

总量研究

通胀挑战延续，7月美国CPI同比再超预期

——2021年7月美国CPI数据点评

要点

事件：

- 1) 美国7月CPI同比5.4%，前值5.4%，市场预期5.3%；环比0.5%，前值0.9%，市场预期0.5%；
- 2) 核心CPI同比4.3%，前值4.5%，市场预期4.3%；环比增长0.3%，前值0.9%，市场预期0.4%；
- 3) 7月CPI同比连续第4个月超预期上行。

核心观点：

美国7月CPI数据显示通胀压力持续升温。随着疫情对经济的约束逐渐打开，食品、能源、新车、住房价格上涨成为此次CPI主要拉动项。

我们认为来自供给、需求、和劳动力三方面的压力使得通胀在年内都会保持高位。预计CPI同比高位运行和CPI环比边际下行的态势仍将延续。7月CPI同比虽略超出预期，核心CPI环比低于预期，暂时减缓市场对通胀持续上行的担忧。预计美联储将在9月的议息会议上重新上调通胀预期。

居民外出消费逐渐打开，食品、能源、新车、住房消费为主要拉动项。7月以来，因经济稳步复苏和疫苗接种持续推进，居民外出消费逐渐攀升。食品方面，外出餐饮价格上行0.8%，连续第三个月大幅上行。能源价格指数依然受全球能源价格上涨和低基础效应影响，同比上行23.8%。核心CPI环比升0.3%，新车和住房价格环比涨幅最大，分别上涨1.7%和0.4%。新车价格高企主要因为供给不足而需求旺盛导致。6月汽车库存创历史新低，仅为16.8万辆，远低于2019年月平均水平。劳动力返城和居民外出需求回暖导致租金和酒店价格上涨，推升住房价格指数。预计下半年新车和住房价格持续承压。

美国通胀前景正面临三大挑战。

第一大挑战：需求端问题。经济解封使得人们对出行需求日渐高企，且消费者需求逐渐从商品型转向服务型。我们认为，下半年，经济恢复的动能将主要由服务性行业消费所带动。另外，居民个人储蓄率因政府补贴和线下消费受限而高企，预计这部分收入将在下半年释放，支撑通胀。

第二大挑战：供应链问题。7月，供应链紧缩问题已经导致大部分制造业公司延长交货时间并遇到补库难问题。另外，中国对美国输入性通胀态势延续，预计在中国制造成本得到控制之前，美国的进口成本将持续带动通胀上行。

第三大挑战：劳动力供需错配问题。7月数据显示，劳动力供给疲弱但需求旺盛，用工成本对通胀的传导作用将进一步显现，尤其是服务性行业，在需求持续向服务业倾斜的过程中，服务业通胀压力显著。

总体来看，预计下半年CPI同比高位运行、CPI环比边际下行的态势仍将延续，来自需求、供给、劳动力三方的压力持续给通胀带来支撑。预计美联储将在9月议息会议中上调通胀预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

财政平滑，货币放松，护航二十大——政治局会议学习体会——20210730 政治局会议点评 (20210731)

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四 (20210722)

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评 (20210721)

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

如何看待下半年利率走势？——20210704 光大宏观周报 (2021-07-04)

价格见顶回落，消费复苏加快——2021年6月PMI数据点评 (2021-06-30)

出口分化：低技术拖累，高技术强劲——2021年5月贸易数据点评 (2021-06-07)

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报 (2021-06-06)

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测 (2021-05-31)

建筑业重返高景气，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评 (2021-05-31)

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报 (2021-05-31)

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评 (2021-05-27)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

目 录

一、	CPI 同比维持高位、环比小幅回落	3
二、	外出消费逐渐打开，食品、能源、新车、住房消费为主要拉动项	4
三、	美国通胀前景正面临的三大挑战	5
四、	通胀上行幅度仍在美联储预期范围之内	7

图目录

图 1:	CPI 同比维持在 5.4%	3
图 2:	核心 CPI 上涨 2 月以来首次低于预期	3
图 3:	居民对服务型消费需求逐渐回暖	5
图 4:	经济复苏，GDP 产出缺口持续缩小	5
图 5:	供应商交付时间延长，库存大幅下滑	6
图 6:	中国制造成本高企对美国造成输入型通胀	6
图 7:	劳动供给远低于需求	7

