

## 宏观点评 20221013

# 美国通胀何时能解拜登和美联储的心结？

2022年10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

《9月非农为何不惧大幅加息？》

2022-10-07

《假期市场又“嗨”了，这波反弹能持续多久？》

2022-10-06

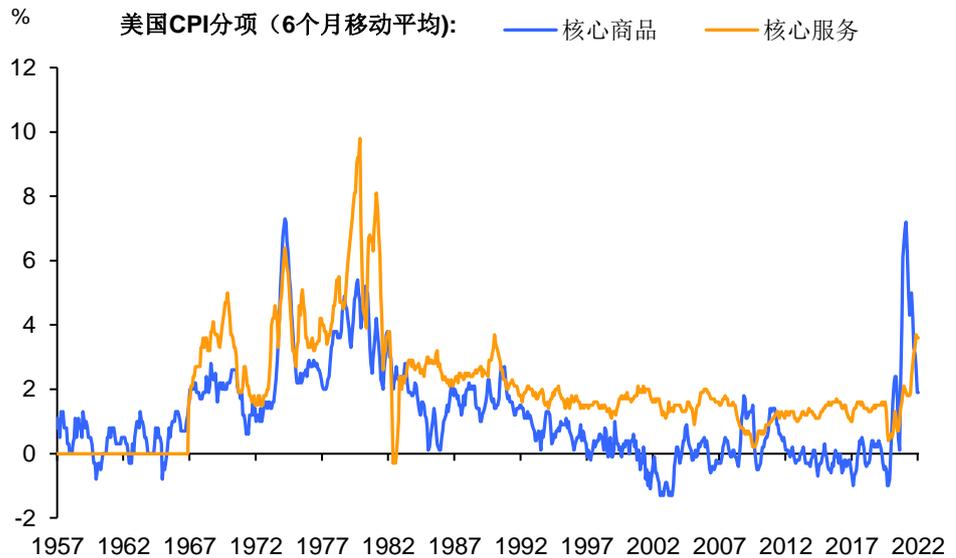
- 持续高涨的住房租金或将在9月推动美国核心CPI再创新高，我们的模型显示，2022年9月核心CPI或将回升至6.9%，在年末仍将处于超过6%的高位。10月的通胀和就业数据发布在美联储11月议息会议后，因此本次通胀数据基本可以为11月加息幅度定调。我们的基本情景为美联储将在11月加息75bp、12月加息50bp，年内政策利率上限升至4.5%。为了压制通胀，我们预计2023年政策利率仍将在高位维持一段时间，这将使得现金相对于风险资产的吸引力进一步提高。
- 我们预计住房租金、食品和医疗将在9月继续推升美国通胀。具体来看：**能源分项**，7-8月环比增速持续为负，我们预计9月环比增速仍有下行空间，而在年底或将趋平。**食品分项**，我们预计9月同比增速录得10.6%。**核心商品方面**，虽然多数商品的供应条件有所改善，但汽车市场仍然紧俏，新车价格仍具支撑，不过二手车价格的显著下降或使9月核心商品CPI近乎持平于8月。
- 2022年四季度至2023年，尽管美国经济的放缓将进一步体现，助力通胀回落，但此过程是缓慢的，因为住房租金和服务业薪资高涨大大增加了美国通胀的粘性。我们预计11月CPI将结束7至10月的下行，重新回升，一方面能源价格或将在四季度取暖季到来之际再次上行，另一方面住房租金推动下核心CPI的回落缓慢。我们更新后的预测模型显示，核心CPI将在2022年末回落至近6.3%，并于2023年三季度回落至4%以内（图4）。
- 住房租金对美国通胀的支撑将持续至2023年中。我们预计9月美国CPI住房租金分项同比增幅将升至6.6%，环比增维持0.7%。尽管住房市场已经降温，但房价对住房租金的传导存在滞后，CPI住房租金分项的下降速度仍将非常缓慢。我们预计住房租金分项同比增速要等到2023年二季度才能回落至5%以下。
- 服务业薪资上涨动能缓缓缓慢，9月平均时薪同比增速仍高达5%。各行业薪资增速的放缓存在分化，从年化环比增速来看，尽管私人行业总体的平均时薪在修匀后已降至4.4%（3个月移动平均），但增速的下降主要由采矿业和制造业等行业贡献，服务业薪资增速仍维持高位（图7）。如图8所示，增速居首位的休闲和酒店业在8-9月薪资同比增速仍在8%左右，持平于7-8月。
- 总体来看，各经济指标显示三季度美国经济增长仍强劲，亚特兰大联储对三季度美国实际GDP环比增速的预测已被调升至2.9%（图9）。
- 因此，政策利率上行风险仍大于下行风险，并且利率将在一定时间内维持高位。美联储9月议息会议鹰派表态后，市场对于加息路径的预测进行了调整，2023年末利率终值被上修至高于2022年末水平，但仍低于美联储的指引（图10）。11月的就业和通胀数据将在12月议息会议前发布，若二者连续两个月减速，12月加息幅度有望降至50bp。但根据表2中我们对美联储官员表态的观察，美联储加息打压通胀的决心没有松动迹象，因此尚不能排除9月点阵图对2023年加息至4.6%的预测被进一步上修的可能性。
- 美联储打压通胀的决心意味着其不会在加息后立即降息，而是倾向于在一定时间内将利率维持高位，在通胀下行趋势稳定后才考虑降息。
- 利率维持高位的情况下，现金相对于风险资产的吸引力也在提高。高涨的通胀驱动下，美联储正在以几十年以来最快的速度提高政策利率，7月以来10Y-2Y美债收益率曲线持续倒挂，并将在未来的一段时间内维持。现金收益率升至近15年的高位，相对于波动性更高的长久期资产，现金的吸引力增加，资金从美股、长端美债等风险资产流入现金的趋势将在一定时间内持续（图11-图12）。由此看来，我们认为美股美债的回调将持续至2023年。
- 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

