

宏观点评 20220913

美国 8 月通胀：两种事实，一个真相

2022 年 09 月 13 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

相关研究

《金融数据点评：三条线索看 8 月社融改善是否可持续》

2022-09-10

《出口拐点的背后，各产品份额有何变化？》

2022-09-07

- 美国通胀回落路途坎坷，我们的模型显示，2022 年 8 月美国核心 CPI 或将回升至 6.3%，而回落至近 4% 要等到 2023 年三季度末。通胀维持高位和强劲的经济数据下，美联储官员表态显示了其抗击通胀并防止其再度反弹的决心，美联储在 2022 年内加息至 4% 的可能性越来越大，在我们看来，9 月议息会议加息 75bp 已成基本情景，后续 11 月和 12 月议息会议至少有一次加息 50bp 的可能性很大。
- 我们预计 8 月住房租金仍是美国通胀背后的主要推手，而能源和食品价格的贡献下降。因此，8 月数据或形成 CPI 降、核心 CPI 升的局面，具体来看：能源方面，在 2022 上半年成为通胀主要推手的能源分项，在 8 月和 9 月对于通胀环比增速的贡献或转负，并在年底趋平。核心商品方面（占比美国 CPI 超 20%），二手车价格的下降趋势有望带动核心商品同比增速回落。
- 美国通胀的粘性很大程度上取决于住房租金，我们预计后者对前者的支撑将持续至 2023 年中。我们的模型预测 8 月美国 CPI 住房租金分项同比增幅录得 5.2%，环比增速回升至 0.6%。鉴于房价对于住房租金的传导存在滞后，住房租金的增长显然比当前美国经济的基本面要强劲。
- 那么，后续住房租金分项的走势如何？根据我们的研究，标普美国房价指数对于住房租金有较好的领先性（约领先 15 个月），该指数跳升的趋势直到 2021 年 9 月才减弱（图 5）。据此，我们的模型预测住房租金分项同比增速将于 2023 年 1 月阶段性见顶（增速在 6.3% 左右），而后续 6-7 月面临小幅回升的风险（图 6）。
- 因此，尽管美国经济活动和就业市场或将在未来 6-12 个月放缓，助力通胀回落，但在住房租金的支撑下，这个过程将是缓慢的。我们的模型预测美国核心 CPI 有望在 2022 年 9 月触顶，并于 2023 年三季度末回落至将近 4%（图 7）。
- 而美联储除了关注核心通胀的趋势，还关心其结构。相对于核心商品，服务业将更加清晰地反映加息抑制需求的效果，一方面因为前者还受到供给瓶颈的影响，另一方面美国消费正面临着从商品到服务的转移。而服务业中，薪资同比增速最高的休闲和酒店业，2022 年 7-8 月薪资同比增速均值回落至 8% 附近（5-6 月为 10%），释放了积极信号（图 9）。
- 通胀数据外，美联储决策所参考的经济指标显示美国经济仍强劲，短期内陷入衰退的风险不大：先行指标方面，8 月美国制造业 PMI 超市场预期，新订单回升至荣枯线以上；就业数据方面，8 月非农就业也超市场预期，亚特兰大联储模型显示，2022 年 1-8 月美国月均新增非农就业人数远高于目标失业率为 4% 下所需的新增非农就业人数（图 10）；GDP 增速方面，亚特兰大联储模型预测三季度美国实际 GDP 环比增速为 1.3%（图 11）。
- 通胀回落尚未形成趋势 + 经济基本面仍强劲 = 年内加息至 4% 的可能性不断升高。在 7 月美联储再次大幅加息 75bp 后，金融状况指数没有收紧，反而是放松了美股也有所反弹（图 12-图 13）。种种迹象都坚定了美联储加息的决心，这从 8 月末以来美联储官员的表态也可以看出，如表 2 所示，而偏鸽派的美联储副主席布雷纳德还指出过早停止加息的风险，或使得通胀压力再次回升。
- 总结来看，我们认为 9 月议息会议加息 75bp 为基本情景，而在年内核心 CPI 难以回落至 5% 以内以及仍强劲的美国经济下，11 月和 12 月的议息会议或仍将采用超常态的加息幅度，使得 2022 年政策利率终值升至 4%。
- **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

图1: 美国通胀指标



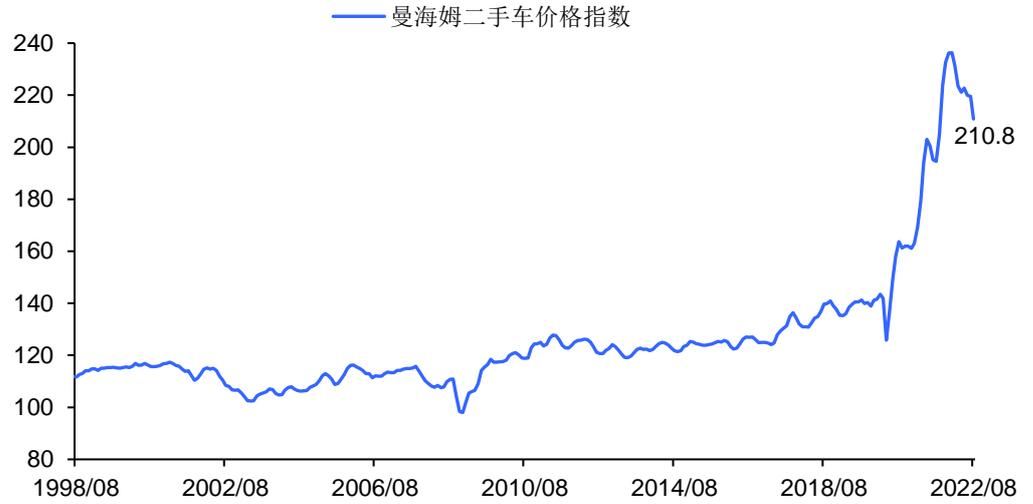
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

