

商品服务粘性仍在，继续打击总需求

20220914

核心内容：

- **CPI 回落不及预期** 8月消费者价格指数继续下行，但略高于市场预期：同比增速从7月的8.5%回落至8.3%，但高于市场预期的8.1%；剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.3%，比7月上行0.4%。环比方面，CPI增速为0%，连续两个月没有增长，而核心CPI增速为0.5%，比上个月的0.3%加快。
- **油价对回落贡献最大** 8月CPI下行的主因仍是原油大跌带动的能源商品价格回落，其对CPI的拉动从7月的2.32%进一步降低至8月的1.41%，并且权重也由于价格下滑而出现了下调。能源商品单项带动CPI同比增速下行了0.9%，带动环比增速下行了0.13%。油价的同比基数在9月份将继续上行，因此9月能源商品对CPI的同比拉动可能还会小幅放缓，但是环比的大幅回落难以持续。
- **部分商品反弹，食品、服务韧性不减** 食品增速进一步加快，家用食品同比增速13.5%，非家用8.0%，环比分别是0.7%和0.9%，两者合计权重达到13.5%。新车价格同比上行10.9%，环比0.7%，继续展现出供不应求的态势。由于新车库存远低于历史水平，美联储的紧缩还未明显冲击消费信贷，新车价格年内整体保持上行。
- **居住成本可能成为新的最大拉动项** 尽管我们构建的美国房价的先行指标预示房价可能在未来开始更快下滑，但是CPI对房价和房租的统计一般滞后12-16个月，且Zillow和房地美统计显示7月房价同比增速仍高达15%-18%。这意味着明年上半年以前，无论美联储加息与否，合计权重达到CPI的30.7%的居住成本都将坚挺上行，对广义和核心通胀构成持续的压力。居住成本两项未来很可能代替能源商品，成为通胀最大的拉动项。
- **关注消费信贷、房价和劳动市场对通胀粘性影响** CPI核心增速因为通胀粘性的上行首先受到劳动市场工资上行的影响。其次，美国消费信贷的高增速和高家庭资产净值以及低负债都意味着居民加杠杆消费的能力和热情尚未减弱：美国7月消费信贷的同比增速达到7.7%，远超过历史平均水平，而这背后的主要支撑就是由于房价而处于高位的家庭资产净值。
- **9月至少加息75bps，衰退概率再上行** 9月FOMC会议上至少加息75bps已无悬念，而核心通胀上行这一刺激甚至让市场看到了100bps的可能。我们认为75bps的幅度已经足够，在通胀见顶回落态势下，美联储目前4%附近的加息终值也是合理的；但高通胀粘性意味着加息到位后保持的时间会更长，这会增大衰退概率和其到来的速度。

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

分析师

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

美国劳工数据局（BLS）公布的 8 月消费者价格指数（CPI）继续下行，但略高于市场预期：同比增速从 7 月的 8.5% 回落至 8.3%，但高于市场预期的 8.1%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 6.3%，比 7 月上行 0.4%。环比方面，CPI 增速为 0%，连续两个月没有增长，而核心 CPI 增速为 0.5%，比上个月的 0.3% 加快。

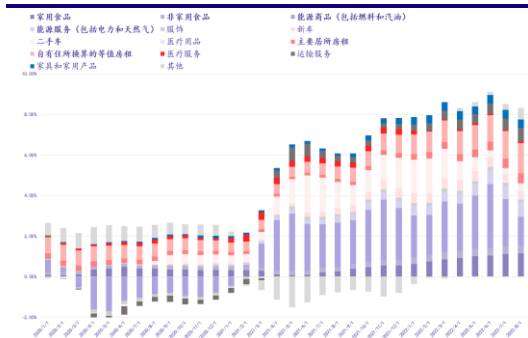
从构成来看，之前主要的通胀拉动项目中回落最显著的依然是在衰退预期下大幅回调的能源商品，食品、能源服务、新车、医疗用品、居住成本、医疗服务和运输的贡献都出现上行，只有服饰、二手车和家具与家用产品类同比增速有小幅回落。环比方面，家庭食品增速稍有放缓，但非家用食品加快，能源商品负增长 10.1%（7 月负增长 7.6%），新车增速不弱，二手车如期出现负增长，居住成本稳定上行，而家具和家用产品出现反弹。

