

宏观点评 20220810

美国通胀开始熄火了吗？

2022 年 08 月 10 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

- 在连续多月超预期高涨后，美国 CPI 和核心 CPI 终于双双不及预期，9 月议息会议加息 75bp 的概率下降。不过，各联储密切跟踪的通胀指标显示潜在的通胀依旧在上行，我们认为还需再连续观测到至少两个月通胀的下行，美联储才会认可通胀模式的转变，在此之前美联储仍将以非常态的幅度加息，因此仍不能排除年内加息至 4% 的可能。
- 从细项上来看 7 月通胀数据，汽油价格环比回落抵消了食品和住房租金的上涨，CPI 环比增速为零：汽油环比降 7.7%（前值+11.2%），食品环比升 1.1%（前值+1.0%）。8 月第一周汽油价格延续了 7 月的下跌，而期货市场预期年内此趋势将延续，助力 CPI 逐步放缓的趋势。
- 不过，年内通胀下行不及市场预期的风险点尚存，我们认为主要有三个：
 - 首先，住房租金作为美国通胀超预期的最大风险点。7 月住房租金同比增幅扩大至 5.7%，环比增速回落 0.1%至 0.5%（图 2）。标普美国房价指数领先住房租金约 15 个月，以此倒推，2022 年 8 至 11 月对应 2021 年 5 至 8 月，而彼时标普美国房价指数持续跳升，直到 2021 年 9 月上漲动能才减弱（图 3）。因此，住房租金环比动能最早可能在 2022 年 12 月才能减弱，而住房市场整体趋势性的降温要到 2023 年年中才能有所体现。
 - 再者，汽车作为核心商品的重要组成部分（占比 CPI 近 8%），其价格下行趋势尚不稳定。尽管 7 月新车价格环比增速回落至 0.6%（前值 0.7%），二手车价格环比增速回落至 -0.4%（前值 1.6%）。鉴于芯片供应问题尚未完全缓解，并且受到被压抑的需求释放的影响，汽车（尤其是新车）价格增速的回落并不显著。
 - 最后，薪资环比增速仍在回升，加剧通胀的粘性。7 月美国平均时薪增速回落至 5.2%，回落幅度不及我们的预期。尽管制造业、批发贸易等行业工资增速放缓，但是以增幅最大的休闲和酒店业为代表的服务业尚未放缓（图 4-图 5）。而降至 3.5% 的失业率更是印证了美国经济尚未放缓，这需要美联储进一步采取行动，才能使得经济“降温”。
- 我们的模型显示 2022 年年内核心 CPI 回落至 5%、核心 PCE 回落至 4% 均面临挑战（图 6）。如此来看，直至 2023 年末，通胀回归美联储 2% 的目标难度很大，锚定 3% 或许更为现实。
- 通胀回落还未形成趋势，尚不能排除美联储年内加息至 4% 的可能性。我们此前的报告参考了当前中性利率的估计（0.3%）和上一轮加息周期（2015-2018 年）的经验，认为只有当实际政策利率回归到零附近时，本轮加息周期才会结束（图 7）。这意味着若想要年内核心 PCE 回落至 4% 附近，美联储仍需加息至少 150bp，才能将实际政策利率引导至零。
- 不过鉴于通胀数据比就业对于美联储加息的指引性更强，我们认为 9 月加息 75bp 的概率下降。将在美联储 9 月 20 至 21 日的议息会议前发布的 8 月通胀数据至关重要，若届时通胀持续下降，则可以基本排除 9 月加息 75bp 的可能性。为此我们将对美联储官员的表态以及 8 月 25-27 日杰克逊霍尔会议上鲍威尔讲话释放的信号进行持续的跟踪。
- 至于加息步调何时回归 25bp 的常态？7 月议息会议上鲍威尔曾表示，在物价涨势以“令人信服”的方式放缓之前，还会继续升息。我们认为 CPI 至少要持续下降 3 个月，美联储才会认可通胀上升模式的转变，而对加息步调回归 25bp 的讨论最早要到 11 月的议息会议。鉴于未来的加息节奏将更多依赖于经济数据，9 月议息会议前公布经济数据仍有超市场预期可能的可能，这会让美联储放缓加息的选择更加困难。
- 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

