

美国7月CPI点评：降幅达预期，风险点犹存



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点:

美国7月整体通胀3.2%，环比0.2%，降幅达预期。核心CPI同比4.7%（前值4.8%），环比0.2%，符合预期。对降通胀贡献最大的分项如下：核心商品环比再降至-0.3%，同比0.8%，其中二手车（-1.3%），新车（-0.1%）为7月CPI主要拖累项。核心服务中机票连续两月环比-8.1%，医疗服务指数整体再降（-0.4%），助力核心服务降温。

住房增幅放缓（+0.4%），同比回落但整体仍在高位（7.7%）。住房为7月CPI的最大拉动项：业主等价租金环比增长0.5%，同比小幅回落至7.7%。主要住所租金环比增长0.4%，同比8%。向前看，住房两项均按Zillow对应房价、房租指标回落，预计到年底还能对当前整体CPI产生约-0.45%的贡献，利于核心服务降温。

原油价格大幅反弹，相关能源CPI价格上升趋势明显。燃油（+3%）、汽油（+0.2%）、天然气（+2%）环比均有增加，但总体增幅由于（1）电力服务价格环减（-0.7%）、（2）美国汽油零售价滞后国际油价，因此总体能源仅增0.1%（前值+0.6%），并未完全反映7月原油价格涨幅（WTI，+15%）。未来能源价格上行可能给通胀数据带来更多压力。

除住房外，部分核心服务指数仍具韧性。7月交通服务环比增长0.3%，同比回升至9%，系机动车保险、机动车维修向上拉动。受暑期服务业活跃度回升和劳动力成本影响，娱乐（+0.8%）、教育通讯服务（+0.3%）等核心服务通胀仍较高，未来应持续关注劳动力市场走向。

市场认可7月美国CPI降温幅度，9月不加息预期概率达90%。展望下半年，美国降通胀主要依赖二手车等耐用品保持下降趋势，住所价格沿预期下行，主导整体CPI降温。未来通胀上行风险则需关注住房高位、油价回升、核心服务粘性在单月积聚的可能。总体来看，美国通胀表现良好，加息压力逐步缓解，年内或不再加息。

风险提示：美联储货币政策超预期。

相关报告

7月金融数据点评：政策端发力必要性进一步凸显

2023.08.14

7月进出口数据解读：筑底震荡期，关注结构性调整

2023.08.14

7月通胀数据解读：PPI触底意味着什么？

2023.08.10

目 录

1. 通胀：7 月 CPI 降幅达预期.....	4
2. 能源：油价触底反弹，未来或牵制降通胀.....	6
3. 住所：房价房租双高，但价格如期下行	7
4. 超级核心 CPI：环比转负，持续下行	8
4.1 核心商品：二手车价格进一步下行.....	8
4.2 核心服务：小幅回升，关注劳动力成本走势	8
5. 市场影响：9 月不加息预期占主导	9
6. 风险提示	9

图目录

图 1	美国最近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	4
图 2	美国 6 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 7 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 4	美国商品 CPI 及其结构 (%)	5
图 5	美国商品 CPI 及其结构 (% , 不含能源商品)	5
图 6	美国服务业 CPI 及其结构 (%)	5
图 7	美国服务业 CPI 及其结构 (% , 不含能源服务)	5
图 8	美国 7 月汽油零售价涨幅不及原油 (美元)	6
图 9	美国能源、机票与 WTI 原油价格同比 (%)	6
图 10	航空煤油价格回升牵制机票价格跌幅	6
图 11	2023 年至今 WTI 原油价格持续回升 (美元/桶)	6
图 12	住所价格指数仍在高位, 为 7 月 CPI 最大拉动项 (%)	7
图 13	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	7
图 14	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	7
图 15	Manheim 二手车指数指示二手车 CPI 或将继续下跌 (%)	8
图 16	美国时薪降速明显慢于物价, 实际时薪同比回正 (%)	8
图 17	美国 7 月 CPI 数据公布后, 芝商所以对 9 月不再加息的预期增加	9