整体上，食品价格增速延续，能源商品价格的回落是 8 月 CPI 增速放缓的主要因素，而商品中，新车和家具与家用产品反映出商品消费在供需不平衡缓解下仍有韧性；服务方面，滞后的两项居住成本统计已经超过能源商品，成为新的通胀最大拉动项，核心通胀也显示服务项目的内需尚未显著放缓，通胀粘性可能高于市场预期。

在就业数据稍有走弱后，市场在美联储严厉紧缩的基调下正期望 8 月 CPI 的放缓使货币政策预期缓和，但是通胀数据体现的结构粘性意味着美联储对商品和服务的总需求需要继续打击。能源价格的环比下行速度在年内恐难以维持，冬季能源紧张可能还会让能源阶段性上行，短期通胀走弱的动力还是需要商品和服务消费在更高的利率环境下回落，因此也应该加强对消费信贷的增速和家庭净值的观察：如果消费信贷增速和家庭净值不显著降低，那么居民部门仍可以加杠杆消费，阻止通胀更快下行。

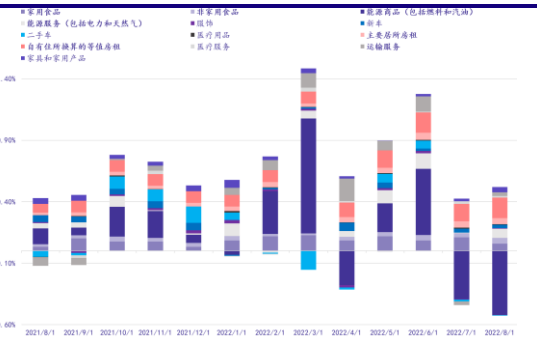
9 月 FOMC 会议上至少加息 75bps 已无悬念，而核心通胀上行这一刺激甚至让市场看到了 100bps 的可能。我们认为 75bps 已经足够高，在通胀见顶回落态势下，美联储目前 4% 附近的加息终值也是合理的；但高通胀粘性意味着加息到位后保持的时间会更长，这会增大衰退概率和其到来的速度。

图 1：8 月 CPI 同比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

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

（一）能源价格大幅回调，二手车、服饰和医疗商品上涨动力弱

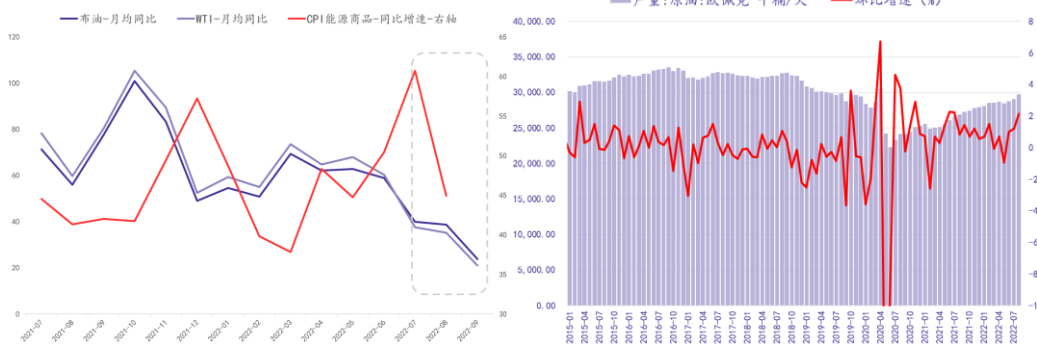
8 月 CPI 下行的主因仍是原油大跌带动的能源商品价格回落，其对 CPI 的拉动从 7 月的 2.32% 进一步降低至 8 月的 1.41%，并且权重也由于价格下滑而出现了下调。能源商品单项带动 CPI 同比增速下行了 0.9%，带动环比增速下行了 0.13%；这意味着抛除此部分

的影响后，CPI 剩余部分同比实际上行了 0.7%，环比也并非没有增长。原油价格的同比基数在 9 月份将继续上行，因此 9 月能源商品对 CPI 的同比拉动可能还会小幅放缓，但是环比的大幅回落难以持续。

