

## 宏观点评 20220913

# 美国 8 月通胀：两种事实，一个真相

2022 年 09 月 13 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《金融数据点评：三条线索看 8 月社融改善是否可持续》

2022-09-10

《出口拐点的背后，各产品份额有何变化？》

2022-09-07

- 美国通胀回落路途坎坷，我们的模型显示，2022 年 8 月美国核心 CPI 或将回升至 6.3%，而回落至近 4% 要等到 2023 年三季度末。通胀维持高位和强劲的经济数据下，美联储官员表态显示了其抗击通胀并防止其再度反弹的决心，美联储在 2022 年内加息至 4% 的可能性越来越大，在我们看来，9 月议息会议加息 75bp 已成基本情景，后续 11 月和 12 月议息会议至少有一次加息 50bp 的可能性很大。
- 我们预计 8 月住房租金仍是美国通胀背后的主要推手，而能源和食品价格的贡献下降。因此，8 月数据或形成 CPI 降、核心 CPI 升的局面，具体来看：能源方面，在 2022 上半年成为通胀主要推手的能源分项，在 8 月和 9 月对于通胀环比增速的贡献或转负，并在年底趋平。核心商品方面（占比美国 CPI 超 20%），二手车价格的下降趋势有望带动核心商品同比增速回落。
- 美国通胀的粘性很大程度上取决于住房租金，我们预计后者对前者的支撑将持续至 2023 年中。我们的模型预测 8 月美国 CPI 住房租金分项同比增幅录得 5.2%，环比增速回升至 0.6%。鉴于房价对于住房租金的传导存在滞后，住房租金的增长显然比当前美国经济的基本面要强劲。
- 那么，后续住房租金分项的走势如何？根据我们的研究，标普美国房价指数对于住房租金有较好的领先性（约领先 15 个月），该指数跳升的趋势直到 2021 年 9 月才减弱（图 5）。据此，我们的模型预测住房租金分项同比增速将于 2023 年 1 月阶段性见顶（增速在 6.3% 左右），而后续 6-7 月面临小幅回升的风险（图 6）。
- 因此，尽管美国经济活动和就业市场或将在未来 6-12 个月放缓，助力通胀回落，但在住房租金的支撑下，这个过程将是缓慢的。我们的模型预测美国核心 CPI 有望在 2022 年 9 月触顶，并于 2023 年三季度末回落至将近 4%（图 7）。
- 而美联储除了关注核心通胀的趋势，还关心其结构。相对于核心商品，服务业将更加清晰地反映加息抑制需求的效果，一方面因为前者还受到供给瓶颈的影响，另一方面美国消费正面临着从商品到服务的转移。而服务业中，薪资同比增速最高的休闲和酒店业，2022 年 7-8 月薪资同比增速均值回落至 8% 附近（5-6 月为 10%），释放了积极信号（图 9）。
- 通胀数据外，美联储决策所参考的经济指标显示美国经济仍强劲，短期内陷入衰退的风险不大：先行指标方面，8 月美国制造业 PMI 超市场预期，新订单回升至荣枯线以上；就业数据方面，8 月非农就业也超市场预期，亚特兰大联储模型显示，2022 年 1-8 月美国月均新增非农就业人数远高于目标失业率为 4% 下所需的新增非农就业人数（图 10）；GDP 增速方面，亚特兰大联储模型预测三季度美国实际 GDP 环比增速为 1.3%（图 11）。
- 通胀回落尚未形成趋势 + 经济基本面仍强劲 = 年内加息至 4% 的可能性不断升高。在 7 月美联储再次大幅加息 75bp 后，金融状况指数没有收紧，反而是放松了美股也有所反弹（图 12-图 13）。种种迹象都坚定了美联储加息的决心，这从 8 月末以来美联储官员的表态也可以看出，如表 2 所示，而偏鸽派的美联储副主席布雷纳德还指出过早停止加息的风险，或使得通胀压力再次回升。
- 总结来看，我们认为 9 月议息会议加息 75bp 为基本情景，而在年内核心 CPI 难以回落至 5% 以内以及仍强劲的美国经济下，11 月和 12 月的议息会议或仍将采用超常态的加息幅度，使得 2022 年政策利率终值升至 4%。
- 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 美国通胀指标



