

## 通胀连续回落，但联储不会放缓加息—美国 8 月 CPI 数据点评

报告日期: 2022-09-14

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

联系人: 潘纬桢

执业证书号: S0010122040040

电话: 17521128958

邮箱: panwz@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\_宏观专题\_破局之路,妙手何方?——2022 中期宏观展望》2022-06-14

3.《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

4.《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

5.《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

6.《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

7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_能源项带动的通胀回落可持续吗?—美国 7 月 CPI 数据点评》2022-08-11

8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_就业市场边际放缓,美联储会转向吗?—美国 8 月非农数据点评》2022-09-04

### 主要观点:

- **事件:** 美国公布 8 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 8.3%，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上升 6.3%，环比上升 0.6%，均高于市场预期。

- **能源项拖累本月通胀再次下行，但核心通胀逆势上扬**

**1.能源项拖累本月通胀再次下行，核心通胀却再度上升。**美国 8 月 CPI 同比上升 8.3%、环比上升 0.1%，高于市场预期的 8.1%与-0.1%，绝对通胀水平再度下降。本月通胀同比较上月回落 0.2 个百分点、环比较上月回升 0.1 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 10.1%，带动整个能源项环比下降 5.0%。核心 CPI 同比上涨 6.3%，较上月提升 0.3 个百分点，高于市场预期的 6.1%；环比增加 0.6%，较上个月上升 0.3 个百分点。CPI 与核心 CPI 走势分化，说明当前美国总体通胀虽在能源项的拖累下有所放缓，但其通胀的内生动能仍较为强劲，后续通胀走势仍不容乐观。总的来看，在强劲的劳动力市场带动下，美国的核心通胀依旧坚挺，美联储抗击通胀之路仍是任重而道远。

**2. 具体来看，能源项同比上升 23.8%，环比下降 5.0%，环比增速较 7 月份上升 0.4 个百分点，显示当前美国夏季出行高峰以及美联储的持续加息导致相关的消费减少。8 月份食品项同比上升 11.4%，连续七个月上升。居家食品同比上升 13.5%，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，且边际再度提速。其中核心商品环比上升 0.5%，较上个月上升 0.3 个百分点，核心服务环比增速较上月上升 0.2 个百分点至 0.6%。**

1) 能源方面，8 月能源项同比上升 23.8%，环比下降 5.0%。环比较 7 月份继续下降 0.4 个百分点。其中汽油项环比下降 10.1%，较 7 月份继续降低 2.9 个百分点；燃油项环比下降 5.9%，增速较 7 月份回升 5.1 个百分点。能源通胀环比增速的再度下降，一方面是美国夏季出行高峰的结束导致美国民众汽油消费的减少；另一方面则可能是美联储持续加息导致的经济增长动能放缓，8 月份美国汽油价格从最高的 4.03 美元/加仑下跌至 3.69 加仑，下降幅度约 8.5%。

2) 食品方面，8 月份食品项同比上升 11.4%，较 7 月份提升 0.5 个百分点，连续七个月上升；环比上升 0.8%，较 7 月份下降 0.3 个百分点。其中居家食品 (Food at home) 同比上升 13.5%，较 7 月份提升 0.4 个百分点，再创 1979 年 3 月以来新高。环比上升 0.7%，较上月下降 0.6 个百分点。食品项的环比增速下降，或体现出粮食价格的下降已传导至居民消费端；

3) 核心 CPI 方面，8 月核心 CPI 同比上升 6.3%，环比上升 0.6%。同比较上个月上升 0.3%，环比较上个月上升 0.3 个百分点，通胀内生增长动能依旧强劲，且边际再度加速。分项来看，核心商品环比上升 0.5%，较

上个月上升 0.3 个百分点，环比增速再度提升。其中二手车项环比下降 0.1%，较 7 月份上升 0.3 个百分点；新车方面，环比上升 0.8%，较 7 月份上升 0.2 个百分点。**核心服务**环比上升 0.6%，较 7 月份上升 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 6.2%，较 7 月份继续提升 0.5 个百分点；环比上升 0.7%，较上月上升 0.2 个百分点。交通运输服务环比上升 0.5%，较 7 月份提升 1 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一定幅度抬升，其中核心商品通胀环比上涨较多，以住房项为主要构成的服务通胀亦再度提速，显示当前美国服务消费回归过程仍在进行。