国际原油供需方面仍在预期博弈之中，价格在实际衰退迹象明确前还有支撑：需求侧，中国能源需求可能会随着经济底部的过去而缓慢回升，但疫情反复增加了不确定性，同时也难以抵消美欧央行大幅紧缩对生产和出行的打击。而供给侧主要关注 OPEC+ 减产的可能以及伊核协定谈判的顺利程度。根据标准普尔普兰特 (Platt) 的分析¹，伊朗离原油相关协定还有很大距离，短期可能无力缓解紧张的原油供给，其 4-7 月份日均产量仅 258 万桶，预计每天 80 万桶的出口量不会增加。另一方面，沙特和阿联酋表示 OPEC+ 可能在油价继续下跌的情况下考虑减产；8 月 OPEC 产能恢复至 2019 年平均水平附近，对缓解油价压力有帮助，其可能的减产也会对 WTI 油价起到间接支撑作用，当前 EIA 对 2022 年末 WTI 价格预测仍接近 90 美元/桶。能源价格可能在 2023 年才会成为通胀的负拉动项目。

图 3：原油价格向 CPI 传导 (%)

图 4：OPEC 供给在 8 月扩张



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

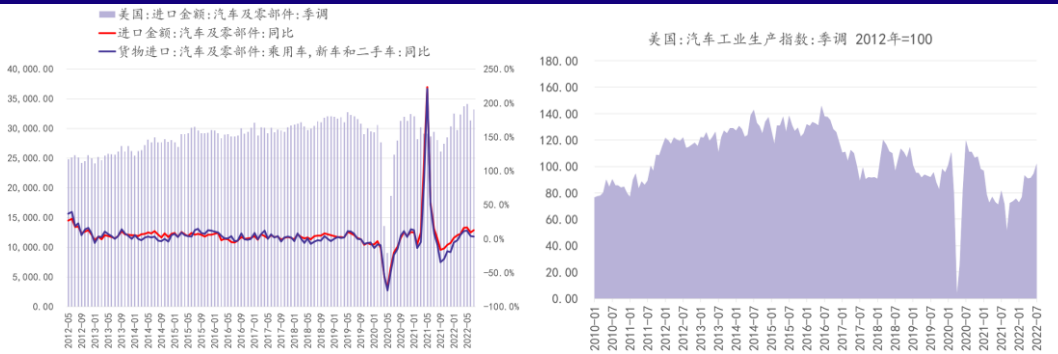
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二手车的同比增速由 7 月份的 6.6% 上升至 8 月份的 7.8%，但主要是由于基数变化，其环比为 -0.1%。二手车价格压力走弱不仅由于汽车相关供给和生产改善，更是因为新车供给恢复后减缓了居民对二手车的需求，暂时还不能反映出需求的回落。另一个增速偏弱的商品则是服饰，其同比增速下降 0.1% 至 5.0%，环比上行 0.2%。医疗商品同比增速为 4.1%，环比 0.2%。另外，教育和通信相关商品也继续负增长。总体上，商品类价格放缓的动力比服务类更大，但是也表现出了消费韧性。以上对 CPI 增速下行做出贡献项目所占权重其实偏弱，美联储着力打击的核心（服务）通胀反而出现了恶化，这也是市场恐慌的原因。

图 5：美国汽车进口增速恢复 (%)

图 6：美国汽车生产指数

¹ Iran targets oil output capacity boost as nuclear deal talks make 'good progress' | S&P Global Commodity Insights (spglobal.com)



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

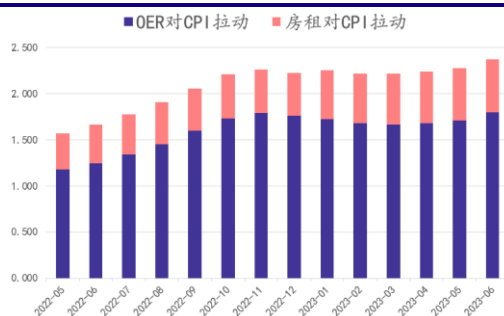
（二）部分商品反弹，食品、服务韧性不减

从涨价较快类别的结构上分析：食品增速进一步加快，家用食品同比增速 13.5%，非家用 8.0%，环比分别是 0.7%和 0.9%，两者合计权重达到 13.5%，在工资增速不低的情况下尚未受到衰退预期的打击。能源服务由于全球天然气供给短缺、相关的电力价格上升，同比增速 19.9%，环比增速 2.1%，短期难以缓解。