1. 通胀：7月CPI降幅超预期

美国7月整体通胀3.2%，主要依赖核心商品降价抑制通胀。美国7月整体CPI同比在去年同期的低基数下小幅反弹至3.2%，略低于预期（3.3%），前值3%。核心CPI比上月小幅下降0.1%，同比4.7%，符合预期。本月整体和核心CPI环比再次控制在0.2%，释放通胀降温的信号。其中核心商品7月环比再降至-0.3%，同比0.8%。核心商品中二手车环比-1.3%，自上月价格负增长-0.5%后再降。新车价格基本持平，环比向下小幅波动至-0.1%（前值0%）。新旧车共占整体CPI的6.8%，约占核心商品32%，为7月CPI主要拖累项。

核心服务方面，住房为7月CPI的最大拉动项，占7月整体CPI增长的90%以上。住房价格环比增长0.4%，与前值持平，同比小幅回落至7.7%，前值7.8%。业主等价租金（占比25.54%）环比增长0.5%，同比小幅回落至7.7%。主要住所租金（占比7.57%）环比增长0.4%，同比8%。以上两项住房指数反映住房同比下行但降幅较缓，整体价格仍在高位。由于住房占整体CPI权重高达34%，且劳工部持续上调住房占比，住房价格高位将继续向上拉高CPI，牵制核心服务降温。7月核心服务（含住房）环比小幅回升至0.4%，前值0.3%，未来核心服务通胀降温基本取决于住房价格降温的速度。

除住房外，其他核心服务环比增长0.2%，与上月持平。其中机票价格持续下降，连续两月环比-8.1%，系前期油价下跌的滞后效应导致，未来还有一定下降空间，但仍需关注航空煤油价格涨幅。医疗服务指数整体再降，环比-0.4%，主要系医院门诊、住院服务指数和医疗保险指数回落向下拉动。从向上拉动项来看，机动车保险、机动车维修延续其增长趋势，7月交通服务环比增长0.3%，同比回升至9%。受暑期服务业活跃度回升和劳动力成本影响，娱乐（+0.8%）、教育通讯服务（+0.3%）等核心服务通胀仍较高。

图1 美国最近半年CPI分项权重、同环比及趋势（%）

权重(%)	项目	环比趋势	环比(%, SA)						同比趋势	同比(%, NSA)					
			Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023	Mar. 2023	Feb. 2023		Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023	Mar. 2023	Feb. 2023
100.00%	CPI		0.2	0.2	0.1	0.4	0.1	0.4		3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0
13.40%	食品		0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	0.4		4.9	5.7	6.7	7.7	8.5	9.5
8.58%	在家就餐		0.3	0.0	0.1	-0.2	-0.3	0.3		3.6	4.7	5.8	7.1	8.4	10.2
4.82%	在外就餐		0.2	0.4	0.5	0.4	0.6	0.6		7.1	7.7	8.3	8.6	8.8	8.4
6.95%	能源		0.1	0.6	-3.6	0.6	-3.5	-0.6		-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4	5.2
3.67%	能源商品		0.3	0.8	-5.6	2.7	-4.6	0.5		-20.3	-26.8	-20.4	-12.6	-17.0	-1.4
3.42%	汽油		0.2	1.0	-5.6	3.0	-4.6	1.0		-19.9	-26.5	-19.7	-12.2	-17.4	-2.0
0.11%	燃油		3.0	-0.4	-7.7	-4.5	-4.0	-7.9		-26.5	-36.6	-37.0	-20.2	-14.2	9.2
3.28%	能源服务		-0.1	0.4	-1.4	-1.7	-2.3	-1.7		-1.1	-0.9	1.6	5.9	9.2	13.3
2.57%	电力		-0.7	0.9	-1.0	-0.7	-0.7	0.5		3.0	5.4	5.9	8.4	10.2	12.9
0.71%	天然气		2.0	-1.7	-2.6	-4.9	-7.1	-8.0		-13.7	-18.6	-11.0	-2.1	5.5	14.3
79.65%	核心CPI		0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5		4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5
21.32%	核心商品		-0.3	-0.1	0.6	0.6	0.2	0.0		0.8	1.3	2.0	2.0	1.5	1.0
4.27%	新车		-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.4	0.2		3.5	4.1	4.7	5.4	6.1	5.8
2.57%	二手车		-1.3	-0.5	4.4	4.4	-0.9	-2.8		-5.6	-5.2	-4.2	-6.6	-11.2	-13.6
2.53%	服饰		0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8		3.2	3.1	3.5	3.6	3.3	3.3
1.46%	医疗商品		0.5	0.2	0.6	0.5	0.6	0.1		4.1	4.2	4.4	4.0	3.6	3.2
58.33%	核心服务		0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6		6.1	6.2	6.6	6.8	7.1	7.3
34.73%	住房		0.4	0.4	0.6	0.4	0.6	0.8		7.7	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1
5.92%	交通		0.3	0.1	0.8	-0.2	1.4	1.1		9.0	8.2	10.2	11.0	13.9	14.6
6.38%	医疗		-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.5	-0.7		-1.5	-0.8	-0.1	0.4	1.0	2.1

