

# 通胀减速但有韧性，美联储转向还需等待

## 事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

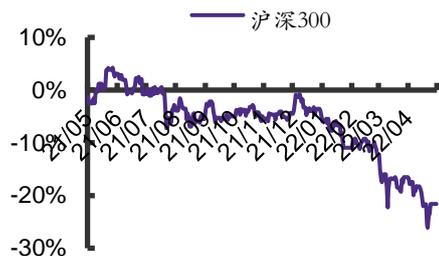
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

《美国衰退：多远多深影响多大》

20220807

《新能源景气依旧，关注下游通胀》

20220804

《8月策略与十大金股》20220802

北京时间8月10日晚，美国劳工部公布了7月份的通胀数据，7月份美国CPI同比增速8.5%，低于预期的8.7%，环比增速0，低于预期的0.2%。核心通胀5.9%，低于6.1%的市场预期。

## 投资要点

### 核心观点

**1、美国CPI怎么看？CPI下行超预期，核心CPI持平，主因是油价下跌。**7月CPI同比增长8.5%，低于市场预期的8.7%，为两年来首次，环比增速创2020年5月以来新低，主要贡献来自于能源价格的下行。食品价格续创新高，核心通胀中住宅价格和租金延续上涨态势。

**2、后续CPI怎么走？二次冲高回落后，通胀顶部基本确认，后续减速但有韧性，三季度延续高位震荡。**油价快速回落后逐步企稳仍会对CPI形成支撑，而租金价格受到了贷款利率上行的影响，继续支撑CPI，预计年内CPI在7%附近运行。

**3、美国经济怎么看？技术性衰退与充分就业短期并存，经济增速放缓值得关注。**连续两个季度GDP增速为负，美国已进入技术性衰退，但失业率处于低位，实质性衰退尚未到来。GDPnow预测美国三季度经济增速2.5%，较前值1.4%明显回升，但商品和服务消费都有回落压力，理性看待经济数据的阶段性背离，“软着陆”难度较大。

**4、美联储如何选？美联储最鹰的阶段已经过去，但转向还需等待。**上周强劲非农数据让市场担忧9月加息75BP，但CPI确认回落后，市场再次下调了加息预期，50BP成大概率，同时开始期盼2023年一季度降息。但从历史经验来看，2000年后美联储通常在加息结束后10个月才开始降息，平均CPI为2.4，考虑到通胀韧性，2023年一季度降息可能性不大。

**5、对投资有何影响？美股超跌反弹，美债震荡下行，对A股扰动减弱。**通胀压力边际缓解，美联储加息节奏趋缓，美股杀估值告一段落，阶段性超跌反弹延续；滞胀风险逐渐消退，逐步转向衰退担忧，美债冲高动能不足，震荡下行是大

势所趋；激进加息靴子落地，海外流动性得以修复，北上资金外流后开始回补，对A股扰动减弱，情绪边际好转。

## ■ 风险提示

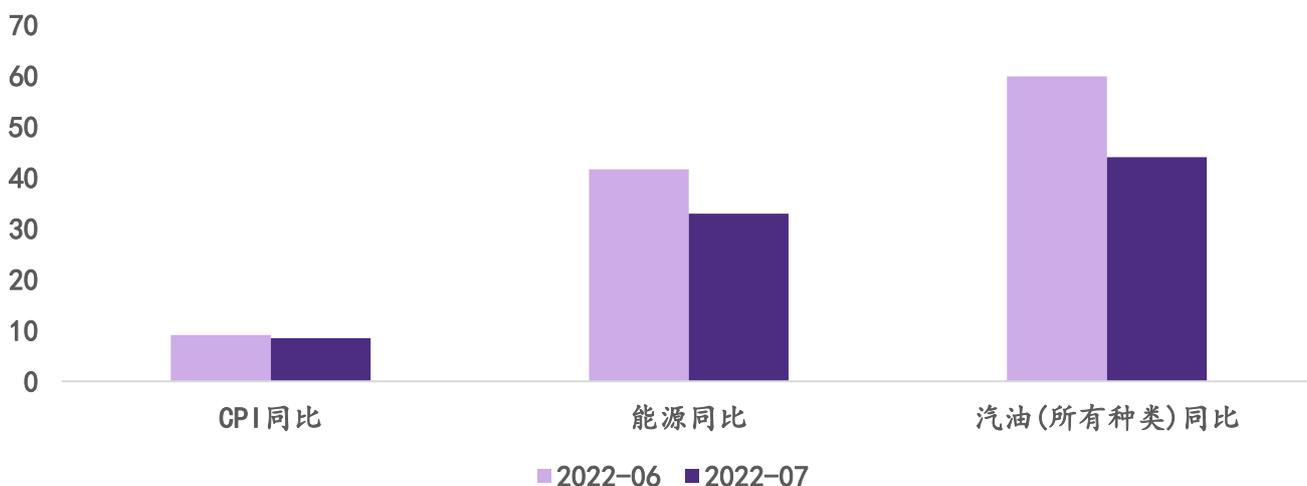
- (1) 通胀上行超预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 地缘政治风险再起

