

美国通胀回落不及预期，美股债双跌

——美国8月CPI点评

2022年9月15日

宏观经济	事件点评
------	------

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国8月CPI环比0.1%，预期-0.1%，前值0%；同比8.3%，预期8.1%，前值8.5%。

核心CPI环比0.6%，预期0.3%，前值0.3%；同比6.3%，预期6.1%，前值5.9%。

主要观点：

8月通胀未能加速回落，引发市场对美联储加息节奏再次收紧的预期，美股债双跌。8月汽油价格如期加速下跌，但未能有效对冲其他分项，特别是住宅、食品和医疗，的上涨。预计9月继续小幅回落，而冬季欧洲能源危机尚未解除，四季度通胀或有反复。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次，有效回落所需时间较长。高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免，但我们认为仅为温和衰退。9月加息大概率为75bp，维持美十债上限3.5%~3.75%，因通胀回落不及预期，短期反弹再次结束。维持美股长期中性，等待低点。

能源环比如期加速下降，但非原油品类均环比上行。能源-5%，前值-4.6%，主要来自汽油价格加速回落，-10.6%，前值-7.7%。但电力分项1.5%，已连续四月增加超过1.3%；天然气3.5%，前值-3.6%。同比方面，能源价格同比23.8%，其中汽油25.6%，燃料68.8%，天然气33%。原油期货价格8-9月继续下行，当前全美汽油零售价格从上月4美元/加仑降至约3.7美元/加仑，3季度能源下跌几成定局。考虑到欧洲冬季能源危机仍存，4季度能源价格能否进一步有效回落仍存疑虑。原油价格回落对冲其他分项通胀的能力或在4季度显著下降。

食品通胀再超预期，非居家食品环比加速。食品环比略降，增0.8%，前值1.1%，是2021年12月以来环比增速最小的月份；而同比11.4%，前值10.9%，继续创1979年5月以来最大涨幅。居家食品0.7%，与前值持平，6大分项均上涨。其中其他居家食品1.1%，谷物烘焙类1.2%，肉类、蔬菜水果、非酒精饮料全部上涨0.5%。非居家食品环比加速，外卖增0.9%，前值0.7%；全服务餐饮增0.8%，前值0.7%。

本轮食品环比加速路径为肉类、鸡蛋、黄油等其他居家食品，饮料，到谷物烘焙和水果。从期货价格看，牛肉价格从去年12月开始一直在高位震荡，并未继续上涨，反映在肉类同比加速回落。肉类价格为本轮食品上涨先锋，其价格持续稳定，随着扩散效应进入尾部加速阶段，虽然非居家食品价格同比仍在加速，但接近见顶。

核心环比再次上行，但未突破趋势，需要更长时间才能有效回落。核心通胀同比未能如预期小幅回落，反而明显高于7月，主要来自住宅、医疗、家庭装修、新车、车险以及教育增加，价格下降的有机票、通信、二手车。住宅无法如6、7月因外宿价格大幅下降而保持环比稳定，导致环比再次上涨0.7%，前值0.5%。其中，租金和等价租金均上涨0.7%；外宿增0.1%，而外宿在6、7月份均大幅下降-2.7%以上。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计年内高位震荡，热门地区租金8月已出现下跌，预计住宅分项见顶。夏季租房合约高峰过后，租金上涨速度或会下降。

其他方面，医疗0.7%，前值0.4%。其中，医院服务0.7%，处方药0.4%，医生服务0.2%。家庭装修继续增长，环比1%，前值0.6%。新车0.8%，车险1.3%，其他个人护理0.6%、教育0.5%、休闲0.2%、服装0.2%。机票继续下降，-4.6%，前值-7.8，二手车降-0.1%。

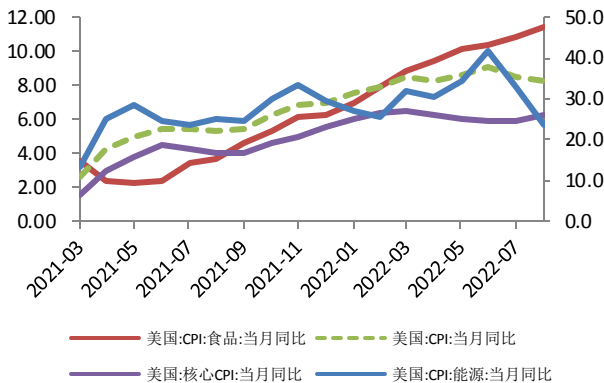
核心同比6.3%，其中40%贡献来自住宅同比6.2%，10.1%来自新车，9.9%来自家庭装修，7.8%来自二手车，5.4%来自医疗。