资料来源：BLS，联储证券研究院

非核心方面，7月原油价格大幅反弹，相关能源CPI价格上升趋势明显。燃油环比首次转正至3%，前值-0.4%；汽油环比增长0.2%，比前值1%有所放缓但仍维持高位；天然气服务环比首次转正至2%，前值-1.7%。由于电力服务价格回落（环比-0.7%，占比2.57%）抵消部分原油价格影响，能源总体环比增长0.1%，较前值0.6%有所放缓，并未完全反映7月油价涨幅。未来能源价格上行可能给8月通胀数据带来更多压力。

7月食品价格环比小幅回升但同比稳降，劳动力成本居高成外食通胀隐忧。食品分

项中在家就餐指数环比向上波动至0.3%，同比降至3.6%，持续稳步降温。在外就餐则展示出更多韧性，7月环比走高至0.2%，同比仍有7.1%（前值7.7%）。在外就餐指数难降可能受服务业劳动力成本依然较高影响，降幅有限。强就业将不利于餐饮业通胀降温。

图2 美国6月CPI分项相对重要性及同环比（%，NSA）

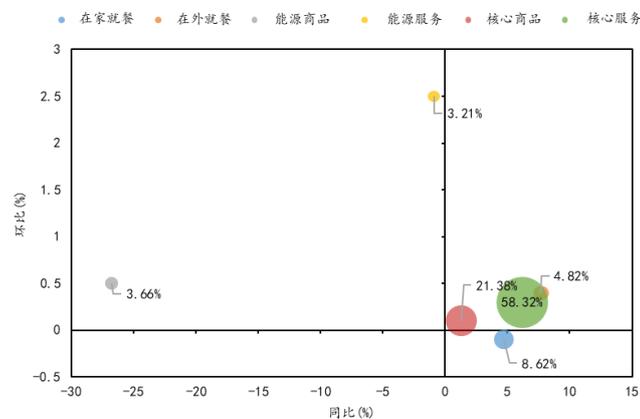
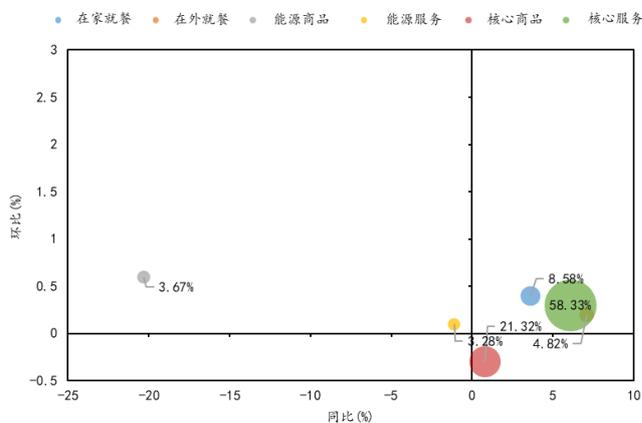
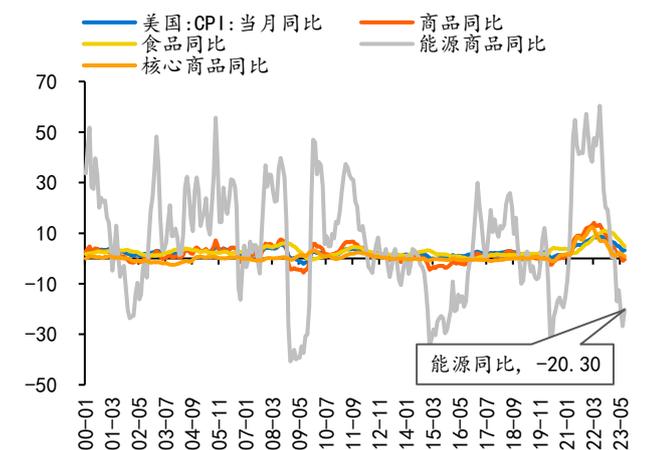


