

美国通胀仍处于下行路径，而进一步紧缩悬念尚在

20230810

核心内容：

- **CPI 小幅回升，核心粘性下行幅度略好于预期** 7月CPI非季调同比增速从6月的3.0%回升至3.2%，低于3.3%的预期；剔除能源和食品的核心CPI同比4.7%，比6月下行0.1%，同样好于预期。季调环比方面，CPI增速保持0.2%，核心CPI增速同样为0.2%。名义CPI在基数变动下的回升并不意外，8、9月份预计仍保持在3%上方；核心环比增速符合预期，年内难以回到使美联储考虑货币政策转向的水平。
- **能源环比回升，商品影响依旧较弱，CPI 较难大幅反弹** 能源商品环比增速0.3%，能源服务环比-0.1%，同比分别为-20.3%和-1.2%。能源商品的同比增速在基数效应下收窄降幅，但仍大幅通缩，8月环比的上行和基数效果的减弱仍会带动名义CPI小幅回升。但主要商品对CPI拉动率仅略高于0.3%，短期上行风险不大。居住成本缓慢回落之下，CPI不易明显反弹。
- **居住成本回落偏慢，核心服务稍有回升** 居住成本两项对CPI的拉动在7月接近2.6%，弱化不明显。利用Zillow的房价指数ZHVI将CPI的居住成本部分修正为没有滞后的同步CPI，可以发现同步的名义与核心都已经接近疫情前水平；旧金山联储近期研究也显示，居住成本通胀有望在2024年中转为零增长甚至负增长。CPI的核心服务部分同比增速从前值3.2%回升到3.3%，环比保持0.2%，休闲服务贡献明显。尽管服务整体也在下行，但7月非农时薪增速又一次上修表明核心服务仍存压力，PCE核心服务通胀粘性显著强于CPI核心服务，背离值得警惕。目前对8月CPI的预测增速为3.3%，核心在4.5%左右。
- **数据暂不能消除进一步紧缩的悬念，加息周期易拉长** (1) 名义通胀8月份仍存在小幅上行可能，三季度保持在3%以上，但四季度均值有望低于3%。(2) 就业进一步缓和，但非农时薪增速近期多次上修，这在中期不利于通胀向2%目标靠拢；乐观情况下年末核心CPI可能回到3.5%附近，但基准仍在3.8%左右。(3) 通胀年内仍处于下行路径，但中期尚不明朗，核心PCE服务回落幅度依然较慢，暂时不能打消中期通胀背离2%的担忧。(4) 近期薪资数据和预测显示三季度经济增长仍然不弱、信贷没紧缩没有加速、超额储蓄仍存、居民资产的财富效应同样不利于中期通胀稳定，当前数据还不能打消进一步紧缩的悬念。(5) 本月的通胀数据稍降低了9月进一步加息的概率，需要观察鲍威尔在Jackson Hole会议的态度；但是即使美联储9月暂停，其仍可能延迟至11月加息或保持偏鹰派使市场短期无法确认加息停止，因此我们维持紧缩周期延长的判断。
- **市场与资产** CPI整体略好于市场预期，美股高开后走弱，美债更为克制且10年债表现不佳，美元震荡下行后出现回升。在紧缩周期拉长的判断下，三季度资产仍面临压力。10年美债方面，其收益率短期有较高概率在3.8%-4.0%的较高范围内震荡，确认加息结束前短端美债更有吸引力。美元指数：欧央行9月立场动摇但加息可能仍高于美联储，经济差变化不明显，预计短期在100-103的范围内运行。尽管两者的大方向仍是向下的，需要警惕对市场对货币政策偏乐观预期不能兑现的风险。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

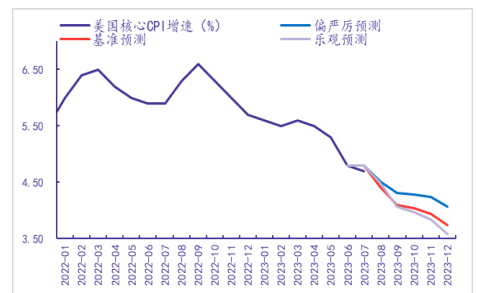
☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼、吕雷

