

10 月 13 日，9 月美国总体 CPI 和核心 CPI 增速均超过市场预期。美国 9 月 CPI 同比增速+8.2%(末季调,后同),预期+8.1%;核心 CPI 同比+6.6%,预期+6.5%,核心 CPI 同比增速再创 40 年新高。

**9 月通胀数据继续呈现“总体通胀向下，核心通胀向上”的形态。**

➤ **核心通胀是当前美国通胀问题的主要矛盾。**

美国 CPI 同比的回落主要还是受能源通胀的拖累。9 月能源分项环比增速为-2.1%，继续以较快速度下降。9 月核心 CPI 环比增速继续处于 0.6%的高位，背后的推动力量主要有三个。第一是住房通胀，CPI 租金分项 9 月环比增速录得 0.8%，再创 1990 年 6 月以来的新高；第二是医疗服务，9 月 CPI 医疗服务分项环比为 1.0%；第三是运输服务，9 月 CPI 运输服务分项 1.9%的环比增速大幅高于 8 月的 0.7%，对应了出行需求的反弹。

➤ **核心通胀增速的高企背后是美国消费的韧性，以及偏高的工资增速。**

美国通胀的主要矛盾从 2021 年的能源，切换至 2022 年的核心通胀。背后逻辑是通胀问题从供给端走向需求端，美国的“需求侧”通胀问题对应的是消费需求的强劲。截至 9 月，美国密歇根大学消费者信心指数已经连续 3 个月反弹。支撑消费的背后正是美国居民偏高的工资增速。美国劳动力市场因为老年人退休、长新冠 (Long Covid)、以及廉价移民人口的减少等原因，存在比较严重的供需失衡，劳动力供给的缺口推升了整体的工资增速。

➤ **四季度美国通胀的风险点：回升的汽油价格和仍然高企的工资增速。**

近期美国总体 CPI 同比回落的“首功”无疑是能源通胀，背后对应的是美国汽油价格自 6 月中旬以来的连续 3 个月回落。但需要注意的是，近期美国汽油价格已经连续 3 周走高，这可能和原油价格反弹以及美国出行需求上升有关。**进入四季度，欧佩克减产以及冬季能源需求的季节性增长可能会进一步支撑油价，美国总体 CPI 增速回升的风险不可忽视，更不能轻言见顶。**

在核心通胀方面，租金通胀和其他的核心服务通胀和居民工资增速相关性较强。在基数效应的影响下，四季度美国核心通胀同比可能小幅回落，但我们预计在工资增速的支撑下，12 月核心 CPI 同比增速仍有 6.2%。

➤ **12 月加息 75BP 的概率大大增加，当前美债利率的核心矛盾不是政策利率的高点，而是维持高点的时间。**

美联储 9 月点阵图表示年内仍有 125BP 加息，对应的加息节奏可能是 11 月 75BP，12 月 50BP。但顽固的通胀意味着美联储加息节奏可能加快，**12 月加息 75BP 的概率大大提升。**

当前不少投资者认为一旦美联储放缓加息速度，或者暂停加息，10 年期美债利率就会见顶。但是，10 年期利率是未来 10 年利率的预期均值，这不仅与短端的高点有关，也和远端高利率的持续性有关。对于美债利率来说，终点利率是 4.75% 还是 5%并不是关键，美联储维持终点利率的时间才是核心矛盾。**面对顽固的通胀，我们预计美国加息周期（维持终点利率的时间）可能会长于市场预期，这意味着美债利率仍然易上难下。**

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**分析师 谭浩弘**

执业证书：S0100522100002

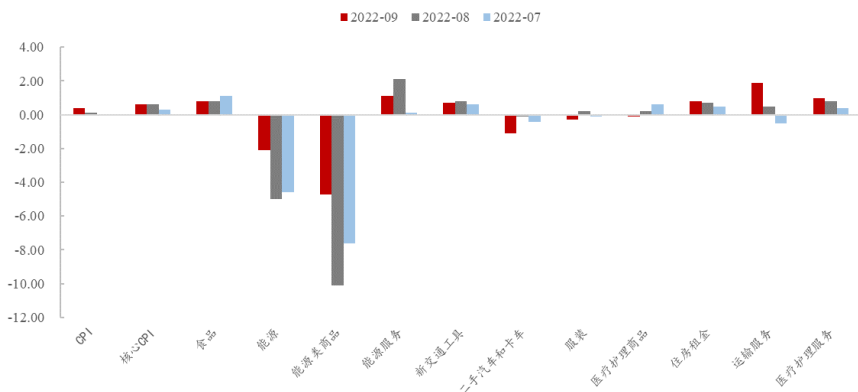
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

