

宏观点评 20230811

7月通胀：美联储再暂停一次的“筹码”？

2023年08月11日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《一文读懂拜登投资限制禁令及影响》

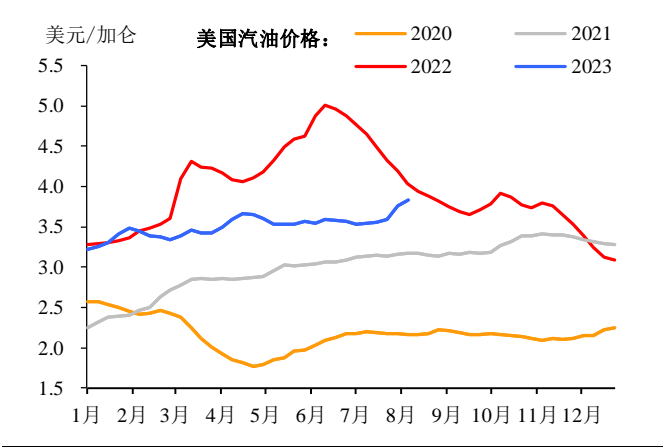
2023-08-10

《CPI 同比转负后政策怎么走？》

2023-08-09

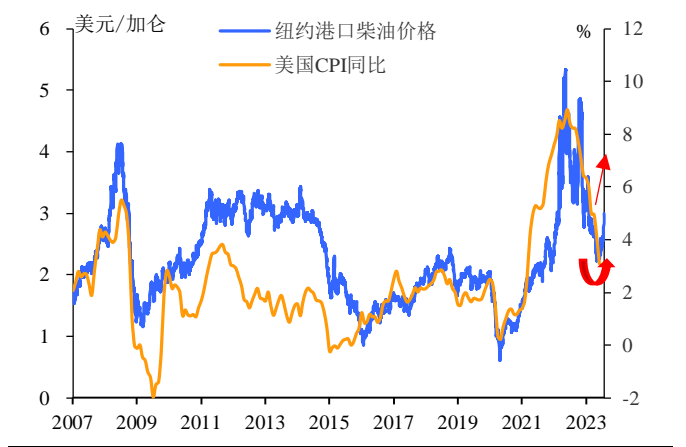
- 7月美国通胀好于预期，但对于结束了连续12个月回落趋势的CPI，市场针对这是不是“二次通胀”的开端存在分歧。其实CPI同比再次回到3%的上方并不完全是“意料之外”的。由于去年油价高基数的“蜜月期”效应逐步消失，市场对通胀6月底是有所预期的，且股比债、汇更加乐观一些。
- 那么本月反弹后，我们不禁要问这仅仅是“昙花一现”，还是“通胀重启”的开端？具体来看：
- 二手车价格成本的下降抵消了房租的上涨。7月二手车价格环比降幅扩大至1.3%，但是房租价格的环比增速继续与上个月保持持平(环比增长0.4%，同比增长7.7%)。二手车价格继续改善有限+房企企稳回暖，给未来通胀再添一份风险。
- 油价创新高让往后通胀继续反弹变的“合理”。年内创新高的油价有几大催化剂：①沙特和俄罗斯分别兑现原油减产承诺、②墨西哥湾由于气候原因减少产量、③美国炼油厂停产。而往后看，当前美国原油的库存处于历史最低水平，OPEC延长减产计划到今年年底，这两大原因或将为下半年油价进一步上涨起到推波助澜的作用。因此，7月往后通胀或将面临继续回升的风险(图1-3)。
- 劳动力市场需求不弱，非住房服务业通胀持续改善有限。因为超级核心通胀由劳动力成本所主导，美联储也就更加看重工资对价格的影响。而相较于平均时薪，美联储更加关注由于就业结构变化而变化的薪资情况，例如亚特兰大联储的工资增长追踪就格外获得“青睐”。当前亚特兰大联储薪资水平虽然在边际回落，但整体水平仍处于历史高位(图4-5)。长期来看，若劳动力市场供需关系不能得到明显缓解，那么超级核心通胀的情况也很难得到改善。
- 通胀数据除外，美联储决策所参考的经济指标显示美国经济依旧强劲，年内衰退已不再是主要风险。在消费和投资的拉动下，美国经济上半年持续超预期，且我们认为下半年可能会更强：从先行指标来看，美国制造业“双底”开始触底反弹，新订单及资本开支意愿开始企稳上升(图6-9)。除此之外，基建投资+住宅投资在下半年的持续贡献也将拉动美国经济在今年不会陷入衰退。因此GDP增速方面，亚特兰大联储上修美国第三季度GDP环比折年率至4.1%。
- 美联储还没有完成“任务”，但获得一次“按兵不动”的筹码。市场认为当前数据支持通胀放缓逻辑，并认为美联储连续加息的门槛很高(图10)。但是我们认为，虽然通胀水平的下降减轻了美联储继续收紧政策的部分压力，但经济当前依旧强劲。上半年GDP持续超预期，下半年这一情况也可能将延续，叠加“二次通胀”开始的可能，美联储难言放松。即便9月不加息，政策转向也不会太早。
- **风险提示**：金融体系流动性风险超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动；美联储政策超预期。