图3 美国7月CPI分项相对重要性及同环比（%，NSA）



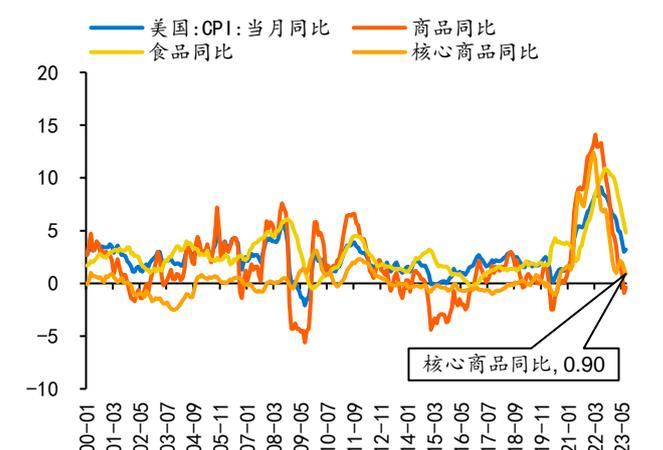
资料来源：BLS，联储证券研究院

图4 美国商品CPI及其结构（%）



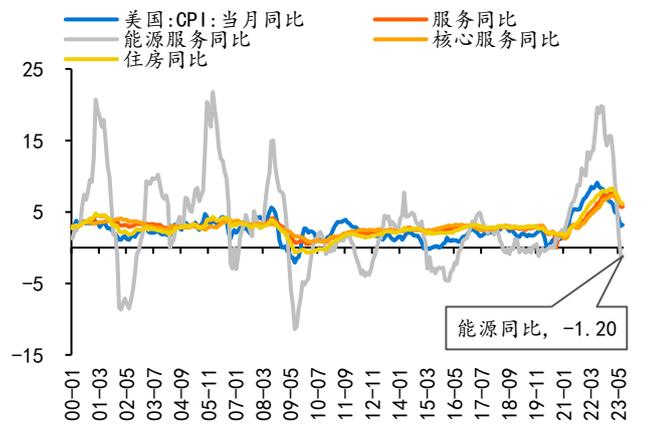
资料来源：BLS，联储证券研究院

图5 美国商品CPI及其结构（%，不含能源商品）



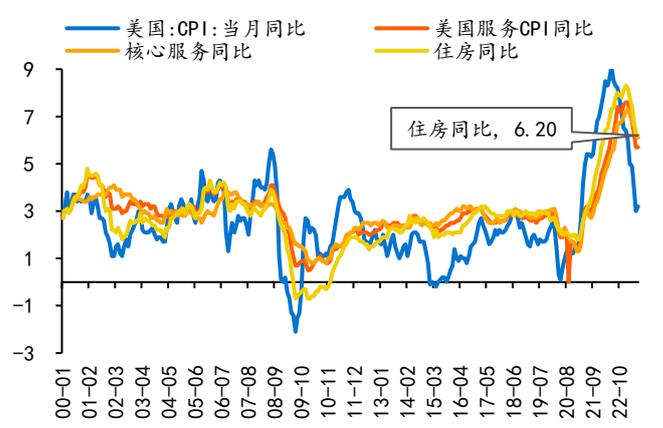
资料来源：BLS，联储证券研究院

图6 美国服务业CPI及其结构（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图7 美国服务业CPI及其结构（%，不含能源服务）



