

## 总量研究

## 美国通胀超预期回落，美联储是否因此转鸽？

## ——2022年7月美国CPI数据点评

## 要点

## 事件：

美国2022年7月CPI同比增8.5%，前值9.1%，市场预期8.8%；季调后CPI环比0%，前值1.3%，市场预期0.2%。

核心CPI同比增5.9%，前值5.9%，市场预期6.1%；季调后核心CPI环比增0.3%，前值0.7%，市场预期0.5%。

截至8月10日收盘，10年期美债收益率下行2bp至2.78%，三大股指普涨，标普500指数涨2.13%，纳斯达克指数涨2.89%，道琼斯工业指数涨1.63%。

## 核心观点：

美国7月CPI超预期回落。季调后环比看，汽油(-7.7%)、燃油(-11%)价格回落为主要拖累项；住宅(+0.5%)、食品(+1.1%)仍然是主要支撑。数据公布后，市场快速下调美国政策利率预期：9月议息会议加息75bp的概率回落至42.5%，加息50bp概率升至57.5%。向前看，商品、服务、劳动力的供需结构修复缓慢，推升通胀粘性，叠加长期通胀预期仍维持在较高水平，过早放缓加息有可能无法有效抑制通胀，对经济不利。因此，若8月非农保持韧性、通胀粘性维持高位，则美联储很有可能在9月继续激进加息。

## 通胀不及预期，汽油价格是关键

7月能源价格季调后环比降4.6%（6月环比升7.5%），主要受燃油(-11%)、汽油(-7.7%)价格影响。受原油价格回落影响，汽油和柴油零售价格自6月下旬起开始回落，汽油零售价格7月均值较6月下行0.35美元/加仑至4.4美元/加仑；零售柴油价格下行0.27美元/加仑至5.49美元/加仑。另外，截至8月8日，汽油和柴油零售价格呈持续回落态势，显示其对8月通胀数据的贡献也大概率负。

原油方面，经历了6月下旬以来的持续调整，原油的金融属性明显转弱、地缘政治属性影响边际收敛，开始回归商品属性。而当前因原油供给增量有限，导致原油供需仍将处于紧平衡状态，下半年原油价格震荡中枢可能在90美元/桶附近。因此，向前看，原油价格对汽油和柴油价格的影响将区域回落，能源项对通胀环比的作用将从贡献项转化为拖累项。

## 通胀粘性仍然较高，预计9月美联储仍将激进加息

本次通胀数据超预期回落，市场迅速下调美联储加息预期。Fed Watch数据显示，9月加息75bp的概率自8月9日的68%迅速回落至8月10日42.5%。

然而，商品、服务、劳动力市场的供需结构修复缓慢，推升通胀粘性；长期通胀预期仍然维持在较高水平，过早放缓加息有可能无法有效抑制通胀，对长远经济不利；以史为鉴，美联储控制通胀的最佳方式就是，坚定不移维持紧缩政策。9月议息会议前，还将公布8月的通胀以及非农数据，若非农持续超预期，通胀粘性维持高位，则显著抬升9月加息75bp的概率。

## 风险提示：俄乌冲突持续发酵冲击经济预期；通胀发展超预期。

## 作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

## 相关研报

美联储如期加息，最鹰时刻正在过去——2022年5月美联储议息会议点评（2022-05-05）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022年3月美国CPI数据点评（2022-04-13）

缩表将近，加息不止——2022年3月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022年3月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

近期美债收益率跳升的三大原因——《美联储观察》系列第七篇（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022年3月美联储议息会议点评（2022-03-17）

