

2022年10月14日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

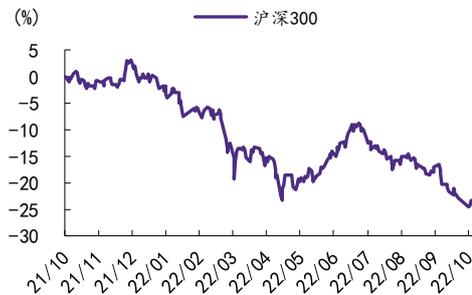
# 被夯实的 75BP 加息决心

—宏观观点评报告

## 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

### 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《9月PMI重回扩张区间的支撑》2022-10-01
- 2、《8月工业企业：利润结构优化，等待需求修复》2022-09-29
- 3、《更高更远的美联储加息终点》2022-09-22

北京时间10月13日，美国劳工部公布了9月通胀数据，美国9月CPI同比8.2%，环比上升0.4，高于上月的0.1%。剔除食品和能源的核心CPI同比来到6.6%的高位，环比与上月持平0.6%，9月通胀数据维持了名义下核心上，商品下服务上的态势，但也表现出了超预期的韧性，进一步夯实了美联储加息的决心。

## 投资要点

### 11月加息基本明确，12月仍需看能源

9月通胀主要是食品和住宅价格的上行使得通胀保持了一定的韧性。从核心CPI来看，依然是核心商品下行核心服务上行的态势。超预期的通胀使得11月加息75BP基本明确，但是12月的加息仍未定，石油价格可能是决定后续加息的关键点。

### 极端天气带动食品价格再次走高

9月份食品价格同比来到11.2%的历史高位，主要是极端气候对食品的生产与运输均造成了负面的影响。拉尼娜气候下美国主要种植区域的干旱气候导致食品价格的上行。

### 能源通胀暂缓，仍需关注石油限价

能源价格维持了之前的下行态势，但是下行的速度有所放缓。9月能源CPI环比下跌2.1%，低于8月5%的环比降幅。同比增速由上月的23.8%回落至19.8%。中期选举逼近下，石油限价可能是拜登政府的重要发力点。

### 汽车通胀缓解，核心商品下行

核心商品价格进一步下行，去除能源和食品的核心商品CPI同比从上月的7%下降到了9月的6.7%，其中汽车CPI出现环比负增长-0.2%。在后续强加息延续和衰退兑现的影响下，商品消费将会继续延续下行的趋势，进一步推动核心商品价格的下行。

### 核心服务创新高，住宅支撑仍会持续

不含能源的服务价格同比6.7，较8月上行0.6个百分点，环比增速达到了1990年8月份以来的30年高位。住宅价格依然是核心服务价格的主要推动。在房价下行下，住宅通胀可能仍会在2022年继续支撑美国CPI，在2023年开始逐步下行。

## ■ 风险提示

地缘政治冲突加剧，大宗商品价格加速下行，衰退预期加速兑现

## 正文目录

事件: .....	4
评论: .....	4
1、极端天气带动食品价格再次走高 .....	4
2、能源通胀暂缓, 仍需关注石油限价 .....	5
3、汽车通胀缓解, 核心商品下行 .....	5
4、核心服务创新高, 住宅支撑仍会持续 .....	6
5、11月加息基本明确, 12月仍需看能源 .....	6
6、风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1: 主要农产品均出现价格的上行 (美分/蒲式耳) .....	4
图表 2: WTI 原油在 10 月开始出现上行 (美元/桶) .....	5
图表 3: 房价与 CPI 传导之间有一定时差 .....	6
图表 4: CPI 数据后市场对加息 75BP 充分预期 .....	7