资料来源：BLS，联储证券研究院

2. 能源：油价触底反弹，未来或牵制降通胀

7月能源CPI涨幅不及WTI原油，未完整体现油价上行压力。7月能源CPI回升：燃油(+3%)、汽油(+0.2%)、天然气(+2%)环比均有增加，但总体增幅由于(1)电力服务价格环减(-0.7%)、(2)美国汽油零售价滞后国际油价，因此总体能源仅增0.1%(前值+0.6%)。7月美国汽油零售价上涨\$0.62/加仑，涨幅仅有约6.2%，而WTI原油日频数据从6月30日\$69.86回升至7月31日\$80.58(+\$10.72/桶)，月增幅超15%。

从趋势来看，能源价格对美国CPI影响彻底转正，后续关注油价上行风险。WTI月频数据同比和能源CPI均可见6月油价触底，7月各数据同比抬头。至8月11日，WTI继续升高至\$82.82，领先指示8月能源CPI可能还有一定上行空间。结合近期OPEC减产，能源供给偏紧，以及尚未解除的地缘政治风险，下半年美国能源价格回升速度成为通胀走向关键之一。

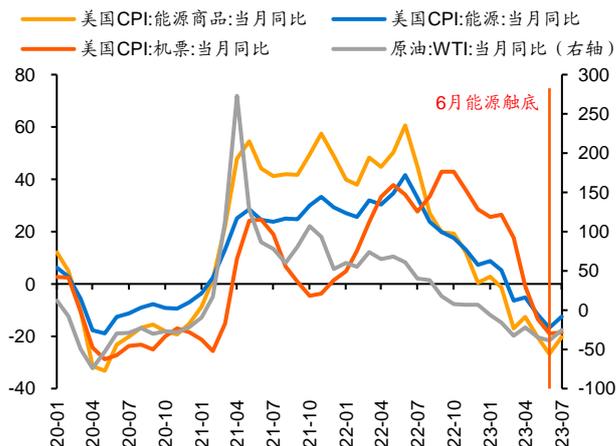
7月机票环比再减(-8.1%)，但油价快速回升或牵制其未来下跌空间。机票虽在服务业分项下，但其与原油、能源价格密切相关。从趋势上看，机票价格走势滞后油价，且暑期航班增多，近期票价正在下行区间中，“接棒”能源CPI拖累美国通胀。然而原油价格回升快牵连航空煤油价格回升(7月煤油环比+11.5%)，7月机票同比小幅回升至-18.6%(前值-18.9%)，未来降幅空间有限。随着油价回升、暑期尾声将近，机票价格同比或触底回升，不再向下拖累核心服务。

图8 美国7月汽油零售价涨幅不及原油(美元)



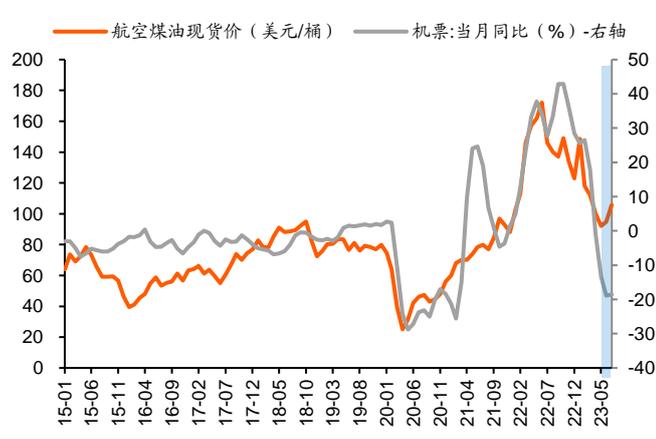
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图9 美国能源、机票与WTI原油价格同比(%)



