

通胀风险“中场休息”

——7月美国CPI数据点评

研究结论

美东时间8月10日，7月美国CPI数据发布，同比增速回落且低于预期，美股盘中大涨，美债收益率回落。

7月美国CPI同比8.5%，前值9.1%。环比0%，前值1.3%。核心CPI同比5.9%，前值5.9%。环比0.3%，前值0.7%。均低于事前市场预期中枢。

本期通胀读数提振了市场信心，但是需要注意到，通胀回落主要倚赖油价在6-7月的大幅下跌，核心通胀指标仍然读出较高增速，通胀绝对水平维持高位。我们对美国通胀在Q3出现连续的、有意义的回落幅度仍然不报以过高期待。短期通胀波动，无论向上或者向下，对市场的冲击偏暂时性。

能源、汽车、运输服务通胀回落，拉动本期通胀读数平抑。我们在一个月前评论6月CPI时曾经提示（《通胀高光，映衬衰退》，0714），由于汽油价格自6月中下旬开始大幅下行，通胀冲高到9.1%后，7月名义通胀读数有较大机会回落。从7月份通胀构成来看：

- 1) 名义通胀下行主要依靠油价，能源项环比-4.6%，对通胀的贡献大幅转弱；
- 2) 核心商品通胀随汽车通胀回落，新车、二手车通胀环比分别为0.6%、-0.4%。这一序列波动性相对较为频繁，但是总结近期的趋势来看：在不出现外生供应链冲击（如中国疫情）的情况下，随着经济降温、汽车消费需求下行，汽车通胀整体正在趋于回落；
- 3) 核心服务主要受运输服务通胀下行拖累，住房租金通胀仍在高位。运输服务环比-0.5%，前值2.1%，机票价格出现明显下行。住宅租金环比0.5%，前值0.6%。同样在经济整体萎缩、消费需求降速的背景下，机票、酒店等服务项价格能否维持坚挺，现在出现更多的疑虑。房租如预期成为核心通胀最重要和稳定的贡献来源。

名义、核心通胀绝对水平都仍然处于高位，最早Q4测试通胀水平有意义的连续回落。7月油价环比拖累过后，叠加基数效应（2021Q3通胀基数较低），整体上Q3通胀水位难下台阶，后续仍有反弹风险。至于联储官员反复提及的货币政策决策对标——通胀“有意义的连续回落”，我们认为最早需要留待Q4测试，届时具备可预测性的、驱动通胀水平下台阶的变量主要是：

- 1) 劳动力市场的雇佣成本（ECI）Q2尚未回落，需观察Q3是否出现下行；
- 2) 美国地产市场随加息进程冷却，房屋开工、销售等领先指标回落，通胀当中的住房租金通胀最早有望在年底测试下行。

通胀低于预期促成的市场大涨，持续性存疑。因此，对于本期通胀读数走低带来的市场反弹，不必赋予过多的意义——几个月份之前，通胀读数的短暂回落（4月通胀同比低于3月份），也一度促成市场的通胀筑顶预期和对通胀风险的误判，我们不当两次踏入同一条河流。当前节点上，我们仍然倾向认为短期基本面没有决定性的指标和方向性的趋势，因此市场仍处在缺少波动、但缺少中期方向的窗口（《交易衰退？交易宽松？还是交易滞胀？》，0810）。

风险提示

美国经济衰退幅度和节奏存在不确定性；大宗商品价格大幅波动的风险。

报告发布日期

2022年08月11日

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

交易衰退？交易宽松？还是交易滞胀？： 2022-08-10
——海外宏观一周札记 0808

通胀高光，映衬衰退：——6月美国CPI数据点评 2022-07-14

美东时间 8 月 10 日，7 月美国 CPI 数据发布，同比增速回落且低于预期，美股盘中大涨，美债收益率回落。

7 月美国 CPI 同比 8.5%，前值 9.1%。环比 0%，前值 1.3%。核心 CPI 同比 5.9%，前值 5.9%。环比 0.3%，前值 0.7%。均低于事前市场预期中枢。