8月通胀持续回落，但幅度不及预期，且核心通胀再起，通胀良性回落最佳时间窗口数据表现不佳。我们对本次疫情开始的通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。其中最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去12个月CPI均值高度相关，因此需要更长时间回落。在薪资增速同比没有降至4%以下前，服务类价格较难有效回落。考虑到4季度欧洲能源危机或导致能源价格再次走高，3季度为通胀良性回落的最佳窗口期。我们一直强调，高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免。相比欧洲，美国衰退或较为温和。

通胀走势迫使市场正视美联储加息态度，9月加息75bp几成定局。由于通胀回落不及预期，市场对9月和11月加息幅度的预期再次走高。我们认为9月加息大概率为75bp，11月加息幅度在50bp左右，且政策利率维持高位的时间较长。美债方面，暂时仍维持美十债上限3.5%~3.75%（实为3.75%附近）。美股方面，因通胀回落不及预期，短期反弹再次结束。维持美股长期中性，等待低点。此外，欧洲冬季能源危机靴子落地时间节点在11月左右，届时或为市场避险情绪的拐点之一（中性，引发危机则为负面；有惊无险则为正面）。

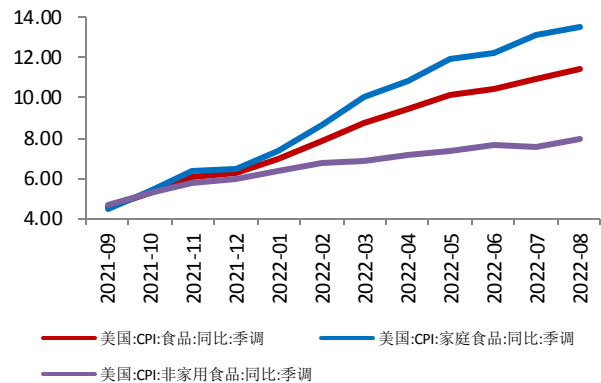
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：居家食品持续上涨带动食品分项



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：食品分项全面上涨，预计将持续数月

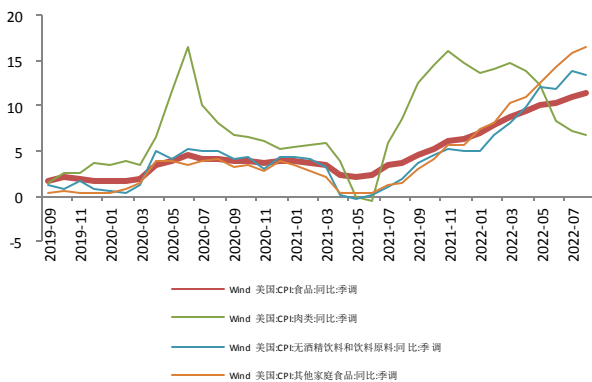
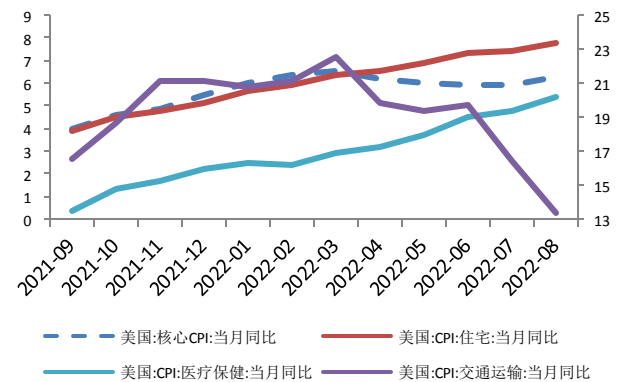
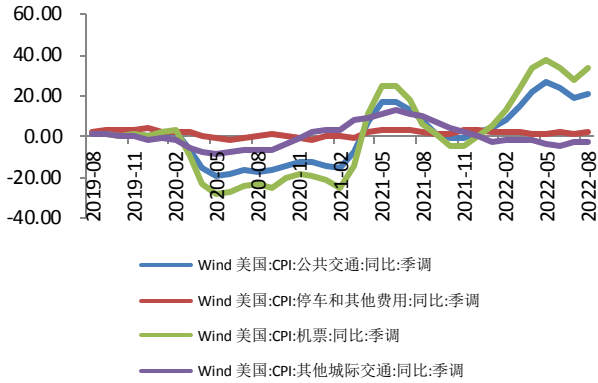