## 1、能源下行，通胀见顶

二次冲高后，美国通胀触顶已是市场共识，新公布的通胀数据超预期回落也印证了这个观点。7月份美联储CPI同比增速8.5%，低于8.7%的市场预期，为两年来首次；环比增速从上月的1.1%骤降到0，创2020年5月以来新低。

7月份通胀降温的主因是国际石油价格震荡回落带来的能源项的价格下行。7月份能源项同比增速32.9%，增速较上月下行了8.7个百分点，其中汽油价格同比增速较上月下行了15.9个百分点来到44%。油价下跌使得出行成本下降，7月份美国机票价格同比涨幅下降7.8个百分点至27.7%，带动整个公共交通价格的同比增速下行4.7个百分点。

图表 1：油价下跌是 7 月通胀降温的主因



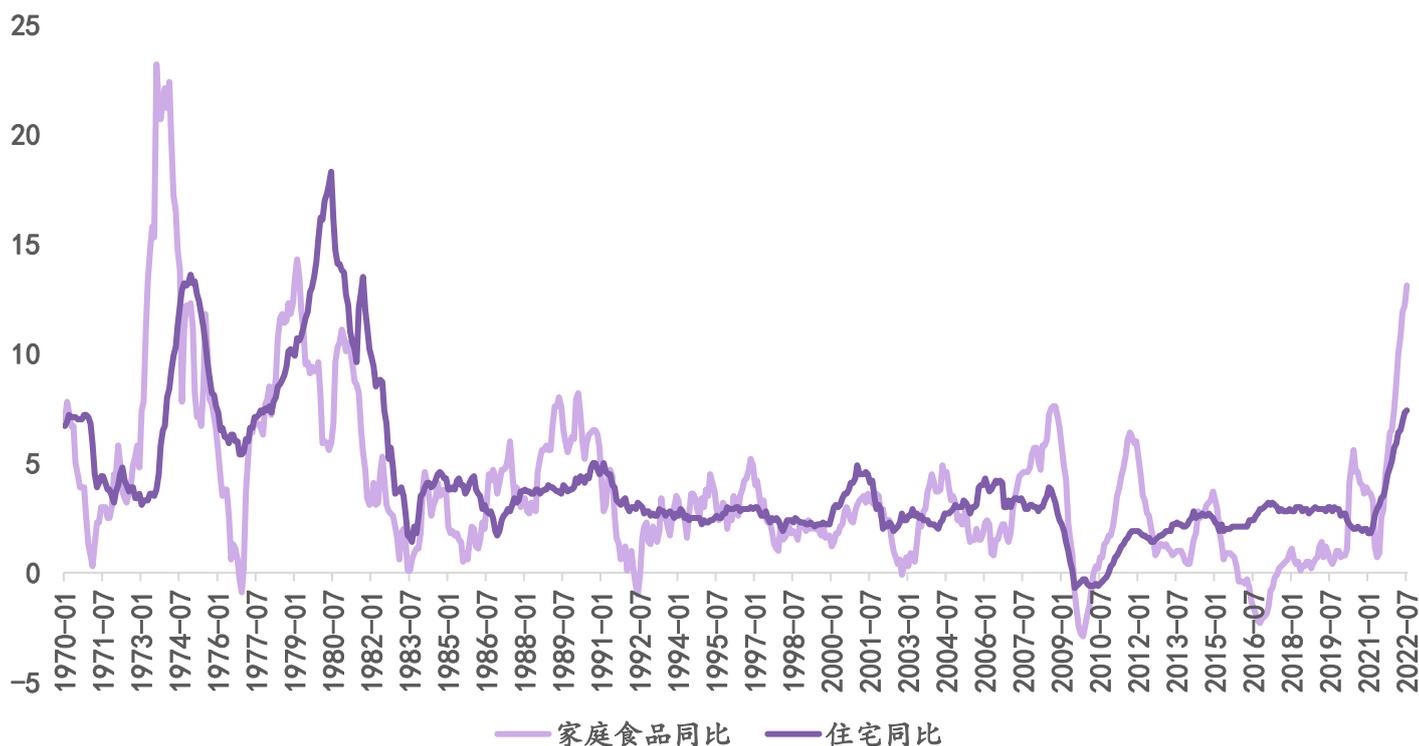
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 2、食品住宅坚挺，通胀粘性犹存