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022年2月美国CPI数据点评（2022-03-11）

## 目 录

1、 通胀不及预期，汽油和燃油价格是关键.....	3
2、 通胀粘性仍然较高，预计美联储仍将激进加息 .....	6
3、 风险提示.....	8

## 图目录

图 1： 7 月 CPI 同比增速回落至 8.5% .....	3
图 2： 7 月核心 CPI 环比增速回落.....	3
图 3： 家庭食品环比增速小幅回落，供需紧平衡是主导 .....	4
图 4： 谷物类期货收盘价自 7 月下半月起回落.....	4
图 5： 布伦特原油持续处于现货溢价，显示原油供需紧平衡.....	5
图 6： 汽油和柴油零售价自 6 月下旬开始快速回落 .....	5
图 7： Apartment List 房租指数环比上行速度开始回落.....	5
图 8： 房屋价格指数仍在上行，引导租金价格上行 .....	5
图 9： 9 月加息 75bp 预期回落 .....	6
图 10： 粘性 CPI 与截尾 CPI 同比均显示价格普遍上涨的压力.....	6
图 11： 长期通胀预期持续上行.....	7
图 12： 整体非农时薪同比增速仍在高位.....	7
图 13： 1973-1976 年间，因经济走弱，美联储提前降息，导致通胀持续较长时间（单位：%） .....	8
图 14： 1979-1987 年，保罗·沃尔克主席维持政策利率高于通胀，并成功控制通胀（单位：%） .....	8

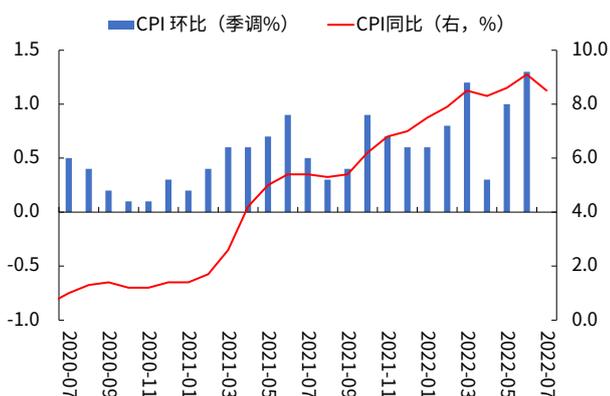
## 表目录

表 1： 2022 年 5 月-2022 年 7 月 CPI 同比和环比分项 .....	3
--	---

## 1、通胀不及预期，汽油和燃油价格是关键

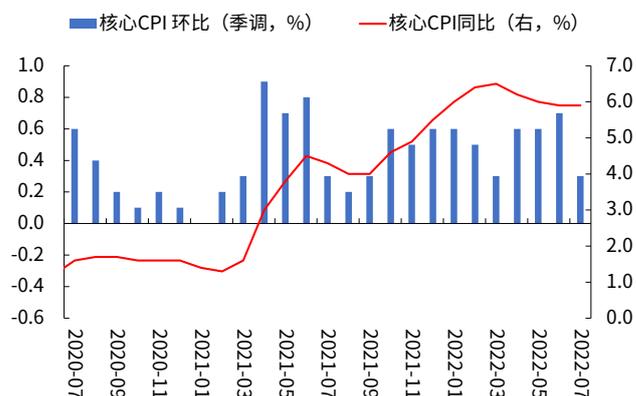
7月CPI同比增8.5%，前值9.1%，市场预期8.8%；季调后CPI环比0%，前值1.3%，市场预期0.2%；核心CPI同比增5.9%，前值5.9%，市场预期6.1%；季调后核心CPI环比增0.3%，前值0.7%，市场预期0.5%。

