

相关研究

《出行链 CPI 明显回升——7月物价数据  
点评》2023.08.09

《出口表现如何？——2023年7月外贸  
数据点评》2023.08.09

《美联储转向或尚远 ——2023年7月美国  
非农数据点评》2023.08.06

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书: S0850521090002

## 通胀有何隐忧？ ——美国 2023 年 7 月物价数据点评

### 投资要点:

- **美国通胀小幅反弹。**7月美国 CPI 同比小幅回升至 3.2%，较上一月回升 0.2 个百分点。整体通胀的小幅回升与多种因素有关。一方面，与去年同期基数回落有关。另一方面，与食品和能源价格微涨有关。而核心商品是主要下拉项。
- **核心通胀延续下行。**7月核心 CPI 同比回落至 4.7%。7月核心商品通胀的缓解很大程度上仍与二手车价格继续回落有关，而核心服务通胀压力仍大。考虑到二手车价格或继续回落，租金通胀继续下行，未来核心通胀有望继续下行。
- **通胀有何隐忧？**对整体通胀来说，我们预计，受能源和食品价格影响，整体通胀或在未来几个月仍有反弹风险，不过幅度或有限。而对核心通胀来说，我们预计，受租金通胀下行影响，或在未来几个月继续缓解。不过，除租金外的核心服务有反弹风险，或有一定干扰。此外，考虑到美国经济下行较慢，年底核心通胀或难以回落在 3%以下。美联储短期或难以看到降息。
- **市场预期如何？**根据 CME 观察显示，截至 8 月 10 日，市场预期美联储在 9 月大概率不加息，此后维持高利率水平到明年；市场预期美联储大概率在明年 3 月降息。

**风险提示：**美国经济超预期；美联储货币政策超预期。

## 图目录

图 1	美国 CPI 主要分项的贡献 (%)	3
图 2	美国 CPI 能源通胀环比与环比估算 (%)	3
图 3	联合国粮农组织:食品价格指数	4
图 4	美国历年 7 月 CPI 环比增速 (%)	4
图 5	美国历年 7 月核心 CPI 季调环比 (%)	4
图 6	美国核心商品通胀环比与二手车通胀环比 (%)	5
图 7	美国除二手车外的核心商品通胀环比 (%)	5
图 8	核心商品通胀环比与核心服务通胀环比 (%)	6
图 9	美国房价增速对租金通胀大概领先 1 年多 (%，同比)	6
图 10	美国不含住房租金的服务通胀同比和环比 (%)	6
图 11	市场预期美联储加息概率 (%)	7

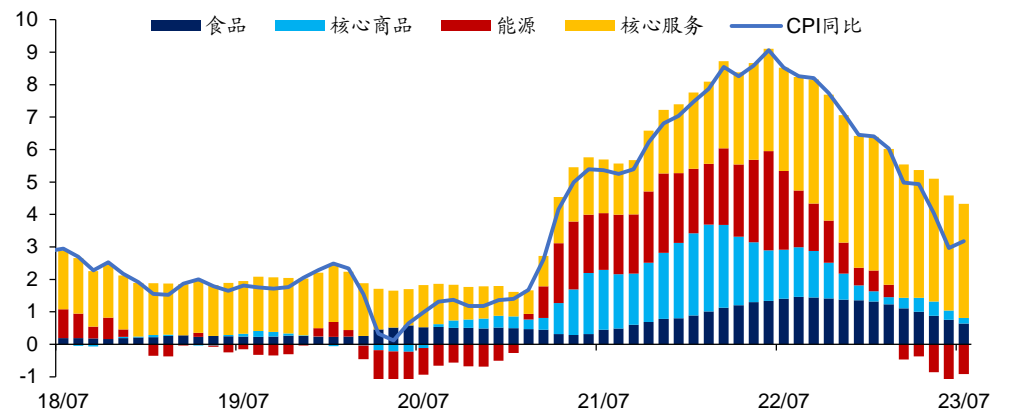
**美国通胀小幅反弹。**7月美国CPI同比小幅回升至3.2%，较上一月回升0.2个百分点。

