

2022年09月15日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

核心 CPI 超预期的背后是通胀螺旋

—宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

北京时间9月13日，美国劳工局公布了8月份的通胀数据，8月CPI同比增速8.3%，较前值8.5%略有下降，超过8.1%的市场预期。核心通胀出现了超预期的上行，同比增速6.3%，前值5.9%，核心通胀的韧性使得美联储放松加息油门的可能性变小，9月份预计加息75BP。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《社融修复，资产仍荒》2022-09-10
- 2、《通胀无虞，宽松可期》2022-09-09
- 3、《75BP是市场对美联储的“预期管理”》2022-09-03

投资要点

■ 能源通胀放缓，CPI 同比下行

8月份CPI同比下行至8.3%，主要是能源通胀放缓所致；食品价格虽然当前仍处在高位，但在成本下行的预期下后续对通胀的支撑也会减弱。

■ 工资-通胀螺旋，核心通胀超预期上行

核心通胀则是出现了超预期的上行，核心商品和核心服务均上行，但商品贡献小于服务。后续来看，核心商品通胀缺乏支撑，下行趋势得到确认。但是服务在工资通胀螺旋和房贷利率作用下仍有一定的韧性，将继续支撑核心通胀。

■ 资产冲击尚未结束，美股还有压力，A股影响有限

超预期的通胀倒逼美联储鹰派加息，9月份预计加息75BP，11月份50BP的可能性提升。从对资产的影响来看，现在还处于鹰派加息冲击较大的阶段，全球金融市场在数据公布后非常恐慌，鉴于9月加息100BP概率较低，当前反应有些过度。后续来看，美股还有调整压力，美债上行空间不大，A股相对独立影响有限。

■ 风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、能源价格下行拖累 CPI	3
2、食品价格上行动力不足	3
3、核心通胀超预期, 商品贡献小于服务	4
3.1、核心商品下行趋势得到确认	4
3.2、房贷工资双支撑, 服务通胀韧性强	6
4、9月份加息 75BP, 资产冲击未结束	9
5、风险提示	10

图表目录

图表 1: 农产品价格走势往往领先于食品通胀	4
图表 2: 汽车销量下行带动汽车价格的回稳	5
图表 3: 家庭用具滞后与地产价格周期	6
图表 4: 30 年抵押贷款尚未到顶, 住宅通胀仍有上行空间	7
图表 5: 医疗通胀与医疗工资涨幅基本一致 (2020 疫情时期除外)	8
图表 6: 职位空缺率处在高位继续给工资带来上行动力	8
图表 7: CPI 公布后, 加息预期进一步上升	9

事件：

北京时间9月13日，美国劳工局公布了8月份的通胀数据，8月CPI同比增速8.3%，较前值8.5%略有下降，超过8.1%的市场预期。核心通胀出现了超预期的上行，同比增速6.3%，前值5.9%，核心通胀的韧性使得美联储放松加息油门的可能性变小，9月份预计加息75BP。

评论：

在能源价格支撑减弱的背景下，美国CPI延续了下行，已是连续三个月下行，降至2022年4月以来的最低值。但与此同时，去除食品和能源的核心CPI却表现出了相当的韧性，同比增速再次出现上行至6.3%。后续来看，核心通胀在住宅和工资通胀螺旋的支撑下仍有一定韧性，9月份加息75BP确定性较高，11月份可能加息50BP，对资产的冲击尚未结束。