表目录

表 1:	7 月 CPI 同比和环比分项	4
------	-----------------------	---

一、CPI 同比维持高位、环比小幅回落

事件：

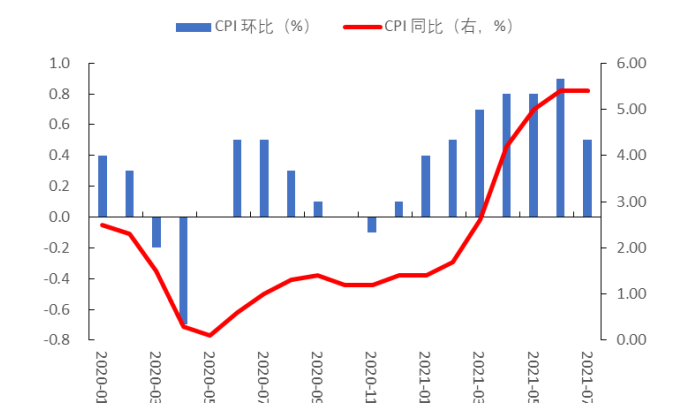
- 1) 美国 7 月 CPI 同比升 5.4%，前值 5.4%，市场预期 5.3%；环比 0.5%，前值 0.9%，市场预期 0.5%；
- 2) 核心 CPI 同比 4.3%，前值 4.5%，市场预期 4.3%；环比增长 0.3%，前值 0.9%，市场预期 0.4%；
- 3) 7 月 CPI 同比连续第 4 个月超预期上行。

核心观点：

美国 7 月 CPI 数据显示通胀压力持续升温。随着疫情对经济的约束逐渐打开，食品、能源、新车、住房价格上涨成为此次 CPI 主要拉动项。

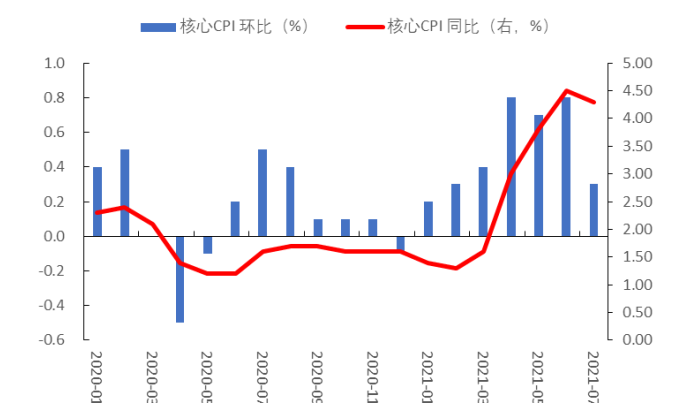
我们认为来自供给、需求、和劳动力三方面的压力使得通胀在年内都会保持高位。预计 CPI 同比高位运行和 CPI 环比边际下行的态势仍将延续。7 月 CPI 同比虽略超出预期，核心 CPI 环比低于预期，暂时减缓市场对通胀持续上行的担忧。预计美联储将在 9 月的议息会议上重新上调通胀预期。