**3.后续来看，能源价格短期内下行压力将继续减轻，粮食价格压力或略有增长，总体对通胀的拖累作用将会减弱。核心商品通胀短期预计将会放缓，核心服务通胀可能保持坚挺，总体核心通胀或将缓慢下降。**

1) 能源价格短期内下行压力将继续减轻，粮食价格通胀压力或略有增长，总体对通胀的拖累作用将会减弱。 **能源方面**，截至 9 月 12 日，美国汽油价格降至 3.55 美元/加仑，连续 13 周下降，较 8 月底汽油价格下降将近 4%。后续来看，由于美国夏季传统的出行高峰已经过去，美联储还将继续保持较快加息，美国经济需求端仍将受到进一步抑制。同时，近期国际油价有较大的幅度下行，也将会逐步传导至汽油供给端，美国汽油价格短期内或仍将继续下降，不过由于近期下跌幅度较大，后续下行速度或将放缓。 **食品方面**，虽然当前乌克兰粮食已经在逐渐出口，但仍未完全恢复。而俄罗斯粮食出口的受阻以及全球极端天气的影响，更是对全球粮食产量带来负面影响，联合国已经下调了 2022 年的全球谷物产量预测，印度等国已经开始对出口大米征税，全球粮食价格近期持续反弹，考虑到国际局势益发复杂以及疫情的持续传播，粮食价格预计将会保持高位震荡，因此食品项通胀压力或将略有增长。综合来看，我们认为短期内能源与食品项对整体通胀的拖累作用将会继续减弱。

2) 核心商品通胀短期预计将会放缓，核心服务通胀可能保持坚挺，总体核心通胀或将缓慢下降。 **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 4%，二手车价格预计将会有一定幅度回落；新车方面，伴随着我国汽车的生产与出口恢复常态，以及全球供应链压力的减轻，新车价格增速或将下降，美国核心商品通胀短期内会有所放缓，但需关注《通胀削减法案》对美国新车销售的影响；**核心服务**方面，服务通胀可能保持坚挺。虽然美国夏季出行高峰即将结束，但是相关的医疗服务需求仍在提速。此外，本月住房通胀环比增速再度提速，同比增长 6.2%，较上月提升 0.5 个百分点，对核心服务提供了坚实的支撑。考虑到当前美国劳动力市场仍然坚挺，7 月份每个求职者对应约 1.9 个工作岗位，薪资增速保持在 5.2% 的高位，以房租为代表的服务价格预计将会保持坚挺。从 Zillow 房租指数来看，后续房租的回落幅度也将有限。总的来看，在核心商品的缓慢回落以及核心服务保持坚挺的综合作用下，核心通胀预计将会缓慢放缓。

3) 总的来看，虽然本月美国的通胀水平有继续下跌，但是核心通胀却再度上涨，两者走势的分化主要是因为能源项的拖累，核心通胀的重新上行

显示当前美国通胀的基础仍然非常坚固。随着能源价格下行压力的减轻以及粮食价格的再度上升，美国总体通胀的高位徘徊局面预计将保持相当长的一段时间。若能源价格再度上行，则美国通胀的下行之路将更加崎岖。

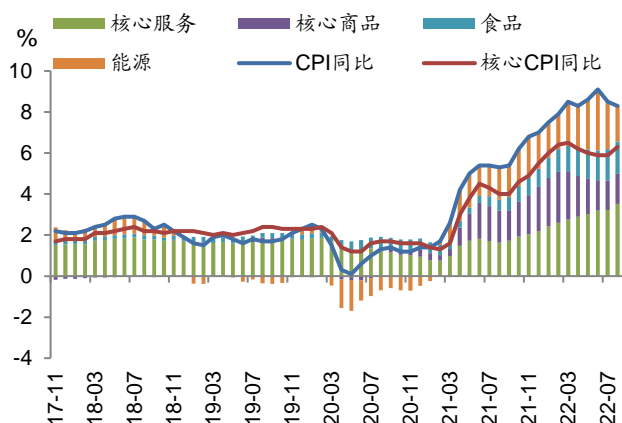
- **美联储 9 月份大概率鹰派加息**

**强劲的劳动力市场和的坚挺的通胀水平，美联储 9 月份预计将会加息 75bp。**8 月份美国新增非农就业 31.5 万人，虽边际放缓，但薪资增长同比增速较为坚挺，“工资—通胀螺旋”压力仍未有效缓解（可参考报告《就业市场边际放缓，美联储会转向吗？—美国 8 月非农数据点评》），显示当前美国劳动力市场依旧强劲。在此情况下美联储官员纷纷表态要坚持加息，美联储主席鲍威尔表示历史告诫我们不能过早的放松政策，其他官员也表示年内继续加息，直到有较为令人信服的证据表明通胀出现降温。从 8 月份的通胀数据来看，核心通胀再度上行，美联储控制通胀的行动似乎见效甚微。考虑到当前劳动力市场的韧性，通胀“高烧难退”的局面短期难以有效改变。在此情况下，美联储在 9 月份 FOMC 会议上选择加息 75bp 将会是大概率事件。