## 事件：

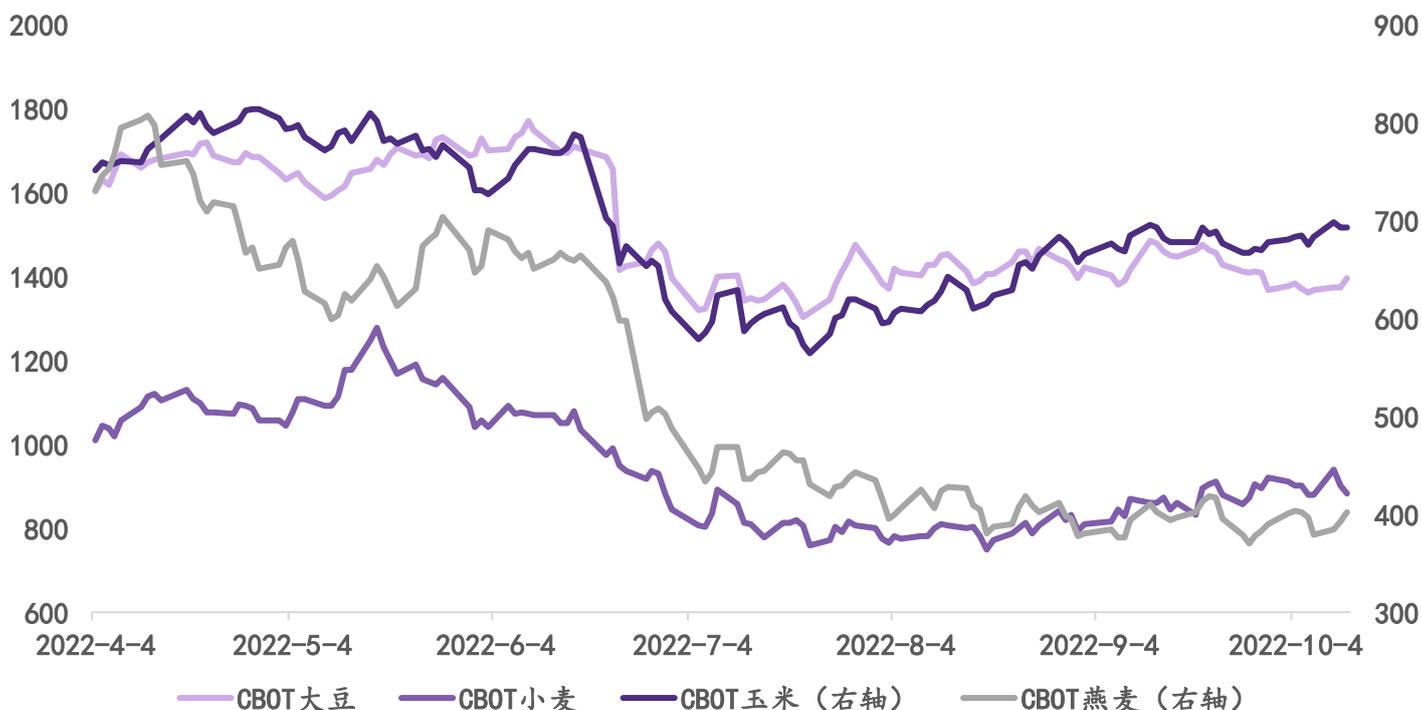
北京时间 10 月 13 日，美国劳工部公布了 9 月通胀数据，美国 9 份 CPI 同比 8.2%，环比上升 0.4，高于上月的 0.1%。剔除食品和能源的核心 CPI 同比来到 6.6% 的高位，环比与上月持平 0.6%，9 月通胀数据维持了名义下核心上，商品下服务上的态势，但也表现出了超预期的韧性，进一步夯实了美联储加息的决心。

## 评论：

### 1、极端天气带动食品价格再次走高

9 月份通胀整体延续了之前名义 CPI 下行核心 CPI 上行，商品下行服务上行的态势。从具体分项来看，9 月份食品价格同比来到 11.2% 的历史高位，主要是极端气候对食品的生产运输均造成了负面的影响。拉尼娜气候下美国主要种植区域的干旱气候导致食品价格的上行：玉米、小麦、燕麦和大豆等主要农作物价格均较 8 月份有明显的上行。极端天气也给农产品的生产运输带来一定的阻碍，飓风伊恩主要的影响区域佛罗里达，乔治亚，南卡北卡以及弗吉尼亚等，均是美国重要的农业大洲，尤其受损最严重的佛罗里达州，是全美最大的橙子生产地，因此我们也能看到食品项中的蔬菜水果价格环比上行了 1.5 个百分点，远超过去 0.1% 的涨幅。