主要风险：重要经济体增速超预期下行、通胀意外上升、市场出现严重流动性问题的风险



美国劳工数据局 (BLS) 公布 7 月消费者价格指数 (CPI)，其同比增速从 6 月的 3.0% 回升至 3.2%，低于 3.3% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 4.7%，比 6 月下行 0.1%，同样好于预期。季调环比方面，CPI 增速保持 0.2%，核心 CPI 增速同样为 0.2%。名义 CPI 在基数变动下的回升并不意外，8、9 月份预计仍保持在 3% 上方；核心环比增速符合预期，年内难以回到使美联储考虑货币政策转向的水平。

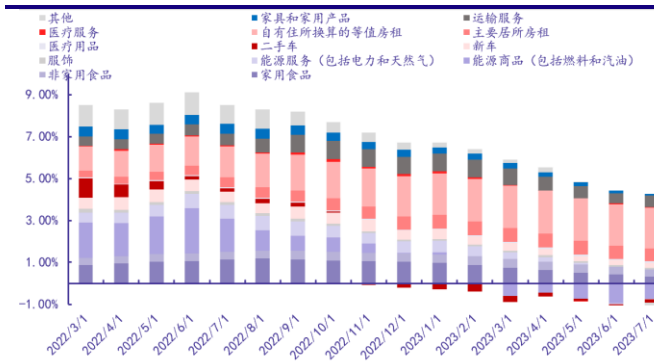
我们倾向于 (1) 名义通胀 8 月份仍存在小幅上行可能，三季度保持在 3% 以上，但四季度均值有望低于 3%。(2) 就业进一步缓和，但非农时薪增速再度出现上修，这在中期不利于通胀向 2% 目标靠拢，乐观情况下年末核心 CPI 可能回到 3.5% 附近，但基准仍在 3.8% 左右。(3) 通胀年内仍处于下行路径，但中期局势仍不明朗，核心 PCE 服务回落幅度依然较慢，暂时不能打消中期通胀背离 2% 的担忧。(4) 近期薪资数据和预测显示三季度经济增长仍然不弱、信贷没紧缩没有加速、超额储蓄仍存、居民资产的财富效应同样不利于中期通胀稳定，目前数据还不能打消进一步紧缩的悬念。(5) 本月的通胀数据稍降低了 9 月进一步加息的概率，需要观察鲍威尔在 Jackson Hole 会议的态度；但是即使美联储 9 月暂停，其仍可能延迟至 11 月加息，或保持偏鹰派使市场短期无法确认加息停止，因此我们维持紧缩周期延长的判断。

从构成来看，能源商品虽然环比回升，但高基数下依旧是重要的通缩动力，其同比降幅收窄对 CPI 回升有贡献。二手车价格的环比下行同样为名义 CPI 超预期回落做出贡献，商品继续放缓，核心服务由于教育与娱乐等项目而小幅回升，居住成本延续缓慢回落态势。季调环比方面，新车与二手车、能源服务和家居相关商品环比回落，家用食品、医疗商品和业主等价租金略有回升。

我们继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。能源三季度同比降幅由于油价反弹将收窄，带动通胀小幅回升；食品保持缓和。商品延续放缓，对通胀压力较低；居住成本同比保持缓慢下降，但环比未继续放缓。核心服务出现小幅回升，与薪资放缓较慢相符，但短期难以显著反弹。整体上，通胀年内回落趋势未变，但中期态势存疑，需要注意 PCE 与 CPI 核心服务趋势的背离。我们目前对 8 月 CPI 的预测增速为 3.3%，核心在 4.5% 左右。