**整体通胀的小幅回升与多种因素有关。一方面，与去年同期基数回落有关。**去年6月通胀高达9.1%，是80年代以来的阶段性高点；此后开启下行趋势，去年7月通胀回落至8.5%。

**另一方面，与食品和能源价格微涨有关。**7月能源通胀同比跌幅收窄至12.5%，环比为0.1%，连续2个月为正；7月食品通胀同比回落至4.9%，不过环比回升0.1个百分点至0.2%。

**而核心商品是主要下拉项，**7月核心商品通胀同比回落至0.8%，为2020年8月以来新低；核心商品通胀环比跌幅扩大至0.3%。

图1 美国CPI主要分项的贡献(%)

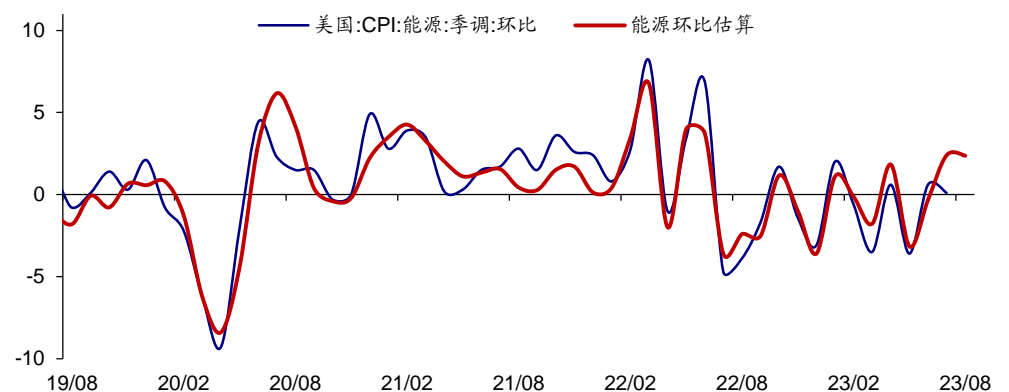


资料来源：Wind，海通证券研究所

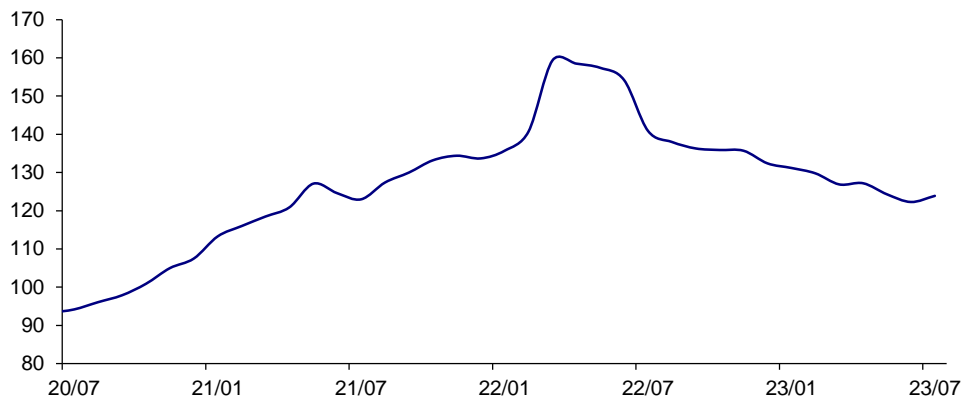
**整体通胀有何隐忧？一方面，能源价格仍在回升。**自6月开始，原油价格开始明显回升，截至8月10日，布伦特原油价格回升至86.4美元/桶，较6月初上涨了16.3%。我们预计8月能源通胀环比或继续为正，或进一步推动通胀。

**另一方面，食品价格有上涨风险。**近期联合国粮农组织发布数据显示，食品价格指数略有回升；加之，包括俄罗斯和印度在内多国颁布大米出口禁令。因而，未来食品通胀或有上行风险。

图2 美国CPI能源通胀环比与环比估算(%)