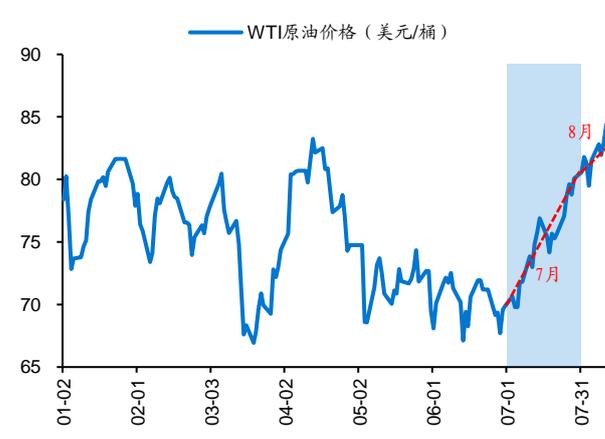
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图10 航空煤油价格回升牵制机票价格跌幅



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图11 2023年至今WTI原油价格持续回升(美元/桶)

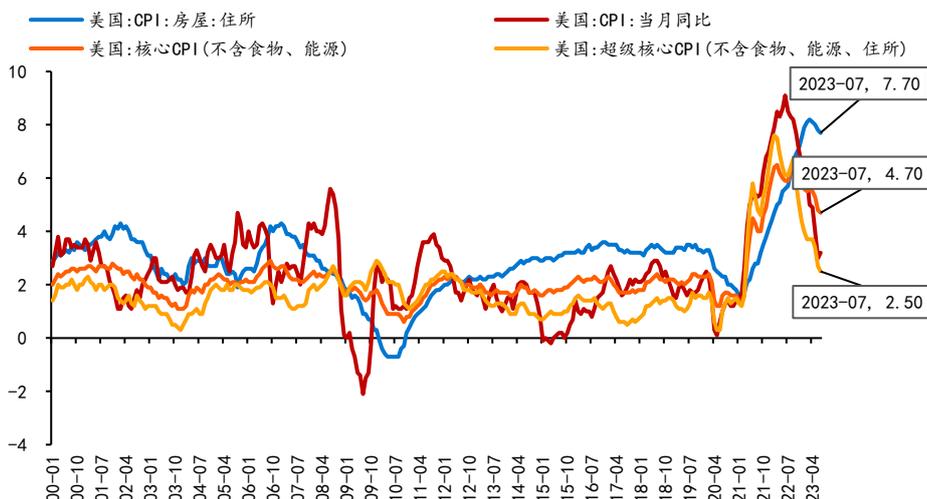


资料来源：同花顺，联储证券研究院

3. 住所：房价房租双高，但价格如期下行

住所指数（占比 34%）边际降幅小，7 月同比增长 7.7%（前值 7.8%），环比增长同前（+0.4%），为 7 月 CPI 的最大拉动项。业主等价租金（OER）同比回落至 7.7%（-0.1%），主要住所租金回落至 8%（-0.3%）。住所 CPI 滞后总量 CPI，今年 3 月迎来拐点后连续回落，但幅度有限。7 月核心 CPI 同比 4.7%，“超级核心” CPI（即核心 CPI 再去除住所）同比则下探至 2.5%，两者之差完全系住所价格高位向上拉动影响。

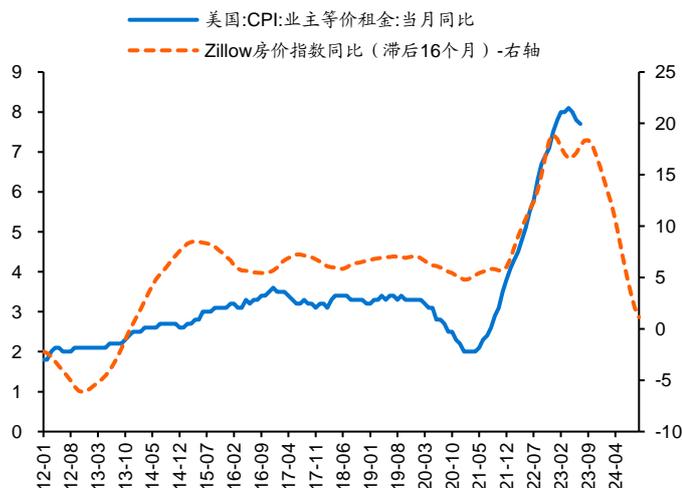
图12 住所价格指数仍在高位，为 7 月 CPI 最大拉动项（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