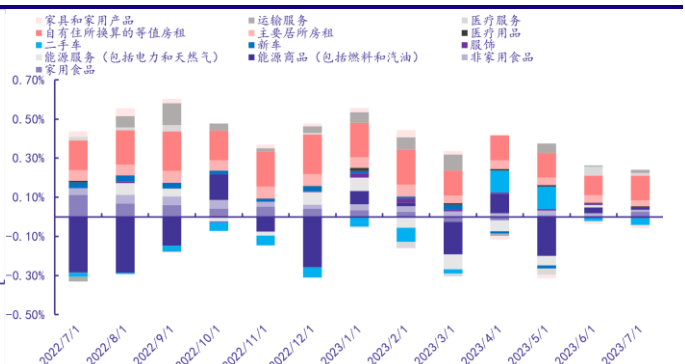
CPI 整体略好于市场预期，美股高开但随后走弱，美债更为克制且 10 年债表现不佳，美元震荡下行后出现回升。市场目前维持美联储不会进一步加息的预期，但在紧缩周期拉长的判断下，三季度资产仍面临压力。10 年美债方面，其收益率短期有较高概率在 3.8%-4.0% 的较高范围内震荡，确认加息结束前短端美债更有吸引力。美元方面，欧央行 9 月立场动摇但加息可能仍略高于美联储，经济差变化不明显，预计短期在 100-103 的范围内运行。尽管两者的大方向仍是向下的，但仍需要警惕对市场货币乐观预期不能兑现的风险。

图 1: 7 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 (%)

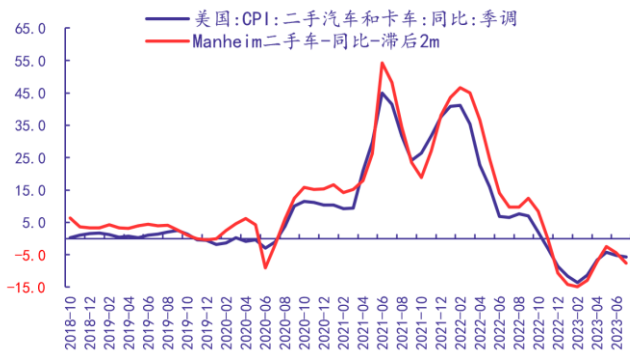


资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

(一) 能源同比通缩环比上行，商品影响依旧较低

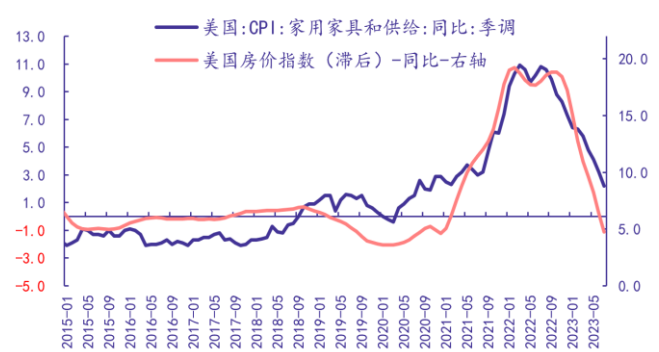
一般商品方面，二手车同比负增长 5.6%，拉动 CPI 下行 0.16 个百分点，季调环比下行 1.3%；新车同比增速 3.5%，季调环比增长-0.1%；从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格短期仍易继续回落，而新车滞后于二手车，乘用车依然难以对 CPI 形成显著的上行压力。家具和家用产品环比负增长 0.4%，季调同比增速降至 2.2%，预计跟随房价的回落保持下行。服装环比增速下行至 0%，同比处于低位。以上项目对 CPI 的同比拉动率仅稍高于 0.3%，一般商品对通胀压力不大，即使边际反弹也不会改变通胀的下行趋势。

图 3：二手车价格短期仍在通缩 (%)



资料来源：Wind, Manheim, 中国银河证券研究院整理

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落 (%)