7月食品和住宅CPI延续上行，中和了能源价格下行带来的影响，使得美国7月份CPI环比变化为0。食品项综合涨幅超过美国家庭食品价格继续上行至13.1%，创1979年3月以来的43年最高值。具体分项来看，在俄乌冲突带来的农产品成本上行的压力下，烘焙价格继续走高，而美国近期爆发的禽流感也打击了鸡蛋供应市场，使得蛋类价格在7月份同比增速上行4.9%来到38%。

剔除食品和能源的核心通胀与上月持平5.9%，环比增速较上月0.7%下降至0.3%，是2021年9月份以来的最低环比增速。核心通胀中主要的支撑仍是住宅价格，7月份美国住宅价格同比上行0.1来到7.4%，其中业主等价租金在30年抵押贷款利率的高位运行的影响下继续上行，但环比增速有所放缓，7月份OER同比增速5.8%，环比增速0.6%，低于上月0.7%的环比增速。

图表 2：食品住宅通胀皆创新高

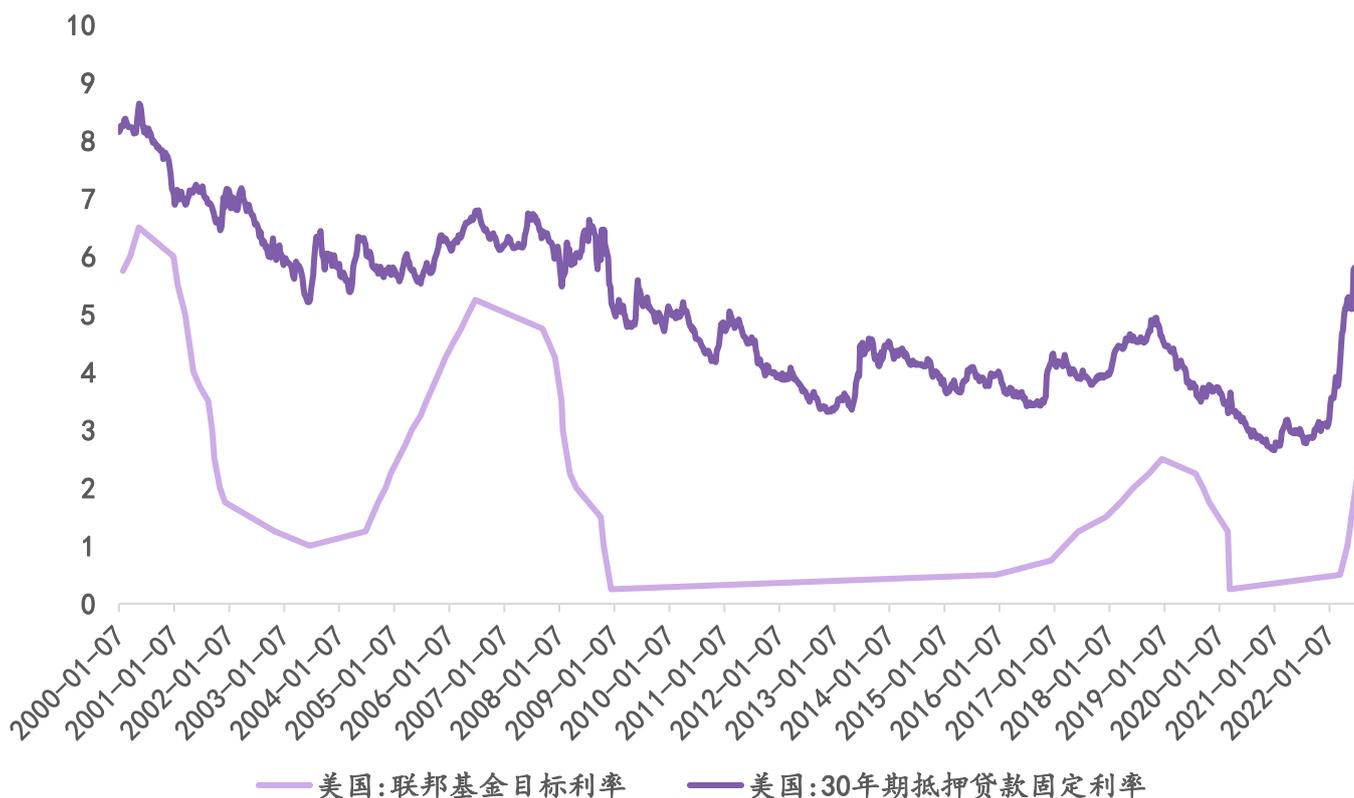


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