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

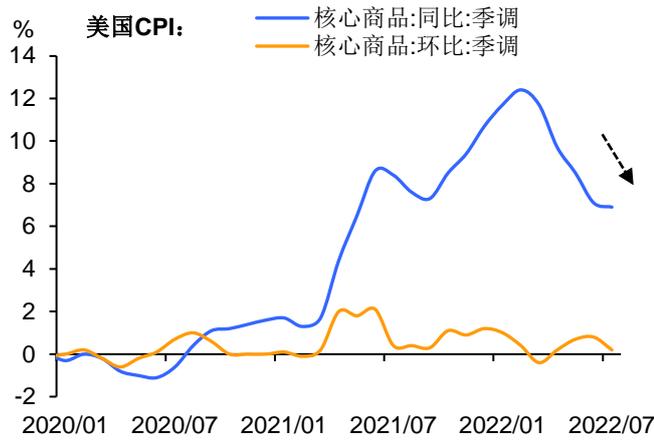
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年2月以来,二手车价格指数持续回落



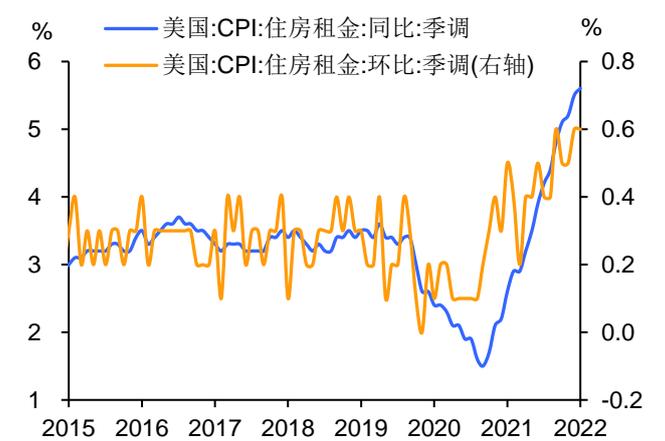
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国 CPI 核心商品



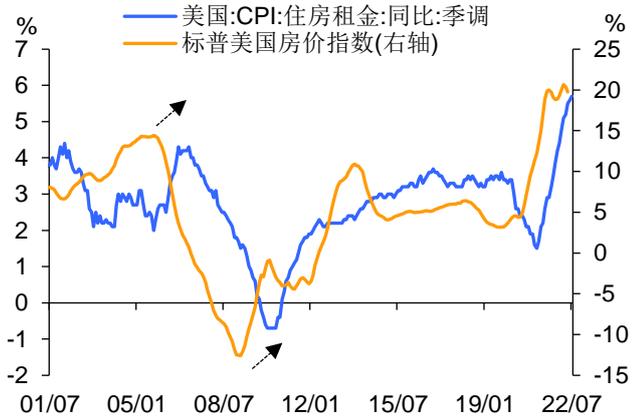
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国 CPI 住房租金



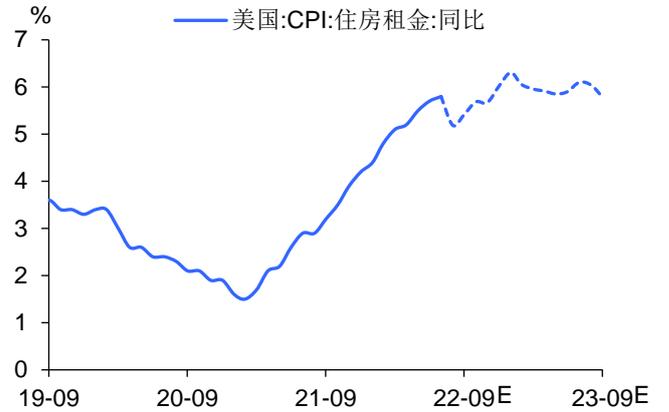
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 住房租金上涨滞后于房价上涨约 15 个月