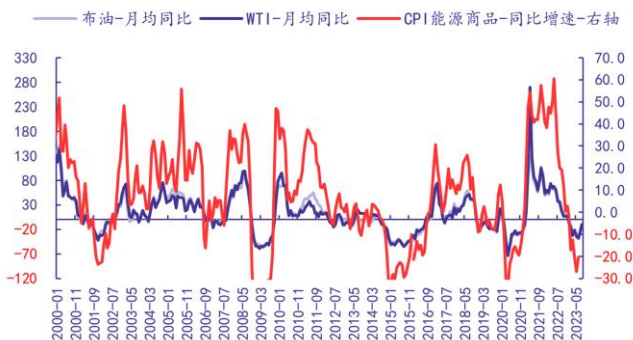


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速 0.3%，能源服务环比-0.1%，同比分别为-20.3%和-1.2%。能源商品的同比增速在基数效应下收窄降幅，但仍大幅通缩，8 月环比的上行和基数效果的减弱仍会带动名义 CPI 小幅回升。NYMEX 天然气 7 月环比回升 6.8%，但同比负增长幅度较大，此前的降幅由于滞后效果仍会进一步向能源服务传导。

食品价格环比增长略加快至 0.2%，家用食品环比回升到 0.2%，非家用食品环比降低至 0.2%。虽然环比单月波动，但食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，食品通胀同比增速回落的势头维持。从居住成本和核心服务以外的部分考虑，商品在 PMI 延续弱势、利率整体压制需求、库存去化的过程中不易产生价格压力。能源商品虽然在 8 月份有环比小幅反弹的可能，在高基数下对通胀的价格压力也不可持续。核心部分的粘性主要取决于工资带动下的核心服务和居住成本，因此非农时薪回升值得警惕。同时需要关注 PCE 价格指数和 CPI 在核心服务上的背离。

图 5：能源商品的同比低点到来，未来可能小幅回升 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6：食品价格未来还会继续回落 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

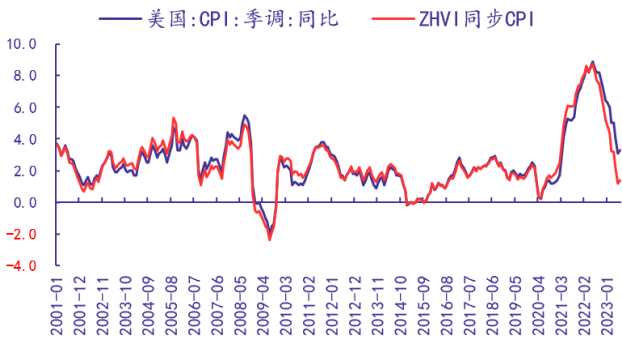
(二) 居住成本延续缓慢缓和, 服务价格回升, 但通胀仍位于回落通道

在能源价格保持通缩、食品缓和、一般商品对 CPI 影响较弱下, CPI 的主要支撑是居住成本和核心服务的涨价。7 月租金环比增速维持 0.4%, 业主等价租金稍上行至 0.5%, 这种单月回升不构成趋势, 但需要观察, 整体上居住成本的缓慢缓和还在进行中, 这依旧利于核心 CPI 和 PCE 保持逐渐回落的态势。同时, 核心通胀增速在薪资、超额储蓄、信贷和资产价格产生的财富效应的支撑下预计不易快速下行, 在更多证据支持通胀中期压力降低前, 进一步紧缩的悬念没有打消。

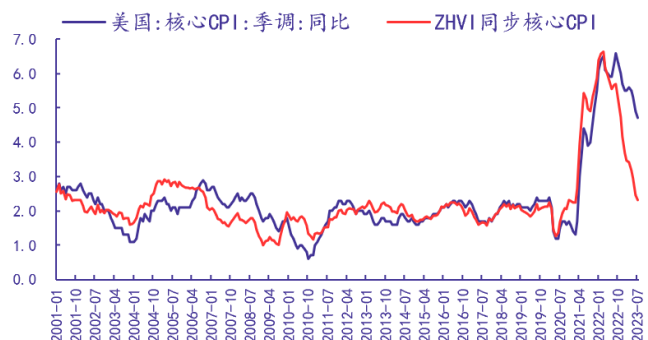
滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动在 7 月接近 2.6%, 弱化不明显。CPI 中居住成本权重过高, 相比之下 PCE 与核心 PCE 通胀的回落会更缓慢, 这也不利于美联储立刻停止加息进程。我们利用 Zillow 的房价指数 ZHVI 将 CPI 的居住成本部分修正为没有滞后的同步 CPI, 可以发现同步的名义与核心都已经接近疫情前水平, 且均回到 2% 附近, 这表明紧缩效果不弱, 短期无需过度担忧通胀出现明显的“二次反弹”。乐观情况下, 四季度 CPI 有望略低于 3%。旧金山联储近期研究也显示, 居住成本通胀有望在 2024 年中转为零增长甚至负增长, 虽然置信区间波动范围偏宽¹。不过从中长期考虑, 美国房价环比延续了回升, 将通过财富效应支持消费。

