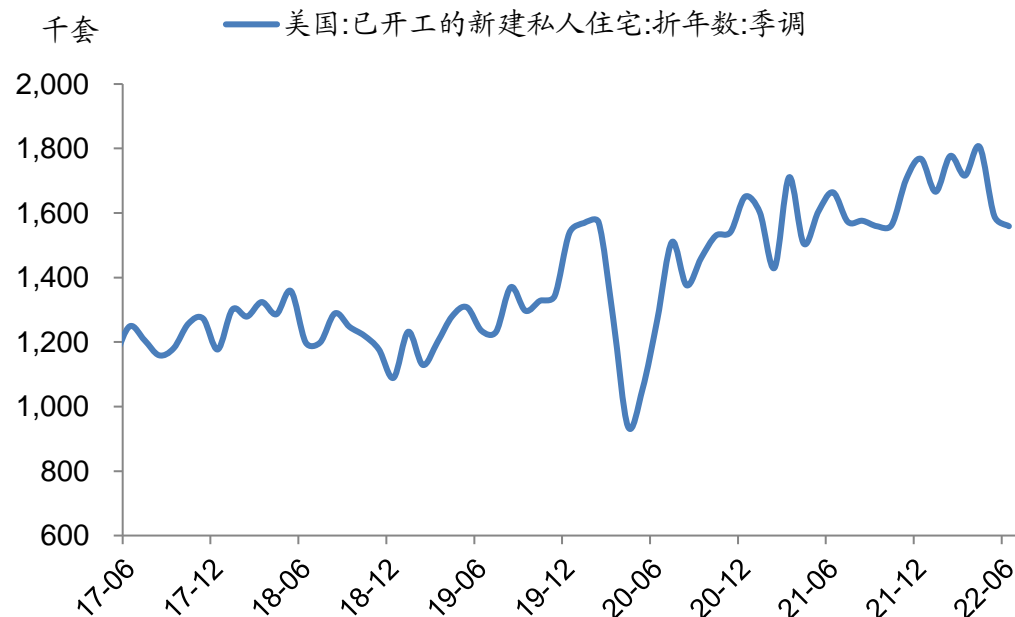
## 美国“衰退”的程度有多深？

- 个人消费保持增长，但增速较上季度有所回落，后续增速可能继续放缓。一方面美国居民对于服务消费的需求还会继续上升，另一方面商品消费则有可能韧性回落；
- 库存以及住宅的大幅回落是造成此次私人投资下降的主要原因，后续库存以及住宅投资的下降或将持续，但幅度可能放缓。美联储加息会使得地产持续承压，经历了大幅库存削减之后，零售企业继续削减库存的幅度或降低；
- 净出口成为此次推动GDP增长的最主要因素，后续有望继续保持增长。政府支出则可能继续减弱，对经济产生一定的拖累作用，但影响较小。

美国私人储蓄率持续下降



美国新屋开工数下滑





## 美联储会放缓加息吗？

火热的劳动力市场、仍处高位的通胀，不会因为二季度GDP继续负增长而大幅放缓加息或降息：

- ▶ 美国二季度GDP虽然继续负增长，陷入技术性衰退。但是与传统意义上的经济衰退不同。当前美国就业市场强劲、通胀处于高位，因此对于美国当前是否陷入真正的衰退亦有不同看法；
- ▶ 美国财政部长耶伦表示经济衰退应该是涉及面广泛的经济萎缩，会影响到多个领域，而当前劳动力市场依旧强劲，因此经济还未陷入衰退，美联储主席鲍威尔也在7月份FOMC会议上表示当前经济还未陷入衰退；
- ▶ 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；
- ▶ 在当前以抗击通胀为主要目标的前提下，结合美联储主席鲍威尔表示通胀回落需要经济增长在趋势以下的表态，美联储的政策实施预计也将不同于以往的经济放缓→开启降息路径，短期内快速大幅放缓加息步伐甚至降息的可能性较低，预计9月份将加息50bp。



华安宏观



感谢关注!

风险提示:

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。



## 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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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15%；

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。市场基准指数为沪深300指数。