

## 关注美国铁路罢工风险或增强紧缩预期

### ——美国8月通胀数据传递的信息

#### 核心观点

**8月美国CPI回落速度不及预期叠加核心CPI回升，房租分项环比反弹是重要原因。展望年底，美国通胀回落的过程可能存在波折，短期美国铁路罢工压力可能对通胀构成阶段性上行风险（本次罢工可能影响全美30%的货物运输能力）。根据本月通胀数据，预计9月美联储加息幅度将达75BP。但从市场预期的角度来看，如果美国罢工压力加剧，不排除市场交易进一步提高9月议息会议加息100BP的定价，10年期美债利率和美元仍有上行风险。**

#### □ 8月美国CPI回落速度不及预期核心CPI回升，房租分项环比反弹是重要原因

本月美国CPI同比增速继续回落至8.3%，前值8.5%，自6月高点连续2个月回落；环比增速为0.1%，前值0%。核心CPI同环比增速分别为6.3%和0.6%，前值为5.9%和0.3%环比相较上月大幅回落。本月CPI增速回落速度慢于市场一致预期，尤其是核心CPI相较前值反弹，大幅增强市场紧缩预期。联邦基金利率期货市场9月加息75BP的定价概率达到80%（加息100BP的概率为20%），美元指数在数据公布后再次向上突破109、10年期美债利率再次上至3.4%、纳指和标普期货大幅下挫。从分项结构看：

一是能源分项8月环比下行-5%，与高频数据趋势基本一致，美国汽油价格本月跌幅11.7%。

二是汽车链条内部出现分化，新车分项环比上行0.8%，主要源于汽车当前仍处于批发商补库进程；二手车分项环比增速-0.1%，对应Manheim二手车价格指数进入8月后下行4.1%，创下年内最大跌幅；运输服务本月环比上行0.5%，相较前值明显走高预计与当前美国国内铁路罢工压力相关。

三是房租是本月通胀的韧性项，同、环比增速分别为7.8%和0.7%，相较前值小幅走高，也是本月核心CPI反弹的核心原因。我们认为房租分项的同比增速可能于Q3完成筑顶，Q4起将逐步回落。

#### □ 美国铁路罢工可能对美国短期通胀构成上行风险，未来需持续关注罢工进展

近期美国铁路行业遭遇罢工风险，核心原因是高通胀背景下，铁路工人要求大幅提薪并根据新的薪资标准归还2020年至今的欠薪。如果美国铁路工会与核心铁路公司无法及时达成共识，则9月16日起美国铁路可能面临全国性的停运风险（7月美国曾出现铁路罢工风险，彼时拜登以行政令的方式为工会提供了60天的冷静期避免运输停摆，这一冷静期将于9月16日正式到期）。

根据美国铁路协会统计，本次罢工可能影响全美30%的货物运输能力，其中食品、汽车、煤炭和化工品影响较大，供应端受限可能对美国短期通胀构成上行风险，未来需持续关注铁路罢工的谈判进程。食品及农副产品方面，全美近20%谷物通过铁路运输；化学品方面，全美近19%的化学品由铁路运输；煤炭方面，全美超过20%的电力供应源自煤电，近70%的煤炭均经由铁路运输；汽车方面，约75%的新轿车和轻卡经由铁路运输。

#### □ 能源分项Q4可能反弹，但住房和汽车分项预计保持回落并对上行压力形成对冲

展望未来，我们对美国通胀的内部结构维持前期观点。通胀结构中的能源分项可能在年内出现反弹，但住房和汽车链条分项仍将在年内回落并在内部对CPI上行压力形成对冲，美国年内CPI整体趋势预计继续回落，但回落斜率将较为缓慢，我们对年末CPI水平维持年6.5%-7%的前期判断。

能源价格方面，进入Q3以来原油价格持续回落，但在俄乌战争尚未结束、OPEC仍审慎控制原油供给（已计划10月起减产10万桶/日）的背景下原油供需仍处于紧平衡状态，伴随季节入冬，Q4能源价格以及相关CPI分项仍有较大概率反弹。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

**房租价格方面**，进入 2022 年以来对应 CPI 住房分项同比增速持续上行，是 2022 年美国通胀压力的重要驱动因素。美国房价对 CPI 住房分项有 12 个月左右的领先期，根据领先关系观测 2022 年下半年住房分项同比增速将逐渐回落。

**二手车价方面**，2022 年以来二手车价格整体处于回落态势，伴随全球供应链修复预计下半年价格可能持续回落，环比整体将继续保持负增速状态。以上两大分项（房租和交通运输分项在 CPI 中的合计占比超过 40%）可以在下半年美国 CPI 结构中对能源价格的潜在反弹形成内部对冲。

#### □ 9 月美联储加息 75BP 概率大，如果铁路罢工发酵市场紧缩预期可能再度升温

在当前联储相机抉择的决策框架下，本月通胀数据对当期加息幅度具有重要指引作用。根据 9 月通胀数据，预计本月美联储加息幅度将达 75BP。但从市场预期的角度来看，如果美国罢工压力加剧，不排除市场交易进一步提高 9 月议息会议加息 100BP 的定价。

一是从数据面来看，8 月新增非农就业保持强劲的同时，本月 CPI 回落幅度慢于预期，9 月联储紧缩幅度增强顺理成章。

二是鲍威尔在 8 月央行年会中时隔两月再次提及沃尔克态度较为强硬（我们曾于前期报告《美联储是否进入了沃尔克时刻》中指出：沃尔克的典型特征是极为重视通胀预期，理念是通过超预期的紧缩力度打压通胀预期），在这一理念指引下美联储可能继续维持强硬政策立场。