**相关研究**

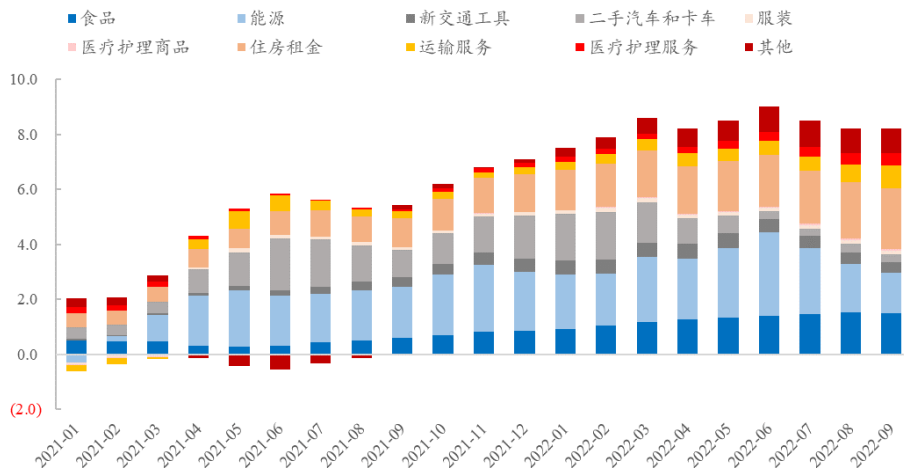
- 1.宏观事件点评：人民币汇率的下一个关键时刻-2022/10/13
- 2.2022 年 9 月金融数据点评：金融数据老故事：政府加杠杆，居民降杠杆-2022/10/12
- 3.宏观专题研究：人民币汇率的下一个“路标”-2022/10/11
- 4.全球大类资产跟踪周报：全球市场再度动荡-2022/10/10
- 5.四季度宏观经济及大类资产展望：关键变化或将到来-2022/10/09

图1：美国 CPI 各分项环比增速（单位：%）



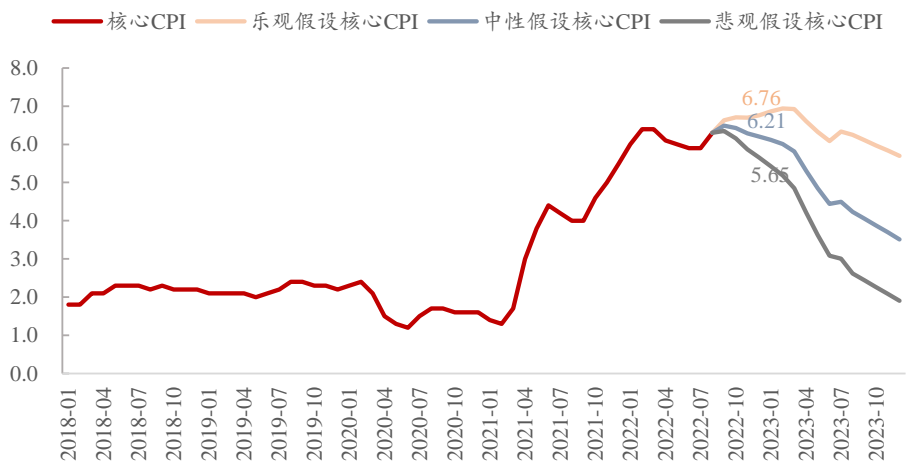
资料来源：BLS，民生证券研究院

图2：美国 CPI 各分项的同比拉动（单位：%）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图3：美国核心 CPI 同比增速测算（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026