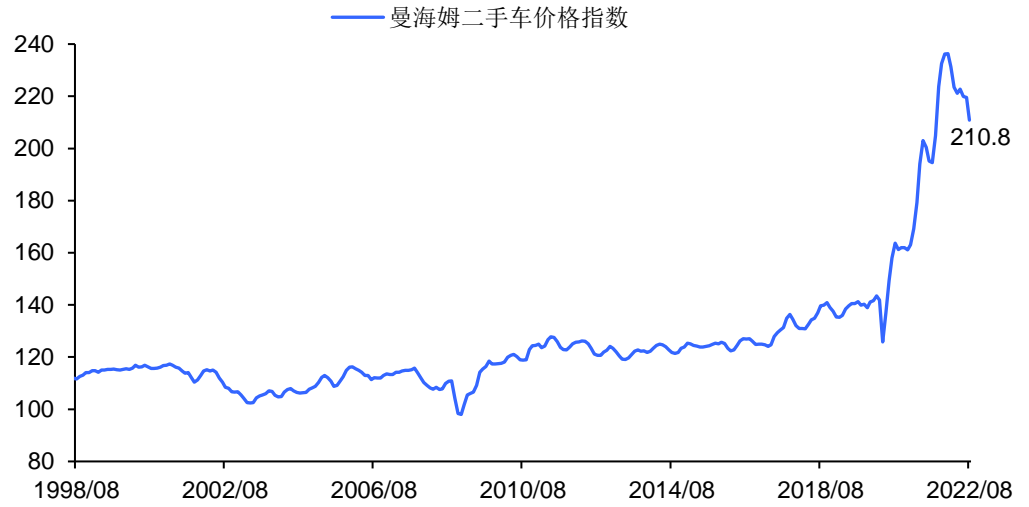
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

表1: 美国 CPI 各分项数据

	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-07	2022-06	2022-05	2022-07	2022-06	2022-05
<b>CPI</b>	8.5	9.1	8.6	0.0	1.3	1.0
<b>食品</b>	10.9	10.4	10.1	1.1	1.0	1.2
家庭食品	13.1	12.2	11.9	1.3	1.0	1.4
非家用食品	7.6	7.7	7.4	0.7	0.9	0.7
<b>能源</b>	32.9	41.6	34.6	-4.6	7.5	3.9
能源类商品	44.9	60.6	50.3	-7.6	10.4	4.5
汽油 (所有种类)	44.0	59.9	48.7	-7.7	11.2	4.1
燃油	75.6	98.5	106.7	-11.0	-1.2	16.9
能源服务	18.8	19.4	16.2	0.1	3.5	3.0
电力	15.2	13.7	12.0	1.6	1.7	1.3
公共事业 (管道) 燃气服务	30.5	38.4	30.2	-3.6	8.2	8.0
<b>核心CPI</b>	5.9	5.9	6.0	0.3	0.7	0.6
商品, 不含食品和能源类商品	7.0	7.2	8.5	0.2	0.8	0.7
新汽车和卡车	10.4	11.4	12.6	0.6	0.7	1.0
二手汽车和卡车	6.6	7.1	16.1	-0.4	1.6	1.8
服装	5.1	5.2	5.0	-0.1	0.8	0.7
医疗护理商品	3.7	3.2	2.4	0.6	0.4	0.3
服务, 不含能源服务	5.5	5.5	5.2	0.4	0.7	0.6
住所	5.7	5.6	5.5	0.5	0.6	0.6
运输服务	9.2	8.8	7.9	-0.5	2.1	1.3
医疗护理服务	5.1	4.8	4.0	0.4	0.7	0.4

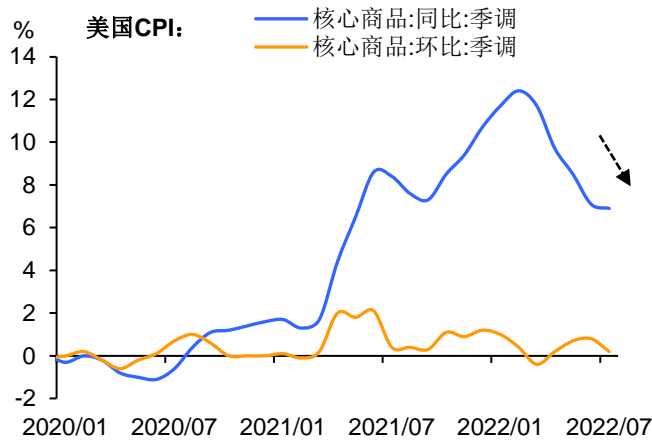
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年2月以来,二手车价格指数持续回落