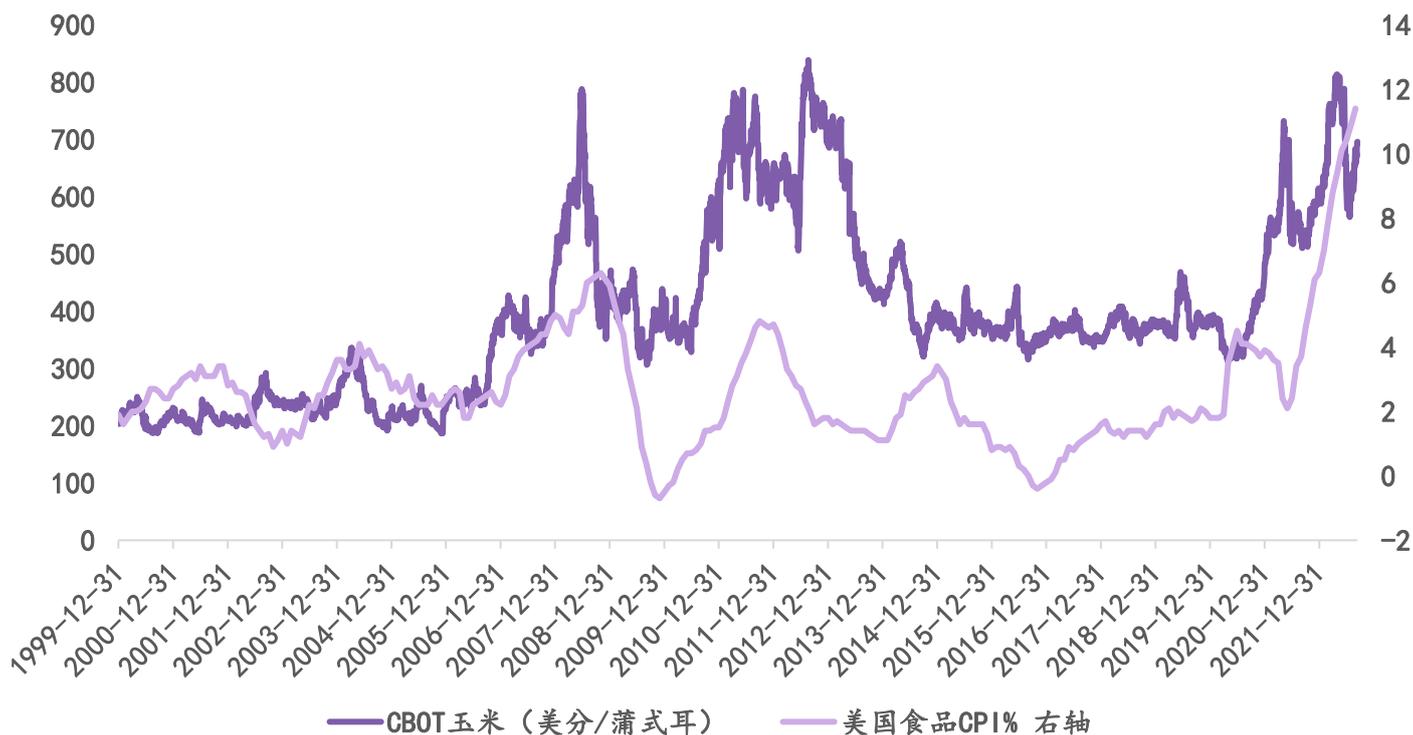
1、能源价格下行拖累CPI

能源价格下行带动CPI的整体下行，8月份美国能源价格同比增速继续下行，来到了23.8%的位置，是2021年7月份以来的最低增速。能源价格对于CPI的贡献度也有所减少，从上月的33%降低到了本月的25.18%。8月份美国本土汽油的平均零售价格较7月份下行13.37%来到3.82美元/加仑的位置。后续来看，国际能源价格整体呈现震荡下行的趋势，同时在拜登《抗通胀法案》的作用下，能源价格对于美国通胀的影响将会逐渐减弱。

2、食品价格上行动力不足

食品项则是继续出现了一定的上行，8月份美国食品CPI同比增速继续上行至11.4%的高位，推动CPI上行1.54个百分点。上半年国际粮食价格在俄乌冲突的助推下出现了价格上行，随后局势稳定后出现了回落，但是食品CPI由于价格传导机制的问题，并未及时反映出主要农作物价格下行的影响。从过去的历史经验来看，食品CPI往往和主要农作物的峰值有三个月左右的时差，因此后续来看，成本端带来的食品价格上涨动力减弱，食品价格逐步回落。