图1: 8月油价创年内新高



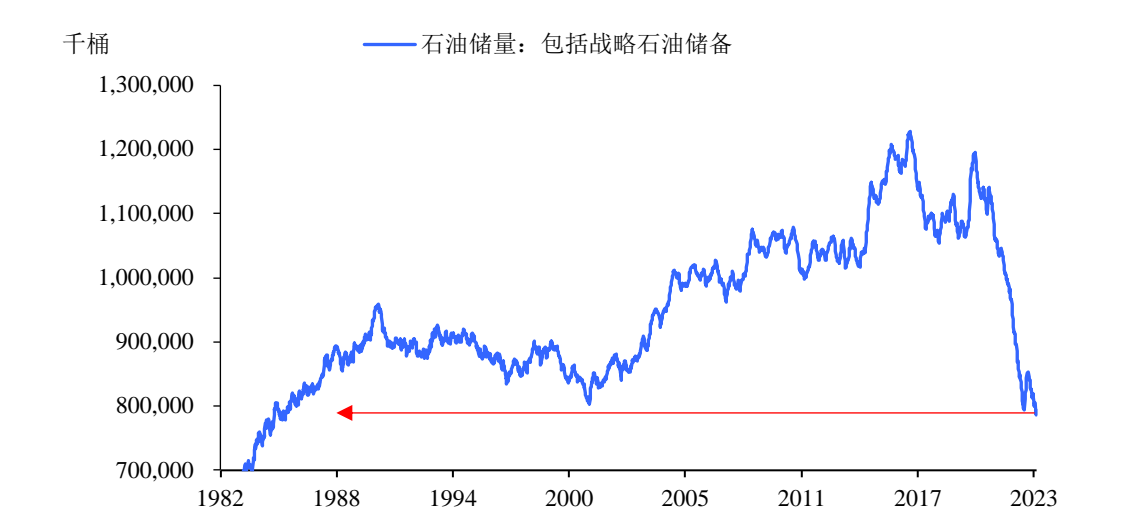
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图2: 油价上涨或带动通胀再起



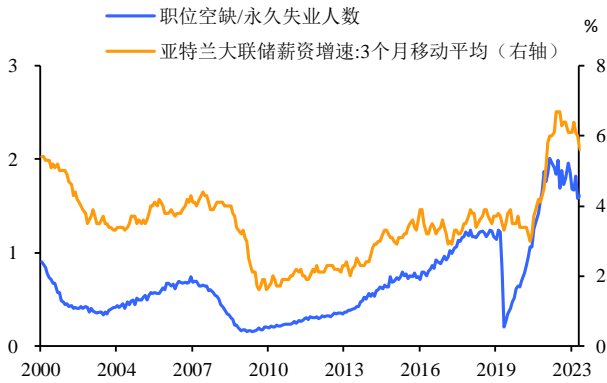
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国石油储备库存处于历史最低位



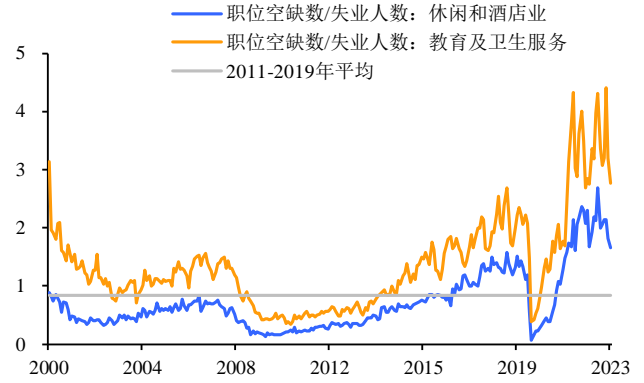
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 薪资增速仍处于历史高位



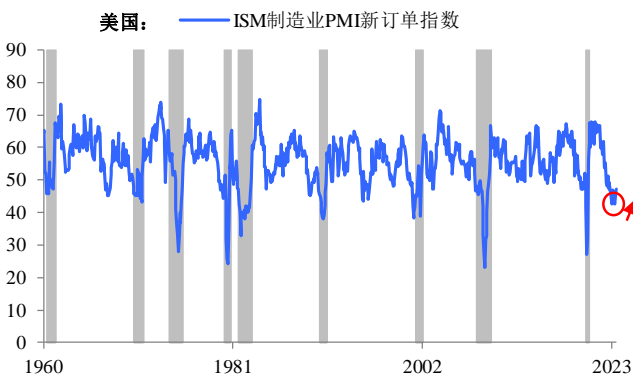
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 供需失衡在服务业最明显



