

通胀高光，映衬衰退

——6月美国CPI数据点评

研究结论

- 美东时间7月13日，6月美国CPI数据发布，同比增速再次创出新高，美国通胀进入“9”时代。但通胀的高光却并不再成为当下市场聚焦——
- 一方面是6月CPI增速上行趋势已在预期之中。而由于6月通胀读数占尽汽油价格走高、汽车价格走高、租金价格坚挺等诸多支撑因素，而伴随经济的衰退压力加大，油价在6月下旬转下行，通胀破9之后，未来再向更高层次进发难度加大，短期内环比增速可能下行；
- 另一方面，我们看到市场似乎正在穷尽对通胀风险本身的情绪反馈。通胀超预期后，美股波动幅度有限，长端美债利率甚至下跌。衰退交易仍是未来主导市场走势的要素：通胀高企/顽固→紧缩/衰退预期强化的逻辑链条之下，通胀创出令人咋舌的新高，大概率只会进一步强化衰退预期和衰退交易。
- **食品、能源、汽车、租金、服务，构成6月CPI的主要贡献来源。**食品、能源项仍然稳定发力，对6月美国CPI同比增速拉动分别为1.6%、2.8%。通胀的另一半则来自于核心项的贡献，核心项目当中，商品通胀的同比增速拉动0.9%，绝大部分来自于新车、二手车拉动（合计0.5%），服务通胀的同比增速拉动4.3%，其中住宅租金拉动2.5%。通胀读数趋势和结构与我们此前展望并无方向性偏差。向后看，由于汽油价格从6月下旬开始下降，能源通胀的走势可能短期就会出现逆转，这加大了通胀增速后续上行的难度。而核心通胀则继续受到租金和除租金外的服务通胀支撑，这也是我们一直以来强调的通胀顽固主因—租金走势滞后于房价走势，当前美国房地产市场虽然在按揭指数、新屋许可等指标上呈现出下滑迹象，但是传导至房价，再到租金仍然存在相当的时滞，这意味着租金仍将在未来一段时间维持高位。
- **美股小幅下跌，美债短端收益率上行而长端疲弱，进一步印证衰退交易仍是市场交易的宏观叙事主线。**破9通胀读数落地后，美股开盘一度大跌，而后反弹收复失地，其中纳指完全修复跌幅，道琼斯工业指数、标普500小幅下行。债市方面动向更加值得关注：美债收益率在短促上冲之后转下行，2年期美债收益率小幅上行，而10年期美债收益率转跌。短端收益率上涨而长端转跌，意味着通胀超预期主要促动近期加息节奏上修，在中期则进一步强化了衰退（货币政策转降息）预期。破9通胀未能助推长端美债利率上行，意味着我们自6月以来提出的长端利率筑顶判断进一步印证。随着期限利差在水平线（0）之下继续下探，衰退预期还会持续强化。
- **后续关注：7月FOMC大幅加息可能性、美股财报季、Q2GDP。**其一，在6月美联储意外加息75bp后，我们提出美联储尝试建构基于经济基本面指标表现的政策反应函数，即超预期通胀对应超预期加息。这一反应函数意味着7月FOMC会议仍有相当可能性出现大幅加息。根据通胀读数之后的最新市场定价，7月会上已经出现了100bp加息的可能性预期。如果月末出现75/100bp加息的靴子落地，将带动短端美债收益率新一轮上冲，并加重衰退担忧；其二，7月下旬美股财报季拉开帷幕。此前美股盈利面预期并未下修，随着经济增长压力的明显加大，本轮财报窗口有可能成为美股盈利下修的起点，这可能带来美股回调目标位的下修。而美股作为经济周期领先指标，又会反身性强化衰退氛围；其三，美国Q2GDP读数将在月底确认。技术上连续2个季度的经济负增长基本确认衰退，因此7月底也是首度测试衰退的时间节点。整体来看，7月后半段市场衰退交易进一步发酵的可能性较大，在这一过程当中，即期加息节奏将会加快，而远期加息预期可能松动，长端美债收益率上行受阻，美股可能伴随盈利预期下修而向下寻找新的回调目标位。受益于利率上行趋势的受阻，对利率更加敏感的科技成长风格相对表现受益，而对经济周期暴露较高的周期性板块依然承受更大压力。但是整体上美股趋势将主要表现更大的回调压力。

风险提示

地缘政治走向的不确定性；大宗商品价格大幅波动的风险。

报告发布日期

2022年07月14日

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

衰退会否不期而至？——海外宏观一周札记 0708 2022-07-12

通胀、增长、政策：拐点谁先来？—— 2022-06-20

海外宏观 2022年中期策略

见顶但顽固的通胀意味着什么？—— 2022-06-13

2022年5月美国CPI数据点评

美东时间 7 月 13 日，6 月美国 CPI 数据发布，同比增速再次创出新高，美国通胀进入“9”时代。

6 月美国 CPI 同比 9.1%，前值 8.6%。环比 1.3%，前值 1.0%。核心 CPI 同比 5.9%，前值 6.0%。环比 0.7%，前值 0.6%。均超出事前市场预期中枢。

