宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

《德邦证券宏观专题：美联储货币政策框架和利率体系》

《本轮 taper 如何循序渐“退”——深度推演宽松缩减之路径》

《拜登基建：进展中的内忧外患》

美国通胀环比降温，预计同比年底达峰值

8 月美国 CPI 数据点评

投资要点：

- **通胀降温，美国 CPI 环比两连降。**8 月 CPI 同比 5.3%，持平预期，环比 0.3%，预期 0.4%；核心 CPI 同比 4.0%，预期 4.2%，环比 0.1%，预期 0.3%。时间序列上，总体与核心 CPI 环比均呈现两连降，6-8 月 CPI 环比从 0.9%→0.5%→0.3%，核心 CPI 环比从 0.9%→0.3%→0.1%。 CPI 环比回落主要反映财政政策对总需求刺激的弱化。

- **技术面、基本面因素促使通胀在今年底达到峰值。**技术面看，2020 低基数给 2021 年通胀带来的技术面支撑将在 2022 切换为高基数的拖累，预计美国 CPI 有较大概率在今年底触及同比增速的峰值，随后逐步回落。基本面看，后市 CPI 走势的主要掣肘是耐用品。预计后续耐用品需求不仅面临“主动走弱”，还受到高价带来的“被动遏制”，在价格弹性的作用下，耐用品价格、尤其是二手车价格的环比下跌恐有延续。

- **预计美联储 taper 路径如期进行，9 月 FOMC 释放增量信号。**对美联储而言，在平均通胀目标（AIT）的框架指导下，短期内高增速的通胀难以左右 taper 路径。相比之下，劳务市场复苏的稳定性与可持续性才是当下影响 taper 路径更为关键的因素。美联储将在北京时间 9 月 22 日 2:00 公布 9 月 FOMC 声明，预计最可能释放的是“讨论 taper”的增量信号，以为 11 月官宣 taper、12 月开启 taper 铺路。

- **风险提示：**Delta，Lambda 等变异毒株超预期扩散；就业市场恢复不及预期。

内容目录

1. 数据点评：美国 CPI 环比增速两连降 3
2. 后市展望：预计 CPI 今年底达到峰值 4
3. 风险提示 6

图表目录

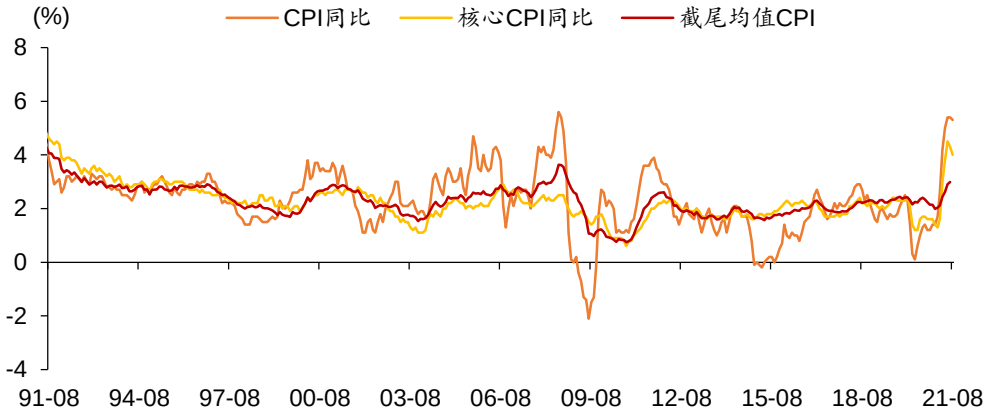
图 1：CPI、核心 CPI、截尾均值 CPI 时间序列 3
图 2：不同环比增速假设下美国 CPI 同比增速时间序列推演 4
图 3：美国二手车价格（横轴）、总价值（纵轴）散点图 5
图 4：美国 5y5y 通胀掉期、5/10/30 年期通胀预期（BEI）时间序列 6

表 1：美国 CPI 最新分项同比、环比及权重 4

1. 数据点评：美国 CPI 环比增速两连降

美东时间 9 月 14 日 8:30，美国劳工部公布 8 月 CPI 数据，总体 CPI 同比 5.3%，持平预期，环比 0.3%，预期 0.4%；核心 CPI 同比 4.0%，预期 4.2%，环比 0.1%，预期 0.3%，为 2 月以来新低。8 月 Cleveland 联储截尾均值 CPI 同比增长 3.17%，较 7 月的 3%略有上涨。在前期高基数、当期环比增速超预期回落的共同作用下，8 月 CPI 同比增长趋势开始出现拐点，通胀暂时性的高企进入下半场。