本期通胀读数提振了市场信心，但是需要注意到，通胀回落主要倚赖油价在 6-7 月的大幅下跌，核心通胀指标仍然读出较高增速，通胀绝对水平维持高位。我们对美国通胀在 Q3 出现连续的、有意义的回落幅度仍然不报以过高期待，短期通胀波动，无论向上或者向下，对市场的冲击偏暂时性。

能源、汽车、运输服务通胀回落，拉动本期通胀读数平抑。我们在一个月前评论 6 月 CPI 时曾经提示（《通胀高光，映衬衰退》，0714），由于汽油价格自 6 月中下旬开始大幅下行，通胀冲高到 9.1% 后，7 月名义通胀读数有较大机会回落。从 7 月份通胀构成来看：

- 1) 名义通胀下行主要依靠油价，能源项环比-4.6%，对通胀的贡献大幅转弱；
- 2) 核心商品通胀随汽车通胀回落，新车、二手车通胀环比分别为 0.6%、-0.4%。这一序列波动性相对较为频繁，但是总结近期的趋势来看：在不出现外生供应链冲击（如中国疫情）的情况下，随着经济降温、汽车消费需求下行，汽车通胀整体正在趋于回落；
- 3) 核心服务主要受运输服务通胀下行拖累，住房租金通胀仍在高位。运输服务环比-0.5%，前值 2.1%，机票价格出现明显下行。住宅租金环比 0.5%，前值 0.6%。同样在经济整体萎缩、消费需求降速的背景下，机票、酒店等服务项价格能否维持坚挺，现在出现更多的疑虑。房租如预期成为核心通胀最重要和稳定的贡献来源。

名义、核心通胀绝对水平都仍然处于高位，最早 Q4 测试通胀水平有意义的连续回落。7 月油价环比拖累过后，叠加基数效应（2021Q3 通胀基数较低），整体上 Q3 通胀水位难下台阶，后续仍有反弹风险。至于联储官员反复提及的货币政策决策对标——通胀“有意义的连续回落”，我们认为最早需要留待 Q4 测试，届时具备可预测性的、驱动通胀水平下台阶的变量主要是：

- 1) 劳动力市场的雇佣成本（ECI）Q2 尚未回落，需观察 Q3 是否出现下行；
- 2) 美国地产市场随加息进程冷却，房屋开工、销售等领先指标回落，通胀当中的住房租金通胀最早有望在年底测试下行。

通胀低于预期促成的市场大涨，持续性存疑。因此，对于本期通胀读数走低带来的市场反弹，不必赋予过多的意义——几个月份之前，通胀读数的短暂回落（4 月通胀同比低于 3 月份），也一度促成市场的通胀筑顶预期和对通胀风险的误判，我们不当两次踏入同一条河流。当前节点上，我们仍然倾向认为短期基本面没有决定性的指标和方向性的趋势，因此市场仍处在不缺少波动、但缺少中期方向的窗口（《交易衰退？交易宽松？还是交易滞胀？》，0810）。