图 1：CPI 同比维持在 5.4%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 7 月。

图 2：核心 CPI 涨幅 2 月以来首次低于预期



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 7 月。

表 1： 7 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2021年6月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (%)		
		2021-05	2021-06	2021-07	2021-05	2021-06	2021-07
食品	13.8	2.2	2.4	3.4	0.4	0.7	0.7
家庭食品	7.6	0.7	0.9	2.6	0.4	0.8	0.7
谷物和烘焙制品	1.0	0.6	0.2	1.5	0.5	-0.3	1.2
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.8	0.2	0.7	5.9	1.3	2.5	1.5
乳制品及相关制品	0.8	0.1	0.8	1.8	0.4	0.2	0.6
水果和蔬菜	1.3	2.9	3.2	2.2	0.0	0.7	-0.9
无酒精饮料和饮料原料	0.9	-0.2	0.2	1.1	-0.5	0.9	0.7
其他家庭食品	1.9	0.3	0.4	1.3	0.0	0.2	0.8
非家用食品	6.2	4.0	4.2	4.6	0.6	0.7	0.8
能源:当月同比	7.2	28.5	24.5	23.8	2.7	2.3	1.7
能源类商品	4.0	54.5	44.2	41.2	-0.6	2.6	2.3
燃油	0.1	50.8	44.5	39.1	2.1	2.9	0.6
发动机燃料	3.8	55.5	44.8	41.6	-0.7	2.5	2.4
汽油(所有种类)	3.7	56.2	45.1	41.8	-0.7	2.5	2.4
能源服务	3.2	6.2	6.4	7.2	0.7	0.2	0.8
电力	2.5	4.2	3.8	4.0	0.3	-0.3	0.4
公共事业(管道)燃气服务	0.7	13.5	15.6	19.0	1.7	1.7	2.2
商品,不含食品和能源类商品	20.7	6.5	8.6	8.5	1.8	2.2	0.5
服装:当月同比	2.7	5.6	4.9	4.2	0.2	-0.5	-1.0
新汽车和卡车	3.7	3.4	5.3	6.4	1.6	2.0	1.7
二手汽车和卡车	3.5	29.7	45.2	41.7	7.3	10.5	0.2
医疗护理商品	1.5	-1.9	-2.2	-2.1	0.0	-0.4	0.2
酒精饮料	1.0	1.6	1.9	2.4	0.4	0.5	0.3
烟草和烟草制品	0.6	7.3	7.0	6.4	0.1	0.6	0.5
服务,不含能源服务	58.2	2.9	3.1	2.9	0.4	0.4	0.3
收容所	32.6	2.2	2.6	2.8	0.3	0.5	0.4
主要居所租金	7.7	1.8	1.9	1.9	0.2	0.2	0.2
业主等价租金	23.6	2.1	2.3	2.4	0.3	0.3	0.3
医疗护理服务	7.1	1.5	1.0	0.8	-0.1	0.0	0.3
医疗服务	1.8	4.2	4.1	3.9	0.0	0.3	0.4
医院服务	2.2	2.6	2.4	2.8	0.2	0.2	0.5
运输服务	5.3	11.3	10.3	6.4	1.5	1.5	-1.1
机动车维修保养	1.1	2.8	3.1	4.1	-0.3	0.3	0.9
机动车保险	1.6	16.9	11.3	1.6	0.7	1.2	-2.8
机票	0.8	24.1	24.6	19.0	7.0	2.7	-0.1

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为 2021 年 7 月。

二、外出消费逐渐打开，食品、能源、新车、住房消费为主要拉动项

受居民外出消费需求提升和基数效应影响，7 月 CPI 同比 5.4%，高于市场预期。分项看，食品价格指数环比上行 0.7%，同比上行 3.4%，远高于 6 月时期的 2.4%。其中，家用食品价格环比上行 0.7%，主要由肉禽蛋奶类价格上行导致。非家用食品（外出餐饮）价格上行 0.8%，连续第三个月大幅上行，表示随着经济复苏和城市解封，居民的外出需求持续回暖。能源价格指数环比上行 1.6%，同比上行 23.8%。其中，汽油价格指数为最大拉动项，环比上行 2.4%，同比上行 41.2%，主要受全球原油价格上涨和低基数效应影响。

核心 CPI 上涨符合市场预期，环比升 0.3%，其中，新车和住房价格为环比最大拉动项。分项看，此次新车价格指数持续上行，环比升 1.7%。汽车价格高企主要还是供给不足叠加需求旺盛导致。汽车库存水平自 2020 年初就一蹶不振，6 月汽车库存更是创历史新低，达到 16.8 万辆，远低于 2019 年月平均水平的 62.8 万辆。供应链紧缩、劳动力短缺，叠加居民出行需求随经济开放和夏天的到来逐步攀升导致汽车制造商补库存缓慢，预计对新车的供给和需求矛盾将在下半年延续。二手车价格在 7 月末延续之前的高涨态势，环比升 0.2%，前值 10.5%。根据 Manheim 二手车价格指数显示，二手车批发拍卖价格已开始降温，说明二手车价格已经见顶回落，加之秋冬季节出行需求减少，预计二手车价格将逐月下行。