图1：7月CPI同比增速回落至8.5%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 7 月

图2：7月核心CPI环比增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 7 月

表1：2022年5月-2022年7月CPI同比和环比分项

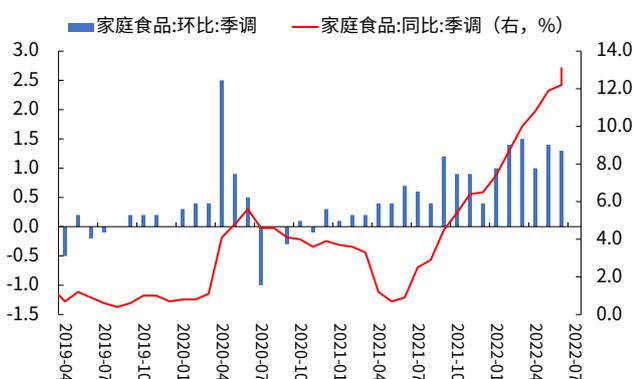
指标名称	2022年7月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
		2022-05	2022-06	2022-07	2022-05	2022-06	2022-07
食品	13.4	10.1	10.4	10.9	1.2	1.0	1.1
家庭食品	8.3	11.9	12.2	13.1	1.4	1.0	1.3
谷物和烘焙制品	1.1	11.6	13.8	15.0	1.5	2.1	1.8
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	14.2	11.7	10.9	1.1	-0.4	0.5
乳制品及相关制品	0.8	11.8	13.5	14.9	2.9	1.7	1.7
水果和蔬菜	1.4	8.1	8.1	9.3	0.6	0.7	0.5
无酒精饮料和饮料原料	0.9	12.0	11.9	13.8	1.7	0.8	2.3
其他家庭食品	2.2	12.6	14.4	15.8	1.6	1.8	1.8
非家庭食品	5.1	7.4	7.7	7.6	0.7	0.9	0.7
能源	9.2	34.6	41.6	32.9	3.9	7.5	-4.6
能源类商品	5.6	50.4	60.6	44.9	4.5	10.4	-7.6
燃油	0.2	106.7	98.5	75.6	16.9	-1.2	-11.0
发动机燃料	5.3	49.1	60.2	44.5	4.1	11.0	-7.6
汽油（所有种类）	5.2	48.7	59.9	44.0	4.1	11.2	-7.7
能源服务	3.6	16.2	19.4	18.8	3.0	3.5	0.1
电力	2.6	12.0	13.7	15.2	1.3	1.7	1.6
公共事业（管道）燃气服务	1.0	30.2	38.4	30.5	8.0	8.2	-3.6
所有项目，除食品和能源	77.4	6.0	5.9	5.9	0.6	0.7	0.3
商品，不含食品和能源类商品	21.1	8.5	7.2	7.0	0.7	0.8	0.2
服装	2.4	5.0	5.2	5.1	0.7	0.8	-0.1
新汽车和卡车	4.0	0.0	11.4	10.4	1.0	0.7	0.6
二手车和卡车	4.0	16.1	7.1	6.6	1.8	1.6	-0.4
医疗护理商品	1.5	2.4	3.2	3.7	0.3	0.4	0.6
酒精饮料	0.9	4.0	4.0	4.2	0.5	0.4	0.5
烟草和烟草制品	0.5	7.9	7.9	7.7	0.9	0.6	0.3
服务，不含能源服务	56.3	5.2	5.5	5.5	0.6	0.7	0.4
住所	32.1	5.4	5.6	5.7	0.6	0.6	0.5
主要居所租金	7.2	5.2	5.8	6.3	0.6	0.8	0.7
业主等价租金	23.5	5.1	5.5	5.8	0.6	0.7	0.6
医疗护理服务	6.8	4.0	4.8	5.1	0.4	0.7	0.4
医疗服务	1.8	1.1	1.0	0.8	-0.1	0.1	0.3
医院服务	2.1	3.9	3.9	3.9	0.5	0.3	0.5
交通服务	5.9	8.0	8.8	9.2	1.3	2.1	-0.5
机动车维修保养	1.0	6.1	7.9	8.1	0.5	2.0	1.1
机动车保险	2.4	4.5	6.0	7.4	0.5	1.9	1.3

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为 2022 年 7 月；权重单位为%。

7月食品价格环比升1.1%，较前值(+1.0%)小幅上行，主要受谷物(+1.8%)、奶制品(+1.7%)、肉类(+0.5%)和其他家用食品(+1.8%)价格上涨影响。向前看，随着俄乌达成协议，解除乌克兰黑海港口封锁的协议，叠加全球进口需求下行，都将推升乌克兰谷物以及小麦出口，缓解食品供需紧张，对整体食品价格形成下行压力，预计下半年，家用食品价格环比增速将缓慢回落。

7月非家用食品价格环比升0.7%，增速较上月下行0.2个百分点，其中全餐服务价格环比增0.6%，显示居民外出餐饮需求增加而服务业时薪增速维持高位，导致外出餐饮价格持续上行。向前看，美国劳动力市场，尤其是餐饮业劳动力供需紧张状态仍将持续，支撑薪资增速和外出餐饮价格维持高位。