图4：核心CPI持续上涨的分项（同比）



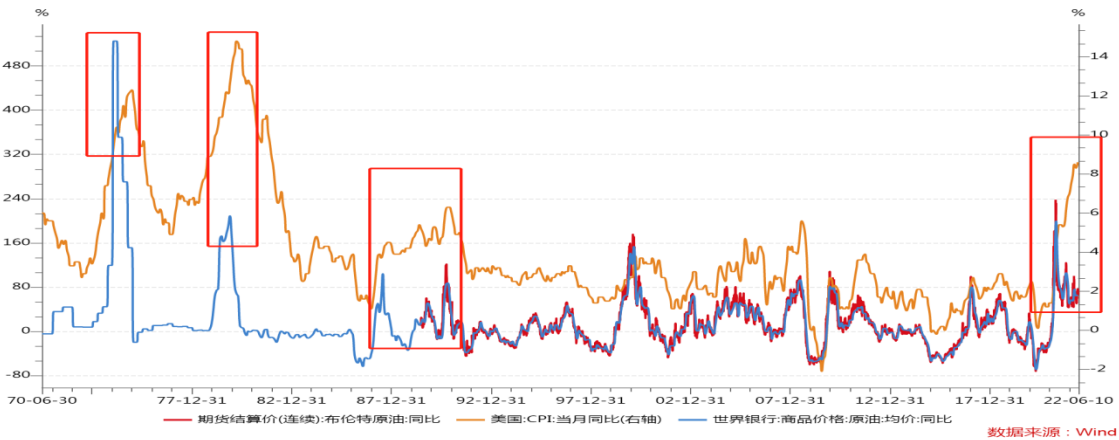
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图5：交通成本持续下降



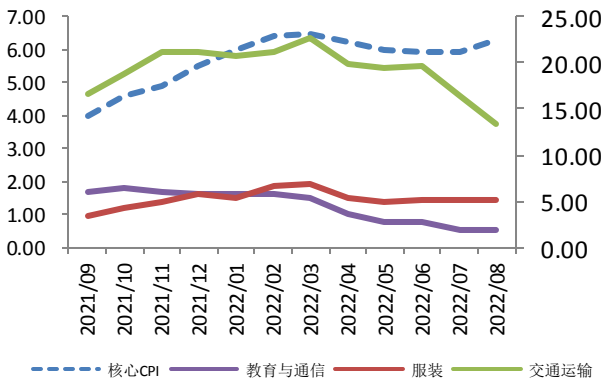
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



资料来源：wind, 东兴证券研究所

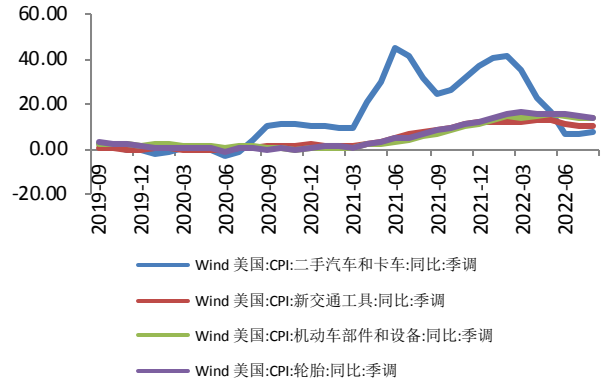
图8：核心通胀分项 1



资料来源：wind, 东兴证券研究所

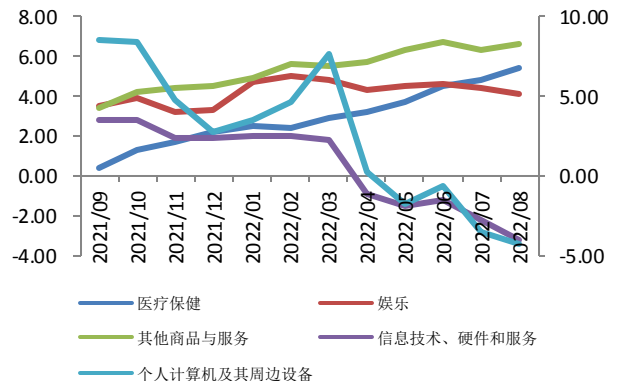
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图6：出行工具价格均有回落（同比）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：核心通胀分项 2



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农仍旧强劲，9月加息75bp概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储9月加息75bp概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8月将继续回落	2022-08-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业增长广泛，不阻碍加息步伐	2022-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，下月或小幅回落	2022-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业市场仍旧强劲	2022-07-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，扭转市场预期	2022-06-12
宏观深度报告	宏观专题报告：2022年海外宏观及资本市场年中展望	2022-05-31
宏观普通报告	宏观报告：美国通胀高点已过，但回落不及预期	2022-05-13
宏观普通报告	宏观报告：美国就业小幅慢涨	2022-05-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526