

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师：谭浩弘

执业证号：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

北京时间 8 月 10 日,美国 7 月通胀数据公布。7 月美国 CPI 同比增速录得 3.2%，低于市场预期的 3.3%；核心 CPI 同比增速录得 4.7%，低于市场预期的 4.8%。美国通胀数据再次低于预期，但是实际情况可能不如表面那样乐观。

➤ 二手车与医疗服务拖累 7 月美国 CPI，能源通胀维持弱势。

二手车和医疗服务对美国核心 CPI 拖累明显。

7 月美国二手车通胀环比增速为-1.3%，较 6 月的-0.5%后继续下行。同时，7 月 CPI 医疗服务分项环比增速为-0.4%，明显低于 6 月的 0%。尽管 7 月医疗商品和运输服务分项环比增速都有所抬升，但仍无法对冲二手车和医疗服务的影响。

7 月美国能源通胀小幅反弹，但仍处于低位。

由于高基数效应减弱，7 月能源商品分项同比增速反弹至-12.3%，仍是 CPI 增速的拖累项。7 月能源服务分项同比增速则是继续下行至-1.2%。

➤ 美国通胀快速放缓的“蜜月期”或已过去。

2022 年末以来，美国通胀增速快速下降，CPI 同比增速从 2022 年 9 月的 8.2% 降至 2023 年 7 月的 3.3%，同期核心 CPI 同比也从 6.6% 下降至 4.7%。

这段时间里，二手车和能源是带动美国通胀快速放缓的“中坚力量”；在 2023 年 Q2，美国房租通胀也开始见顶回落。但目前，这些积极因素的作用正不断趋弱。

首先，随着能源价格的反弹和基数变低，美国能源通胀或将迎来向上拐点。美国汽油零售价格的同比增速非常稳定地小幅领先于美国 CPI 能源商品分项的同比。随着近期国际原油价格的反弹，以及汽油价格基数的下降，近期美国汽油零售价同比增速显著反弹，这意味着未来美国能源通胀或重新上行。

第二，二手车通胀的回落开始放缓。美国二手车通胀的前瞻指标，Manheim 二手车价格指数同比的下降速度在 2023 年 7 月看到了放缓迹象。这或意味着未来二手车对核心通胀的拖累也在边际减弱。

最后，7 月房租通胀回落速度并不理想。美国 CPI 住房租金分项环比增速已经连续两个月为 0.4%，而 0.4% 的环比增速年化后将接近 5%。作为美国 CPI 中权重最大的分项，住房租金环比维持在 0.4% 的环比增速显然是不可接受的。

➤ 海外市场或迎来一段流动性“逆风”。

根据市场交易的通胀掉期数据，截至 8 月 10 日，投资者对未来美国一年的通胀预期为 2.37%。但正如我们所分析，美国通胀增速回落最快的时候大概率已经过

相关研究

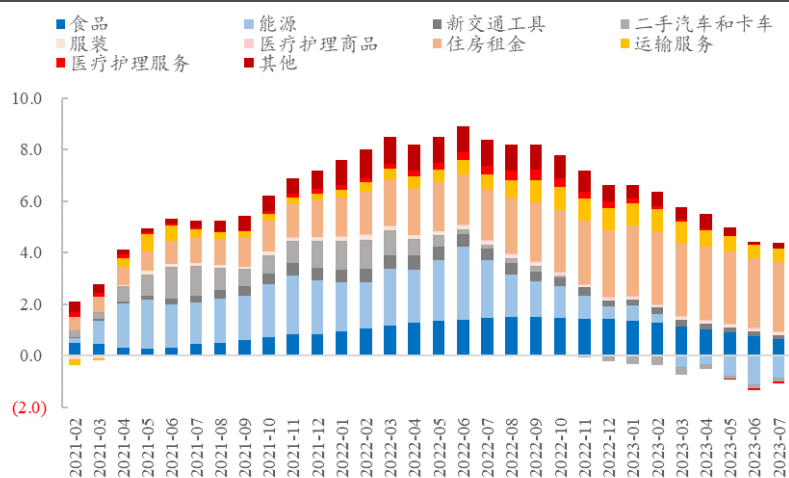
- 1.2023 年 7 月物价数据点评：如何看待 CPI 和 PPI 同比双负-2023/08/09
- 2.宏观专题研究：还能用票据利率预测信贷么？-2023/08/09
- 3.2023 年 7 月出口数据点评：又见出口大波动-2023/08/09
- 4.大宗框架系列研究（一）：未来铜价走势？解析铜博士-2023/08/08
- 5.全球大类资产跟踪周报：市场预期分化-2023/08/06