考虑当前通胀形势，我们对未来美联储货币政策继续判断如下：预期 9 月加息 75BP，进入 Q4 后加息力度逐步放缓。

#### □ 欧债风险强化黄金配置价值&美债收益率宽幅震荡后回落&美股 Q3 完成筑底

**黄金方面**，我们继续强调 Q3 是重要的配置窗口期，欧洲潜在的债务风险会强化黄金的配置价值，下半年伦敦金可能挑战年内前高。从下半年宏观环境的潜在演化路径来看，黄金是下半年我们重点看好的大类资产。如果欧洲债务压力发酵，则从 2010 年的经验来看避险情绪将推升金价上行（详细请参考前期报告《欧洲主权债务压力是否需要关注》）；如果欧债问题得以平稳解决则美元和美债实际收益率的回落同样利好黄金。

**美债方面**，短期来看，如上文所述，如果美国罢工压力加剧，不排除市场紧缩预期进一步强化，10 年期美债利率可能再度上破 3.5%；展望年底，美联储紧缩预期将逐步趋缓、经济数据预计仍将进一步恶化，在此背景下美债利率预计将逐步回落，但低点难以突破 2.5%；10 年期 2 年期美债收益率可能在下半年持续倒挂。2.5%作为中性利率水平，在通胀水平进一步回落前 10 年期利率趋势性下破 2.5% 的难度较大。

**美股方面**，预计将在 Q3 完成筑底，Q4 逐步反弹。伴随短期美股二季报业绩逐步公布并下修全年增长预期，紧缩预期导致的估值压力和衰退预期导致的盈利下修将进入尾声。紧缩力度边际趋缓带动利率水平回落将对美股形成提振，从风格上看我们认为纳斯达克仍将有优于道指的表现。

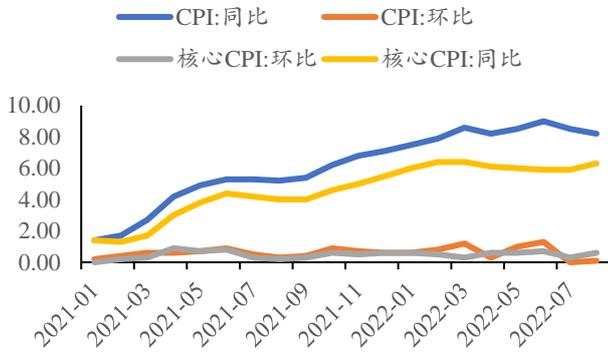
**美元方面**，在美联储紧缩预期增强和欧洲债务压力加剧的双重推动下，美元可能继续维持高位震荡并阶段性突破 110。

#### □ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

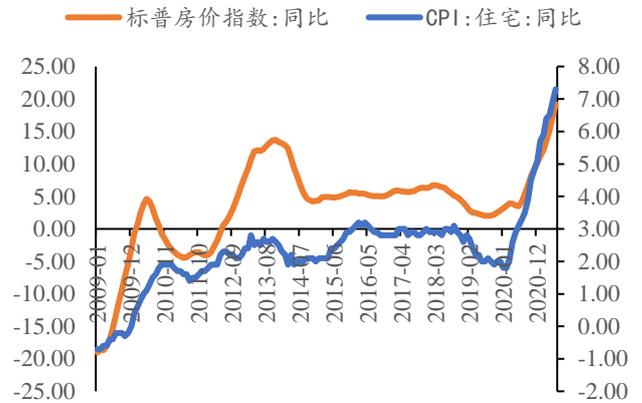
## 1.重要图表

图1：美国 CPI 同环比走势（%，环比右轴）



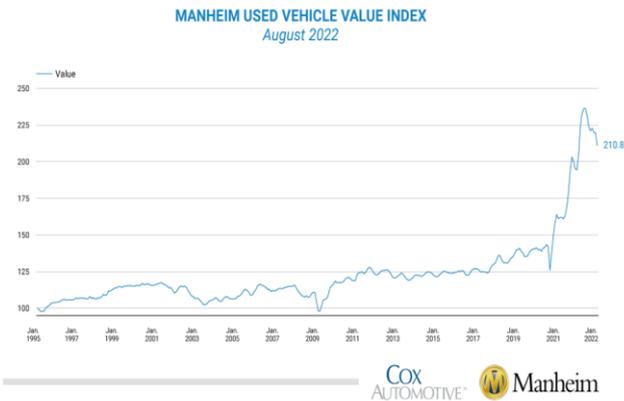
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：美国房价领先 CPI 分项 12 个月（%）



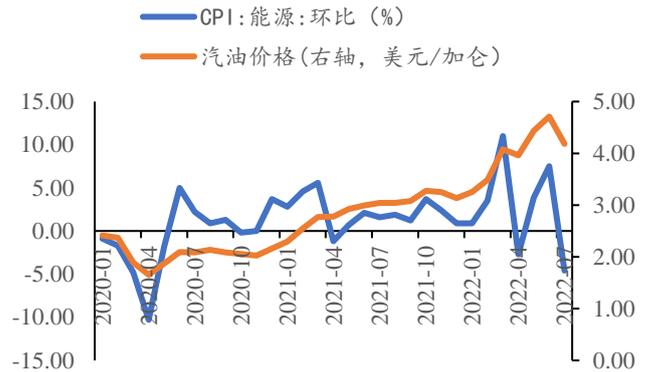
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：Manheim 二手车价格指数逐步回落（%）



资料来源：Manheim，浙商证券研究所

图4：Q2 以来美国油价快速下行（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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\\_46034](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46034)