图 1：美国 CPI 分项同比增速

CPI/环比	权重	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21
所有	100.00	8.5%	9.1%	8.6%	8.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%
食品	13.98	10.9%	10.4%	10.1%	9.4%	8.8%	7.9%	7.0%	6.3%	6.1%	5.3%	4.6%	3.7%	3.4%
家用食品	7.72	13.1%	12.2%	11.9%	10.8%	10.0%	8.7%	7.4%	6.5%	6.4%	5.4%	4.5%	2.9%	2.5%
谷物和烘焙制品	0.98	15.0%	13.9%	11.6%	10.3%	9.4%	7.8%	6.8%	4.7%	4.8%	3.5%	2.7%	1.6%	1.5%
肉类禽蛋	1.83	10.9%	11.9%	14.2%	14.4%	13.7%	13.0%	12.3%	12.6%	12.8%	11.9%	10.5%	8.0%	5.8%
乳制品及相关产品	0.75	14.9%	13.5%	11.8%	9.1%	7.0%	5.2%	3.1%	1.6%	1.6%	1.8%	0.6%	-0.5%	1.8%
水果蔬菜	1.31	9.2%	8.0%	8.1%	7.7%	8.5%	7.7%	5.0%	4.7%	4.0%	3.0%	3.1%	2.3%	2.2%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	13.8%	11.9%	12.0%	9.8%	8.0%	6.7%	5.0%	5.1%	5.3%	4.5%	3.7%	2.0%	1.1%
其他家庭食物	1.93	15.8%	14.4%	12.6%	11.0%	10.3%	8.2%	7.4%	5.6%	5.7%	4.1%	3.1%	1.4%	1.3%
非家用食品	6.26	7.6%	7.7%	7.4%	7.2%	6.9%	6.8%	6.4%	6.0%	5.8%	5.3%	4.7%	4.7%	4.6%
能源	7.32	32.9%	41.6%	34.6%	30.3%	32.0%	25.6%	27.0%	29.3%	33.3%	30.0%	24.8%	25.0%	23.8%
能源商品	4.08	44.9%	60.7%	50.4%	44.7%	48.3%	37.8%	39.8%	48.7%	57.2%	49.4%	41.7%	42.0%	41.3%
原油	0.10	75.8%	98.5%	106.7%	80.5%	70.1%	43.6%	46.5%	41.0%	59.3%	59.1%	42.6%	33.2%	39.1%
汽油	3.91	44.5%	60.2%	49.1%	44.0%	48.2%	38.1%	40.0%	49.2%	57.6%	49.5%	41.9%	42.6%	41.8%
汽油（所有类型）	3.83	44.0%	59.9%	48.7%	43.6%	48.0%	38.0%	40.0%	49.3%	57.8%	49.5%	42.0%	42.8%	41.9%
能源服务	3.24	18.9%	19.6%	16.2%	13.7%	13.4%	12.2%	13.5%	10.1%	10.4%	11.1%	8.7%	8.8%	7.4%
电	2.47	15.2%	13.7%	12.0%	11.0%	11.1%	9.0%	10.7%	6.2%	6.3%	6.4%	5.4%	5.4%	4.2%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	30.5%	38.4%	30.2%	22.7%	21.6%	23.8%	23.9%	24.0%	25.0%	28.1%	20.7%	21.2%	19.1%
核心	78.70	5.9%	5.9%	6.0%	6.2%	6.5%	6.4%	6.0%	5.5%	4.9%	4.6%	4.0%	4.0%	4.3%
核心商品	20.69	6.9%	7.1%	8.5%	9.7%	11.7%	12.4%	11.7%	10.7%	9.4%	8.5%	7.3%	7.6%	8.4%
服饰	2.73	5.1%	5.2%	5.0%	5.4%	6.8%	6.6%	5.3%	5.7%	5.0%	4.5%	3.4%	4.1%	4.1%
新车	3.83	10.4%	11.4%	12.6%	13.2%	12.5%	12.4%	12.2%	11.8%	11.1%	9.8%	8.7%	7.6%	6.3%
二手车和卡车	3.29	6.5%	7.1%	16.1%	22.7%	35.3%	41.2%	40.5%	37.3%	31.4%	26.4%	24.4%	31.9%	41.6%
医疗保健品	1.50	3.7%	3.2%	2.4%	2.1%	2.7%	2.5%	1.4%	0.2%	-0.4%	-1.6%	-2.5%	-2.1%	-2.1%
酒精饮料	1.01	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%	2.7%	2.3%	1.9%	2.3%	2.8%	2.6%	2.4%
烟草和烟草制品	0.61	7.7%	7.9%	7.9%	7.2%	6.9%	7.0%	7.0%	9.0%	8.9%	8.5%	6.7%	6.3%	6.4%
核心服务	58.02	5.6%	5.5%	5.2%	4.9%	4.7%	4.4%	4.1%	3.7%	3.4%	3.3%	2.9%	2.7%	2.8%
住宅租金	32.58	5.8%	5.7%	5.5%	5.2%	5.1%	4.8%	4.4%	4.2%	3.9%	3.5%	3.2%	2.9%	2.9%
主要居所租金	7.61	6.3%	5.8%	5.2%	4.8%	4.4%	4.2%	3.8%	3.3%	3.0%	2.7%	2.4%	2.1%	1.9%
业主等价租金	23.59	5.8%	5.5%	5.1%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	3.8%	3.5%	3.1%	2.9%	2.6%	2.4%
核心服务（除住宅）	25.44	6.8%	6.9%	6.0%	5.6%	5.2%	4.8%	4.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.2%	3.2%	3.3%
医疗服务	7.02	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	0.7%	0.5%	2.6%	4.3%	4.3%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%
医生服务	1.79	4.1%	4.7%	2.7%	2.0%	2.4%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.5%	1.2%
医院服务	2.18	3.8%	3.9%	3.9%	3.6%	3.3%	3.4%	3.6%	3.3%	3.5%	4.0%	3.1%	3.5%	2.8%
运输服务	5.02	9.5%	9.0%	8.0%	8.4%	7.5%	6.4%	4.1%	3.8%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	6.0%
机动车保养与维修	1.08	8.1%	7.9%	6.1%	5.3%	4.9%	6.3%	4.8%	4.8%	4.9%	5.4%	4.0%	4.2%	4.1%
机动车车辆保险	1.58	7.4%	6.0%	4.5%	4.4%	4.2%	4.3%	4.1%	4.2%	5.7%	6.3%	4.8%	1.0%	1.6%
机票	0.58	27.7%	34.1%	37.8%	33.3%	23.6%	12.7%	4.9%	0.7%	-4.5%	-4.4%	0.9%	6.5%	18.0%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：美国 CPI 分项环比增速

CPI/环比	权重	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21
所有	100.00	0.0%	1.3%	1.0%	0.3%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.5%
食品	13.98	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%	0.4%	1.0%
家用食品	7.72	1.3%	1.0%	1.4%	1.0%	1.5%	1.4%	1.0%	0.4%	0.9%	0.9%	1.2%	0.4%	0.6%
谷物和烘焙制品	0.98	1.8%	2.1%	1.5%	1.1%	1.5%	1.1%	1.8%	0.3%	0.7%	1.0%	1.1%	0.0%	0.8%
肉类禽蛋	1.83	0.5%	-0.4%	1.1%	1.4%	1.0%	1.2%	0.3%	0.2%	1.0%	1.5%	1.9%	0.8%	1.3%
乳制品及相关产品	0.75	1.7%	1.7%	2.9%	2.5%	1.2%	1.9%	1.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.6%	-0.8%	0.5%
水果蔬菜	1.31	0.5%	0.7%	0.6%	-0.3%	1.5%	2.3%	0.9%	0.5%	1.0%	0.0%	0.7%	0.4%	-0.7%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	2.3%	0.8%	1.7%	2.0%	1.2%	1.6%	0.0%	0.6%	0.3%	0.7%	1.0%	0.8%	0.6%
其他家庭食物	1.93	1.8%	1.8%	1.6%	0.7%	2.0%	0.8%	1.6%	0.4%	1.3%	1.2%	1.2%	0.4%	0.6%
非家用食品	6.26	0.7%	0.9%	0.7%	0.6%	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	0.4%	0.8%
能源	7.32	-4.6%	7.5%	3.9%	-2.7%	11.0%	3.5%	0.9%	0.9%	2.4%	3.7%	1.2%	1.9%	1.6%
能源商品	4.08	-7.6%	10.4%	4.5%	-5.4%	18.1%	6.7%	-0.6%	1.3%	4.2%	4.7%	1.2%	2.5%	2.4%
原油	0.10	-11.0%	-1.2%	16.9%	2.7%	22.3%	7.7%	9.5%	-2.4%	3.5%	12.3%	3.9%	-2.1%	0.6%
汽油	3.91	-7.0%	11.0%	4.1%	-5.8%	18.3%	6.7%	-0.8%	1.4%	4.3%	4.8%	1.1%	2.5%	2.5%
汽油（所有类型）	3.83	-7.7%	11.2%	4.1%	-6.1%	18.3%	6.6%	-0.8%	1.3%	4.5%	4.6%	1.1%	2.5%	2.5%
能源服务	3.24	0.1%	3.5%	3.0%	1.3%	1.8%	-0.4%	2.9%	0.3%	0.2%	2.4%	1.2%	1.2%	0.7%
电	2.47	1.6%	1.7%	1.3%	0.7%	2.2%	-1.1%	4.2%	0.5%	0.2%	1.4%	0.6%	1.0%	0.2%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	-3.6%	8.2%	8.0%	3.1%	0.6%	1.5%	-0.5%	-0.3%	0.3%	5.9%	2.9%	1.6%	2.2%
核心	78.70	0.3%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.3%
核心商品	20.69	0.2%	0.8%	0.7%	0.2%	-0.4%	0.4%	1.0%	1.2%	0.9%	1.1%	0.3%	0.4%	0.4%
服饰	2.73	-0.1%	0.8%	0.7%	-0.8%	0.6%	0.7%	1.1%	1.1%	0.7%	0.6%	-0.7%	0.3%	0.1%
新车	3.83	0.6%	0.7%	1.0%	1.1%	0.2%	0.3%	0.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.5%
二手车和卡车	3.29	-0.4%	1.6%	1.8%	-0.4%	-3.8%	-0.2%	1.5%	3.3%	2.4%	2.5%	-0.5%	-1.2%	0.0%
医疗保健品	1.50	0.6%	0.4%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.9%	0.0%	0.1%	0.6%	0.3%	-0.2%	0.2%
酒精饮料	1.01	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
烟草和烟草制品	0.61	0.3%	0.6%	0.9%	0.4%	0.5%	0.6%	-0.1%	0.7%	0.9%	1.9%	0.7%	0.1%	0.5%
核心服务	58.02	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%
住宅租金	32.58	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%
主要居所租金	7.61	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
业主等价租金	23.59	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
核心服务（除住宅）	25.44	0.1%	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%	0.4%	0.9%	0.2%	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%
医疗服务	7.02	0.3%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.4%	0.0%	-0.3%	0.0%	0.4%
医生服务	1.79	-0.2%	1.9%	0.6%	-0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	1.1%	0.4%
医院服务	2.18	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.5%	0.2%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.6%	0.4%
运输服务	5.02	-0.5%	2.1%	1.3%	3.1%	2.0%	1.4%	1.0%	0.0%	0.7%	0.2%	-1.0%	-1.2%	-0.9%
机动车保养与维修	1.08	1.1%	2.0%	0.5%	0.5%	-0.3%	1.7%	0.2%	-0.1%	0.0%	1.5%	0.0%	0.8%	0.9%
机动车车辆保险	1.58	1.3%	1.9%	0.5%	0.8%	0.7%	1.2%	0.9%	-0.2%	0.4%	-0.6%	0.1%	0.1%	-0.1%
机票	0.58	-7.8%	-1.8%	12.6%	18.6%	10.7%	5.2%	2.3%	2.5%	1.9%	-1.1%	-5.9%	-6.6%	-3.3%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：美国 CPI 分项对同比的拉动