住所项持续稳步上行，环比升 0.4%。因住所项在 CPI 中的比重较大（32.6%），其对环比 CPI 贡献达 0.13%。一方面，经济解封经济重启使得大批劳动力返城，推动房屋租金上涨，预计租金价格在下半年将保持坚挺。另一方面，酒店为接触密集型行业，感染病毒风险较高，使得酒店员工短缺，抬升酒店运营成本，7 月酒店价格指数环比大幅上升 6.8%。

三、美国通胀前景正面临的三大挑战

需求端问题

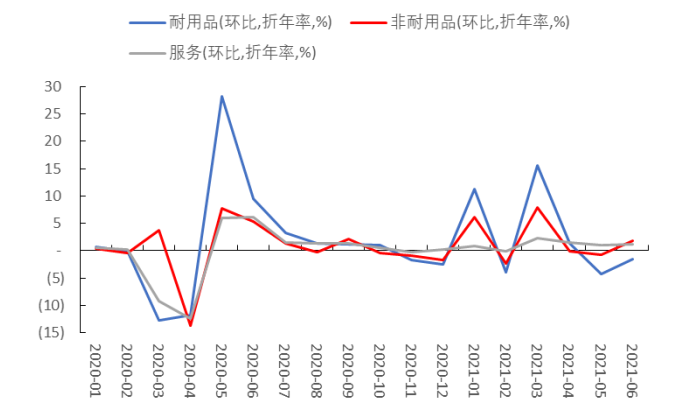
在美国经济持续复苏和疫苗接种率不断上升的背景下（截至 2021 年 8 月 9 日，完全接种率 50.8%），产出缺口已经逐步缩小，经济解封使得人们对出行需求日渐抬升，消费者对服务性需求持续向好。

第一，6 月 PCE 数据显示，消费者对服务型消费近 4 个月稳步上升，相较之下，消费者对商品型消费有逐月下滑的态势。我们认为，下半年，经济恢复的动能将主要由服务性行业的消费所带动。

第二，在疫情期间，因政府补贴和无法进行外出消费，居民个人可支配收入和储蓄率双双走高。今年上半年，个人可支配收入平均每月同比上涨 6%，远超 2019 年月平均水平 2%；储蓄率月平均水平 9%，远超 2019 年月平均水平 4%。预计这部分储蓄将在美国达到群体免疫的过程中逐步释放，支撑下半年通胀。

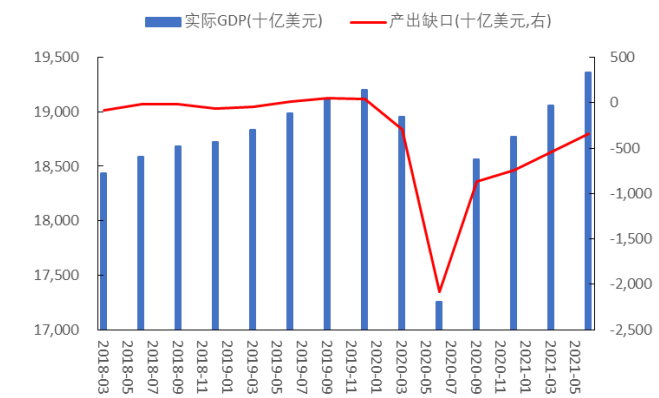
第三，经济重启阶段，大量劳动力回到城市恢复工作，抬升租房需求。7 月主要居所租金和业主等价租金环比分别上行 0.2%和 0.3%。预计劳工返城将持续支撑下半年租金价格提升。