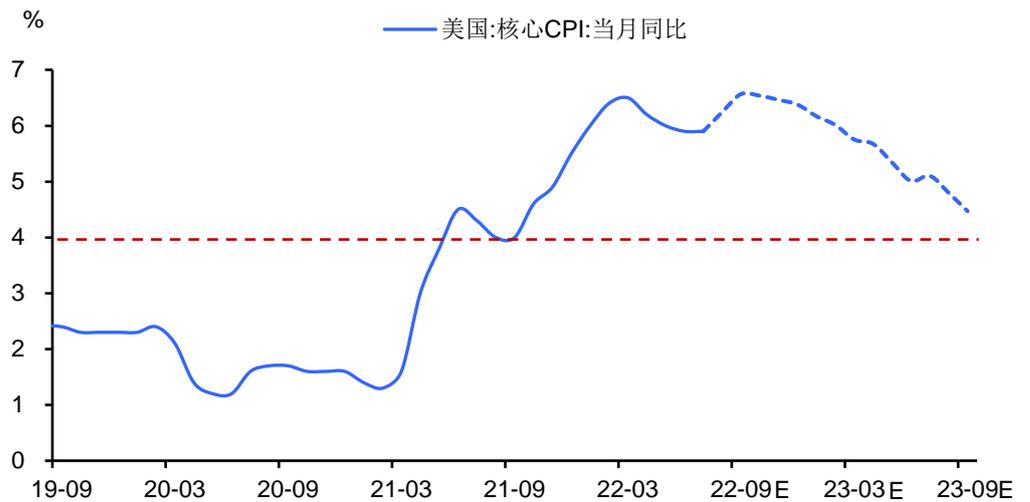
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国 CPI 分项住房租金同比增速预测



数据来源: Wind, Fred, 东吴证券研究所测算

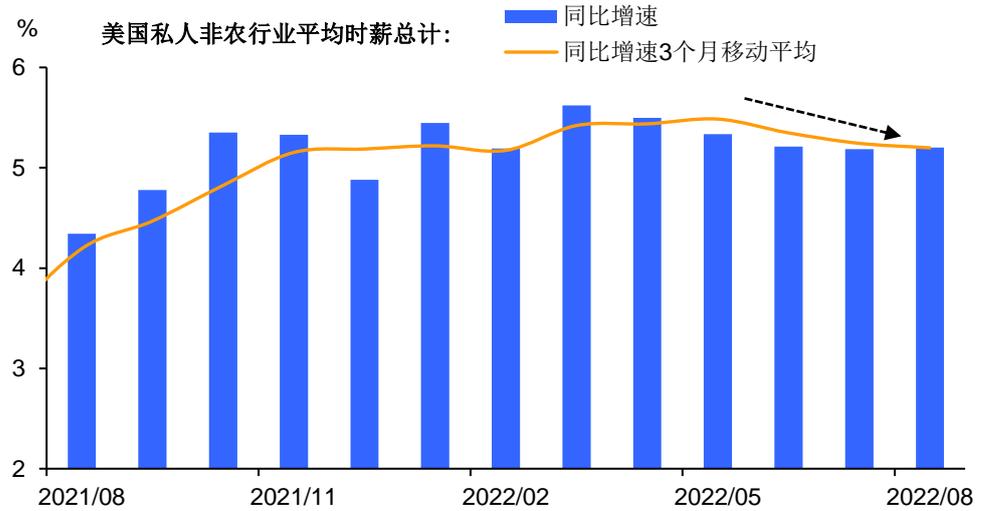
图7: 美国通胀数据预测



注: 虚线为预测值

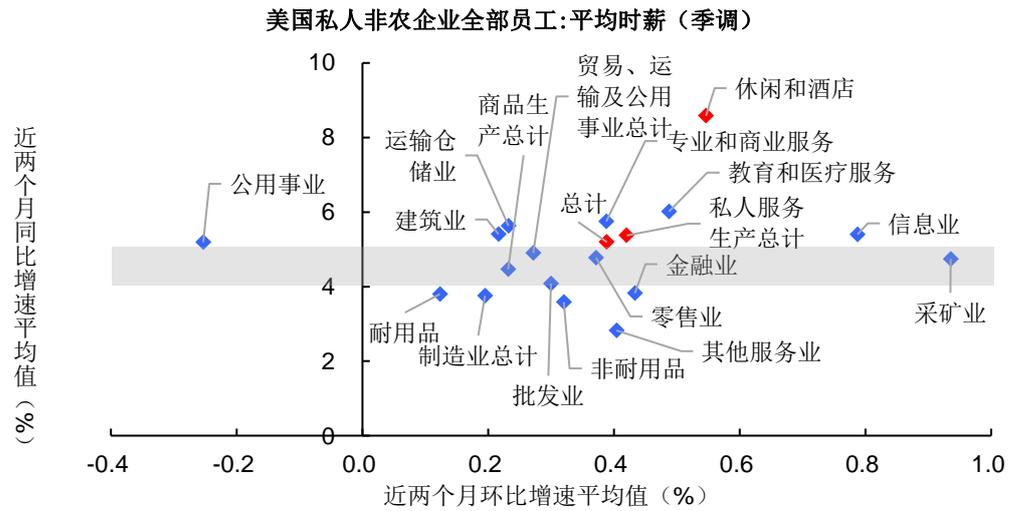
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图8: 2022年4月以来, 美国私人非农行业平均时薪同比增速呈放缓态势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年7-8月, 美国休闲和酒店业平均时薪同比增速回落至8.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_46045