图表 1：主要农产品均出现价格的上行（美分/蒲式耳）

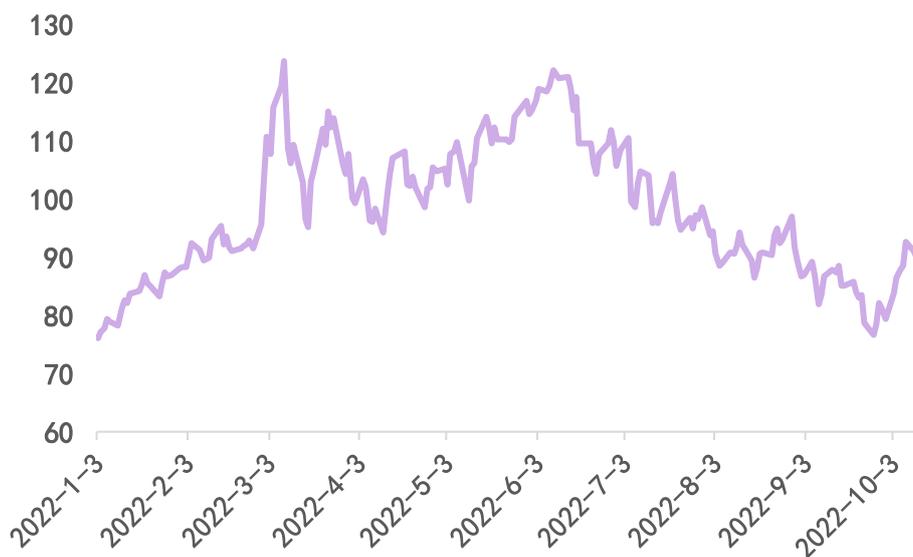


资料来源：wind，华鑫证券研究

## 2、能源通胀暂缓，仍需关注石油限价

能源价格维持了之前的下行态势，但是下行的速度有所放缓。9月能源CPI环比下跌2.1%，低于8月5%的环比降幅。同比增速由上月的23.8%回落至19.8%。对整体通胀的贡献也进一步下降，从过去23.6%下降至19.9%。从油价的趋势来看，WTI原油价格在经历了两个月的下行之后在10月再次出现了上行，价格突破了90美元的位置，主要是OPEC减产带来的推动，后续的油价预计能将维持震荡的走势，但仍要观察石油限价的进度。

图表 2: WTI 原油在 10 月开始出现上行 (美元/桶)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

近期欧盟和美国均发表声明要对俄罗斯石油进行限价，美国财政部表示已经推出了三项限价措施，预计在12月5日落地实施。9月CPI作为中期选举前最后一次通胀数据表现出了相当的韧性，使得民主党将降低通胀作为政绩的希望破灭，可能会迫使拜登政府向着海外政策方面发力来提振选举形势。因此石油限价作为既能表现强硬态度又能降低石油价格的措施可能会是一个重要的发力点。

## 3、汽车通胀缓解，核心商品下行

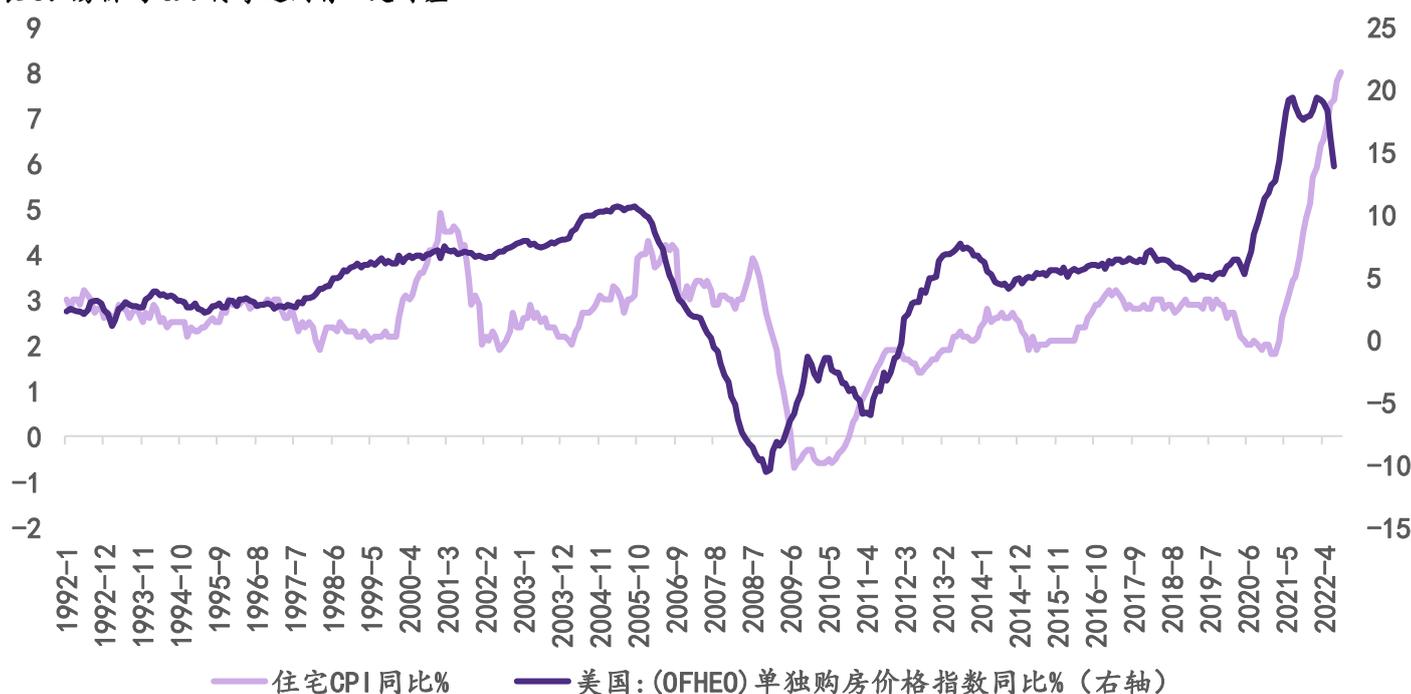
核心商品价格进一步下行，去除能源和食品的核心商品CPI同比从上月的7%下降到了9月的6.7%，环比变化也从上月0.5%下降至0。其中汽车相关的商品价格的放缓是主要的贡献项。9月新车同比来到了9.4%，较上月有所10.1%的水平下降了0.7个百分点。环比增速也从上月的0.8%下降至0.7%。二手车和卡车的环比增速则是出现了加速下降，由上月的降低0.1扩大至9月的环比降低1.1个百分点。新车价格的放缓和二手车价格的下行共同作用使得交通相关商品价格环比减少了0.2%。除了汽车之外，家庭用具(9月0.6% vs 8月1.1%)，医药(9月-0.1% vs 8月0.2%)，服装(9月-0.3% vs 8月0.2%)等主要的商