图表 1：农产品价格走势往往领先于食品通胀



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、核心通胀超预期，商品贡献小于服务

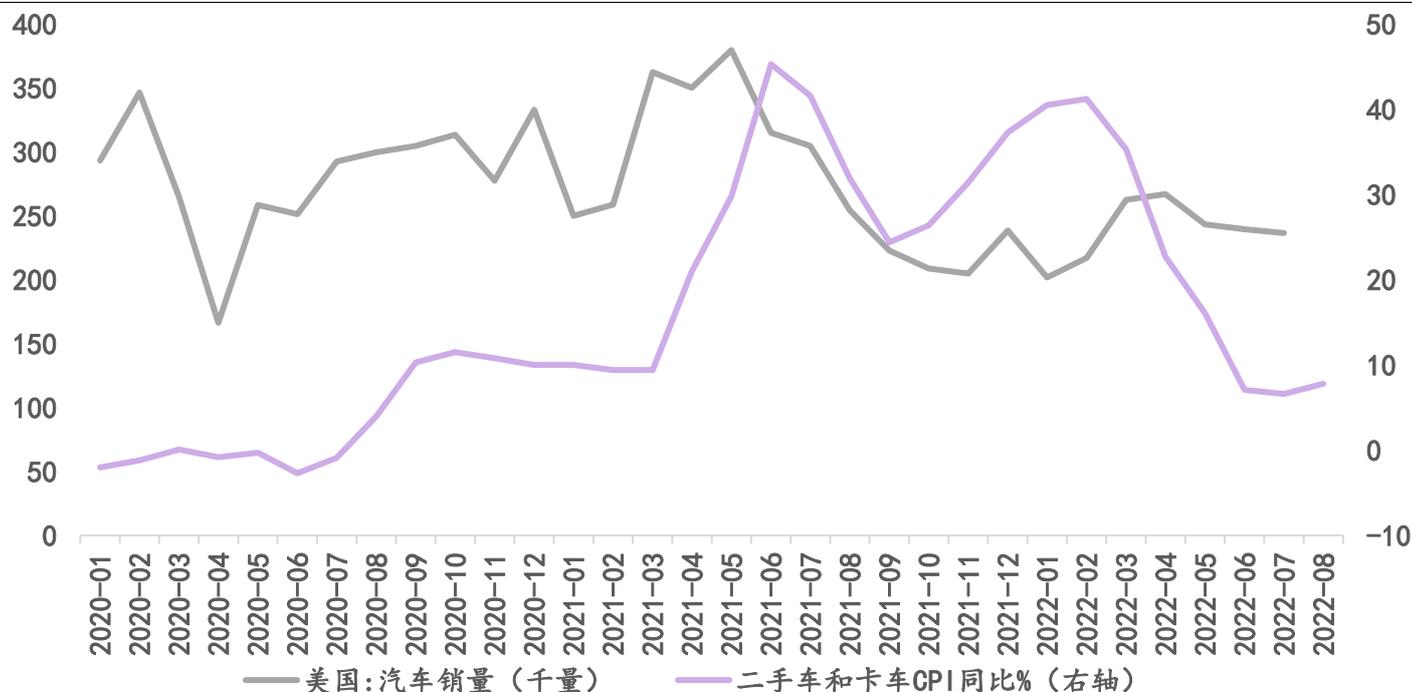
去掉能源和食品的核心通胀在 8 月份出现了超预期上行，来到了 6.3% 的高位。一方面，表明当前美国的需求仍处在较为良好的状态，商品和服务通胀双双上行：8 月份美国核心商品 CPI 同比 7.1%，较上月上行 0.2 个百分点；核心服务 CPI 同比 6.1%，增速较上月上行 0.5 个百分点。另一方面，也说明了美国当前通胀的韧性仍在。从贡献度来看，服务通胀是核心通胀超预期的主要原因，核心商品推动通胀上行 1.5%，环比上行了 0.04%；而核心服务则是推动通胀上行 3.44%，较上月上行 0.28%。