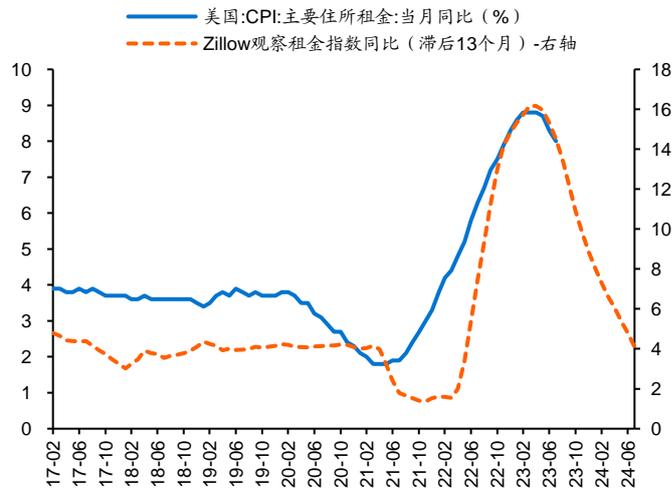
住所指数按房价、房租领先指数预测路径缓步下行。美国 Zillow 房价指数领先业主等价租金（OER）16 个月，预计年底 OER 指数可能下探至 7%左右。Zillow 观察租金指数领先主要住所租金（RPR）13 个月，对应 RPR 可能下探至约 5%。到年底，两项合计还能对整体 CPI 产生约-0.45%的贡献，对核心产生-0.36%贡献。房价指数展示未来房价下跌空间和持续时间：房租 CPI 下行终点至少在 3%左右，且下行持续时间至少至 2024 年年底。未来美国住所价格对 CPI 的作用将在中长期由向上拉动转为向下拖累。

图13 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月（%）



资料来源：Zillow，同花顺，联储证券研究院

图14 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月（%）



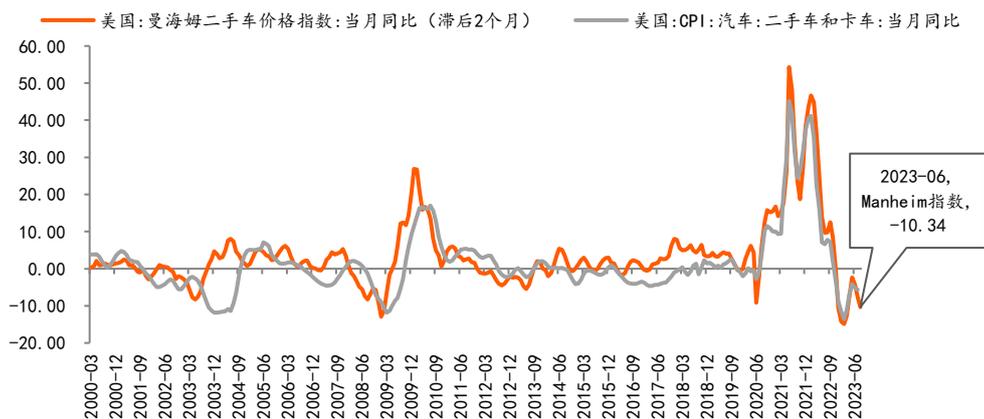
资料来源：Zillow，同花顺，联储证券研究院

4. 超级核心 CPI: 环比转负, 持续下行

4.1 核心商品: 二手车价格进一步下行

新车二手车指数向下波动拖累 CPI。随着美国汽车需求降温, 新车 CPI 环比-0.1%, 前值 0%, 同比再减至 3.5% (-0.6%)。二手车 CPI 环比持续走低至-1.3%, 前值-0.1%, 同比跌至-5.6%, 前值-5.2%。Manheim 二手车指数领先 CPI 二手车分项约 2 个月。6 月 Manheim 二手车批发价同比继续走低至-10.34%, 预计未来二手车 CPI 将随之下行, 为 8 月 CPI 降温再作贡献。

图15 Manheim 二手车指数指示二手车 CPI 或将继续下跌 (%)