去。同时，据我们测算，即使未来每个月美国 CPI 环比增速仅维持在 0.1%的水平，在 2023 年底，CPI 同比增速仍会维持在 3.55%。也就是说，市场目前对于未来美国通胀回落的速度恐怕太过乐观。

在面临经济硬着陆后的真正降息前，市场恐怕需要先经历一段流动性的重新收紧，具体或体现为美国通胀粘性带来的降息预期推迟。这种情况下，中长端美债利率可能仍会停留在高位一段时间，美元指数的反弹风险已不可忽视。

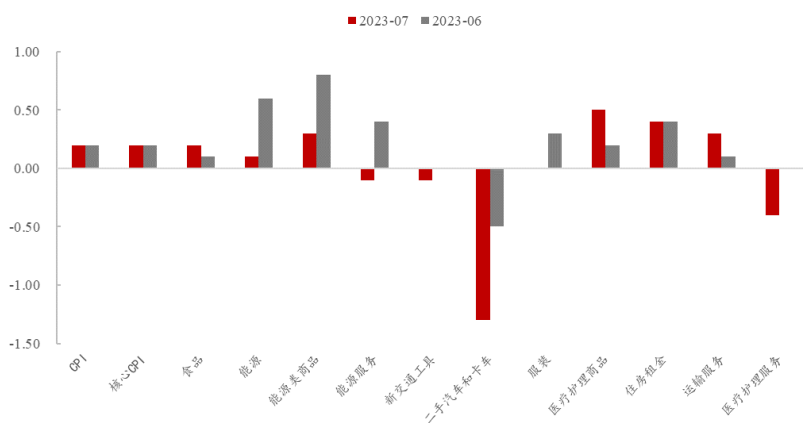
➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。

图1：美国各通胀分项对 CPI 同比增速的贡献（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美国 CPI 分项环比增速（单位：%）



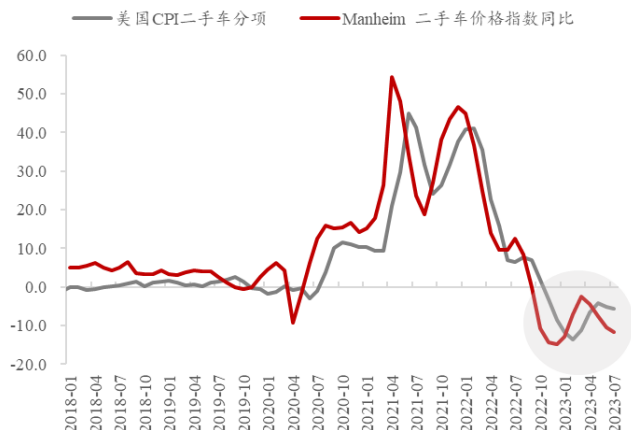
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：汽油价格显示未来能源通胀或反弹（单位：%）



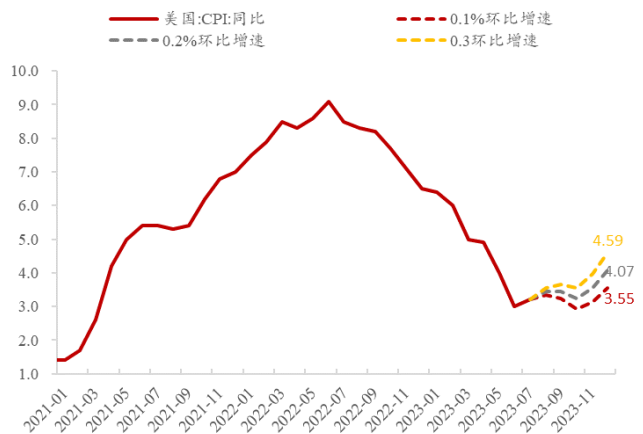
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：二手车通胀的回落开始放缓（单位：%）



资料来源：Wind，Bloomberg，民生证券研究院

图5：不同环比增速假设下美国CPI同比走势(单位:%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：美国1年期通胀掉期利率（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026