表1: 美国 CPI 各分项数据

	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-08	2022-07	2022-06	2022-08	2022-07	2022-06
<b>CPI</b>	8.3	8.5	9.1	0.1	0.0	1.3
<b>食品</b>	11.4	10.9	10.4	0.8	1.1	1.0
<b>家庭食品</b>	13.5	13.1	12.2	0.7	1.3	1.0
<b>非家用食品</b>	8.0	7.6	7.7	0.9	0.7	0.9
<b>能源</b>	23.8	32.9	41.6	-5.0	-4.6	7.5
<b>能源类商品</b>	27.1	44.9	60.6	-10.1	-7.6	10.4
<b>汽油 (所有种类)</b>	25.6	44.0	59.9	-10.6	-7.7	11.2
<b>燃油</b>	68.8	75.6	98.5	-5.9	-11.0	-1.2
<b>能源服务</b>	19.8	18.8	19.4	2.1	0.1	3.5
<b>电力</b>	15.8	15.2	13.7	1.5	1.6	1.7
<b>公共事业 (管道) 燃气服务</b>	33.0	30.5	38.4	3.5	-3.6	8.2
<b>核心CPI</b>	6.3	5.9	5.9	0.6	0.3	0.7
<b>商品, 不含食品和能源类商品</b>	7.1	7.0	7.2	0.5	0.2	0.8
<b>新汽车和卡车</b>	10.1	10.4	11.4	0.8	0.6	0.7
<b>二手汽车和卡车</b>	7.8	6.6	7.1	-0.1	-0.4	1.6
<b>服装</b>	5.1	5.1	5.2	0.2	-0.1	0.8
<b>医疗护理商品</b>	4.1	3.7	3.2	0.2	0.6	0.4
<b>服务, 不含能源服务</b>	6.1	5.5	5.5	0.6	0.4	0.7
<b>住所</b>	6.2	5.7	5.6	0.7	0.5	0.6
<b>运输服务</b>	11.3	9.2	8.8	0.5	-0.5	2.1
<b>医疗护理服务</b>	5.6	5.1	4.8	0.8	0.4	0.7