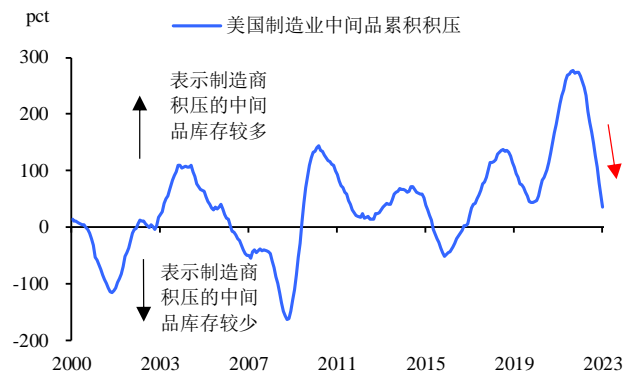
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 本轮美国制造业周期基本企稳结束



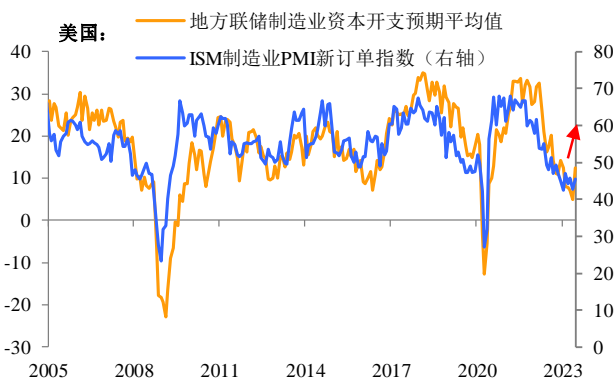
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 累积的库存已经逐渐趋于正常



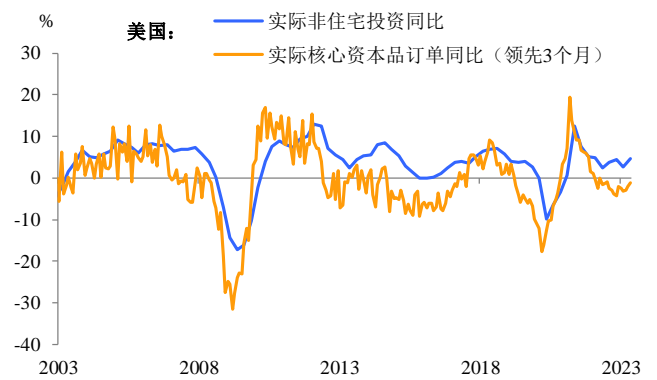
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 制造业新订单触底企稳



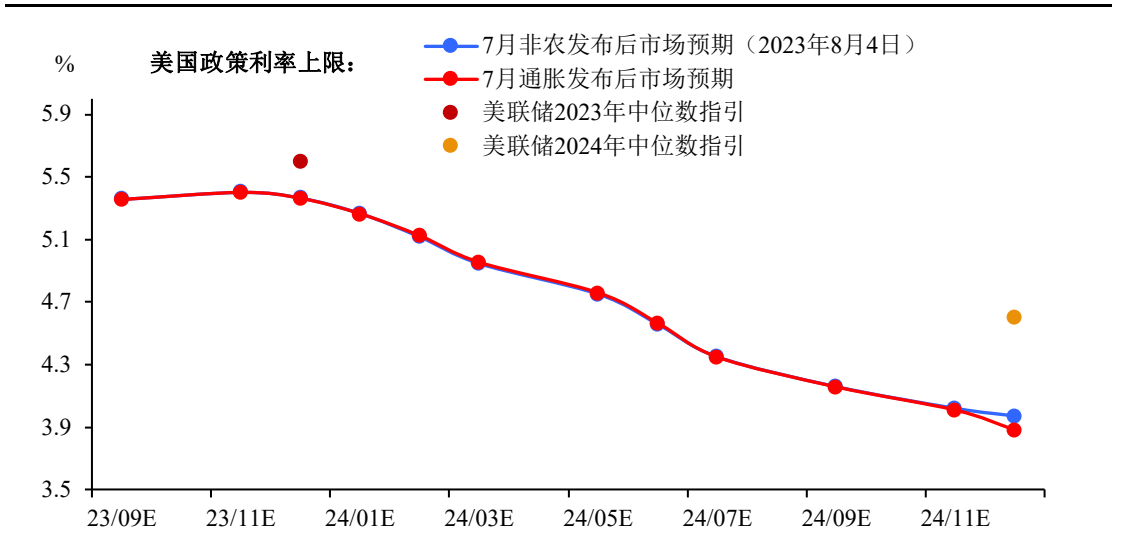
注: 地方联储的资本开支预期选取纽约联储、费城、里奇蒙、堪萨斯及达拉斯联储的调查平均
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 核心资本品订单将带领非住宅投资上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 市场与美联储仍存在一次加息的分歧



数据来源: Bloomberg, 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>