

宏观跟踪报告

报告日期：2022 年 08 月 10 日

CPI 回落助推市场短期继续交易衰退主线

——美国 7 月通胀数据传递的信息

核心观点

本月美国 CPI 同环比增速显著低于预期，主要源于汽车链价格回落拉低核心 CPI&油价拉低非核心项。展望未来，我们认为通胀结构中的能源分项可能在 Q3 出现反弹，但住房和汽车链条分项仍将继续回落并在内部对 CPI 上行压力形成对冲，美国年内 CPI 整体趋势预计继续回落。短期加息的核心决定因素是通胀非就业，结合通胀形势维持 9 月加息 50BP 判断，预计市场短期将继续交易衰退主线。大类资产方面，预计美债收益率大方向趋于下行&美股 Q3 完成筑底&持续提示黄金 Q3 是重要配置窗口。

□ 汽车链价格回落拉低核心 CPI&油价拉低非核心项，预计通胀年内继续趋势回落
本月美国 CPI 同比增速大幅回落至 8.5%，前值 9.1%；环比走平为 0%，前值 1.3%，增速显著低于市场预期。核心 CPI 同环比增速分别为 5.9%和 0.3%，环比相较上月大幅回落。整体来看，本月 CPI 回落进一步确认了 6 月 CPI 年内高点的位置，预计年内趋势仍将继续回落。

从核心 CPI 看，本月环比增速大幅回落至 0.2%（前值 0.8%），汽车链条价格的回落是最突出的贡献，主要源于疫情缓和后全球供应链的修复，与美联储 7 月议息会议中的判断基本一致。新车、二手车和运输服务分项环比增速分别大幅回落至 0.6%、-0.4%和-0.5%，前值分别为 0.7%、1.6%和 2.1%。房租分项环比增速 0.5%，相较前值小幅回落，从房价的领先性关系判断预计年内仍有下行空间。

从核心 CPI 以外的分项来看，油价下行带动能源分项本月环比下行-4.6%，是 2020 年 4 月以来该分项单月最大环比跌幅，主要与 Q3 以来油价大幅下行有关，6 月末至今美国国内汽油价格下行幅度已达-18%。受俄乌冲突影响食品分项仍维持较强韧性，本月环比上行 1.1%，粮食分项在俄乌冲突结束前预计仍将保持环比增长，7 月乌克兰农业政策和食品部部长曾表示“预计今年乌克兰农民将减少 30%至 60%的冬季粮食作物播种”。

数据公布后市场整体继续交易衰退主线，符合我们前期报告《联储紧缩斜率已翻过最陡坡》中的判断，美元指数和 10 年美债利率大幅回落，纳斯达克作为长久期资产期货价格大幅跳升。

□ 能源分项 Q3 可能反弹，但住房和汽车分项预计保持回落并对上行压力形成对冲
展望未来，我们认为通胀结构中的能源分项可能在 Q3 出现反弹，但住房和汽车链条分项仍将继续回落并在内部对 CPI 上行压力形成对冲，美国年内 CPI 整体趋势预计继续回落，我们对年末 CPI 水平维持年 6.5%-7%的前期判断。

能源价格方面，进入 Q3 以来原油价格持续回落，但在俄乌战争尚未结束（预计将延续 Q3，详细可参考前期报告）、OPEC 仍审慎控制原油供给增量（计划 9 月增产产量仅为 10 万桶/日，显著低于 30-40 万桶/日的预期增产产量）的背景下原油供需仍处于紧平衡状态，Q3 能源价格以及能源相关 CPI 分项仍有较大概率反弹。

房租价格方面，进入 2022 年以来对应 CPI 住房分项同比增速持续上行，是 2022 年美国通胀压力的重要驱动因素。美国房价对 CPI 住房分项有 12 个月左右的领先期，根据领先关系观测 2022 年下半年住房分项同比增速将逐渐回落。

二手车价方面，2022 年以来二手车价格整体处于回落态势，伴随全球供应链修复预计下半年价格可能持续回落，环比整体将继续保持负增速状态。以上两大分项（房租和交通运输分项在 CPI 中的合计占比超过 40%）可以在下半年美国 CPI 结构中对能源价格的潜在反弹形成内部对冲。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