服务价格方面, CPI 的核心服务部分同比增速从前值 3.2% 回升到 3.3%, 环比保持 0.2%, 休闲服务 0.8 的环比与 6.2 的同比季调增速贡献明显。尽管服务整体也在下行, 但 7 月非农时薪增速又一次上修表明核心服务仍存压力, PCE 核心服务通胀粘性显著强于 CPI 核心服务, 背离值得警惕。核心服务如果延续走平, 将增加美联储再加息的概率。

图 7: 去除居住成本滞后效应后, 名义通胀已经回到低水平 (%) 图 8: 核心 CPI 将居住成本同步后也将显著下降 (%)

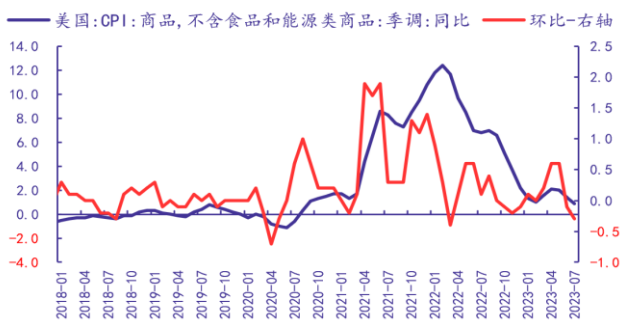


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理



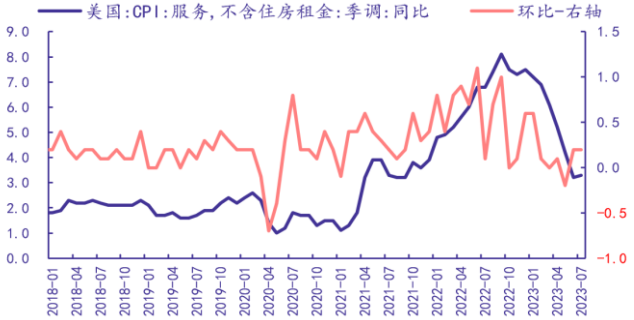
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 9: 核心商品增速已经较低, 短期不构成压力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: CPI 核心服务已经连续下降, 但这与 PCE 核心服务走势背离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

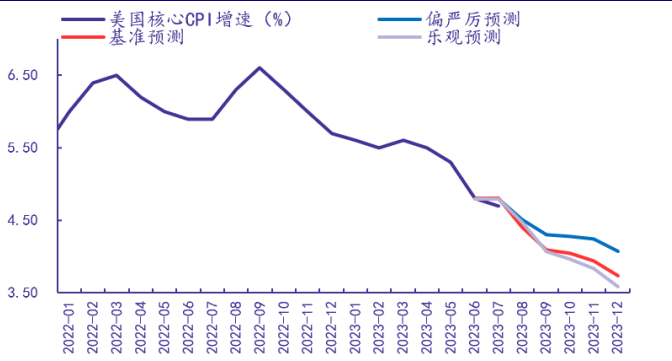
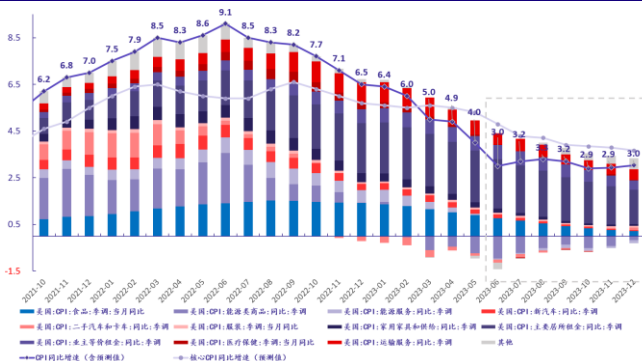
¹ Where Is Shelter Inflation Headed? | San Francisco Fed (frbsf.org)