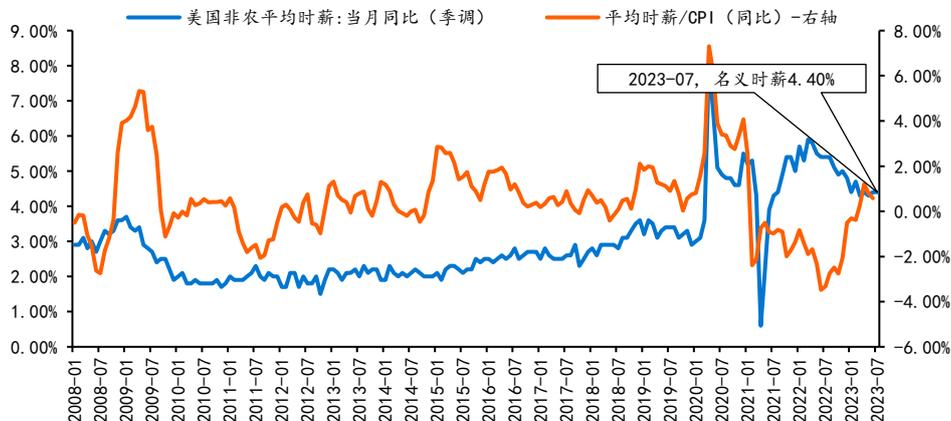


资料来源: Manheim, 同花顺, 联储证券研究院

4.2 核心服务: 小幅回升, 关注劳动力成本走势

除住房外, 7 月其他核心服务中教育通讯和娱乐指数均现粘性。7 月非农数据显示美国平均时薪降速缓于 CPI, 劳动力成本较高, 反映至 7 月核心服务通胀环比小幅回升。其中, 娱乐服务指数环比再增加 0.8%, 前值 0.5%, 同比仍超 6%, 主要系暑期体育赛事门票价格上浮拉动。教育和通讯服务指数环比转正至 0.3%, 前值-0.3%, 主要系教育服务拉动。另外, 食品分项下在外就餐指数同比仍超 7%, 也与劳动力成本回升有关。

图16 美国时薪降速明显慢于物价, 实际时薪同比回正 (%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

5. 市场影响：9 月不加息预期占主导

展望下半年，美国通胀住房高位、油价回升、核心服务粘性仍有可能在单月积聚，拖缓政策宽松节奏。由于统计滞后性，住房 CPI 仍在高位，且领先指数暗示其降温战线较长，速度较缓。受原油价格影响，能源价格环比回升，机票价格下行空间受限。核心服务方面，暑期服务业活跃度小幅回升叠加工资滞涨压力，仍具粘性。下半年美国降通胀主要依赖二手车等耐用品保持下降趋势，住所价格沿预期下行，主导整体 CPI 降温。

继非农走弱后，市场再次认可 7 月美国 CPI 降温幅度，数据公布后 9 月不加息预期概率达 90%。近期美国降通胀表现较好，粘性较弱的分项（如核心商品）继续下行，尚在高位的分项（如住房、其他核心服务）已经转弱，通胀压力逐步缓解。6-7 月 CPI 连续回落，减轻美联储收紧货币政策的压力，下半年或不再加息。

图17 美国 7 月 CPI 数据公布后，芝商所对 9 月不再加息的预期增加

截至8.11	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0.00%	0.00%	2.00%	1.70%	1.10%	0.50%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
550-575	0.00%	10.00%	25.80%	22.80%	15.40%	8.00%	1.50%	0.80%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
525-550	100.00%	90.00%	72.30%	66.40%	51.10%	32.50%	11.00%	6.60%	2.10%	0.60%	0.20%	0.10%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	9.10%	29.20%	40.60%	33.50%	23.20%	10.30%	3.60%	1.50%	0.60%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.20%	16.70%	37.70%	35.80%	26.00%	13.20%	6.70%	3.10%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	14.90%	25.30%	33.40%	27.30%	17.70%	10.10%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	7.60%	21.30%	31.20%	28.60%	21.10%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	6.00%	18.60%	27.10%	28.20%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	5.00%	14.20%	23.20%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	3.60%	10.90%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	2.60%
300-325	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%

资料来源：CME，联储证券研究院

6. 风险提示

美联储货币政策超预期。

免责声明

联储证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000