研究助理：林成炜

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

□ **拜登的《通胀缓解法案》徒有其名，对短期和长期通胀压力缓解作用有限**

拜登推进的《通胀缓解法案》(Inflation Reduction Act of 2022)近日已于参议院投票通过，后续将进一步送往众议院表决，预计将在中选前落地成法。该法案的前身为拜登提出的重建美好法案(Build Back Better Act)，包含税改、新能源投资等领域，支出规模经历两轮大幅缩减，由最初规模的 3.5 万亿美元，期间缩减至 1.75 万亿美元，直至当前的最终版本 4330 亿美元。法案收支周期 10 年：

支出方面，规模共计 4330 亿美元，可分为 3690 亿美元能源支出（新能源各类投资的税收抵免和购车补贴）和 640 亿美元健康保险支出（医保补贴）。

收入方面，创收共计 7390 亿美元财政收入，可分为三大类：一是对三年平均收入超过 10 亿美元公司征收 15% 的最低税以增加 3130 亿美元收入。二是降低医保购药成本以节约 2880 亿美元。三是加强税收征管和资本市场税制完善以增加 1380 亿美元收入。本次税改不对年收入低于 40 万美元的家庭和企业增税。

宏观影响方面，法案收支周期长达 10 年短期影响有限，且对短期通胀不存在缓解作用。一是对短期和长期通胀压力缓解有限，根据 CBO 测算，预计该法案对 2022 年通胀无影响，对 2023 年通胀的影响在 $\pm 0.1\%$ 之间。二是降低美国经济潜在增速，根据 Tax Foundation 测算该法案中 15% 的最低税条款对经济存在负面作用，可能使得美国 GDP 潜在增速下降 -0.1%。

□ **短期加息的核心决定因素是通胀非就业，结合通胀形势维持 9 月加息 50BP 判断**

我们曾于前期报告《充分就业式衰退是短期还是长期现象》中指出：“就业数据仅是加息幅度的制约因素，9 月加息幅度的核心决定因素仍是通胀，在 9 月议息会议前尚有 7、8 两月的通胀数据待公布，通胀情况在当前美联储‘放弃’前瞻指引后将基本决定 9 月加息幅度。如果 7、8 两月通胀数据连续回落，则 9 月美联储加息 50BP 的概率仍然较大。”本月 CPI 数据公布后期货市场定价的 9 月加息幅度再次大幅回落至 50BP 附近，印证我们前期判断。

考虑当前通胀形势，我们对未来美联储货币政策继续维持前期判断：预期 9 月加息 50BP，进入 Q4 后加息力度可能回至 25BP；如果美国就业市场恶化超预期或者欧洲债务风险出现，加息可能在 Q4 暂停。市场短期内将继续沿衰退主线交易。

□ **美债收益率大方向趋于下行&美股 Q3 完成筑底&黄金 Q3 是重要配置窗口期**

美债方面，预计将逐步回落至 2.5%。展望年底，美联储紧缩预期将逐步趋缓；经济数据预计仍将进一步恶化，在此背景下美债利率预计将逐步回落至 2.5% 区间；10 年期 2 年期美债收益率可能在下半年持续倒挂。2.5% 作为中性利率水平，在通胀水平进一步回落前 10 年期利率趋势性下破 2.5% 的难度较大。

美股方面，预计将在 Q3 完成筑底，Q4 逐步反弹。伴随短期美股二季报业绩逐步公布并下修全年增长预期，紧缩预期导致的估值压力和衰退预期导致的盈利下修将进入尾声。紧缩力度边际趋缓带动利率水平回落将对美股形成提振，从风格上看我们认为纳斯达克仍将优于道指的表现。

美元方面，中性场景下预计将逐步拐头向下，年末可能回至 100 附近。如果欧洲出现主权债务危机，则美元走势可能转头向上继续挑战 110。我们曾在前期报告中多次指出，俄乌冲突背景下，能源供给紧张将使得欧洲面临经济增长和债务风险的双重压力，欧央行 7 月给出的 TPI 工具受制于通胀约束并未很好打消市场对于债务压力的忧虑。