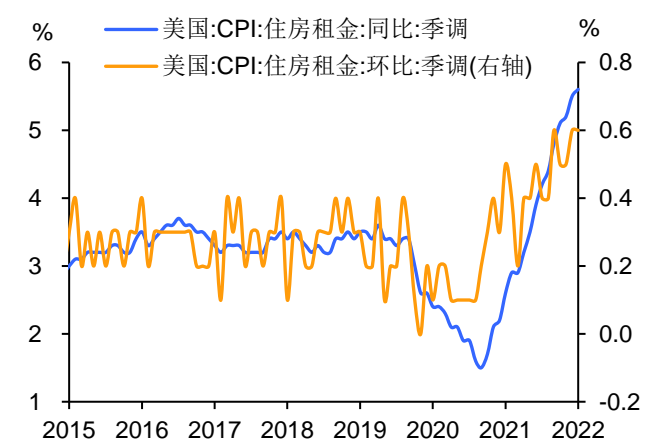
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国 CPI 核心商品



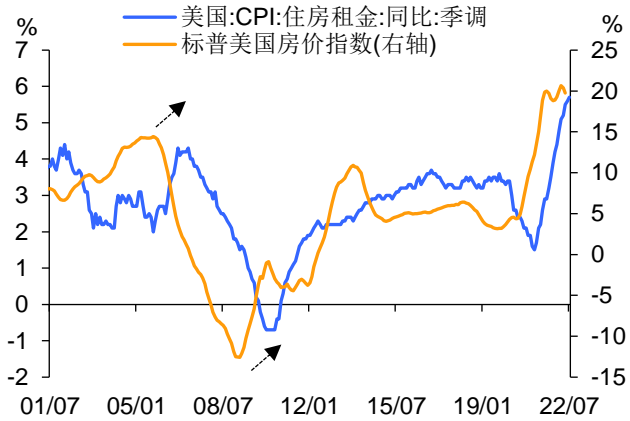
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国 CPI 住房租金



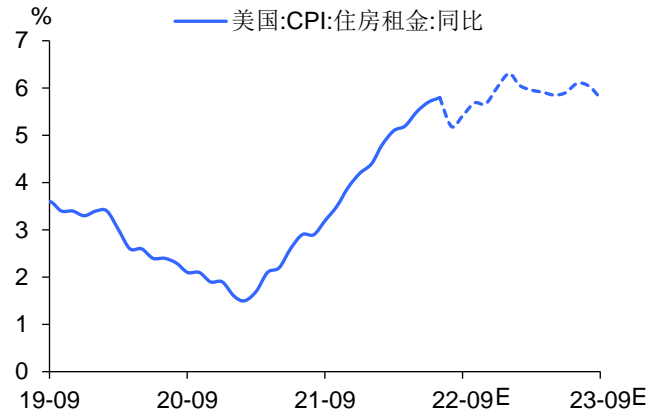
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 住房租金上涨滞后于房价上涨约 15 个月



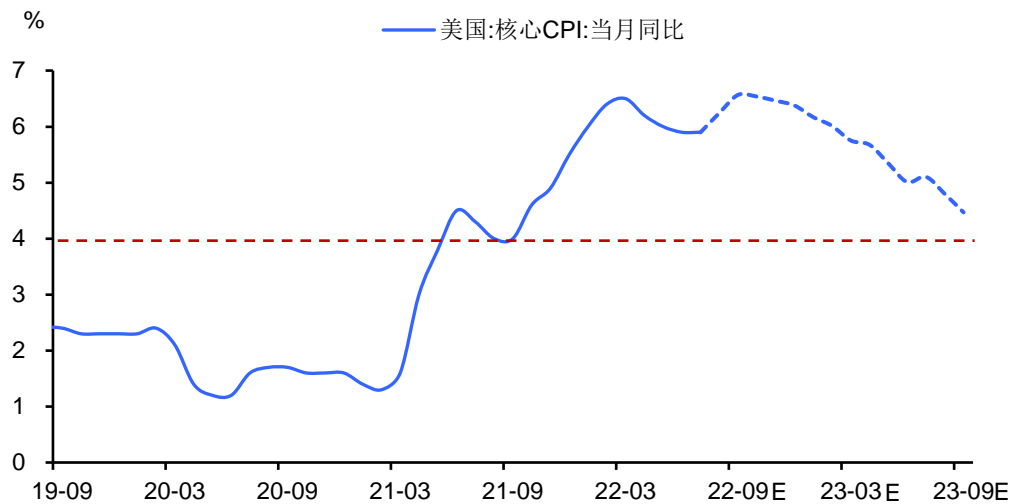
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国 CPI 分项住房租金同比增速预测



数据来源: Wind, Fred, 东吴证券研究所测算

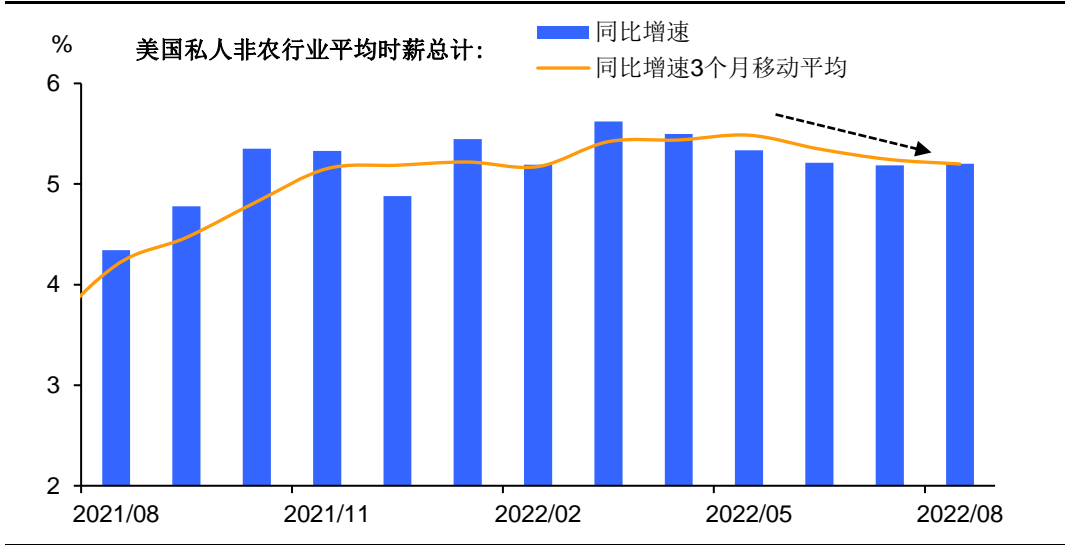
图7: 美国通胀数据预测



注: 虚线为预测值

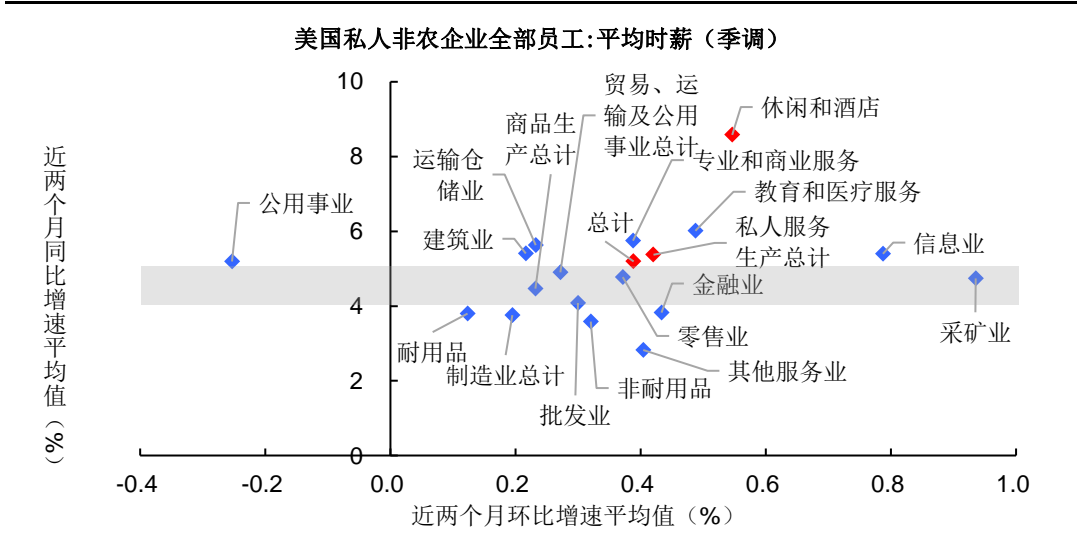
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图8: 2022年4月以来, 美国私人非农行业平均时薪同比增速呈放缓态势



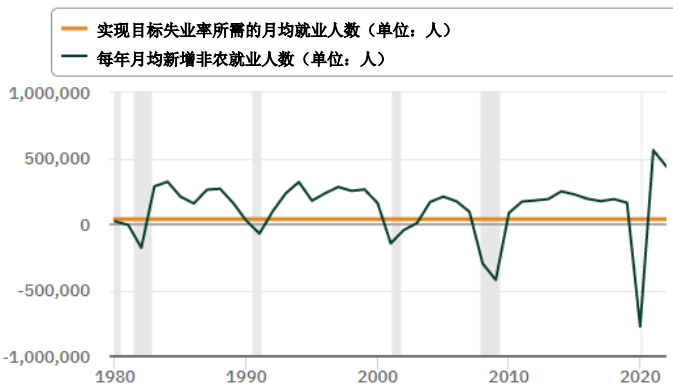
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年7-8月, 美国休闲和酒店业平均时薪同比增速回落至8.6%



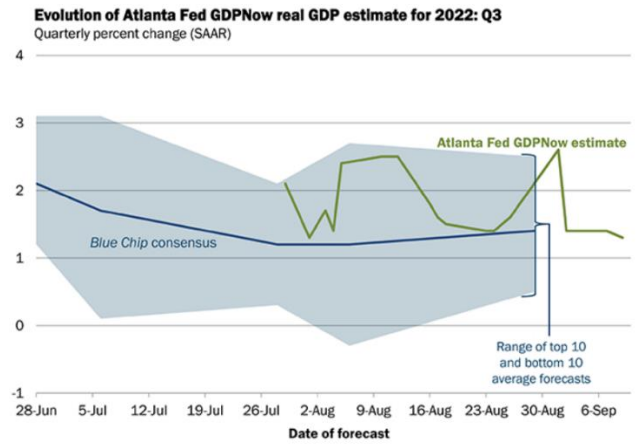
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 目标失业率4%下的月均新增非农就业人数



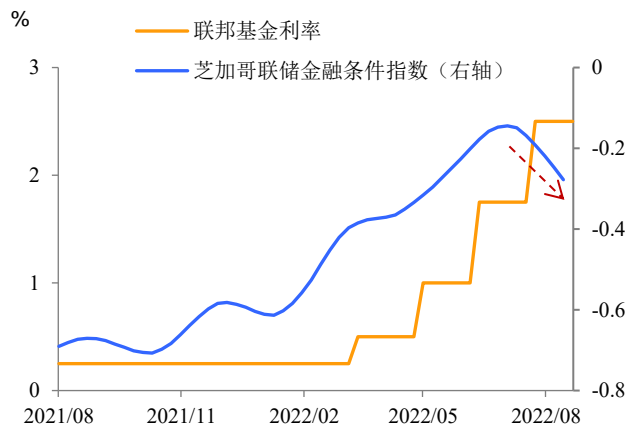
注: 2022 年使用 2022 年 1 至 8 月数据  
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图11: 亚特兰大联储 GDP Now 模型



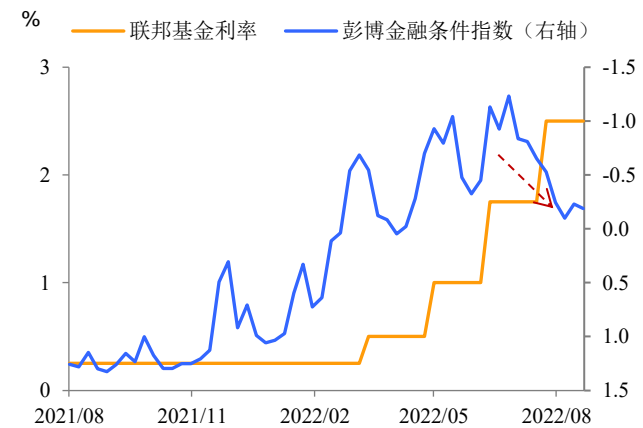
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图12: 7 月底以来美国金融条件指数明显转向放松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 7 月底以来美国金融条件指数明显转向放松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表2: 2022年8月末以来的美联储官员表态梳理

官员	日期	美联储官员表态	职位	2022FOMC投票权	2023FOMC投票权
沃勒	2022/9/10	支持美联储9月份再次大幅加息, 倾向于FOMC至少加息至2023年年初, 直至有令人信服的证据表明高物价出现降温。美联储加息的速度和加息路径的峰值都取决于数据。如果通胀问题没得到解决, 本轮加息周期的峰值可能就会高于4.0%。而若通胀陡然放缓, 利率峰值则可能低于4.0%。美国通胀实在太高, 现在判断是否出现拐点还言之过早	美联储理事	有	有
乔治	2022/9/10	继续收紧货币政策的理由是明确的, 美联储仍有提高利率的空间, 但政策利率峰值在当前只是猜测。解决通货膨胀需要持续的政策反应, 只有对经济进行仔细观察才能看出需要多大程度的紧缩。美联储应该明确展示缩减资产负债表的决心	堪萨斯城联储行长	无	有
布拉德	2022/9/10	强烈倾向9月加息75bp, 希望在2022年底前达到3.75%-4%的利率水平。良好的CPI数据不应影响美联储9月的利率决定, 市场对长期利率的定价偏低	圣路易斯联储行长	有	无
埃文斯	2022/9/9	我倾向于美联储加息至4%, 然后暂停加息。一旦美联储加息至3.5%左右, 就会让人担忧是否会紧缩过度。我对9月FOMC会议上加息50bp或75bp持开放态度	芝加哥联储行长	无	有
鲍威尔	2022/9/8	美联储坚定地致力于抗击通胀, 仍希望在做到这一点的同时, 不会像以前几次抗击通胀那样, 产生非常高的社会成本。历史告诫我们不要过早地放松政策。美联储的工作是确保通胀预期得到锚定, 通胀预期将锚定在2%。准备根据经济需要调整缩表规模, 目前的缩表操作框架良好	美联储主席	有	有
巴金	2022/9/7	在通胀缓解之前, 利率必须保持在高位。美联储需要进一步收紧政策, 以使实际利率高于零, 倾向于更快而不是更慢地加息	里士满联储行长	无	无
布雷纳德	2022/9/7	政策利率需要进一步上调。在紧缩周期的某个时刻, 风险将变得更加双向, 不过重要的是要避免过早撤退的风险, 这为通胀压力再次出现敞开了大门。随着一系列通胀供应冲击, 尤其要防范家庭和企业预期通胀率长期保持在2%以上的风险, 这将使通胀率的回落更具挑战性。劳动力市场仍然异常强劲, 8月劳动力参与率的上升是一个积极的迹象。货币政策需要在一段时间内保持限制性, 以提供通胀正在下降至目标水平的信心。经济环境高度不确定, 政策的走向将取决于数据	美联储理事、副主席	有	有
梅斯特	2022/9/7	支持美联储到2023年前期加息至4.0%上方, 不认为FOMC将在2023年降息, 任何具体时间点的加息幅度都取决于数据。支持美联储在未来讨论出售MBS。我更关注利率路径, 我认为我们必须让实际利率进入正值, 这意味着我们必须比现在做更多的工作才能让通胀走下坡路。基本上不认为美国将陷入经济衰退。薪资压力几乎没有减弱的迹象, 我不认为美国通胀已经见顶	克利夫兰联储行长	有	无
博斯蒂克	2022/9/2	美国通胀回落至2%还有很长的路要走。美联储已经让美国经济放慢了脚步, 美联储缩表将越来越集中于MBS, 可能不得不在未来卖出MBS。如果美国物价显著降温, FOMC可能会放弃在未来加息75bp, 放慢加息步伐	亚特兰大联储行长	无	无
梅斯特	2022/8/31	倾向于在2023年初将利率提高到4%以上, 预计美联储明年不会降息。每次会议的加息幅度、利率见顶的时间取决于通胀。为了控制通胀, 美联储还有更多的工作要做。得出通胀已经见顶的结论为时尚早。未来一两年经济衰退的风险有所上升。随着就业市场降温, 到年底失业率将超过4%	克利夫兰联储行长	有	无
威廉姆斯	2022/8/30	美联储将需要在一段时期内维持限制性政策, 可能需要维持至2023年	纽约联储行长	有	有

数据来源: 路透财经, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>