3.1、核心商品下行趋势得到确认

从核心商品的角度来看，这次上涨的主要推动力是家庭用品以及汽车价格，两者共贡献了近 80% 的核心商品 CPI 增长，但后续乏力，核心商品对通胀的贡献度将逐渐减弱。汽车通胀再现，8 月份除汽油以外的运输产品价格同比增速 9%，较上月 8.7% 的增速略有上行。具体分项来看，8 月份新车价格同比 10.9%，较上月下行 0.8 个百分点；二手车及卡车同比价格 7.8%，较上月上行 1.2 个百分点，是主要的贡献项。短期汽车销售回暖并不能改变长期下行的趋势：美国汽车销售在疫情后伴随着转移支付的支持开始复苏，并且在转移支付退坡时到达了销售的顶点，2021 年 5 月份销量达到了 37.8 万量，随后就进入了下行通道。从汽车的价格中也能看出汽车市场的降温，2022 年一季度时二手车平均价格涨幅接近 40%，如今已经降低到了 10% 以下。从趋势上来看，美国当前也正在经历从商品消费到服务消费的

切换，2022 年以来，服务消费增速开始上行，从 3 月同比 5.6% 上升至 7 月 9.94%；而商品消费则是从 3 月 10.68% 的同比增速下滑至 7 月份的 7.99%。因此后续来看汽车价格对于核心商品通胀的推动将减弱，支撑明显不足。