品选项也出现了价格环比的上行的放缓或降低。在后续强加息延续和衰退兑现的影响下，商品消费将会继续延续下行的趋势，进一步推动核心商品价格的下行。

## 4、核心服务创新高，住宅支撑仍会持续

核心服务 9 月份继续上行，不含能源的服务价格同比 6.7，较 8 月上行 0.6 个百分点，环比增速 0.8%，达到了 1990 年 8 月份以来的 30 年高位。住宅价格依然是核心服务价格的主要推动：住宅 CPI 同比上涨 0.7% 来到 6.6%，环比则是维持了上月 0.7% 的增速。当前美国房地产价格已经出现了一定的下行，而房地产价格反映到通胀上往往会经历 7-8 个月的时差，因此住宅通胀可能仍会在 2022 年继续支撑美国 CPI，在 2023 年开始逐步下行。除了房地产之外，交通运输服务和医疗服务也出现了价格的上行，环比增速分别为 1.9% 和 1%，均高于 8 月的增速。

图表 3：房价与 CPI 传导之间有一定时差



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 5、11 月加息基本明确，12 月仍需看能源

9 月的相对强劲的劳动数据和超预期的通胀数据使得市场进一步夯实了对于 11 月加息的预期，通胀数据出来之后 11 月份加息 75BP 的概率从之前 75% 上升到了 95%，市场已经开始预期 12 月也会加息 75BP。是否会出现史无前例的连续 75BP 加息仍取决于通胀的形势。从后续的通胀来看，过去通胀主要推动力的食品、能源、汽车和住宅均已经出现了一定的

变化：食品价格在经历了一轮下跌后再次在极端天气影响下出现了短暂的上行，但是整体仍处在相对较低的位置。美国居民商品消费的放缓会降低相关的消费需求，从而带动汽车等核心商品通胀的转弱。住宅是当前通胀最有力的支撑，但是在房价已经出现下行的前提下后续上行空间有限，预计最晚在 2023 年一季度能看到住宅 CPI 的下行。

能源价格的走势可能是判断 12 月份是否会加息 75BP 的重要观察指标，若能源价格在地缘政治以及减产的推动下进一步走高，则会进一步逼迫美联储连续 5 次进行 75BP 的加息。而要是石油价格整体维持震荡的走势，或者在需求下行或者是石油限价措施下出现价格的再次走低，那预计四季度美国通胀名义下核心上的格局将转变为名义核心同降的形势，使得 12 月再度加息 75BP 的概率的可能低于加息 50BP。

图表 4：CPI 数据后市场对加息 75BP 充分预期

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2/11/2022	0.0%	95.2%	4.8%	0.0%					
14/12/2022	0.0%	0.0%	0.0%	33.6%	63.3%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
1/02/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.4%	55.1%	19.6%	0.9%	0.0%
22/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.2%	46.0%	30.1%	6.4%	0.3%
3/05/2023	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	20.5%	44.2%	27.4%	5.7%	0.2%
14/06/2023	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	21.5%	43.5%	26.4%	5.5%	0.2%
26/07/2023	0.0%	0.0%	0.7%	6.7%	26.2%	39.9%	22.0%	4.3%	0.2%
20/09/2023	0.0%	0.2%	2.1%	11.4%	29.5%	35.6%	17.8%	3.3%	0.1%
1/11/2023	0.1%	1.0%	6.0%	19.0%	32.0%	28.1%	11.7%	2.0%	0.1%
13/12/2023	0.4%	2.8%	10.7%	23.7%	30.6%	22.2%	8.2%	1.3%	0.0%

资料来源：CME，华鑫证券研究

## 6、风险提示

地缘政治冲突加剧，大宗商品价格加速下行，衰退预期加速兑现

## ■ 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。

**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。

**李刘魁：**金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

**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。

## ■ 免责条款

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。