相关研究

《拜登对华竞争法案还有多少政治资本？》

2022-08-09

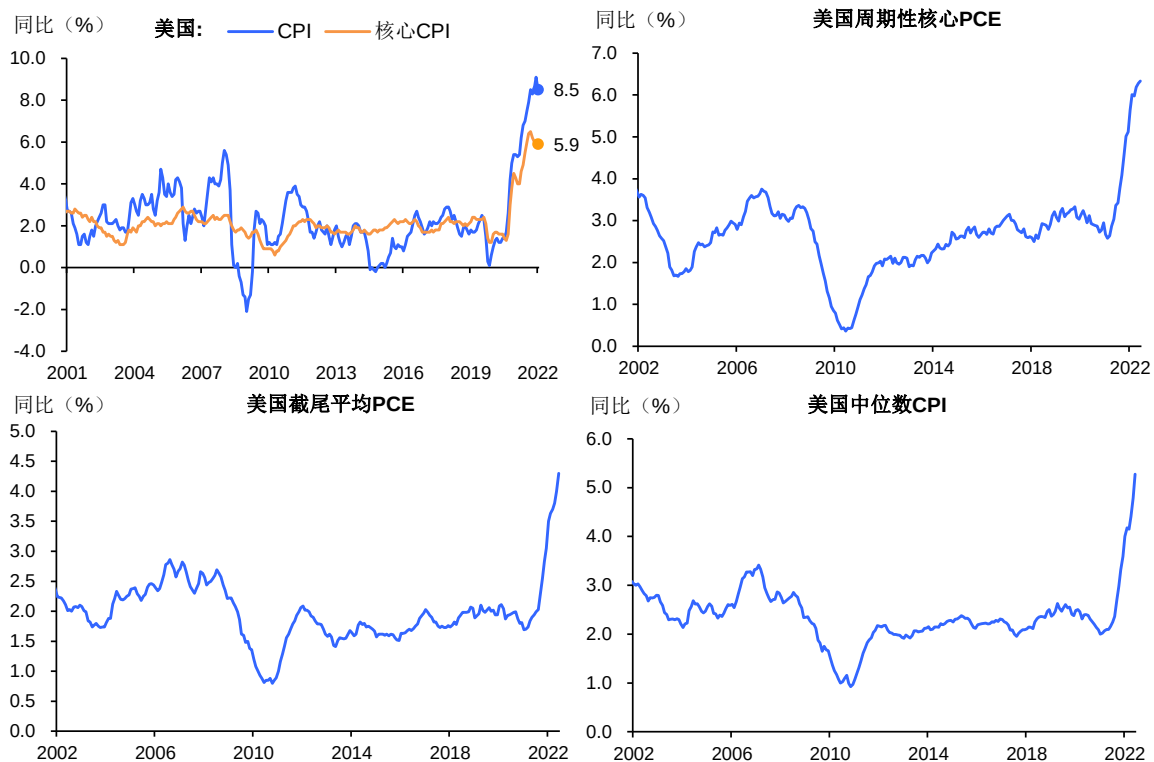
《出口的利好，未必是稳增长利好》

2022-08-07

《非农数据点评：强劲的非农，美联储年内加息至 4% 的底气？》

2022-08-06

图1: 美国通胀指标



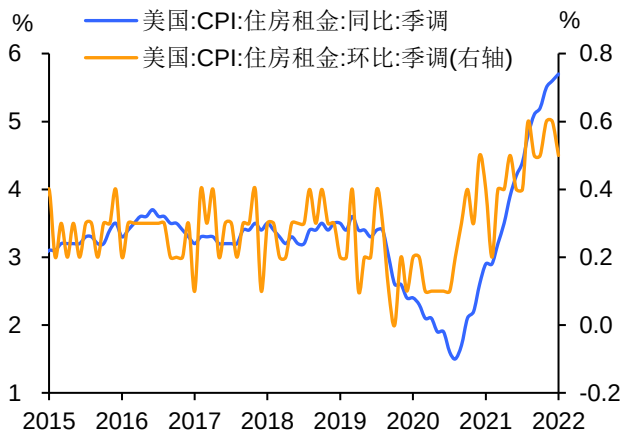
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