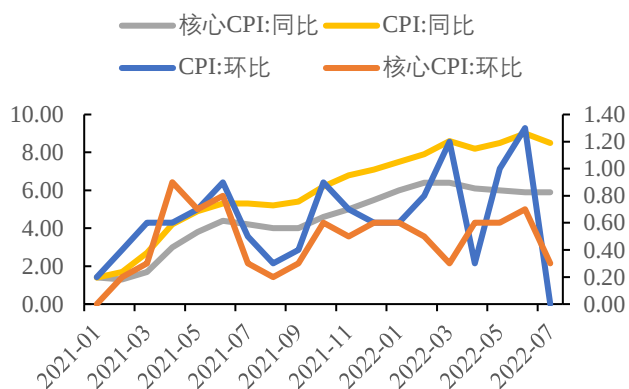
黄金方面，我们认为 Q3 是重要的配置窗口期，下半年伦敦金可能挑战年内前高。从下半年宏观环境的潜在演化路径来看，黄金是下半年我们重点看好的大类资产。如果欧洲债务压力发酵，则从 2010 年的经验来看避险情绪将推升金价上行（详细请参考前期报告《欧洲主权债务压力是否需要关注》）；如果欧债问题得以平稳解决则美元和美债实际收益率的回落同样利好黄金。

□ **风险提示**

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

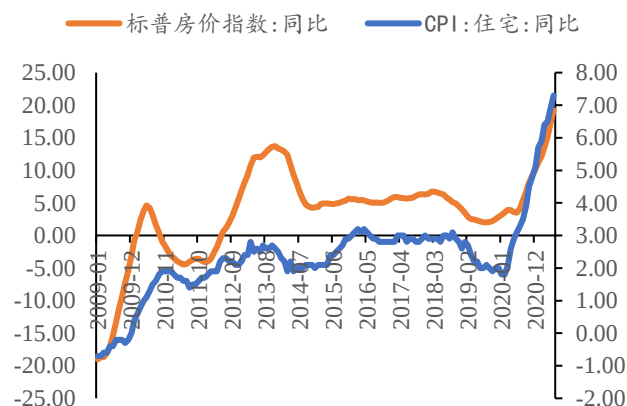
1.重要图表

图1：美国CPI同环比走势（%，环比右轴）



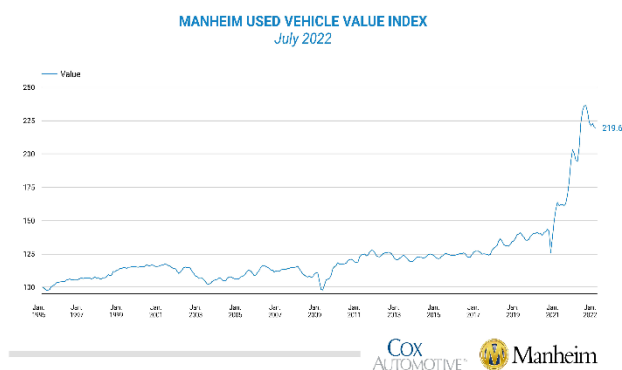
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：美国房价领先CPI分项12个月（%）



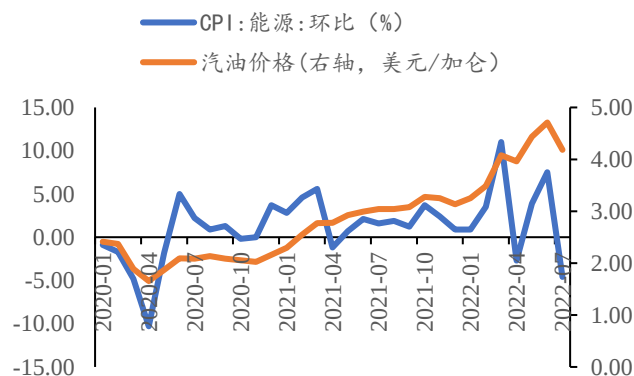
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：Manheim二手车价格指数逐步回落（%）



资料来源：Manheim，浙商证券研究所

图4：Q2以来美国油价快速下行（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_45045