但通胀的高光却并不再成为当下市场聚焦——

一方面是 6 月 CPI 增速上行趋势已在预期之中。而由于 6 月通胀读数占尽汽油价格走高、汽车价格走高、租金价格坚挺等诸多支撑因素，而伴随经济的衰退压力加大，油价在 6 月下旬转下行，通胀破 9 之后，未来再向更高层次进发难度加大，短期内环比增速可能下行；

另一方面，我们看到市场似乎正在穷尽对通胀风险本身的情绪反馈。通胀超预期后，美股波动幅度有限，长端美债利率甚至下跌。衰退交易仍是未来主导市场走势的要素：通胀高企/顽固→紧缩/衰退预期强化的逻辑链条之下，通胀创出令人咋舌的新高，大概率只会进一步强化衰退预期和衰退交易。

食品、能源、汽车、租金、服务，构成 6 月 CPI 的主要贡献来源。在全球能源和粮食短缺大背景下，食品、能源项仍然稳定发力，对 6 月美国 CPI 同比增速拉动分别为 1.6%、2.8%，贡献率接近一半。通胀的另一半则来自于核心项的贡献，核心项目当中，商品通胀的同比增速拉动 0.9%，绝大部分来自于新车、二手车拉动（合计 0.5%），服务通胀的同比增速拉动 4.3%，其中住宅租金拉动 2.5%，是最主要的核心通胀贡献。

通胀读数趋势和结构与我们此前展望并无方向性偏差。向后看，由于汽油价格从 6 月下旬开始下降，能源通胀的走势可能短期就会出现逆转，这加大了通胀增速后续上行的难度。而核心通胀则继续受到租金和除租金外的服务通胀支撑，这也是我们一直以来强调的通胀顽固主因——租金走势滞后于房价走势，当前美国房地产市场虽然在按揭指数、新屋许可等指标上呈现出下滑迹象，但是传导至房价，再到租金仍然存在相当的时滞，这意味着租金仍将在未来一段时间维持高位运行。

美股小幅下跌，美债短端收益率上行而长端疲弱，进一步印证衰退交易仍是市场交易的宏观叙事主线。破 9 通胀读数落地后，美股开盘一度大跌，而后反弹收复失地，其中纳指完全修复跌幅，道琼斯工业指数、标普 500 小幅下行。

债市方面动向更加值得关注：美债收益率在短促上冲之后转下行，2 年期美债收益率小幅上行，而 10 年期美债收益率转跌。短端收益率上涨而长端转跌，意味着通胀超预期主要促动近期加息节奏上修，在中期则进一步强化了衰退（货币政策转降息）的预期。破 9 的通胀未能助推长端美债利率上行，意味着我们自 6 月以来提出的长端利率筑顶的判断得到进一步印证。随着期限利差在水平线（0）之下继续下探，衰退预期还会持续强化。

后续关注：7 月 FOMC 大幅加息可能性、美股财报季、Q2GDP。其一，在 6 月美联储意外加息 75bp 后，我们曾提出美联储在尝试建构基于经济基本面指标表现的政策反应函数，即超预期通胀对应超预期加息。这一反应函数意味着 7 月 FOMC 会议仍有相当可能性出现大幅加息。根据通胀读数之后的最新市场定价，7 月会上已经出现了 100bp 加息的可能性预期。如果月末出现 75/100bp 加息的靴子落地，将带动短端美债收益率新一轮上冲，并加重衰退担忧；其二，7 月下旬美股财报季拉开帷幕。此前美股盈利面预期并未下修，随着经济增长压力的明显加大，本轮财报窗口有可能成为美股盈利下修的起点，这可能带来美股回调目标位的下修。而美股作为经济周期领先指标，又会反身性强化衰退氛围；其三，美国 Q2GDP 读数将在月底确认。技术上连续 2 个季度的经济负增长基本确认衰退，因此 7 月底也是首度测试衰退的时间节点。整体来看，7 月

后半段市场衰退交易进一步发酵的可能性较大，在这一过程当中，即期加息节奏将会加快，而远期加息预期可能松动，长端美债收益率上行受阻，美股可能伴随盈利预期下修而向下寻找新的回调目标位。受益于利率上行趋势的完结，对利率更加敏感的科技成长风格相对表现受益，而对经济周期暴露较高的周期性板块依然承受更大压力。但是整体上美股趋势将主要表现更大的回调压力。