图 1：CPI、核心 CPI、截尾均值 CPI 时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

同比分项看，能源商品、二手车延续 7 月两位数的高增长，高权重的住宿项目维持 2.8%，叠加去年的低基数效应，使得 8 月 CPI 同比增速的绝对水平仍保持高位。

环比分项看，总体与核心 CPI 环比均呈现两连降，6-8 月 CPI 环比从 0.9%→0.5%→0.3%，核心 CPI 环比从 0.9%→0.3%→0.1%。CPI 环比回落主要反映财政政策对总需求刺激的弱化，美国个人储蓄率已明显回落，从 3 月 26.6%的高点回落至 7 月的 9.6%，人均可支配收入（季调折年）也从 3 月 65543 美元的高点回落至 7 月的 54461 美元。另外，美国救助计划（American Rescue Plan）中的失业补助也于 9 月 6 日正式到期。

二手车方面，前期的价格高涨是缺芯带来的新车供给短缺与财政政策对私人消费需求刺激共同作用的结果，而随着价格见顶、财政刺激到期，近三个月来二手车环比增速也出现了大幅反转，6-8 月环比分别为 10.5%→0.2%→-1.5%。

交运服务方面，疫情的阶段性反复与机动车需求的边际弱化使得其环比亦出现反转式下降，6-8 月环比分别为 1.5%→-1.1%→-2.3%。其中，机票下滑最为明显，6-8 月环比分别为 2.7%→-0.1%→-9.1%。

表 1：美国 CPI 最新分项同比、环比及权重

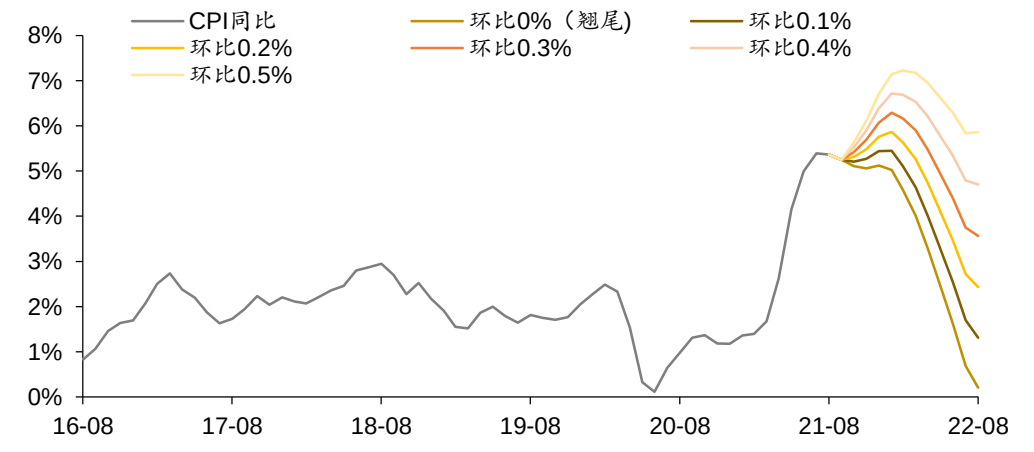
通胀指数	权重	8 月同比	7 月同比	8 月环比	7 月环比	6 月环比
CPI 总体	100.0	5.3	5.4	0.3	0.5	0.9
食品	13.9	3.7	3.4	0.4	0.7	0.8
能源	7.3	25	23.8	2	1.6	1.5
能源商品	4.1	41.9	41.2	2.7	2.3	2.6
燃油	0.1	33.2	39.1	-2.1	0.6	2.9
机动车燃油	3.9	42.5	41.6	2.8	2.4	2.5
汽油	3.8	42.7	41.8	2.8	2.4	2.5
能源服务	3.2	8.6	7.2	1.1	0.8	0.2
电力	2.5	5.2	4	1	0.4	-0.3
管道燃气服务	0.7	21.1	19	1.6	2.2	1.7
核心 CPI	78.9	4	4.3	0.1	0.3	0.9
商品（非食品&能源）	20.7	7.7	8.5	0.3	0.5	2.2
服饰	2.6	4.2	4.2	0.4	0.0	0.7
新车	3.8	7.6	6.4	1.2	1.7	2.0
二手车	3.5	31.9	41.7	-1.5	0.2	10.5
医疗保健商品	1.5	-2.5	-2.1	-0.2	0.2	-0.4
酒水饮料	1.0	2.6	2.4	0.3	0.3	0.5
烟草	0.6	6.3	6.4	0.1	0.5	0.6
服务（不含能源服务）	58.2	2.7	2.9	0	0.3	0.4
住宿	32.6	2.8	2.8	0.2	0.4	0.5
医疗保健服务	7.1	1	0.8	0.3	0.3	0.0
交运服务	5.2	4.6	6.4	-2.3	-1.1	1.5
机动车维护保养	1.1	4.2	4.1	0.8	0.9	0.3
机动车保险	1.6	1	1.6	-2.8	-2.8	1.2
机票	0.7	6.7	19	-9.1	-0.1	2.7