- **风险提示**

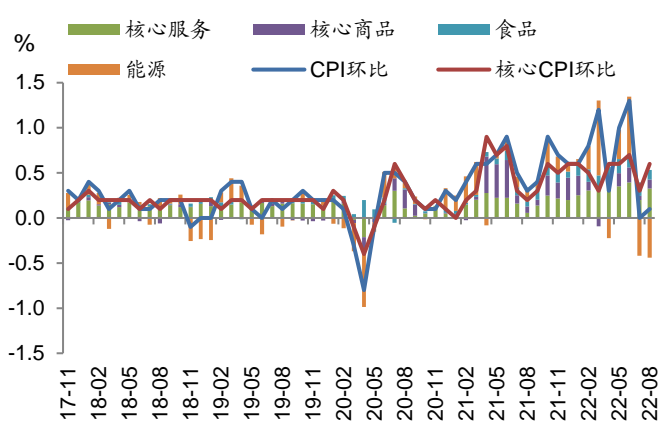
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国 CPI 有所回落，核心 CPI 再度提速



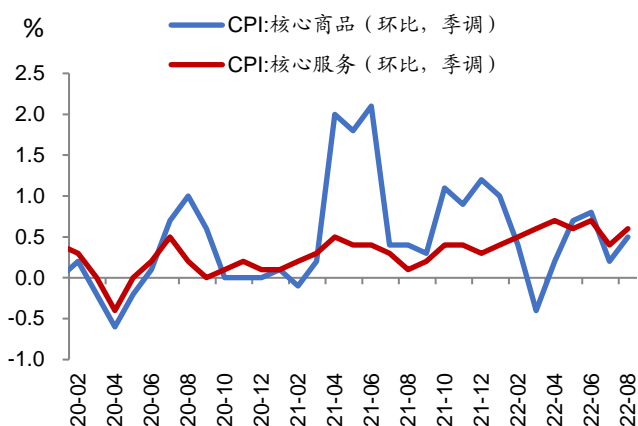
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 2 能源项带动本月 CPI 下行



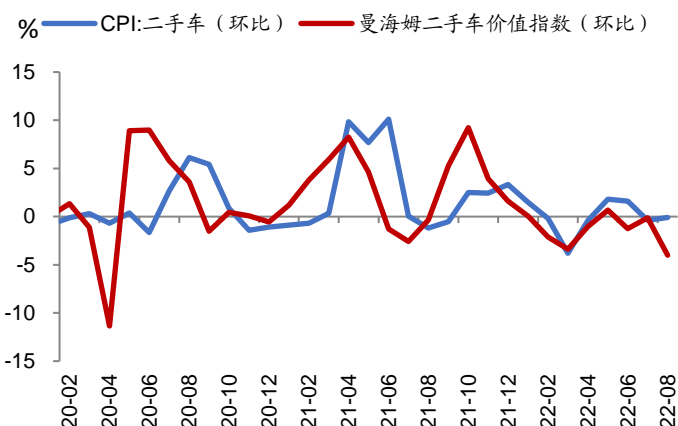
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 3 美国核心商品与核心服务通胀增速上升



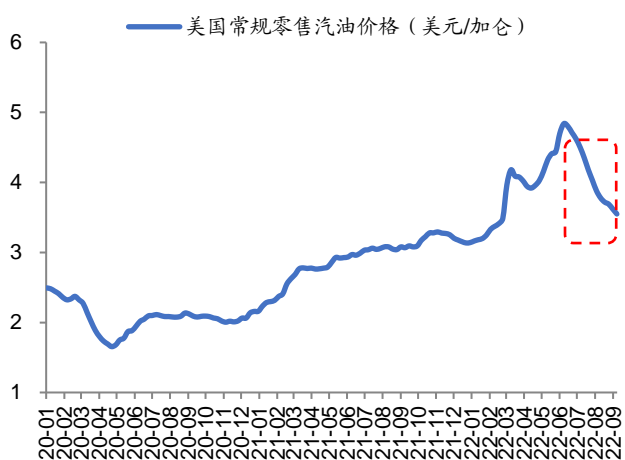
资料来源: BLS, 华安证券研究所

图表 4 美国二手车价格环比继续下跌



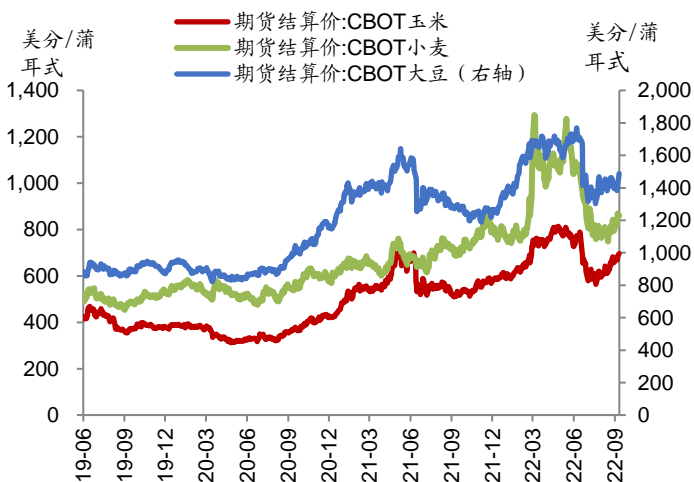
资料来源: Manheim, FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国汽油价格连续 13 周下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 全球粮食期货价格再度上升



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。

**研究助理：**潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

## 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。