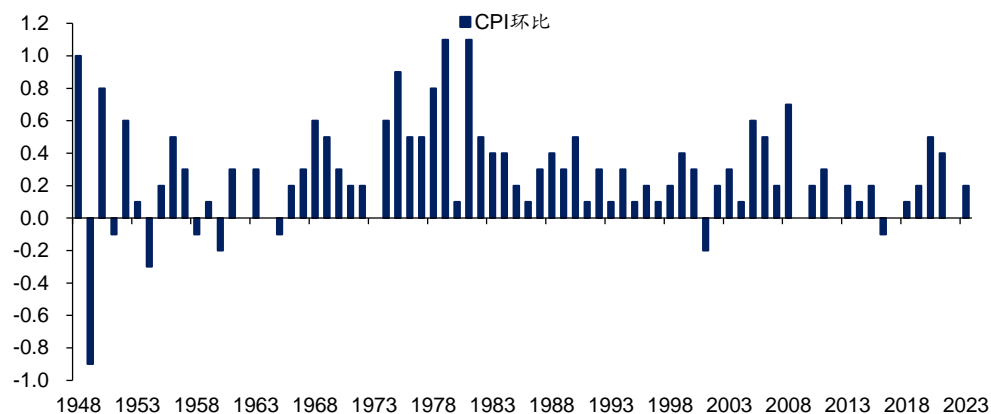


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

**图3 联合国粮农组织:食品价格指数**


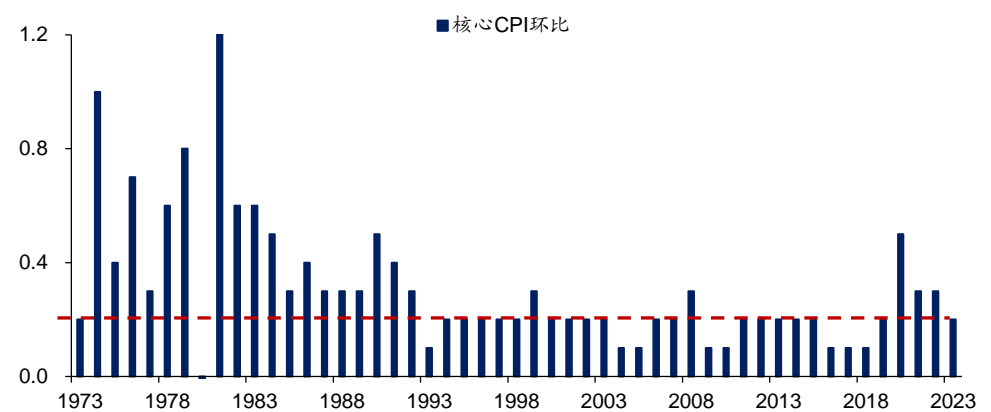
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从环比来看, 7月CPI环比为0.2%, 与上一月持平。如果后续按此路径延续, 美国整体通胀或在4季度回落至3.0%以下。

**图4 美国历年7月CPI环比增速(%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**核心通胀延续下行。**7月核心CPI同比回落至4.7%, 是2021年10月以来的低点。从环比角度来看, 核心通胀环比为0.2%, 与上一月持平, 明显低于之前的0.4%-0.5%的水平。

**图5 美国历年7月核心CPI季调环比(%)**


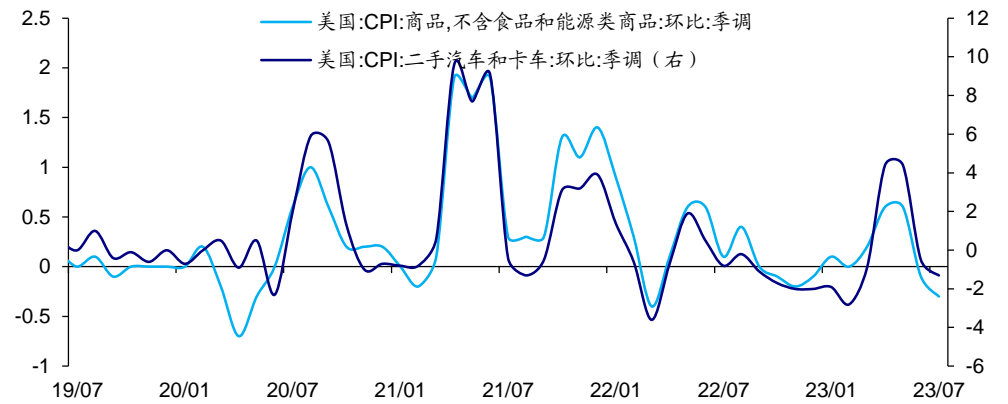
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从结构来看, **核心商品通胀继续缓解。**7月核心商品通胀同比回落至0.8%, 环比跌幅扩大至0.3%, 为2022年3月以来低点, 连续2个月为负。7月核心商品通胀的缓解很大程度上仍与二手车价格继续回落有关。考虑到美国二手车汽车价格指数连续数月回