(三) 目前的数据较难在三季度打消美联储进一步紧缩的悬念

此前判断促使美联储在三季度加息的因素主要是两方面：(1) 美联储因担忧通胀反弹倾向于矫枉过正的姿态，金融稳定下，经济短期也可以承受更高的利率。(2) 在中期使通胀高于 2% 目标的证据近期有所加强：虽然超额储蓄在消耗，但是薪资回落速度略慢于预期、消费信贷没有加速收紧、房价的环比回升叠加股指恢复带来的财富效应都会支撑未来的通胀增速。这两个逻辑并未因通胀在预期范围内的回落发生变化。同时，我们并不认为通胀短期存在显著反弹的可能。

7 月核心通胀的回落增加了美联储 9 月暂停加息的可能，但不能排除 9 月的紧缩。从拉长紧缩周期的角度考虑，美联储也可以接受 11 月份再度加息的选项，届时也可以根据美国三季度经济增长和更多的数据进行决断。因此，7、8 月份的数据较难在三季度使美联储进一步紧缩的悬念消散。这种拉长的紧缩周期对应着三季度股债资产更大的压力。美股前期的快速上行并未完全定价更长的紧缩周期，业绩的弱化和相关技术指标也产生了回落的压力。长端美债在紧缩周期拉长下存在浮亏可能，且财政部加大长债发行也对收益率形成支撑，市场可能更热衷于短债。美元指数仍以震荡为主，欧央行 9 月加息的概率目前高于美联储，但美国经济强于欧元区形成的支撑。

图 11: 核心通胀阻碍降息, 如果油价走弱和 CPI 回落幅度更大 图 12: PCED 的核心服务走平, 此趋势似乎比 CPI 核心服务更可靠

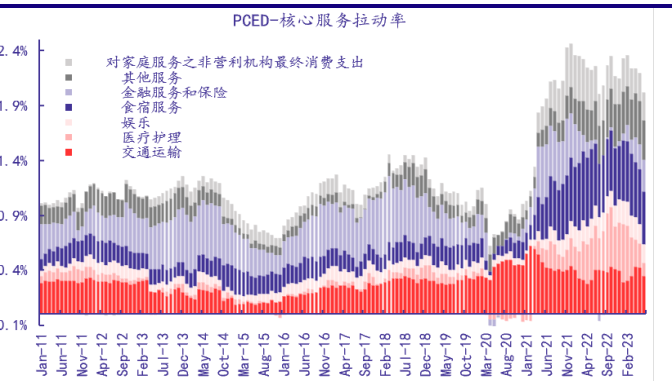
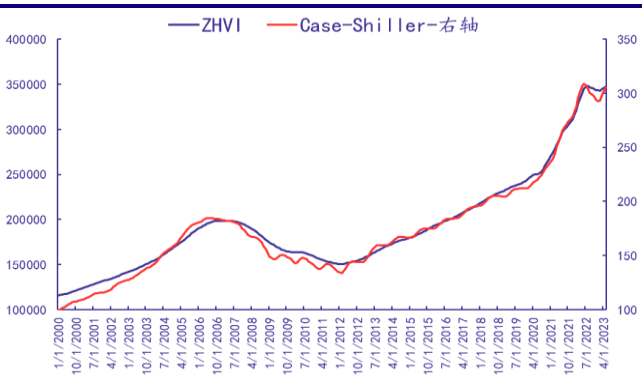


资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 13: 房价环比延续回升, 这将增大中期通胀压力 (%)

图 14: PCED 核心服务韧性依然不弱, 需要保持警惕



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: BEA, 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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

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院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn