

宏观点评

高通胀+低失业率=加息不会停？——兼评美国7月CPI

事件：北京时间8月10日20:30，美国公布7月CPI数据。

核心结论：美国7月CPI同比超预期回落至8.5%，但8-9月大概率会反弹，预计年底在7%左右。历史上看，美联储是否停止加息主要取决于经济表现，且每一轮加息停止时往往都是通胀仍高、失业率仍低。继续提示：美联储可能在今年底或明年初停止加息，未来2-3个月将是美股的“黄金窗口”。

1、美国7月CPI同比明显回落，主因能源和商品下跌，8-9月大概率反弹。

>整体表现：美国7月未季调CPI同比8.5%，预期8.7%，前值9.1%；未季调核心CPI同比5.9%，预期6.1%，前值5.9%。季调后的CPI环比为0%，是过去两年最低；核心CPI环比为0.3%，是过去一年最低。值得注意的是，本月CPI同比是2021年2月以来首次低于市场预期，具有一定的信号意义。

>分项表现：美国CPI主要分项中，7月能源和商品分项同比分别为32.9%、6.9%，分别较上月下降8.6、0.2个百分点；食品和服务分项同比分别为10.9%、5.6%，分别较上月抬升0.5、0.1个百分点。从环比来看，绝大多数细分项的环比涨幅低于上月，仅家庭食品、医疗护理商品的环比涨幅比上月小幅抬升。整体看，能源和商品分项下行带动美国7月CPI出现明显回落，但食品和服务分项仍对CPI构成支撑。此外，在整体CPI中占比高达三分之一的住宅分项同比继续升至5.7%，但上行速度有所放缓，符合我们之前的判断，这也意味着美国通胀继续上行的动能减弱，但年内回落空间也有限。

>后续测算：根据我们中期海外宏观展望中的分析，能源价格中长期趋于下跌，但空间不会太大，预计年底布油在90美元/桶左右；商品通胀大概率延续回落，服务通胀上行速度趋缓。在此基础上测算可得，由于低基数以及能源价格阶段性企稳，美国8月和9月CPI、核心CPI同比将有所反弹，若能源价格再大幅上涨，不排除8月和9月通胀可能再创新高；10月之后，通胀的回落将更加顺畅，预计年底时CPI同比在7%左右，核心CPI同比在5.5%左右。

2、CPI数据公布后，美股大涨、美元指数下跌，加息预期小幅降温。

>大类资产表现：美国7月CPI公布后，标普500指数期货直线拉升，美元指数快速跳水，10Y美债收益率先快速走低随后持续上行，现货黄金价格先快速走高随后持续下行。截至收盘，标普500指数上涨2.1%，纳斯达克指数上涨2.9%，10Y美债收益率基本持平为2.78%，美元指数下跌1.0%至105.24，现货黄金价格下跌0.1%至1791.6美元/盎司。

>加息预期变化：利率期货数据显示，CPI数据公布前，市场预期9月有70%的概率加75bp，11月加50bp或25bp，12月加25bp，之后大概率停止加息。CPI公布后，市场预期9月加75bp概率低于50%，后续加息预期保持不变。此外，CPI公布前后市场均预期最早可能在明年6月开始降息。

3、只要通胀高、失业率低，美联储就不会停止加息？历史上看并非如此。

>市场对停止加息的疑虑：目前美国劳动力市场依然紧俏，失业率短期内不会明显回升，此外根据我们测算，年底时美国CPI同比仍将处在7%左右的高位。因此部分市场观点认为，美联储的政策目标是充分就业与物价稳定，而高通胀、低失业率的组合，将促使美联储不会在今年底或明年初停止加息。

>停止加息的历史经验：虽然美联储的政策目标不包括经济表现，但由于通胀和就业都是经济的滞后变量，因此美联储会高度关注经济状况，实际上美联储基本遵循“开始加息看通胀，停止加息看经济”的原则。从历史上看，每一轮加息停止时，美国经济均已明显走弱，而此时往往通胀仍处在高位、失业率仍处在低位。即便是1970-80年代的高通胀时期，在经济出现衰退迹象时，虽然通胀仍高、失业率仍低，但美联储也停止加息并重新降息。因此，决定美联储是否停止加息的核心因素是经济衰退风险，而非通胀与失业率表现。

重申前期观点：美联储大概率在今年底或明年初停止加息，并可能在明年中期重新开始降息；未来2-3个月将是美股的“黄金窗口”，特别是以纳斯达克为代表的成长股。此外，通胀见顶背景下的流动性预期转向，对黄金的利好效果有限，下半年黄金价格大概率以震荡为主，难趋势性上涨或下跌。

风险提示：美国通胀、美联储货币政策、地缘冲突等持续超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

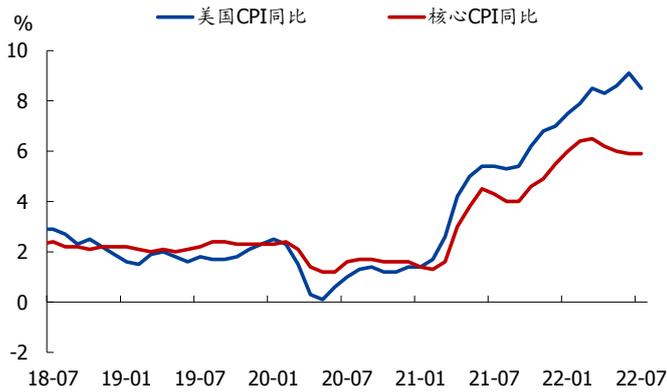
执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

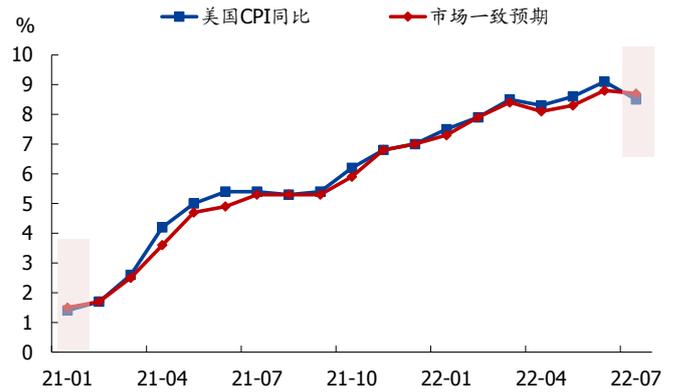
- 1、《“技术性衰退”算衰退吗？——美国二季度GDP点评》2022-7-29
- 2、《美股有望迎来“黄金窗口”——美联储7月议息会议点评》2022-7-28
- 3、《美国6月CPI再创新高，但市场影响趋于钝化》2022-7-14
- 4、《把握相对确定性——2022年中期海外宏观展望》2022-7-5
- 5、《如何理解美国通胀再创新高？》2022-6-11

图表 1: 美国 7 月 CPI 同比明显回落, 核心 CPI 同比持平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美国 7 月 CPI 是去年 2 月以来首次低于预期



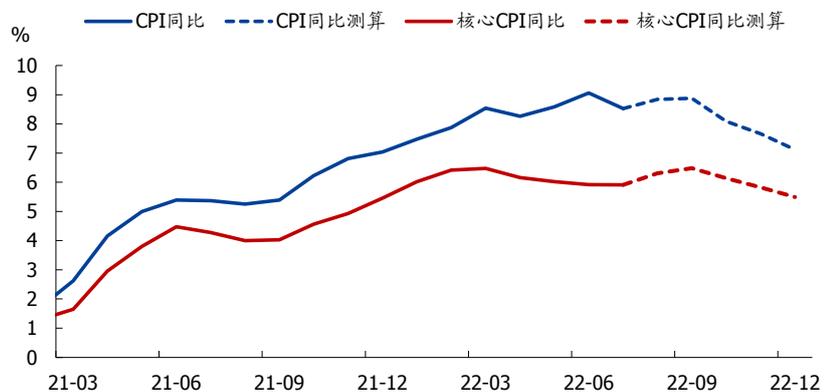
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: 美国 CPI 及主要分项近三个月表现 (单位%)

	季调后环比			季调后同比		
	22-05	22-06	22-07	22-05	22-06	22-07
整体 CPI	1.0	1.3	0.0	8.5	9.0	8.5
食品	1.2	1.0	1.1	10.1	10.4	10.9
家庭食品	1.4	1.0	1.3	11.9	12.2	13.1
非家庭食品	0.7	0.9	0.7	7.4	7.7	7.6
能源	3.9	7.5	-4.6	34.4	41.5	32.9
能源类商品	4.5	10.4	-7.6	50.4	60.7	44.9
汽油	4.1	11.2	-7.7	48.7	59.9	44.0
燃油	16.9	-1.2	-11.0	106.7	98.5	75.6
能源类服务	3.0	3.5	0.1	16.2	19.6	18.9
电力	1.3	1.7	1.6	12.0	13.7	15.2
燃气	8.0	8.2	-3.6	30.2	38.4	30.5
核心 CPI	0.6	0.7	0.3	6.0	5.9	5.9
除能源和食品的商品	0.7	0.8	0.2	8.5	7.1	6.9
新车	1.0	0.7	0.6	12.6	11.4	10.4
二手车	1.8	1.6	-0.4	16.1	7.1	6.6
服装	0.7	0.8	-0.1	5.0	5.2	5.1
医疗护理商品	0.3	0.4	0.6	2.4	3.2	3.7
除能源的服务	0.6	0.7	0.4	5.2	5.5	5.6
住宅	0.6	0.6	0.5	5.4	5.6	5.7
交通运输	1.3	2.1	-0.5	8.0	9.0	9.5
医疗护理服务	0.4	0.7	0.4	4.0	4.8	5.1

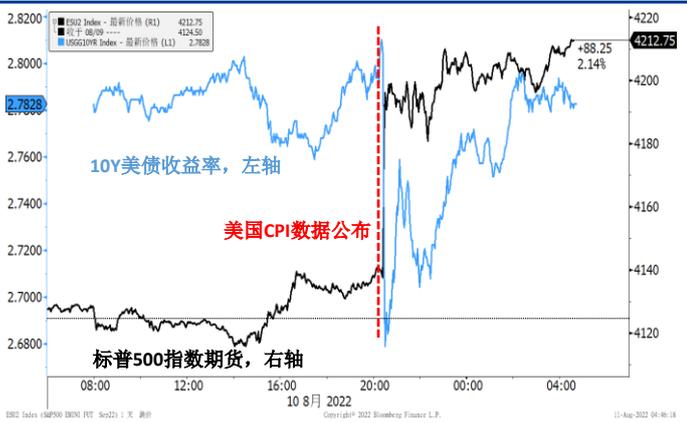
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 表格中的同比数据是基于季调后的 CPI 指数计算

图表 4: 美国 CPI 和核心 CPI 同比后续走势测算



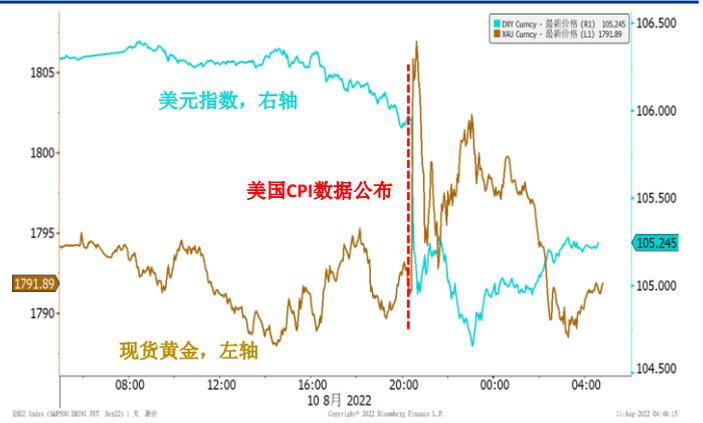
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 美国7月CPI公布前后, 美股与美债走势



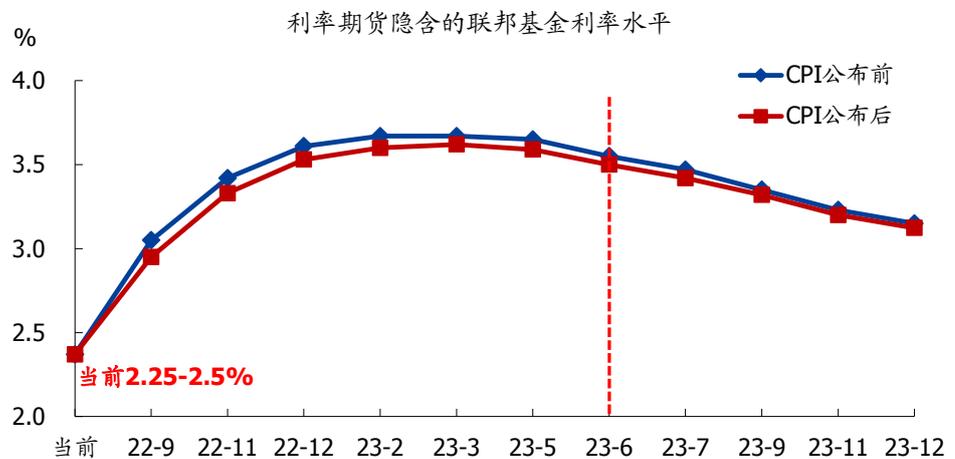
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表6: 美国7月CPI公布前后, 美元与黄金走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表7: 美国7月CPI公布前后, 美联储加息预期变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表8: 美联储历轮加息停止时, 往往通胀仍在高位、失业率仍在低位



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_45034



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>