核心通胀的上行稍在意料之外，在加息力度较大的情况下部分商品还出现了反弹，这也证明了美联储保持紧缩力度的必要性。虽然供给端恢复，但是新车价格同比上行 10.9%，环比 0.7%，继续展现出供不应求的态势。由于新车库存远低于历史水平，美联储的紧缩还未明显冲击消费信贷，新车价格年内整体保持上行。而家具和家用产品的环比增速出现了反弹，这可能也和房地产市场仍在高位有关。

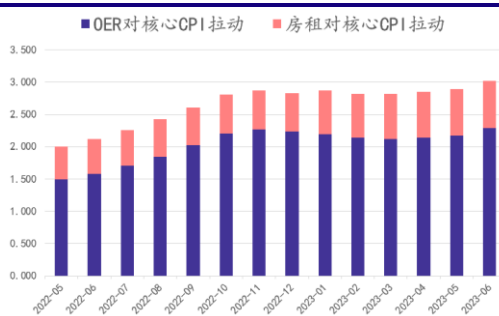
而服务方面，尽管医疗服务增速已经较慢，但一直没有显现出下行势头，而交通运输 8 月没有和上月一样跟随油价下行，这反映出劳动市场的名义工资增速仍在托底服务业价格，尽管实际工资增速早已转负。居住成本则不出意料地继续上升：尽管我们对于美国房价的先行指标预示房价可能在未来开始更快下滑，但是 CPI 对房价和房租的统计一般滞后 12-16 个月，且 Zillow 和房地美统计显示 7 月房价同比增速仍高达 15%-18%。这意味着明年上半年以前，无论美联储加息与否，合计权重达到 CPI 的 30.7%的居住成本都将坚挺上行，对广义和核心通胀构成持续的压力。居住成本两项未来很可能代替能源商品，成为通胀最大的拉动项。

图 7：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 8：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

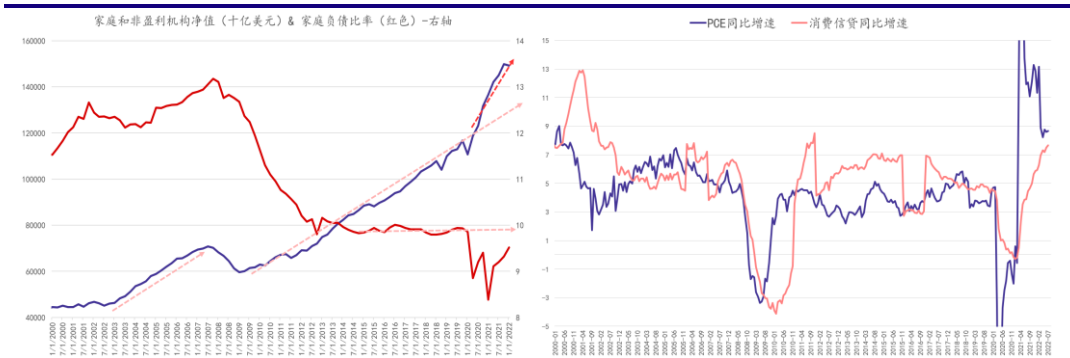
CPI 核心增速因为通胀粘性的上行首先受到劳动市场的影响：虽然 8 月失业率略有提高，但名义工资增速依然不慢，而且劳动参与率的上升和大量职位空缺也意味着新的就业者在找到工作后仍然可以维持消费，因此劳动市场明显走弱可能是商品和非居住的服务项目粘性消退的先决条件。

其次，美国消费信贷的高增速和高家庭资产净值以及低负债都意味着居民加杠杆消费的能力和热情尚未减弱：美国 7 月消费信贷的同比增速达到 7.7%，远超过历史平均水平，而这背后的主要支撑就是较高的家庭资产净值（受到高房价和疫情以来股市上涨的影响）以及较低的负债比率。Case、Quigley 和 Shiller（2012）的研究显示家庭资产净值中对消费影响最明显的是房屋价格，房屋价格的下行会显著削减家庭支出，而股票等权益资产的影响则较小。虽然房价先行指标指向下行，但是实际房价的走低可能会有滞后，短期难以冲击居民消费。