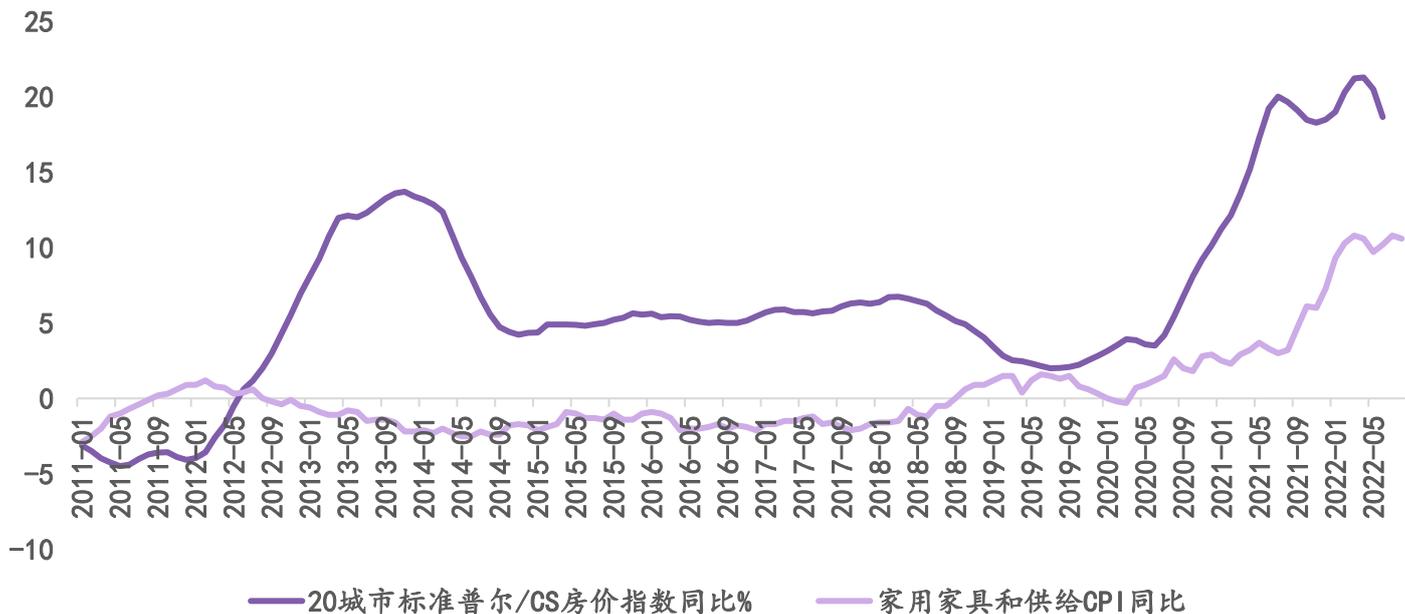
图表 2：汽车销量下行带动汽车价格的回稳



资料来源: wind, 华鑫证券研究

家庭用具上涨更多是地产后周期家具、装修等商品需求集中释放的助推，可以看到家庭用具的 CPI 走势基本与美国房价指数走势一致，但往往存在了三到四个季度的时差。美国房价在 2022 年 3 月份见顶回落，预计家庭用具的 CPI 韧性会持续到年底，给核心商品 CPI 形成一定的支撑。从具体的贡献来看，家庭用具在 CPI 中的比重比汽车项低 (3.92 VS 8.559)，后续在汽车下、家用平的走势下，核心商品通胀下行的趋势基本可以得到确认。