落，或带动核心商品通胀继续下行。

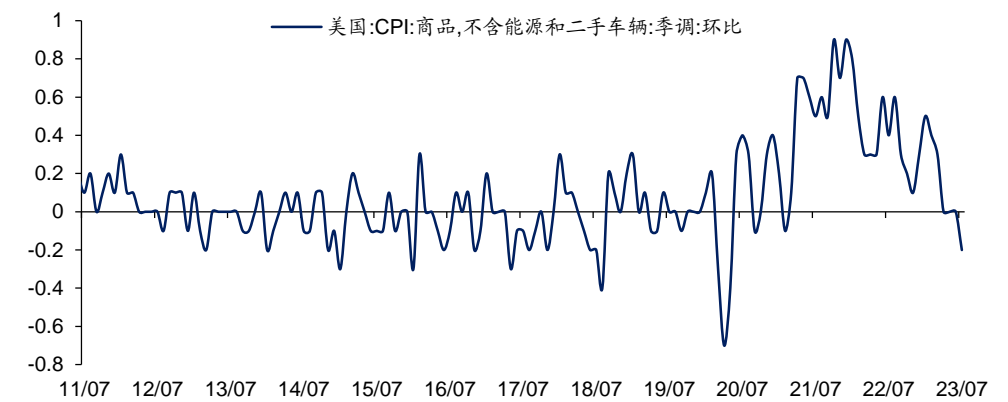
此外，除二手车价格外，其他核心商品通胀也在回落。例如，7月除二手车外的核心商品通胀环比转负至-0.2%，为2021年2月以来首次转负。

图6 美国核心商品通胀环比与二手车通胀环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 美国除二手车外的核心商品通胀环比 (%)

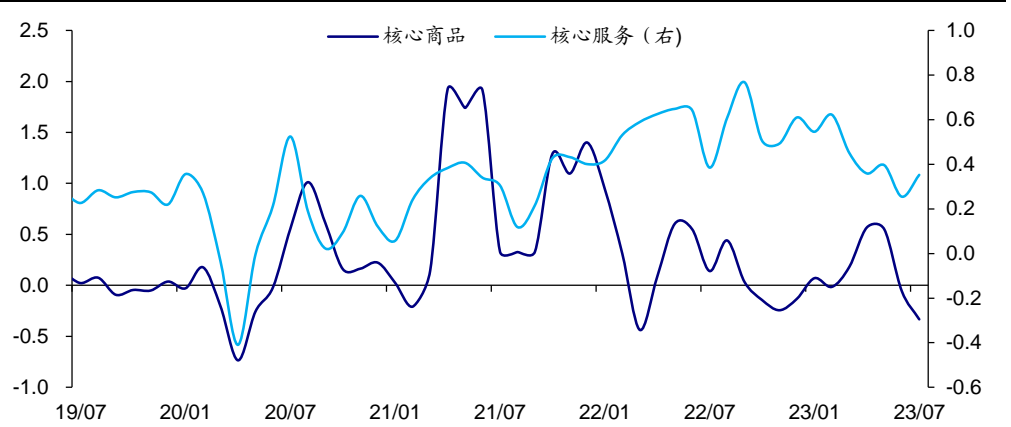


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**核心服务压力仍大。**7月核心服务通胀同比小幅回落至6.1%，仍处于80年代以来高位，核心服务通胀环比小幅回升至0.4%，是核心通胀居于高位的关键。尤其是主要居住租金和业主等价租金，虽然同比有所回落，但环比几乎未变。