总的来看，对通胀粘性可能需要额外观察消费信贷增速、房价代表的家庭资产净值和劳动市场的整体情况，在这三个重要变量都没有出现显著恶化前，总需求的韧性会相当强劲。

图 9：美国家庭净值高位，负债率较低

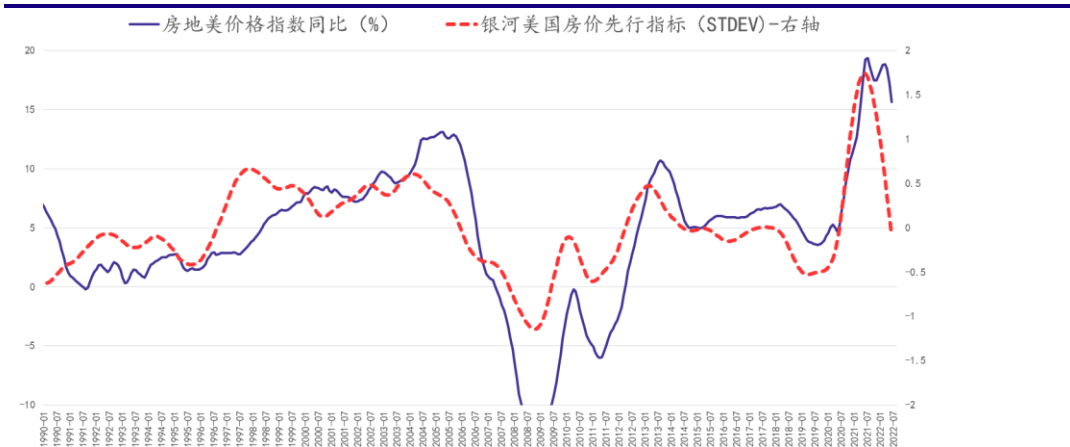
图 10：消费信贷增速依然不低（%）



资料来源：Fred，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

图 11：美国房价先行指标指向下行



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

(三) 9月至少加息75bps，衰退概率再上行

CPI 数据公布后，美股出现 6 月以来最严重下跌，纳指全天下行 5.16%，标普 500 下行 4.32%。而更谨慎的债市也受到核心通胀上行的“惊吓”，3 个月美债收益率盘中一度达到 3.53% 并和 10 年收益率倒挂，两年期美债在强紧缩预期下收 3.75%，收益率曲线全面抬升。而美元指数也再次反弹，尽管欧央行刚刚加息，欧元兑美元又一次跌破平价。美债的走势也正在暗示衰退概率进一步加大。

虽然美欧金融差缩小，美元在明年上半年前可能依然会较强，衰退概率加大意味着美债收益率未来有望回落，但要警惕短期通胀超预期后美债应激性跳升的风险，美股的调整还远未结束。

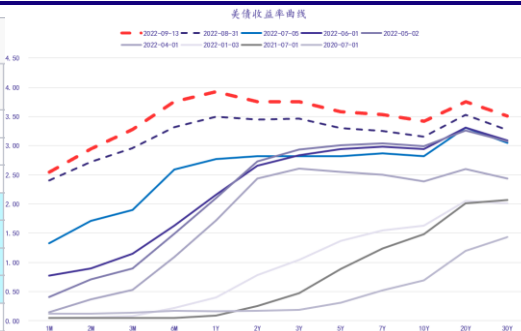
9 月 FOMC 会议至少加息 75bps，而在恐慌下，市场已经出现 100bps 的预期，对加息终值的估计提高至 4.25%。我们认为目前 75bps 的加息已经足够，居民中长期通胀预期在上个月继续回落，通胀整体也维持了下行态势，同时明年能源部门的高基数会缓解通胀压力；货币政策对实体经济和总需求的影响是滞后的，所以当前加息力度不低，关键是加息到位后维持紧缩，防止通胀反复。美联储目前的加息终值预计仍在 4% 左右，而衰退和更高失业率都是其可以接受的代价，等待 FOMC 会后经济预测对以上观点的验证。更紧的金融环境和对总需求的持续打击会进一步冲击中国对美国出口，我国的外需风险值得注意。

图 12: CME 加息预期 (%)

MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	66.0%	34.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	32.5%	50.2%	17.3%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	41.3%	33.8%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	32.6%	36.4%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	27.2%	35.5%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.3%	11.1%	28.6%	33.4%
2023/6/14	0.0%	0.3%	3.5%	15.1%	29.7%	30.2%
2023/7/26	0.1%	1.3%	7.1%	19.6%	29.8%	25.9%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 13: 美国收益率曲线变化 (%)



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