### 3、油价震荡房价支撑，CPI 减速但有韧性

美国通胀虽然已经触顶回落，但是并不会如预期般加速下行。一方面，国际石油价格在过去一段时间衰退的悲观预期下出现了价格的大幅回调，从后续的供需角度来说，OPEC 的微量增产并不能给供给偏紧的局面带来实质性的改变。而从需求的角度来说，美国汽油消费预计在超预期的非农数据支撑下将会得到结构性改善，因此石油价格在三季度预计高位震荡，为通胀形成支撑。另一方面，租赁市场火热，租金上行动能仍会持续，虽然房价在近期加息的影响下有所回落，但30年抵押贷款利率的提升依然增加了购房者的成本，从而将住房需求转为租房需求，为租房市场的火热提供支撑，后续来看抵押贷款利率仍会在美联储收尾加息中有所上行，将进一步增加核心通胀的粘性。基于上述两点分析，因此我们预计三季度美国通胀仍会延续高位震荡，并不会快速下行。

图表 3: 抵押贷款仍有上行空间



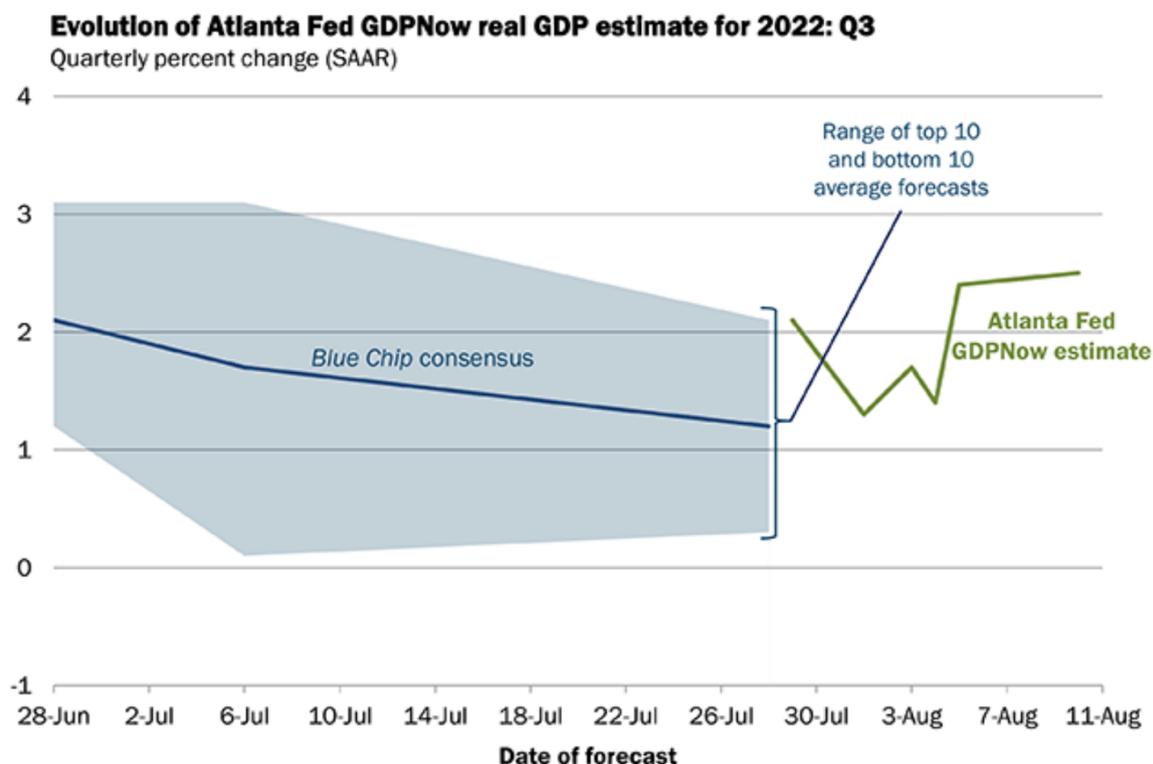
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