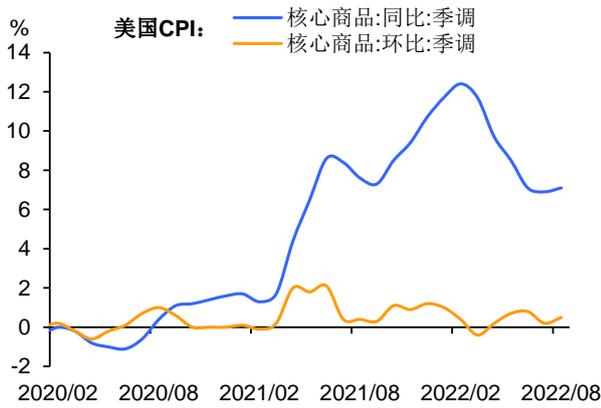
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 尽管 CPI 核心商品走势下行, 但核心服务仍在跳升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 美国 CPI 核心商品分项



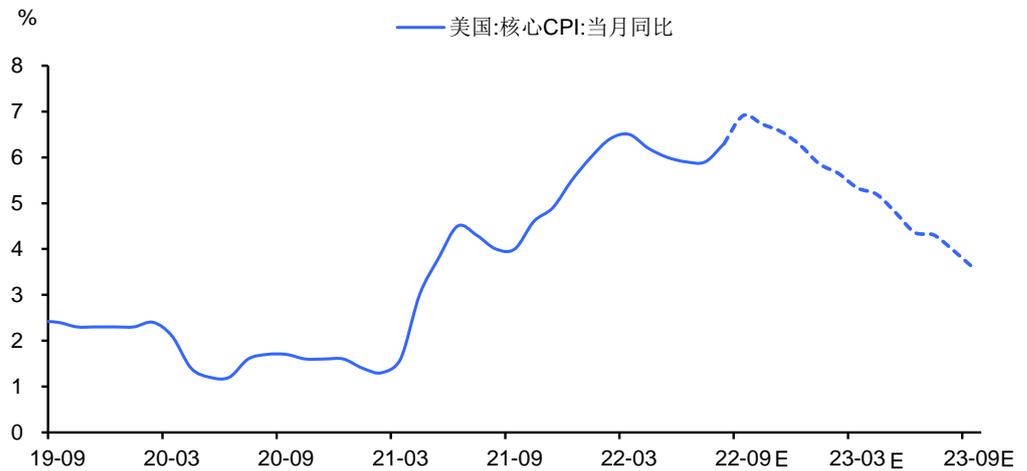
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年9月, 二手车价格指数大幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

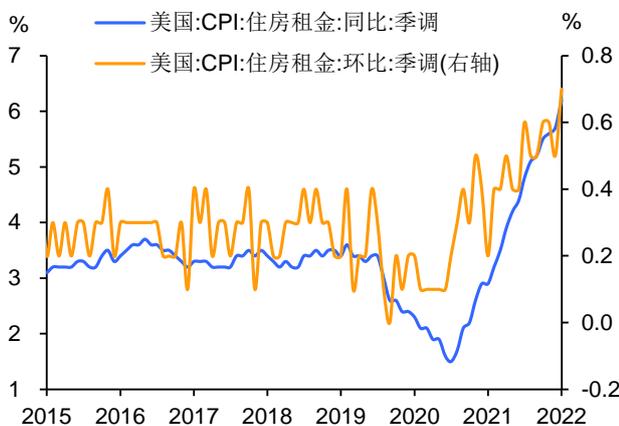
图4: 美国通胀数据预测



注: 虚线为预测值

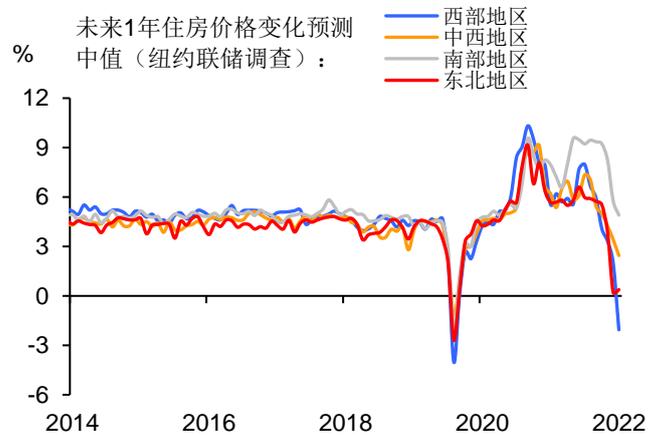
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图5: 美国 CPI 住房租金分项



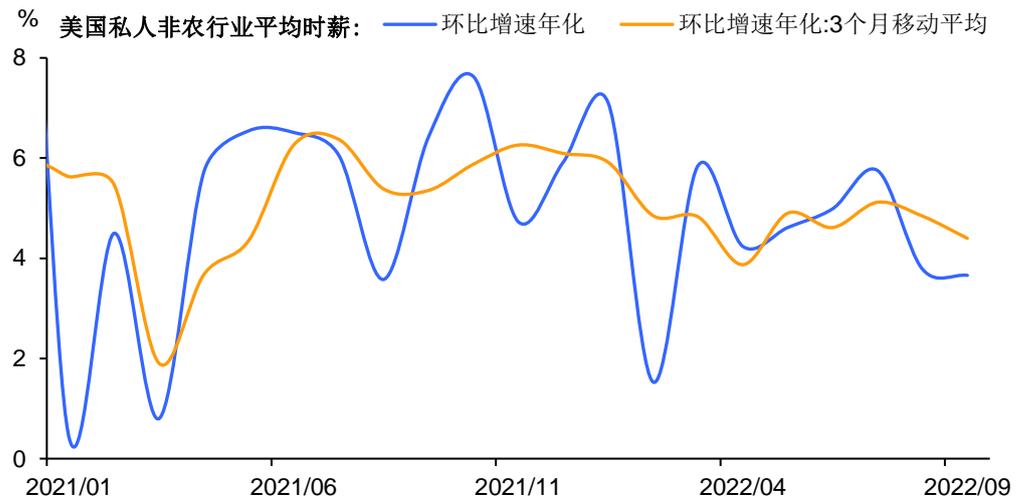
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国消费者预测未来一年住房价格增速下降



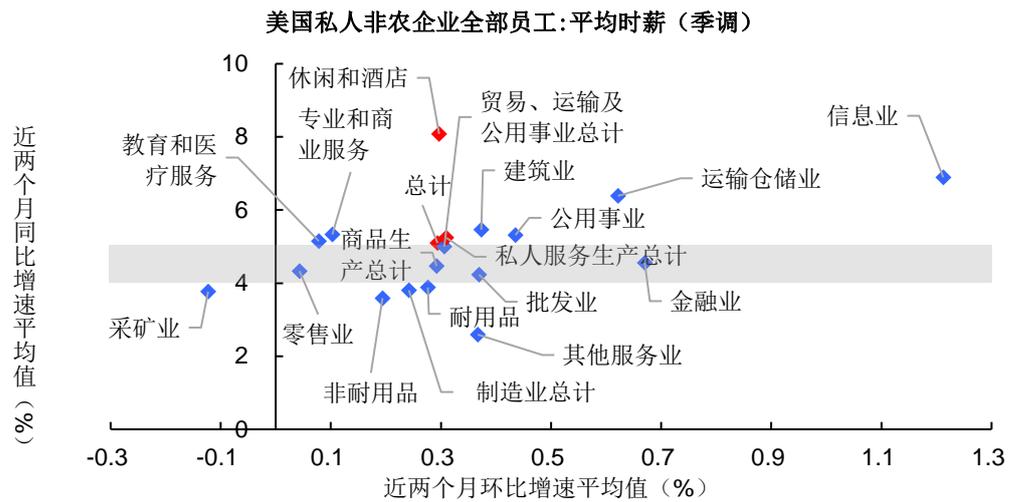
数据来源: 纽约联储, 东吴证券研究所

图7: 美国私人非农行业总体平均时薪年化增速



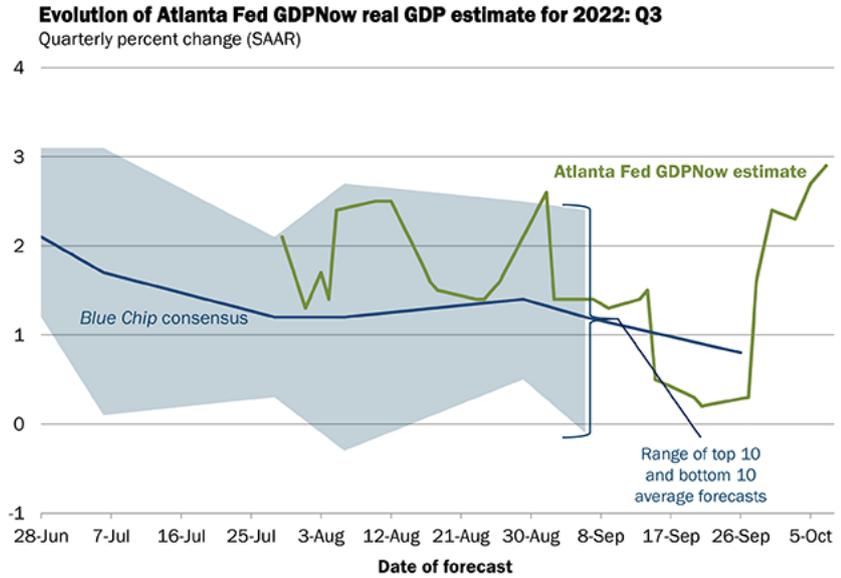
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 各行业平均时薪增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

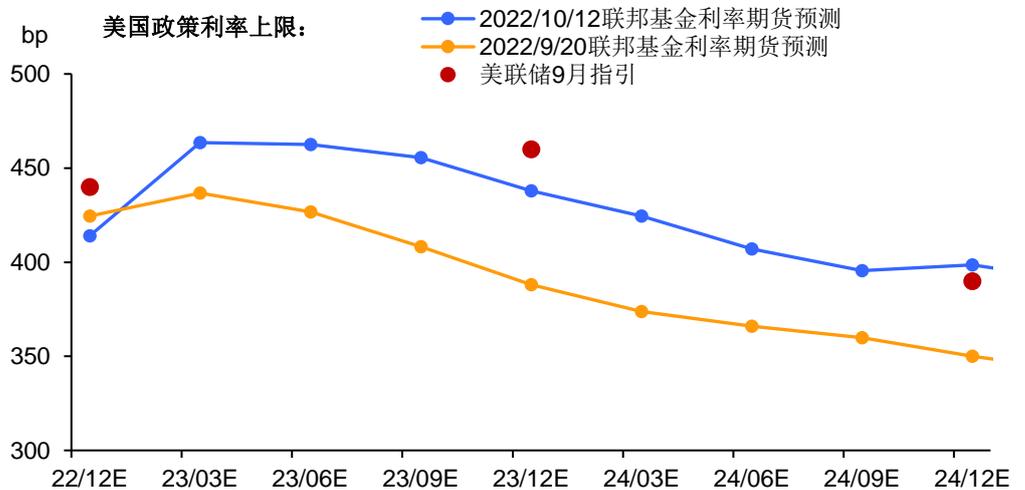
图9：亚特兰大联储预测美国三季度实际 GDP 增速为 2.9%



注：GDP 增速为年化环比增速

数据来源：亚特兰大联储，东吴证券研究所

图10：联邦基金利率期货隐含的市场对于美国政策利率上限的预测



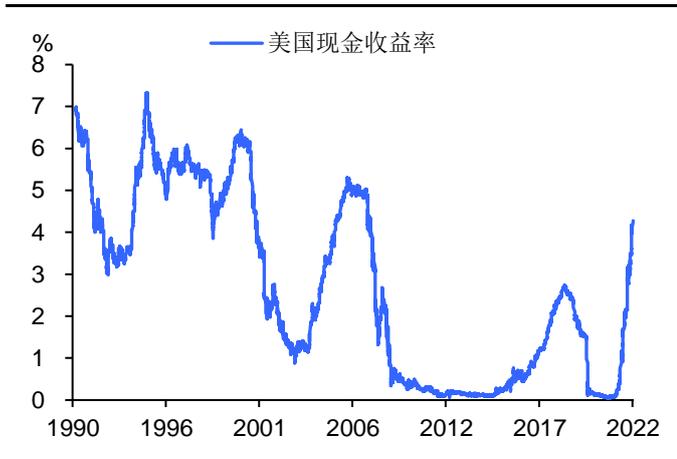
数据来源：Bloomberg (2022/10/12)，东吴证券研究所

表2: 2022年10月以来美联储官员表态梳理

官员	日期	美联储官员表态	职位	2022FOMC 投票权	2023FOMC 投票权
鲍曼	2022/10/12	如果看不到通胀下行迹象,仍有可能大幅加息。	美联储理事	有	有
威廉姆斯	2022/10/10	在降低通胀并以更可持续的方式重新平衡经济活动方面,美联储还有更多工作要做,这一过程中失业率很可能攀升。我们需要进一步提高利率,基本上让利率高于通胀的水平,这将有助于限制需求和供应,并在此过程中推动通胀迅速回落。	纽约联储主席	有	有
卡什卡利	2022/10/10	美联储在与整个经济中激增的价格压力作斗争时,非常注重发现食品和汽油价格的驱动因素。美联储专注于激进提高借贷成本,以降低通胀,从目前路径上后退的门槛很高。	明尼阿波利斯联储行长	无	有
埃文斯	2022/10/7	随着美联储提高借贷成本以降低过高的通胀,美联储的政策利率可能在2023年春季前升至4.5%-4.75%。在加息方面我们还有进一步的路要走。现在通胀很高,我们需要一个更具限制性的货币政策设定。	芝加哥联储行长	无	有
梅斯特	2022/10/7	相信失业率会小幅上升。目前来讲,关注通货膨胀是美联储的义务,需要把关注点放在通胀上。在减缓通胀方面,美联储还有更多工作要做。在通胀降至2%之前,我们不会退出紧缩政策。预计明年不会降息,要消除高通胀还需要一段时间。	克利夫兰联储行长	有	无
库克	2022/10/7	完全支持此前大幅加息75个基点的举措,同意实施前置收紧货币政策以加速实现通胀目标的政策,关键是要阻止通胀预期根深蒂固	美联储理事	有	有
博斯蒂克	2022/10/6	价格压力仍然普遍存在,这场通胀之战可能仍处于早期。我的基线展望是,2022年下半年GDP将增长约0.25%,2023年增长约1%。2022年底的失业率将在3.7%左右。我并不主张加息后迅速降息,如果通胀率没有迅速地回落到2%的范围,即使我们看到经济活动有所放缓,委员会也不应该反应过度。	亚特兰大联储行长	无	无
戴利	2022/10/5	有必要进一步加息,将利率提高到限制性区间,之后将在该水平保持一段时间,直到通胀接近2%,而不是加息后立刻降息,目前还需要进行更多的政策调整才能使利率具有限制性。	旧金山联储行长	无	无
博斯蒂克	2022/10/4	希望美联储在年底前实现4%到4.5%的利率。警告不要过早地改变方向。如果通胀没有迅速回到2%,美联储不应反应过度,基线预期是经济可以承受4%到4.5%的利率。	亚特兰大联储行长	无	无

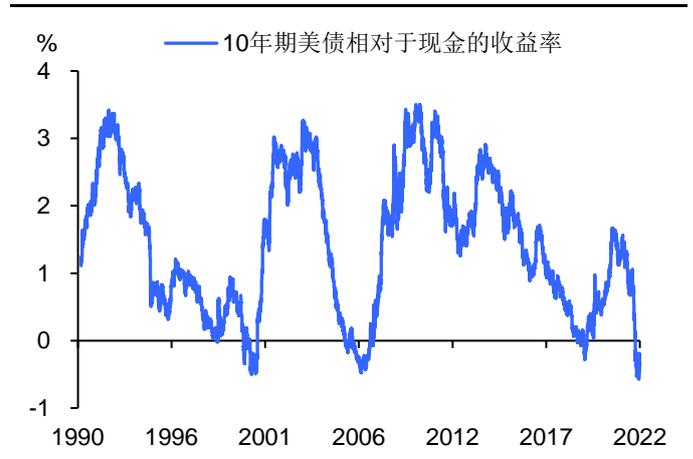
数据来源: 路透财经, 东吴证券研究所

图11: 美国现金收益率创近15年来新高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 现金相对于10年期美债愈发有吸引力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