图表 3：家庭用具滞后与地产价格周期



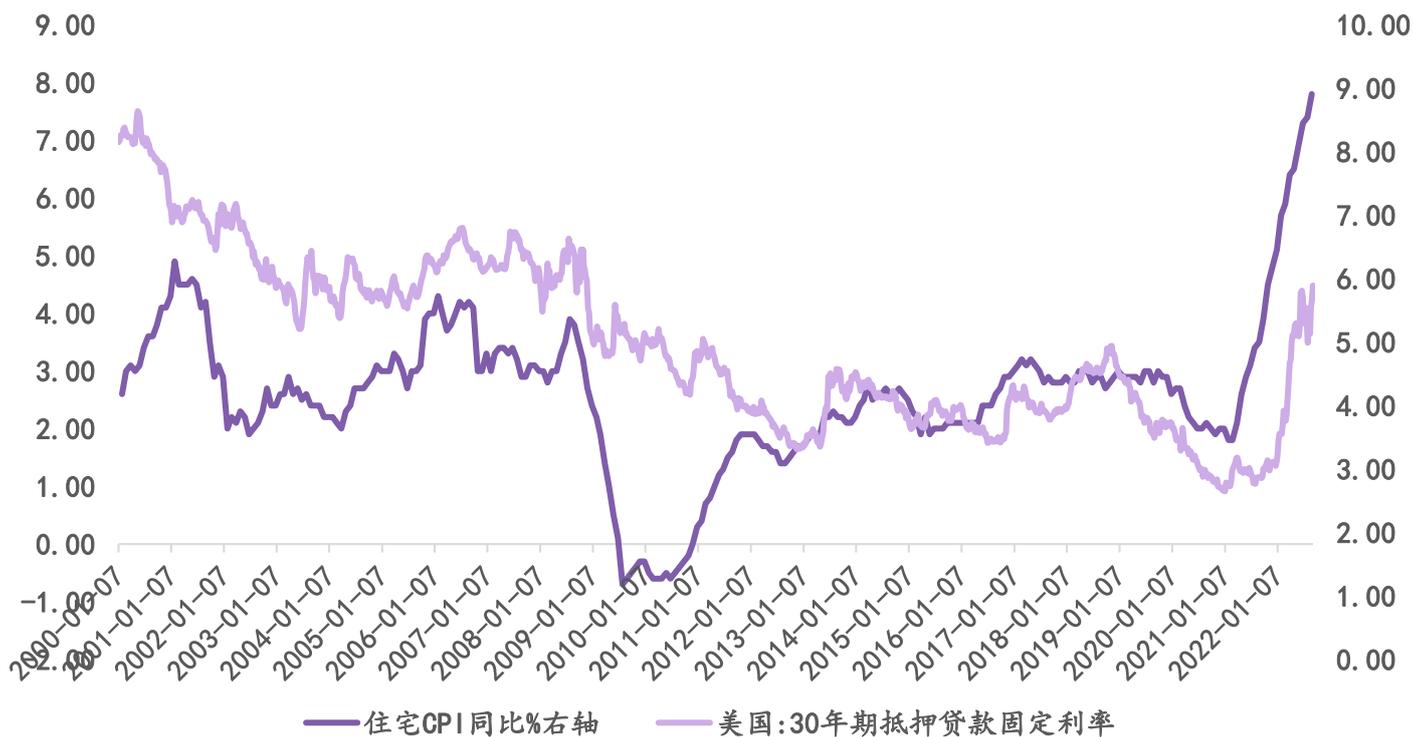
资料来源：wind，华鑫证券研究

3.2、房贷工资双支撑，服务通胀韧性强

核心服务则是出现了明显的上行，从主要的贡献项来看，住宅项依旧是主要的推动，贡献了 58% 的核心服务通胀。但与此同时，其他服务项的价格上行对于通胀的贡献度正在逐渐提升。2022 年以来，住宅通胀对于核心通胀的贡献度逐渐从年初的 61% 下行至了 58%，而医疗、交通、娱乐和教育等其他主要服务项对于核心通胀的贡献度从年初的 32.3% 上升到了 36.54%。

住宅虽然当前出现了贡献度的下行，但是其仍然是核心通胀的主要支撑。住宅通胀的价格基本与 30 年抵押贷款的利率走势相吻合。主要的逻辑在于住宅通胀主要由租金和业主等价租金两部分组成，其中房贷利率的上行推动购房成本的上升，带来租房市场的火热，进而推动租金通胀上行。而业主等价租金则是衡量当前业主的购房成本，其与房贷利率也是直接相关，房贷利率越高，屋主每月要还的贷款就越多，希望出租的价格也就更高。因此，我们可以看到美国 30 年抵押贷款利率和住宅通胀的走势基本吻合。当前 30 年抵押贷款利率在激进加息的预期下仍有一定的上行空间，后续来看，住宅通胀仍会支撑美国的核心通胀，在加息停止、房贷利率触顶之后，才会开始出现实际的下行。

图表 4: 30 年抵押贷款尚未到顶, 住宅通胀仍有上行空间



资料来源: wind, 华鑫证券研究

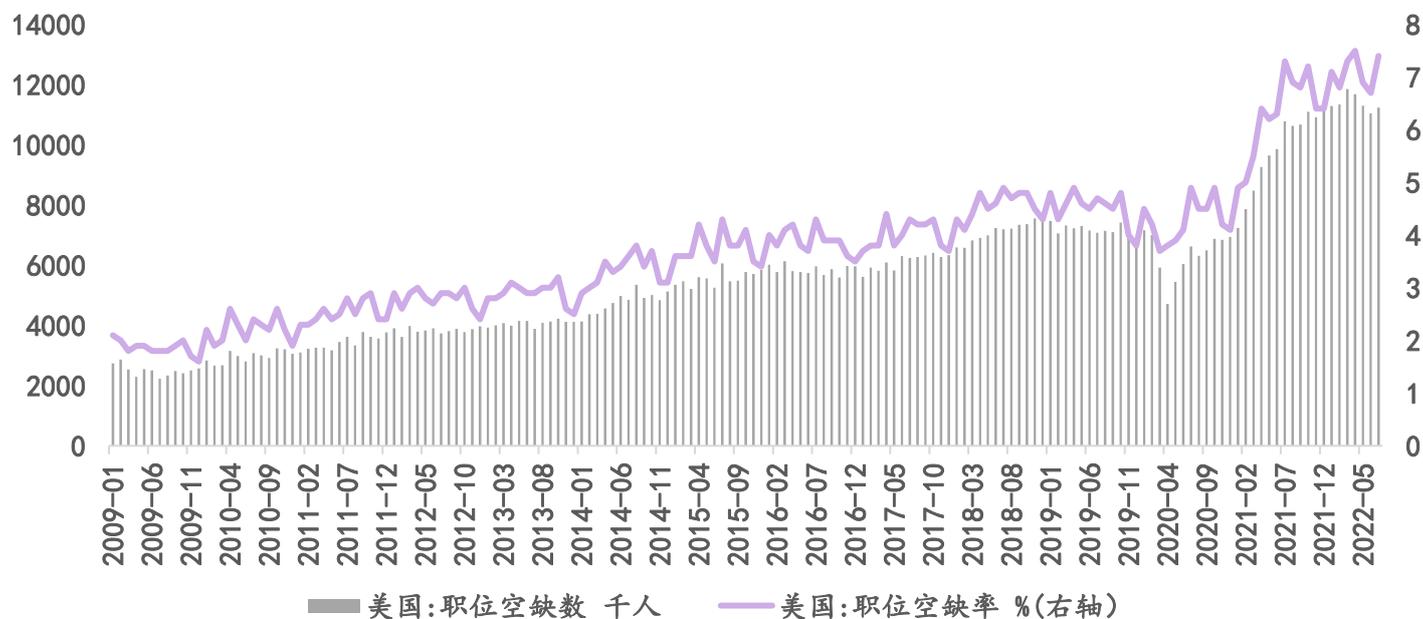
除住宅以外的服务价格对通胀贡献度的提升, 是美国当前工资-通胀螺旋的具体体现。以医疗服务为例, 医疗服务 8 月来到 5.6% 的 30 年以来高位, 而美国医疗体系决定了医疗服务的费用变化主要是在医生护士的定价上, 也就是时薪的变化。当前来美国职位空缺率依然维持在高位, 且总体时薪依然保持快速的增长, 因此核心服务通胀 (除住宅外) 的韧性在工资-通胀螺旋的支撑下会显得相当有韧性, 为核心服务通胀提供支撑, 也会是美联储最难啃下的“硬骨头”。

图表 5: 医疗通胀与医疗工资涨幅基本一致 (2020 疫情时期除外)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 6: 职位空缺率处在高位继续给工资带来上行动力



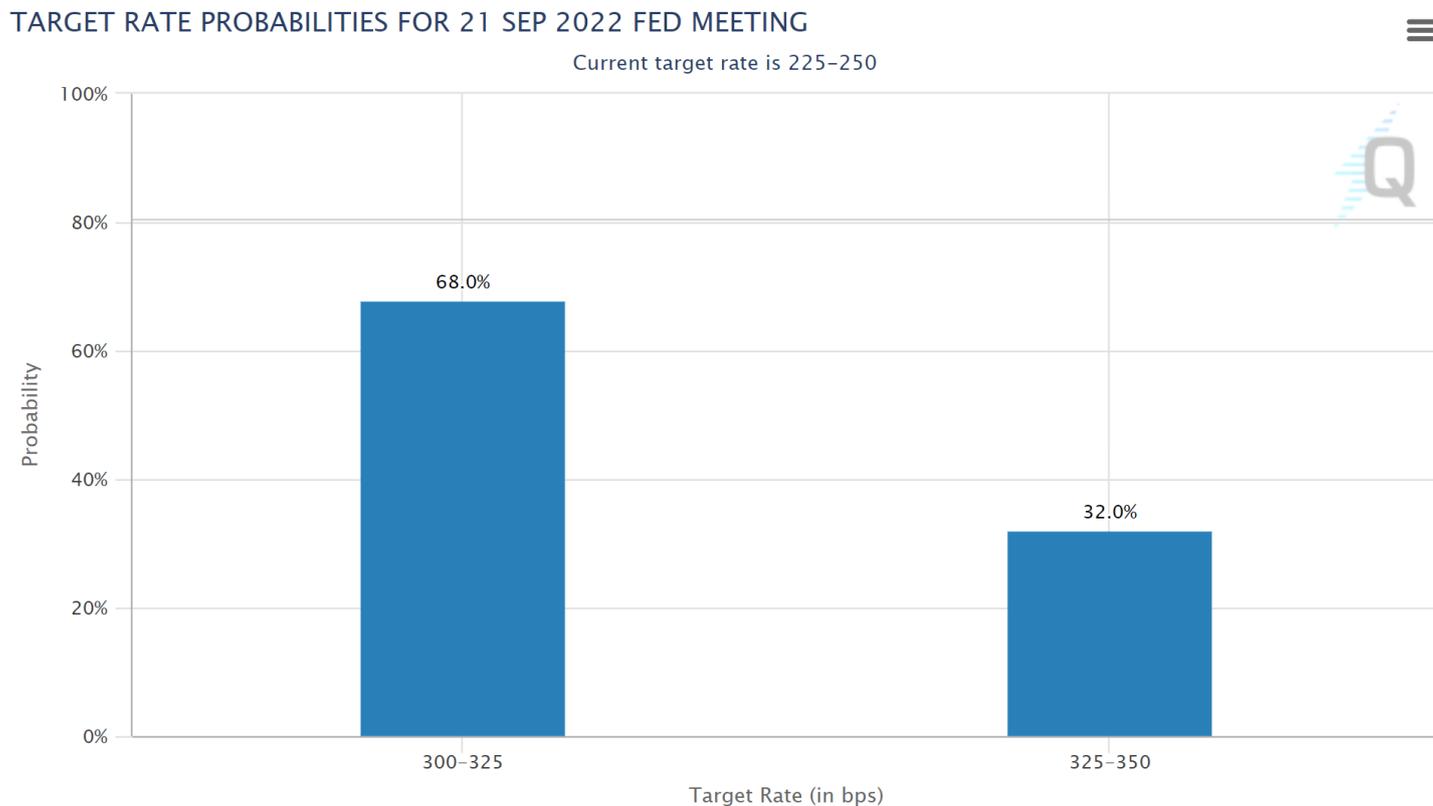
资料来源: wind, 华鑫证券研究

4、9 月份加息 75BP，资产冲击未结束

站在当前，推演美联储的货币政策选择及对资本市场影响，主要分为三个阶段：1) 通胀高企，就业坚挺，流动性收紧，对股债都有挑战，股债同跌；2) 通胀高位但上行动力不足，衰退明显，加息边际缓和，股跌债涨；3) 衰退风险加大，通胀不足为惧，美联储转向货币宽松，股债双牛。从对资产的影响来看，超预期的通胀倒逼美联储鹰派加息，9 月份预计加息 75BP，11 月份 50BP 的可能性提升，现在处在 1) 的尾部，9 月加息后逐步向 2) 过渡，仍还处于鹰派加息冲击较大的阶段。

所以，全球金融市场在通胀数据公布后出现了一定的恐慌，特别是美国市场。道琼斯指数和 S&P500 指数跌幅近 4%，纳斯达克指数则是创下了疫情以来的最大单日跌幅；债市方面 2 年期美国国债再创十五年以来的最高值；而美元则是进一步走强。从加息预期来看，市场已经不再在 50BP 和 75BP 之间选择，50BP 的可能被抛弃，而加息 100BP 的概率则升至 33%，11 月份的加息预期可能也会有所上行，加息 50BP 的概率提升。鉴于总体通胀开始下行，美国经济增速放缓，9 月加息 100BP 概率较低，当前金融市场反应有些过度。后续来看，美股还有调整压力（通胀加息+衰退风险），美债上行空间不大（衰退渐近），A 股相对独立影响有限（中美经济货币周期错位，稳经济 2.0 发力，货币还有宽松空间）。

图表 7：CPI 公布后，加息预期进一步上升



资料来源：CME，华鑫证券研究

5、风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

■ 宏观策略组介绍

谭倩：11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

张帆：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。