

宏观点评

通胀已不是当前海外市场的主逻辑——兼评美国6月CPI数据

事件: 北京时间7月13日晚8点半,美国公布6月CPI数据。

核心结论: 当前海外市场的主逻辑,已从交易通胀切换至经济放缓、货币政策收紧。

1、美国6月CPI超预期走高,二手车价格涨幅最大,能源分项同比回落。

美国6月非季调CPI同比5.4%,高于预期值4.9%和前值5.0%;核心CPI同比4.5%,高于预期值4.0%和前值3.8%。季调后CPI环比0.9%,高于预期值0.5%和前值0.6%;核心CPI环比0.9%,高于预期值0.4%和前值0.7%。具体来看:

>历史表现对比: 从同比来看,美国6月CPI同比创2009年来最高,核心CPI同比创1992年来最高;从环比来看,美国6月CPI环比创2009年来最高,核心CPI环比则创下1982年来最高,而1990年至今二者的环比均值仅为0.2%。

>主要分项表现: 6月美国二手车价格涨幅最大,同比达45.2%,环比也高达10.5%,而二手车在CPI中的权重约为2.8%,因此对整体CPI同比贡献了近1.3个百分点;能源分项环比1.5%,高于5月的0%,但由于基数上升,同比24.2%低于前值27.8%;其他主要分项中,新车、食品、住宅的同比上月有所提升,服装、交通运输、医疗护理商品和服务的同比上月有所下降。

2、下半年美国通胀仍趋回落,但幅度有限,预计年底前CPI同比都将高于4.5%。

在前期报告《分化下的预期差—2021年中期宏观经济和资产配置展望》中我们曾指出,美国CPI可分为四个大类,其权重分别为:食品14%、能源6.9%、商品20.1%、服务59%。虽然能源分项占比很低,但由于其价格波动大,且会对其他分类的生产成本造成影响,因此美国整体CPI同比与能源分项同比走势几乎完全一致,而与其他分项的走势相关性较低。可以认为,能源分项同比决定了美国CPI同比的方向,其他分项同比决定了美国CPI同比变化的幅度。

本月能源分项同比已开始回落,这也是市场一致预期CPI同比会小幅下降的主要原因,但由于新车、二手车等商品价格大幅上涨,整体CPI同比并未跟随能源分项回落。能源分项同比往往略滞后于油价同比,虽然油价仍在上涨,但由于基数抬升,油价同比已从4月的270%回落至6月的86%,下半年也难明显抬升。考虑到住宅等服务分项仍趋走高,整体CPI同比难大幅回落,预计年底前都将高于4.5%。

3、当前海外市场的主要逻辑,已经从交易通胀切换至经济放缓、货币政策收紧。

本次美国CPI数据公布后,美债收益率仅短时间内小幅冲高,随后快速回落至数据公布前的水平。直至7月14日凌晨1点,由于美国30年期国债拍卖情况较差,美债收益率才开始重新走高。再结合近期美债收益率持续回落,我们认为,海外市场已经从交易通胀切换至交易经济放缓和美联储退出宽松,可从以下三个方面得到印证:

1)美债与TIPS利差已明显回落: 根据前面的分析,虽然美国通胀下半年难以明显回落,但当前5.4%的水平无疑已是顶部区域,进一步走高的空间有限。10Y美债与TIPS的利差已由5月初的2.54%回落至当前的2.36%,即便美国6月CPI数据超预期后,也仅回升了3个bp,表明市场对通胀的担忧已经明显缓解。

2)美国经济高频指标已连续回落: 周度的ECRI领先指标增长率自3月底以来持续下滑,同时美国制造业和服务业PMI也在3月触顶后持续回落,均表明美国经济已出现拐点,这与美债收益率的见顶时间完全吻合。此外,由于新冠Delta变异株的传播,近期多国疫情再度恶化,也引发了市场对于全球经济前景的担忧。

3)近期美联储加息预期明显升温: 6月16日的FOMC会议之后,联邦基金利率期货隐含的2022年加息次数由0.7次快速抬升至6月底的1.1次,随后由于美联储官员的鸽派讲话有所回落。本月CPI数据公布后,2022年加息预期再度升至1.1次,这与近期美元指数走势高度吻合,也可以解释通胀数据公布后的美股下跌。