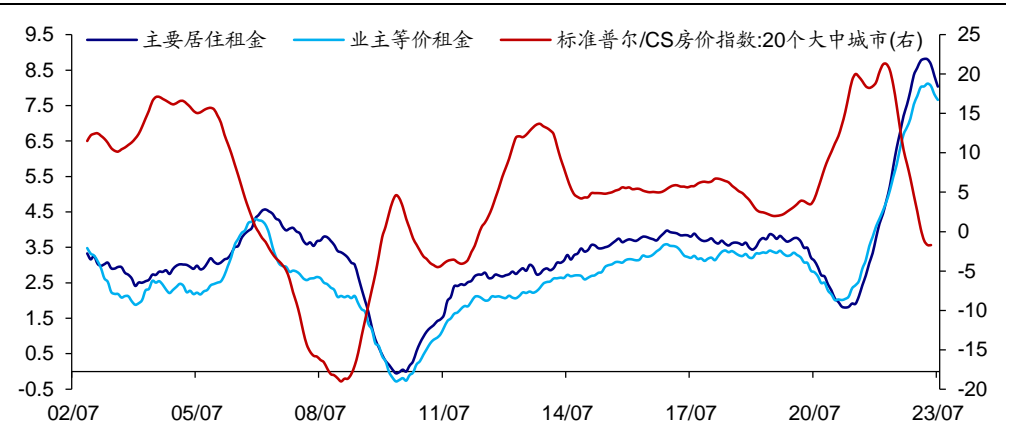
不过，从房价和市场租金领先来看，美国房价增速已经从高点回落至-1.7%，连续3个月为负，并且租金通胀环比也出现逐步放缓的迹象。我们预计，租金通胀或在接下来1-2个季度继续缓解，有望带动核心服务通胀下行。

图8 核心商品通胀环比与核心服务通胀环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

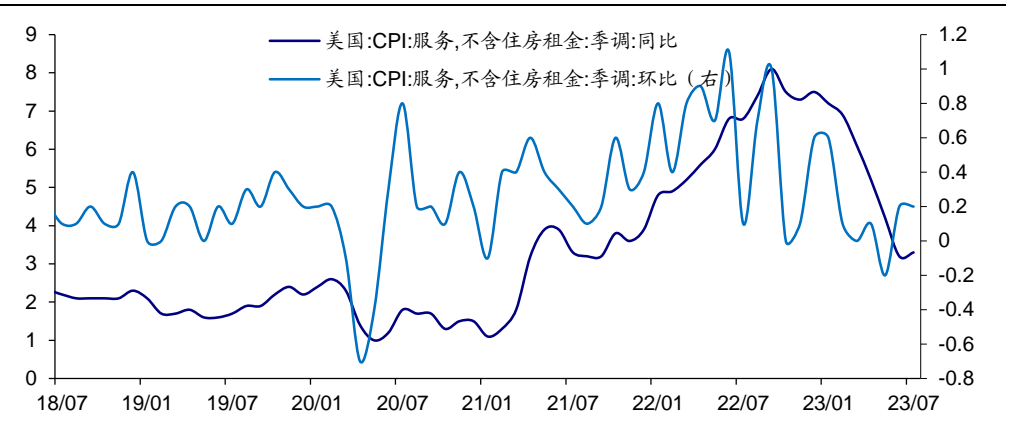
图9 美国房价增速对租金通胀大概领先1年多 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

核心通胀有何隐忧? 就劳动市场来说, 当前劳动力市场依然紧张, 整体工资增速仍高, 也就意味着除住房外的核心服务通胀仍有压力。例如, 7月除住房外的服务通胀同比较6月小幅回升, 为2022年12月以来首次; 环比也维持在0.2%, 一改过去几个月以来的下行趋势。

图10 美国不含住房租金的服务通胀同比和环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

总的来说, 对整体通胀来说, 我们预计, 受能源和食品价格影响, 整体通胀或在未来几个月仍有反弹风险, 不过幅度或有限。而对核心通胀来说, 我们预计, 受租金通胀下行影响, 或在未来几个月继续缓解。不过考虑到, 美国经济下行较慢, 年底核心通胀或难以回落在3%以下。美联储短期或难以看到降息。

**市场预期如何？**根据 CME 观察显示，截至 8 月 10 日，市场预期美联储在 9 月大概率不加息，此后维持高利率水平到明年；市场预期美联储大概率在明年 3 月降息。

**图11 市场预期美联储加息概率（%）**

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.0%	11.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.8%	27.8%	2.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	64.6%	24.7%	2.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	29.5%	49.7%	16.3%	1.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	16.9%	40.0%	32.3%	8.5%	0.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	15.3%	37.6%	33.1%	10.9%	1.4%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.8%	25.5%	35.6%	23.0%	6.6%	0.8%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.4%	22.1%	33.6%	25.4%	9.8%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	19.6%	31.8%	26.7%	12.3%	3.2%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	4.0%	15.4%	28.2%	28.2%	16.5%	5.9%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.9%	11.9%	24.3%	28.2%	20.1%	9.1%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME 官网，海通证券研究所，截至 8 月 10 日。

风险提示：美国经济超预期；美联储货币政策超预期。

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。