CPI同比的分项拉动	权重	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21
所有	100.00	8.5%	9.1%	8.6%	8.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%
食品	13.98	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
家用食品	7.72	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
谷物和烘焙制品	0.98	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉类禽蛋	1.83	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
乳制品及相关产品	0.75	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
能源	7.32	2.2%	2.9%	2.4%	2.0%	2.1%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	1.4%	1.4%	1.3%
能源商品	4.08	1.9%	2.6%	2.1%	1.9%	2.1%	1.5%	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%
原油	0.10	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	1.8%	2.4%	1.9%	1.7%	1.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
汽油（所有类型）	3.83	1.7%	2.3%	1.8%	1.7%	1.9%	1.4%	1.3%	1.6%	1.7%	1.5%	1.2%	1.2%	1.1%
能源服务	3.24	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
电	2.47	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
核心	78.70	4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	5.5%	5.1%	4.7%	4.3%	3.9%	3.4%	3.3%	3.4%
核心商品	20.69	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
服饰	2.73	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
新车	3.83	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
二手车和卡车	3.29	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%
医疗保健品	1.50	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
核心服务	58.02	4.1%	4.4%	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
住宅租金	32.58	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%
主要居所租金	7.61	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
业主等价租金	23.59	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
核心服务（除住宅）	25.44	1.9%	1.9%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.5%	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
医疗服务	7.02	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
医生服务	1.79	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
医院服务	2.18	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
运输服务	5.02	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
机动车保养与维修	1.08	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
机动车车辆保险	1.58	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%
机票	0.58	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：美国 CPI 分项对环比的拉动