有一种观点认为,经济放缓会制约美联储退出宽松,其实不然。一方面,美国经济虽在放缓,但只是从极高的增速回到正常水平,并非是有再次衰退的风险;另一方面,美联储本轮宽松力度史无前例,当前美国处在流动性过剩的状态,退出宽松对经济的影响不大。但需警惕的是,货币政策边际收紧将对美股等高估值资产造成巨大冲击,再次提示下半年美股有大幅回调的风险。

风险提示: 全球疫情超预期演化,美联储政策立场超预期鸽派。

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、《从6月非农数据,看美元和美债走势》2021-7-3
- 2、《正式转向的开始——美联储6月议息会议点评》2021-6-17
- 3、《分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-6-6
- 4、《4月美联储会议纪要和纽约联储调查的Taper信号》2021-5-21
- 5、《如何预判美联储缩减QE时点?》2021-4-23



图表1: 美国CPI主要分项环比和同比表现(单位%, 均为季调数据)

	环比			同比		
	4月	5月	6月	4月	5月	6月
整体CPI	0.8	0.6	0.9	4.2	4.9	5.3
食品	0.4	0.4	0.8	2.4	2.2	2.4
家庭食品	0.4	0.4	0.8	1.2	0.7	0.9
非家庭食品	0.3	0.6	0.7	3.8	4.0	4.2
能源	-0.1	0.0	1.5	25.0	27.8	24.2
能源类商品	-1.4	-0.6	2.6	47.9	54.5	44.2
汽油	-1.4	-0.7	2.5	49.6	56.2	45.1
燃油	-3.2	2.1	2.9	37.3	50.8	44.5
能源类服务	1.5	0.7	0.2	5.4	6.2	6.4
电力	1.2	0.3	-0.3	3.6	4.2	3.8
燃气	2.4	1.7	1.7	12.1	13.5	15.6
核心CPI	0.9	0.7	0.9	3.0	3.8	4.5
除能源和食品的商品	2.0	1.8	2.2	4.4	6.5	8.6
新车	0.5	1.6	2.0	2.0	3.3	5.3
二手车	10.0	7.3	10.5	21.0	29.7	45.2
服装	0.3	1.2	0.7	1.9	5.6	4.9
医疗护理商品	0.6	0.0	-0.4	-1.7	-1.9	-2.2
除能源的服务	0.5	0.4	0.4	2.5	2.9	3.1
住宅	0.4	0.3	0.5	2.1	2.2	2.6
交通运输	2.9	1.5	1.5	5.7	11.3	10.3
医疗护理服务	0.0	-0.1	0.0	2.2	1.5	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 美国CPI同比与能源分项同比走势几乎完全一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 美国CPI同比与其他分项同比走势相关性较低



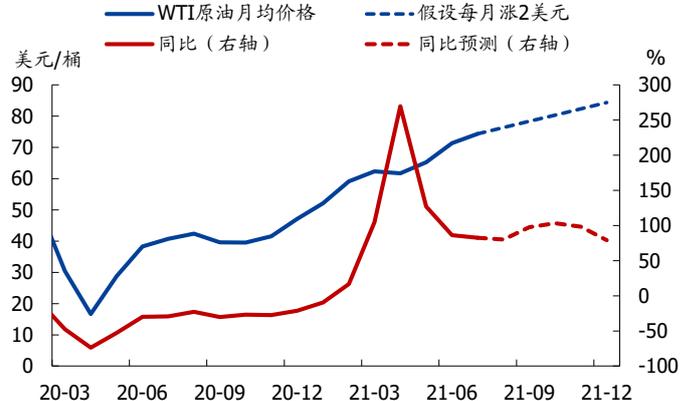
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 美国CPI能源分项同比通常滞后油价同比1-3个月