图 1：美国 CPI 同比及分项拉动

CPI 同比的分项拉动	权重	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21
所有	100.00	9.1%	8.6%	8.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%
食品	13.98	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%
家用食品	7.72	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%
谷物和烘焙制品	0.98	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽鱼蛋	1.83	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
乳制品及相关产品	0.75	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
能源	7.32	2.8%	2.3%	2.0%	2.1%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
能源商品	4.08	2.5%	2.1%	1.8%	2.1%	1.5%	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
原油	0.10	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	2.4%	1.9%	1.7%	1.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
汽油（所有类型）	3.83	2.3%	1.8%	1.7%	1.9%	1.4%	1.3%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
能源服务	3.24	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
电	2.47	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
核心	78.70	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.2%	4.6%	4.3%	4.0%	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%
核心商品	20.69	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
服饰	2.73	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
新车	3.83	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
二手车和卡车	3.29	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%
医疗保健品	1.50	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
核心服务	58.02	4.3%	4.1%	2.7%	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.4%	2.3%	1.9%	1.3%	1.0%	1.0%
住宅租金	32.58	2.8%	2.5%	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%
主要居所租金	7.61	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
业主等价租金	23.59	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
核心服务（除住宅）	25.44	1.9%	1.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.6%	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.1%
医疗服务	7.02	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
医生服务	1.79	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
运输服务	5.02	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%
机动车保养与维修	1.08	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
机动车辆保险	1.58	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%
机票	0.58	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

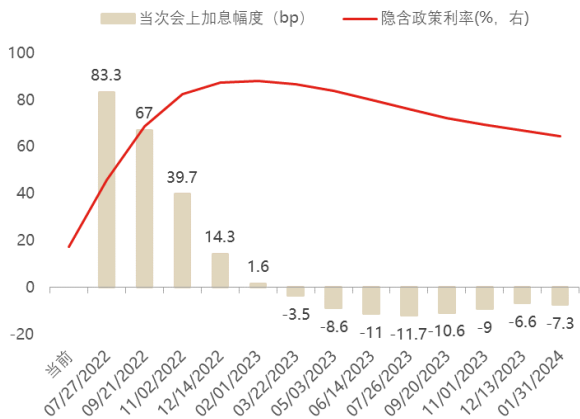
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：美国 CPI 环比及分项拉动

CPI 环比的分项拉动	权重	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21
所有	100.00	1.3%	1.0%	0.3%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%
食品	13.98	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
家用食品	7.72	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
谷物和烘焙制品	0.98	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽鱼蛋	1.83	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
乳制品及相关产品	0.75	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
能源	7.32	0.6%	0.3%	-0.2%	0.8%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
能源商品	4.08	0.8%	0.2%	-0.3%	0.9%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
燃油	0.10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	0.6%	0.2%	-0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
汽油（所有类型）	3.83	0.5%	0.2%	-0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
能源服务	3.24	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
电	2.47	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公用事业（管道）燃气服务	0.77	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
核心	78.70	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	0.7%
核心商品	20.69	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
服饰	2.73	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新车	3.83	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二手车和卡车	3.29	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
医疗保健品	1.50	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
核心服务	58.02	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
住宅租金	32.58	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
主要居所租金	7.61	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业主等价租金	23.59	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
核心服务（除住宅）	25.44	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
医疗服务	7.02	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
医生服务	1.79	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
运输服务	5.02	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%
机动车保养与维修	1.08	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机动车辆保险	1.58	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机票	0.58	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

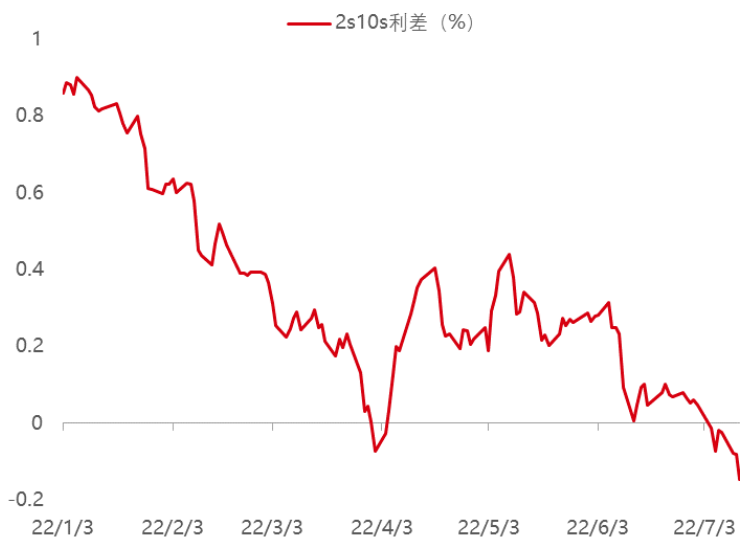
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：利率期货隐含的美联储加息路径预期



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：2s10s 美债利差



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

风险提示

地缘政治走向的不确定性；

大宗商品价格大幅波动的风险。

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_43961