表1: 美国 CPI 各分项数据

	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-07	2022-06	2022-05	2022-07	2022-06	2022-05
CPI	8.5	9.1	8.6	0.0	1.3	1.0
食品	10.9	10.4	10.1	1.1	1.0	1.2
家庭食品	13.1	12.2	11.9	1.3	1.0	1.4
非家用食品	7.6	7.7	7.4	0.7	0.9	0.7
能源	32.9	41.6	34.6	-4.6	7.5	3.9
能源类商品	44.9	60.6	50.3	-7.6	10.4	4.5
汽油 (所有种类)	44.0	59.9	48.7	-7.7	11.2	4.1
燃油	75.6	98.5	106.7	-11.0	-1.2	16.9
能源服务	18.8	19.4	16.2	0.1	3.5	3.0
电力	15.2	13.7	12.0	1.6	1.7	1.3
公共事业 (管道) 燃气服务	30.5	38.4	30.2	-3.6	8.2	8.0
核心CPI	5.9	5.9	6.0	0.3	0.7	0.6
商品, 不含食品和能源类商品	7.0	7.2	8.5	0.2	0.8	0.7
新汽车和卡车	10.4	11.4	12.6	0.6	0.7	1.0
二手汽车和卡车	6.6	7.1	16.1	-0.4	1.6	1.8
服装	5.1	5.2	5.0	-0.1	0.8	0.7
医疗护理商品	3.7	3.2	2.4	0.6	0.4	0.3
服务, 不含能源服务	5.5	5.5	5.2	0.4	0.7	0.6
住所	5.7	5.6	5.5	0.5	0.6	0.6
运输服务	9.2	8.8	7.9	-0.5	2.1	1.3
医疗护理服务	5.1	4.8	4.0	0.4	0.7	0.4

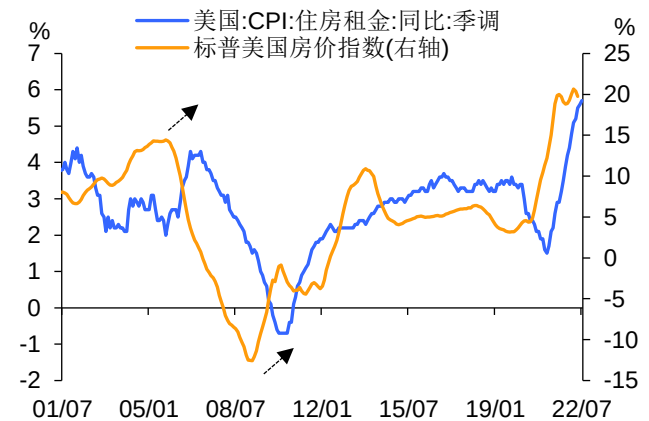
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国 CPI 住房租金



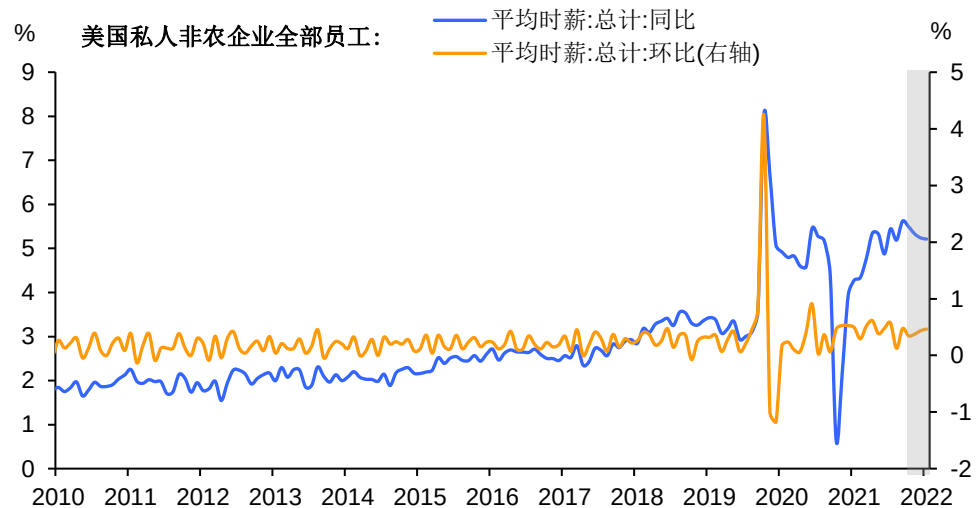
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 住房租金上涨滞后于房价上涨约 15 个月