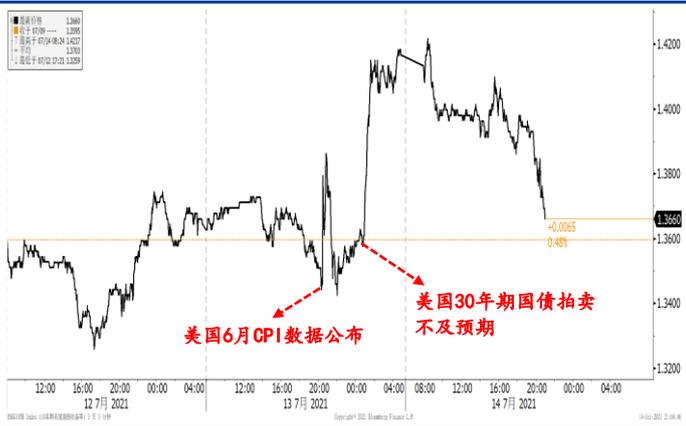
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 5月之后油价同比已大幅回落



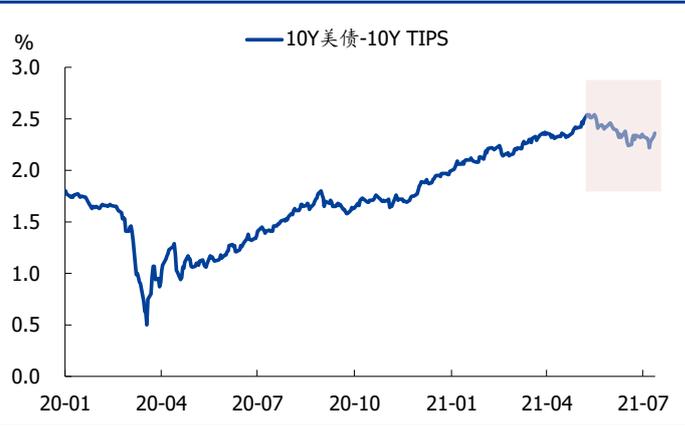
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 美国6月CPI公布前后10Y美债收益率走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表7: 5月初以来10Y美债与TIPS利差持续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 10Y美债收益率和ECRI增长年率均在3月底触顶



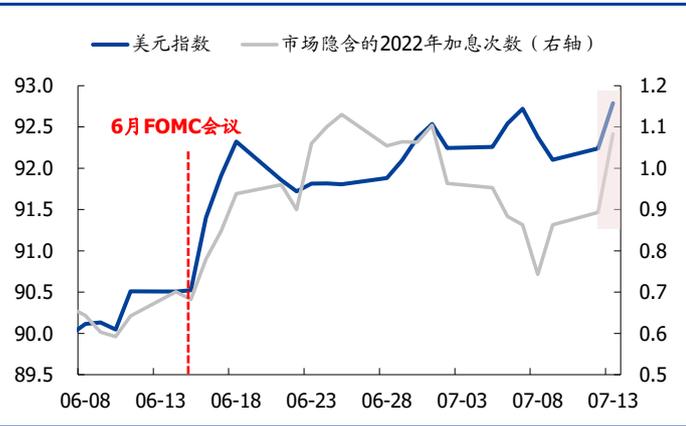
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 10Y美债收益率和美国制造业PMI均在3月底触顶



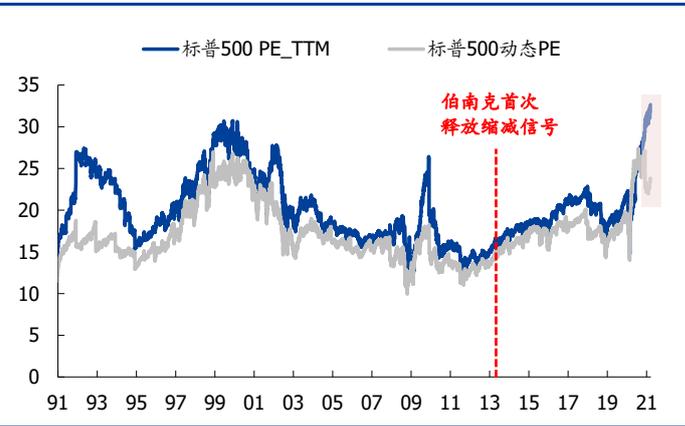
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 近期美联储加息预期升温带动美元指数走强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 当前美股估值显著高于2013年美联储缩减QE时期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期演化, 美联储政策立场超预期鸽派。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_22190