CPI环比的分项拉动	权重	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21
所有	100.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.5%
食品	13.98	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
家用食品	7.72	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
谷物和烘焙制品	0.98	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉类禽蛋	1.83	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
乳制品及相关产品	0.75	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
能源	7.32	-0.4%	0.6%	0.3%	-0.2%	0.8%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
能源商品	4.08	0.8%	0.6%	0.2%	-0.3%	0.9%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
原油	0.10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	-0.4%	0.6%	0.2%	-0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
汽油（所有类型）	3.83	-0.4%	0.5%	0.2%	-0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
能源服务	3.24	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
电	2.47	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
核心	78.70	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%
核心商品	20.69	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
服饰	2.73	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新车	3.83	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二手车和卡车	3.29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
医疗保健品	1.50	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
核心服务	58.02	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
住宅租金	32.58	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%
主要居所租金	7.61	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业主等价租金	23.59	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
核心服务（除住宅）	25.44	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
医疗服务	7.02	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
医生服务	1.79	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
运输服务	5.02	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
机动车保养与维修	1.08	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机动车车辆保险	1.58	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机票	0.58	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

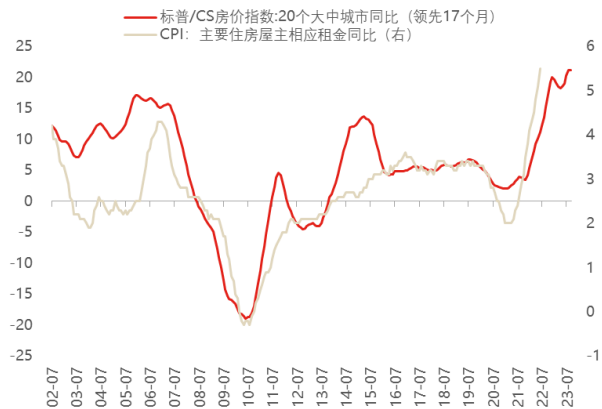
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 5：领先 3 个季度的雇佣成本指数（ECI）季度同比 vs 核心 PCE 同比（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：领先 17 个月的标普 CS20 大中城市房价同比 vs CPI 房租同比（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

风险提示

美国经济衰退幅度和节奏存在不确定性。

大宗商品价格大幅波动的风险。

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_45027