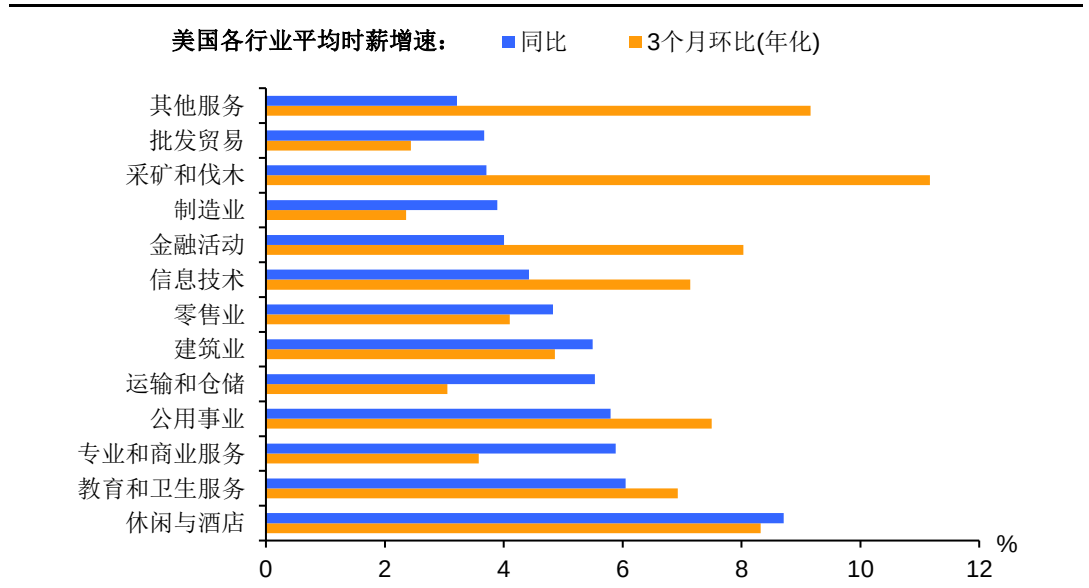
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 年 4 至 7 月，美国薪资环比增速仍在加速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

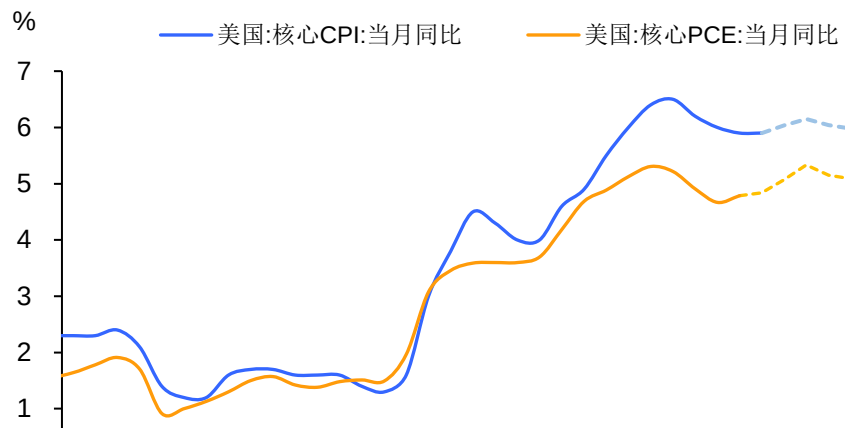
图5: 2022 年 7 月, 美国服务业薪酬增速尚未放缓



注: 2022 年 7 月数据

数据来源: 美国劳工部, 东吴证券研究所

图6: 我们对于核心 CPI 和核心 PCE 的预测



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_45095