## 4、商品服务价格放缓，消费出现下行信号

亚特兰大联储的经济预测模型GDPnow在通胀数据公布后将美国三季度经济预测从8月4日的1.4%上调至2.5%，分别预测三季度的个人消费支出增速2.7%，私人投资总额增速0.2%和政府消费投资增长1.7%，显示出对美国经济的乐观预期。但与此同时，2Y10Y利差倒挂在数据公布后走阔至58BP，可以看出市场对衰退的担忧仍在。

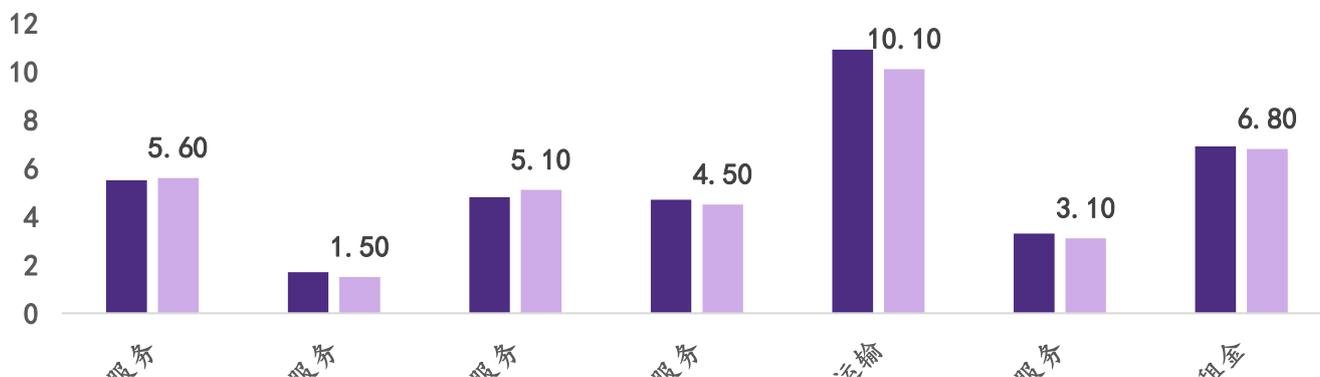
如何理解这种矛盾的情况？非农就业超预期强劲和CPI超预期回落，使得GDPnow的预测失真，调升至2.5%的高度。从GDPnow中对于经济增速的预测中我们可以看出个人消费将是三季度主要的经济支撑，但是美国商品消费已经出现了下行，服务消费也开始出现了一定的疲软：去除能源的商品价格同比增速较上月下行了0.2个百分点，不含租金的服务CPI同比增速较上月下行0.1个百分点，环比增速由上月的1.1%降低到7月份的0.1%。去除能源相关的服务CPI同比增速较上月上行0.1%，是2021年9月份以来最低的同同比涨幅，休闲服务、教育通讯、金融服务等多项都出现了价格的下行。因此，我们认为后续个人消费的相关的零售数据将对美国经济的走向有更强的指引作用，也会平滑当前的数据矛盾。

图表 4: GDPnow 预测在通胀数据公布后上升



资料来源: AtlantaFed, 华鑫证券研究

图表 5: 服务价格出现了降温信号



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\\_45026](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45026)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn