

服务业仍是美国通胀的关键—美国 9 月 CPI 数据点评

报告日期: 2022-10-14

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

联系人: 潘纬桢

执业证书号: S0010122040040

电话: 17521128958

邮箱: panwz@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24

2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路,妙手何方?——2022 中期宏观展望》2022-06-14

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美国“衰退”的程度有多深?—美国二季度 GDP 数据点评》2022-07-29

4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_能源项带动的通胀回落可持续吗?—美国 7 月 CPI 数据点评》2022-08-11

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业市场边际放缓,美联储会转向吗?—美国 8 月非农数据点评》2022-09-04

6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_【华安宏观】通胀连续回落,但联储不会放缓加息—美国 8 月 CPI 数据点评》2022-09-14

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_3 次加息 75bp 后,美联储还会有多少超预期?—9 月 FOMC 会议点评》2022-09-22

主要观点:

- **事件:** 美国公布 9 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 8.2%, 环比上升 0.4%; 核心 CPI 同比上升 6.6%, 环比上升 0.6%, 均超过市场预期。

- **能源仍是通胀拖累项, 核心服务推动本月核心通胀超预期上行**

1. 本月能源项小幅拖累通胀下行, 但核心通胀在核心服务的推动下再度上行。美国 9 月 CPI 同比上升 8.2%、环比上升 0.4%, 高于市场预期的 8.1% 与 0.2%, 绝对通胀水平继续小幅下降。本月通胀同比较上月回落 0.1 个百分点、环比较上月回升 0.3 个百分点, 原因主要是本月能源环比增速有一定回落, 特别是汽油项环比下降 4.9%, 带动整个能源项环比下降 2.1%。核心 CPI 同比上涨 6.6%, 较上月再度提升 0.3 个百分点, 高于市场预期的 6.5%; 环比上升 0.6%, 增速与上月持平。本月 CPI 与核心 CPI 走势再次分化, 说明当前美国总体通胀虽在能源项的拖累下有所一定程度的放缓, 但其通胀的内生动能保持强劲, 特别是核心服务的超预期上行, 我们需对后续通胀走势保持谨慎。总的来看, 在强劲的劳动力市场支撑下, 美国的核心通胀依旧坚挺, 美联储的加息政策似乎还未发挥相应的抑制作用, 其抗击通胀之路尚未完成。

2. 具体来看, 能源项同比上升 19.8%, 环比下降 2.1%, 环比降幅较 8 月份收窄 2.9 个百分点, 或显示当前国际能源价格的下降幅度有所放缓以及美国民众汽油消费有一定回升。9 月份食品项同比上升 11.2%, 较 8 月份下降 0.2 个百分点, 首度出现下降, 或体现出粮食价格的下降正在逐步传导至居民消费端; 核心 CPI 同比上升 6.6%, 其中核心商品环比同上月持平, 核心服务环比上升 0.8%, 较 8 月份上升 0.2 个百分点。说明当前通胀内生增长动能保持强劲, 边际上升速度仍较快。

1) 能源方面, 9 月能源项同比上升 19.8%, 环比下降 2.1%, 环比降幅较 8 月份收窄 2.9 个百分点。其中汽油项环比下降 4.9%, 降幅较 8 月份减少 5.4 个百分点; 燃油项环比下降 2.7%, 降幅较 8 月份减少 3.2 个百分点。本月能源通胀环比增速虽然再度下降, 但降幅已经有所收缩。我们认为降幅收窄一方面可能是因为国际能源价格的下降幅度有所放缓; 另一方面则可能是美国民众汽油消费量有一定程度回升, 供需关系有所恶化, 9 月份美国汽油价格从最高的 3.69 美元/加仑下跌至 3.57 加仑, 下降幅度约 3.3%, 降幅较上月收窄 0.7 个百分点。

2) 食品方面, 9 月份食品项同比上升 11.2%, 较 8 月份下降 0.2 个百分点, 首度出现下降; 环比上升 0.8%, 增速同上月持平。其中居家食品 (Food at home) 同比上升 13%, 较 8 月份下降 0.5 个百分点。食品项的同比与环比增速下降, 或体现出粮食价格的下降正在逐步传导至居民消费端;

3) 核心 CPI 方面, 9 月核心 CPI 同比上升 6.6%, 环比上升 0.6%。同比较上个月再度上升 0.3 个百分点, 环比增速则同上月持平, 通胀内生增长

动能保持强劲，边际上升速度仍较快。分项来看，**核心商品**环比同上月持平（即环比增速 0%），较上个月下降 0.5 个百分点，环比增速有所下降。其中二手车项环比下降 1.1%，较 8 月份下降 1.0 个百分点；新车方面，环比上升 0.7%，较 8 月份下降 0.1 个百分点。**核心服务**环比上升 0.8%，较 8 月份上升 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 6.6%，较 8 月份继续提升 0.4 个百分点；环比上升 0.7%，同上月持平。交通运输服务环比上升 1.9%，较 8 月份提升 1.4 个百分点。总的来看，本月核心商品和核心服务通胀环比增速有所分化，其中核心商品通胀环比增速下降，以住房项为主要构成的服务通胀环比增速再度提升，显示在服务消费的回归过程中，服务业是当前美国通胀的关键所在。

3.后续来看，能源与粮食价格短期内可能面临上行压力，对通胀起到一定的支撑作用。核心商品通胀短期预计将会继续放缓，核心服务通胀则会保持强劲，总体核心通胀大概率保持坚挺。

1) 能源与粮食价格短期内可能面临上行压力，对通胀起到一定的支撑作用。**能源方面**，截至 10 月 10 日，美国汽油价格升至 3.72 美元/加仑，结束下降趋势，较 9 月底汽油价格上升 4.2%。后续来看，虽然美国经济动能正在逐步放缓，但是由于汽油价格较高点有较大幅度下跌，美国民众的汽油消费或有一定幅度回升。此外，由于 OPEC+ 近期较大规模减产，近期国际油价有一定幅度的上行，也将会逐步传导至汽油供给端，因此美国汽油价格短期内可能会有一定幅度上行。**食品方面**，虽然之前乌克兰粮食逐渐恢复出口，全球粮食期货价格有一定程度的下行。但是由于近期俄乌局势再度升温，乌克兰与俄罗斯的粮食出口可能会受到影响，叠加全球极端天气的影响，预期全球粮食价格短期内下行空间不大，粮食价格预计将会保持高位震荡，因此食品项通胀压力或将略有增长。综合来看，我们认为短期内能源与食品项对整体通胀起到一定幅度的支撑。

2) 核心商品通胀短期预计将会继续放缓，核心服务通胀则会保持强劲，总体核心通胀大概率保持坚挺。**核心商品**方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）环比下降 2.99%，二手车价格预计将还会有一定幅度回落；新车方面，伴随着全球供应链压力的减轻以及芯片供应的改善，新车价格增速或将继续下降。此外，考虑到近期美元的强势，美国进口商品价格也将迎来一定程度的下降，美国核心商品通胀短期内或将继续放缓；**核心服务**方面，服务通胀可能保持强劲。从本月数据来看，住房通胀和交通运输通胀的强劲态势驱动了核心服务通胀的再度上升。后续来看，由于美国服务业仍在继续恢复，以及劳动力市场的仍然坚挺，8 月份每个求职者对应约 1.7 个工作岗位，薪资增速保持在 5.0% 的高位，以房租为代表的服务价格预计将会保持坚挺。从 Zillow 房租指数来看，后续房租的回落幅度也将会比较小。考虑到当前美国房贷利率快速提升，部分购房者转向租房，房租通胀可能会更有韧性。总的来看，虽然核心商品会继续回落，但由于劳动力市场的坚挺以及工资增速仍高，核心服务将会保持强劲，核心通胀预计会保持坚挺。

3) 总的来看，本月美国的数据显示美国通胀保持坚挺，虽然整体水平有微跌，但是核心通胀却再度上涨，两者走势的分化主要是因为能源项的拖

累，核心通胀的再度上行显示当前服务业的修复是美国通胀的重要基础。随着能源以及粮食价格的再度上升，美国总体通胀的高位徘徊局面预计将会保持更长的一段时间。

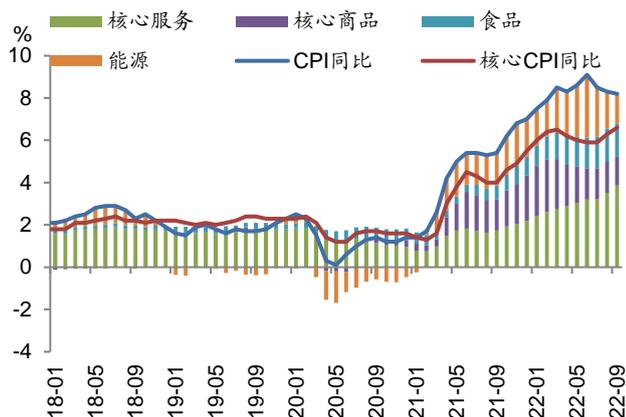
- **美联储 11 月份大概率加息 75bp，需注意加息路径上行风险**

强劲的劳动力市场和的超预期坚挺的通胀水平，美联储 11 月份预计将会加息 75bp，同时还需注意加息路径上行风险。9 月份美国新增非农就业 26.3 万人，虽再度边际放缓，但薪资增长同比增速仍较为坚挺，“工资—通胀螺旋”压力仍存（可参考报告《如何理解美国经济放缓但就业强劲？—美国 9 月非农数据点评》），职位空缺数下降显示劳动力的紧张程度似乎有一定幅度的改善，但整体的压力仍然较大。10 月初美联储多位官员在公开场合讲话，其讲话的主旨基本保持一致，即认为当前美国通胀过高，要坚持加息以遏制通胀，金融市场或者经济数据的波动不会影响美联储加息进程。从 9 月份的通胀数据来看，美联储的加息行动对于通胀的抑制作用还未显现，9 月份纽约联储的通胀预期调查还显示 3 年期的通胀预期中值较 8 月份首度回升 0.1 个百分点至 2.9%，当前民众对于中长期通胀的预期锚定可能正在发生改变。考虑到劳动力市场强劲带来的核心通胀坚挺，快速加息仍是当前的较好选择。同时我们需注意，虽然在 9 月份的 FOMC 会议上，美联储已经大幅提高了本轮加息的政策利率水平，但是从当前通胀的韧性来看，需要注意后续政策利率上行的风险。在接下来 11 月份的 FOMC 会议上，美联储大概率将继续加息 75bp。

- **风险提示**

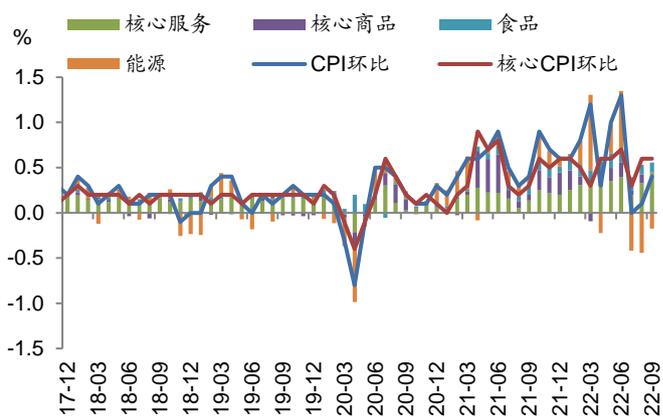
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国 CPI 有所回落，核心 CPI 再度提速



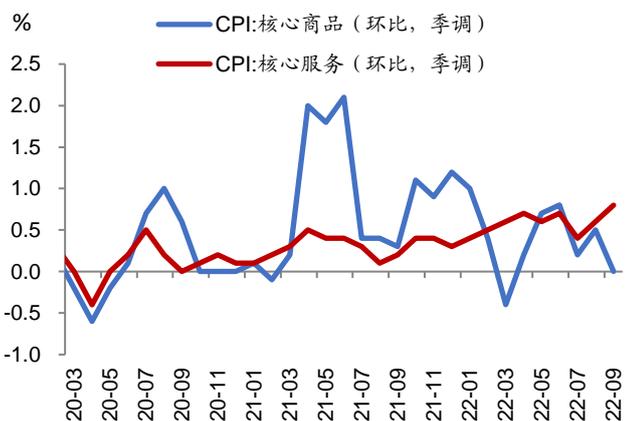
资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表 2 核心服务带动本月核心 CPI 上行



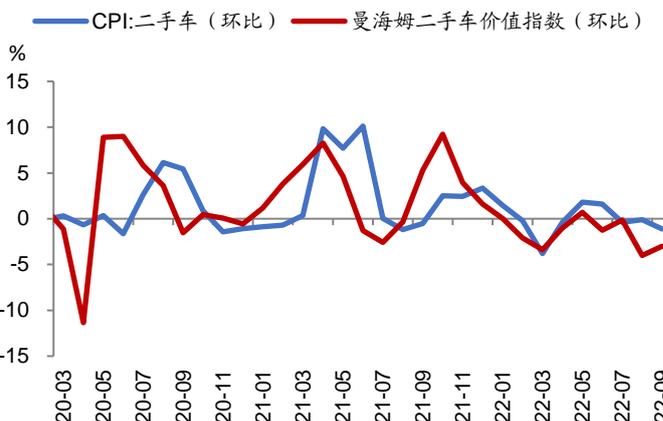
资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表 3 美国核心商品与核心服务通胀走势分化



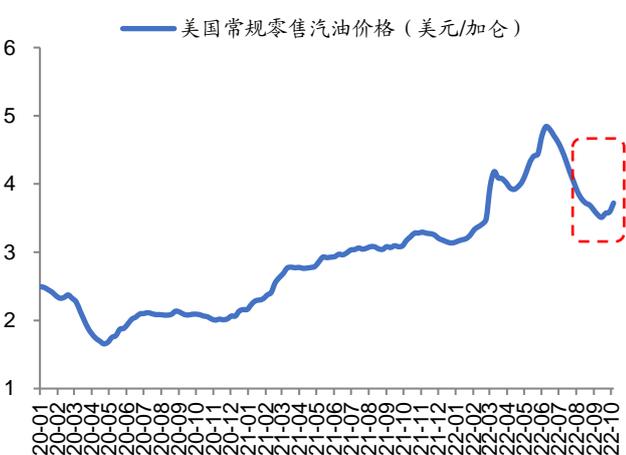
资料来源：BLS，华安证券研究所

图表 4 美国二手车价格环比继续下跌



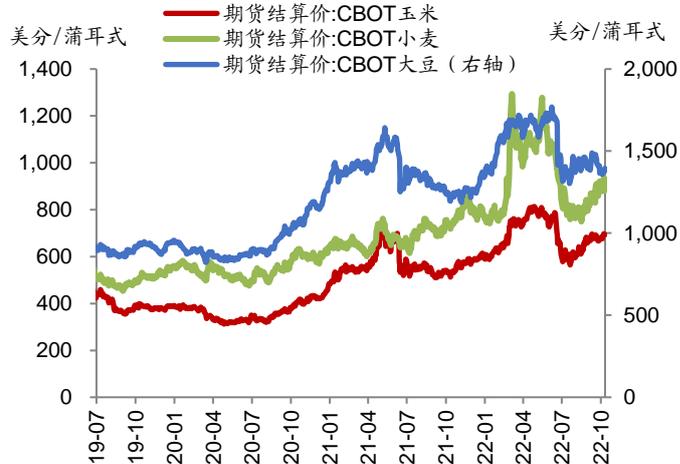
资料来源：Manheim，Wind，华安证券研究所

图表 5 美国汽油价格开始回升



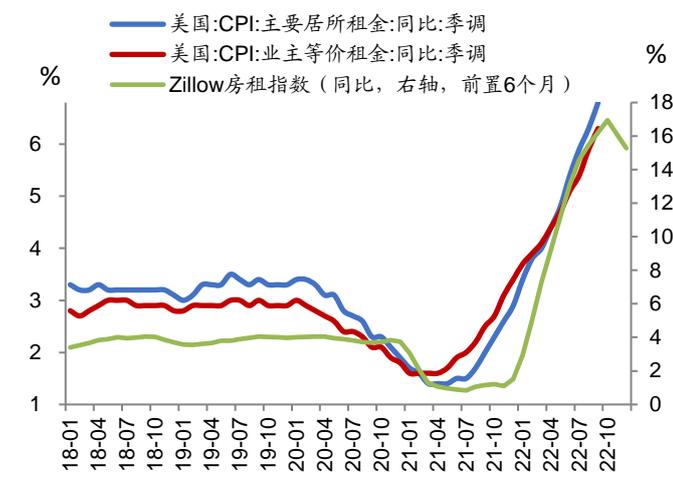
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 全球粮食期货价格再度上升



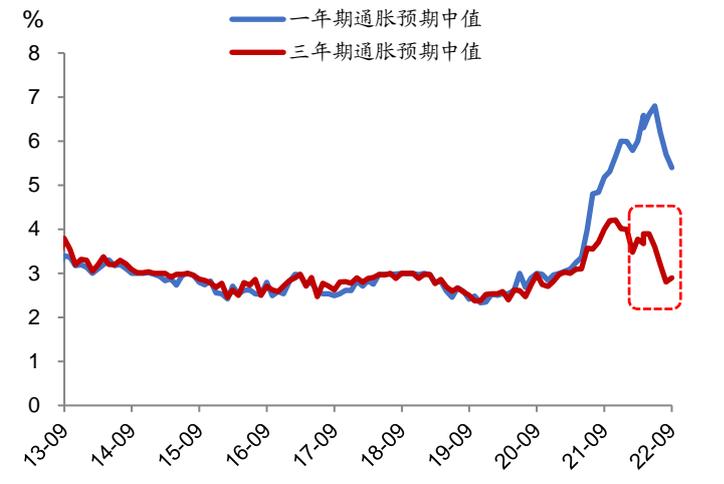
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 美国房租通胀预计回落有限



资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 8 纽约联储 3 年期通胀预期中值回升



资料来源: 纽约联储, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

研究助理：潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。