图 3：居民对服务型消费需求逐渐回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 6 月。

图 4：经济复苏，GDP 产出缺口持续缩小



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 6 月。

供给端问题

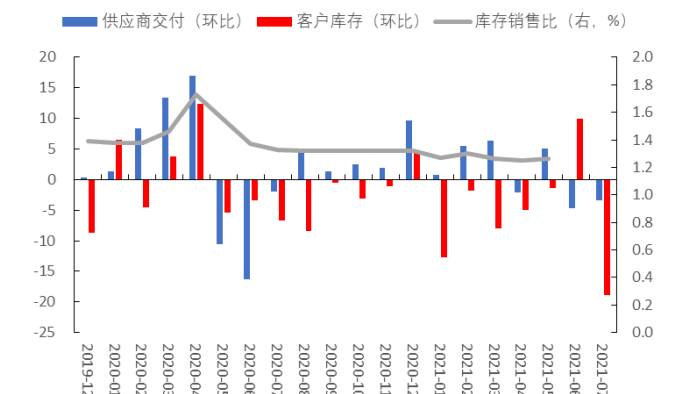
供应链紧缩叠加进口成本上涨已经导致大部分制造业企业延长交货时间并且遇到补库难的问题。

一则，7 月 ISM 供应商交付指数和客户库存指数分别大幅下跌 3.5 和 18.8 至 72.5 和 25。大多数受访企业表示，由于原材料和劳动力短缺的问题，企业的采购交付时间被迫延长。库存水平也因供应链阻塞而大幅下滑，直接导致下游需求不能及时被满足，加剧供需缺口。7 月 29 日发布的二季度 GDP 数据也显示，经济总

体库存水平持续大幅下行，私人存货变化从 2021 年 1 季度的-880 亿美元降至 2 季度的-1660 亿美元，拉低 2 季度环比 GDP1.1 个百分点。

二则，美国进口成本大幅上涨加重企业成本压力，对通胀形成支撑。历史数据显示，中国 PPI 同比与美国进口价格指数有较强关联性。中国 PPI 自去年 5 月起就一路上扬，直到今年 6 月达 8.8%，同时间段，美国进口价格指数自 4 月触底反弹，今年 6 月为 11.2%。这显示，中国对美国有输入性通胀，在中国制造成本企稳之前，或将持续带动美国进口价格上行。

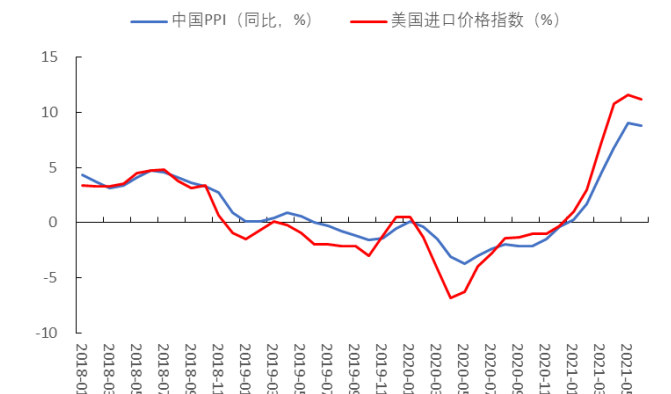
图 5：供应商交付时间延长，库存大幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2020 年 7 月 31 日。

供应商交付：负数代表交付时间延长；客户库存：负数代表库存降低。

图 6：中国制造成本高企对美国造成输入性通胀



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2020 年 6 月。

劳动力供需错配问题

7 月新增非农数据表现良好，但至今为止，就业人数还是比疫情前低 570 万人，其中，劳动力市场供需错配问题仍然严峻。

一方面，劳动参与率在大流行病爆发之后急剧下滑，截至 7 月份为 61.6%，远低于疫情前（2020 年 2 月）的 63.1%。表明居民重回劳动力市场的意愿比较薄弱。另外，美联储 7 月货币政策报告提到，因对疫情和健康状况的担忧，去年和今年退休人口飙升，表示这部分劳动力供给或将永久性遗失。

另一方面，劳动力需求异常旺盛。根据劳工统计局 8 月 10 日的报告，6 月份未填补的职位空缺总数激增 59 万，经季节性调整后为 1010 万个，比 2019 年 6 月增加了 42%，创历史记录。

在劳动力供给持续萎缩且需求持续旺盛的情况下，用工成本上升对通胀的压力作

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_25066