资料来源：BLS、德邦研究所，因四舍五入原因，分项数据与加总数据有微小差异；表中环比为季调数据

2. 后市展望：预计 CPI 今年底达到峰值

从技术面看，2020 低基数给 2021 年通胀带来的技术面支撑将在 2022 切换为高基数的拖累。基于不同的环比增速假设，我们预计美国 CPI 有较大概率在今年底触及同比增速的峰值，随后逐步回落。假定 CPI 环比维持 8 月 0.3%的增速，那么到 2022 年 8 月，CPI 同比将回落至 2.4%水平。

图 2：不同环比增速假设下美国 CPI 同比增速时间序列推演



资料来源：彭博，德邦研究所

从基本面看，后市 CPI 走势的主要掣肘是耐用品。预计后续耐用品需求不仅面临“主动走弱”，还受到高价带来的“被动遏制”，在价格弹性的作用下，耐用品价格、尤其是二手车价格的环比下跌恐有延续。

从量价关系看，疫情以来，美国二手车市场主要经历了 4 个阶段：

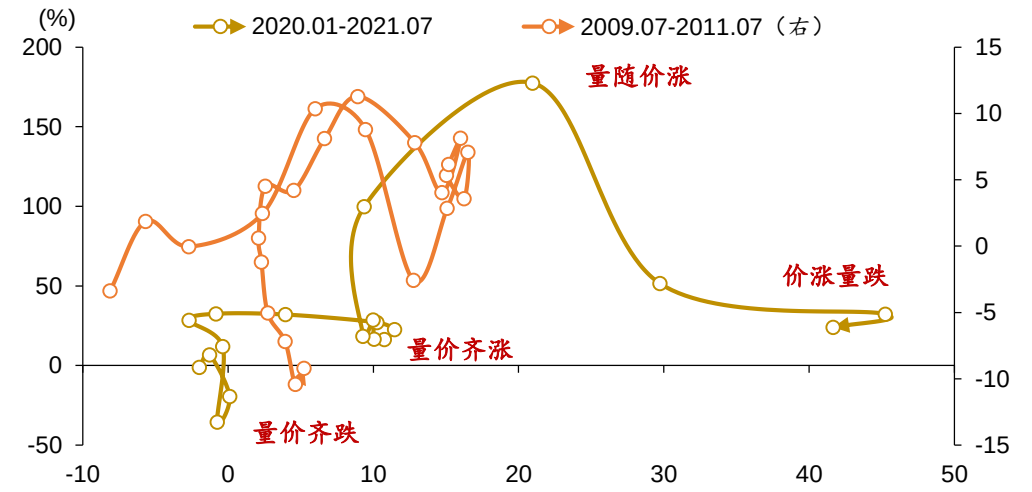
1）疫情冲击带来的**量价齐跌**。疫情危机冲击内需，悲观情绪的蔓延使得消费者削减/延后支出，二手车这类可选耐用品首当其冲；

2）需求刺激引发的**量价齐涨**。接连的财政与货币政策定向刺激了私人消费，伴随可支配收入的增加和消费信心的修复，居民开始增加支出，此时新车与二手车库存仍较为充足，量价关系在一个相对合适的水平博弈；

3）供给矛盾引发的**量随价涨**。疫情引发芯片供给出现短缺，遏制新车生产与交付，在需求尚未被完全消化的背景下，机动车市场库存的不断下滑最终激化了供需矛盾，价格的不断抬升刺激更多消费者涌入，二手车支出增速进一步走高；

4）价格高企引发的**价涨量跌**。由于价格不断上涨并越发偏离内在价值水平，消费者开始对高价望而却步。同时，前期放量使得部分需求已被满足，余下需求面临财政政策刺激弱化影响，此时市场开始呈现有价无市的局面，价格上涨的同时二手车消费量增速开始大幅走弱。

图 3：美国二手车价格（横轴）、总价值（纵轴）散点图



资料来源：彭博，德邦研究所，横轴为“二手车价格指数同比”，纵轴为“二手车名义消费支出同比”

展望后市，以二手车为典型的耐用品将同时面临供给与需求端的反转：供给

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_26647