图3：家庭食品环比增速小幅回落，供需紧平衡是主导



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期2022年7月

图4：谷物类期货收盘价自7月下旬起回落

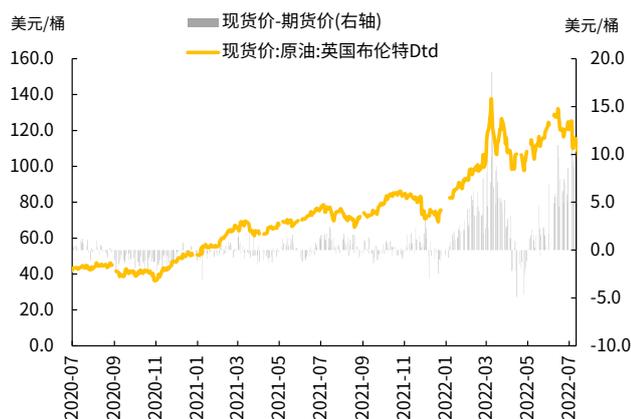


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期2022年8月8日

7月能源价格季调后环比降4.6%（6月环比升7.5%），主要受燃油（-11%）、汽油（-7.7%）价格影响。受原油价格回落影响，汽油和柴油零售价格自6月下旬起开始回落，汽油零售价格7月均值较6月下行0.35美元/加仑至4.4美元/加仑；零售柴油价格下行0.27美元/加仑至5.49美元/加仑。另外，截至8月8日，汽油和柴油零售价格呈持续回落态势，显示其对8月通胀数据的贡献也大概率为负。

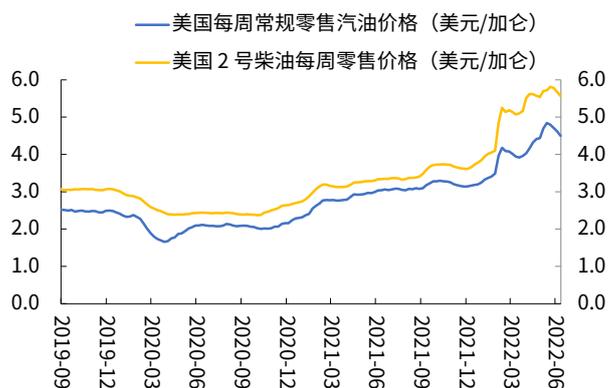
原油方面，经历了6月下旬以来的持续调整，原油的金融属性明显转弱、地缘政治属性影响边际收敛，开始回归商品属性。而当前因原油供给增量有限，导致原油供需仍将处于紧平衡状态，下半年原油价格震荡中枢可能在90美元/桶附近。因此，向前看，原油价格对汽油和柴油价格的影响将区域回落，能源项对通胀环比的作用将从贡献项转化为拖累项。

图 5：布伦特原油持续处于现货溢价，显示原油供需紧张平衡



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 8 月 10 日

图 6：汽油和柴油零售价自 6 月下旬开始快速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 8 月 8 日

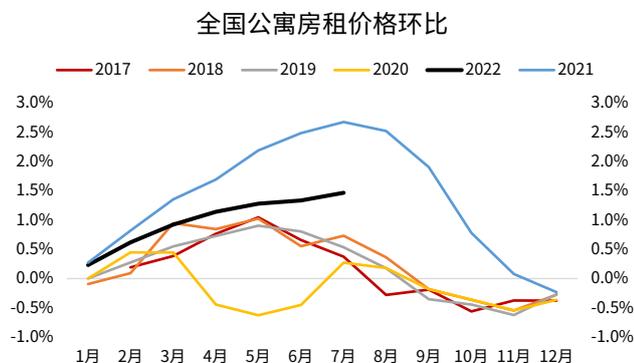
7 月核心 CPI 同比增 5.9%，季调后环比升 0.3%，均不及市场预期。其中，核心商品环比上行 0.2%；核心服务环比上行 0.4%。季调后环比看，住宅 (+0.5%)、新车 (+0.6%)、医疗护理服务 (+0.4%) 为主要贡献。

住宅项价格环比上行 0.5%；其中，租金环比升 0.7%，业主等价租金升 0.6%。一般来说，房屋价格对房租价格有引导性和领先性，在住宅价格仍持续上行的背景下，预计下半年房租价格维持坚挺。一方面，房屋价格持续上行，叠加房贷利率高企，导致部分买房需求转移至租房需求，整体租房市场供需紧张，推升租金价格上行；另一方面，房屋价格上行也会带动业主等价租金上行，推升整体住房项通胀压力。

美国房租价格有两个领先指标，一是房屋价格，可以判断房租价格的走势；二是全国实时房租价格指数，可以判断总体房租价格环比的拐点。

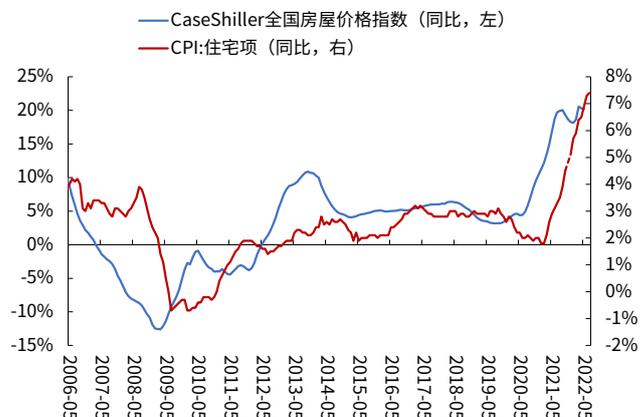
现阶段，房屋价格仍在攀升，说明房租价格仍有上行的空间，但全国房租价格指数月度环比已经开始减速，显示房租价格环比仍会上行，但上行的速度可能已经触顶，下半年房租环比的读数可能趋弱，对通胀的支撑也会下行。

图 7：Apartment List 房租指数环比上行速度开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至：2022 年 7 月

图 8：房屋价格指数仍在上行，引导租金价格上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：CaseShiller 全国房屋价格指数截至 2022 年 5 月，CPI 数据截至 2022 年 7 月

7月新车价格同比升10.4%，前值11.4%，环比升0.6%，前值0.7%，显示供应链问题缓解释放汽车产能，引导新车价格环比增速回落。7月ISM制造业PMI数据中，供应商交付指数从6月的57.3%回落至55.2%（指数越低表示交付越快），连续第三个月下行，显示供应链问题持续好转。此外，汽车库存和产量修复趋好，有触底反弹迹象。下半年，在汽车供给修复加速、需求趋弱的背景下，预计汽车价格上行节奏将持续放缓。

## 2、通胀粘性仍然较高，预计美联储仍将激进加息

本次通胀数据超预期回落，市场迅速下调美联储加息预期。Fed Watch 数据显示，9月加息75bp的概率自8月9日的68%迅速回落至8月10日的42.5%；市场对年末美联储利率水平的预期，维持在3.5%-3.75%。

然而，商品、服务、劳动力市场的供需结构修复缓慢，推升通胀粘性，长期通胀预期仍然维持在较高水平，过早放缓加息有可能无法有效抑制通胀，对长远经济不利，预计9月议息会议中，美联储仍将激进加息。

第一，美国通胀粘性持续走高。亚特兰大联储粘性CPI (Sticky CPI)已从年初的4.2%一路上行至7月的5.8%，该指标统计了CPI篮子中，价格变化相对缓慢的项目的通胀率。该指标上升表明，通胀压力可能会持续较长一段时间。另外，克利夫兰联储截尾CPI (Trimmed CPI)，是在调整了支出权重位于价格变化分布的前8%和后8%的项目后，计算得出的CPI指数，其同比增速也已于1月的5.4%上行至7月的7.0%，凸显普遍的价格上涨趋势。

图9：9月加息75bp预期回落

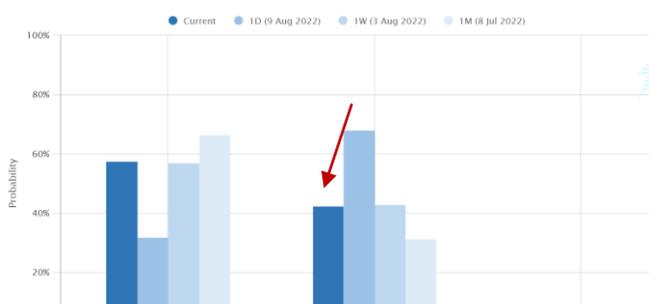
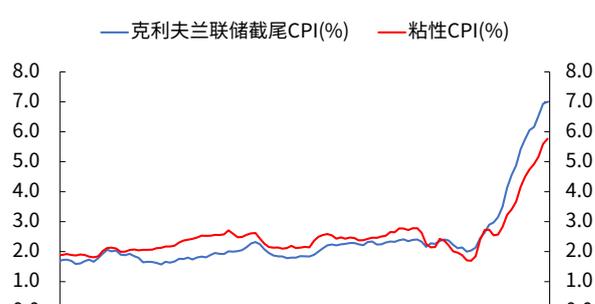


图10：粘性CPI与截尾CPI同比均显示价格普遍上涨的压力



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_45025](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45025)

