

核心通胀粘性导致紧缩步伐持续

20221014

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

- **CPI 回落不及预期，核心粘性延续** 9月消费者价格指数（CPI）高于市场预期：同比增速从8月的8.3%回落至8.2%，核心CPI同比增速为6.6%，比8月上行0.3%，创下新高。环比方面，CPI增速为0.2%，核心增速为0.4%。名义与核心通胀开始分化，通胀整体缓慢下行，但核心通胀增速没有明显弱化，紧缩保持确定性较高。
- **油价对回落贡献最大，但环比连续下行趋势难以维持** 原油价格的整体回落是7到9月份CPI下行的主因，能源价格对CPI的拉动从7月的2.32%进一步降低至9月的1.02%。油价在2021年10月的基数较高，因此尽管OPEC+开始大幅减产，能源价格的同比增速未来仍可能保持回落，不过环比连续走低的态势在冬季能源紧缺之下难以维持。
- **商品、服务韧性需要更高利率的打击** 9月名义和核心CPI走势的分化可能在未来延续，能源类同比增速在四季度和2023年将会由于基数的不断上行而走弱；同时，滞后于全球食品价格的CPI食品项虽然目前仍在高位，但全球价格指数的下行会逐渐传导。在商品服务高粘性，能源食品同比回落下，2023年CPI可能出现整体更快下行，核心相对缓慢的格局。在居住成本对价格反应滞后的情况下，加息是否能迅速打击就业市场、减缓工资增速，从而打破工资向商品和服务的韧性至关重要。
- **居住成本成为新的最大拉动项，短期不会明显回落** 滞后的两项居住成本统计已经超过2%的长期通胀目标，也高于能源商品和服务之和，成为新的通胀最大拉动项。尽管我们的美国房价的先行指标预示房价可能在未来开始更快下滑，但是CPI对房价和房租的统计一般滞后12-16个月。明年上半年以前，居住成本大概率将保持高位，对通胀控制构成持续的压力。
- **关注工资、消费信贷和房价对消费的支持** CPI核心增速受到劳动市场工资上行、消费信贷偏高和家庭资产净值高位（房价未显著下行）这三个因素的支持。美国9月非农名义工资增速仍有5%，8月消费信贷的同比增速走高至8.05%，家庭资产负债表仍然健康。工资的传导和居民加杠杆是消费坚挺的重要原因。
- **11月加息75bps，美股美债仍有下行空间** 由于紧缩的延续，美元指数在2023年一季度前大概率保持强势。美国短债因为受不断上升的回购市场利率竞争，在加息见顶前仍有价格下跌的空间。未来美国长债显现出配置价值，但在通胀仍有超预期概率、加息终值没有彻底明确前应谨慎观察。尽管利率风险定价相对充分，美股由于盈利底还未出现，高利率引发效率较差企业出现债务问题甚至破产的信用冲击也未体现，仍有下行的风险。

主要风险：重要经济体增速超预期下行，市场出现严重流动性危机

美国劳工数据局（BLS）公布的9月消费者价格指数（CPI）略微下行，高于市场预期：同比增速从8月的8.3%回落至8.2%，但高于市场预期的8.1%；剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.6%，比8月上行0.3%，创下新高。环比方面，CPI增速为0.2%，再度上行，而核心CPI增速为0.4%。名义与核心通胀开始分化，通胀整体缓慢下行，但核心通胀增速没有明显弱化，紧缩保持确定性较高，这种分化可能延续至2023年。

从构成来看，之前主要的通胀拉动项目中回落最显著的依然是在OPEC+减产前因衰退预期下行的能源商品，食品、能源服务、居住成本、教育、医疗服务和运输的贡献都出现上行，服饰也因为低基数出现同比上涨，同比增速放缓的有通讯、新车、二手车、医疗用品和家具与家用产品。环比方面，负增长的有能源商品（-4.7%）、二手车、服装和医疗用品，食品、能源服务、新车、居住成本、医疗和运输服务的上行动力仍在。

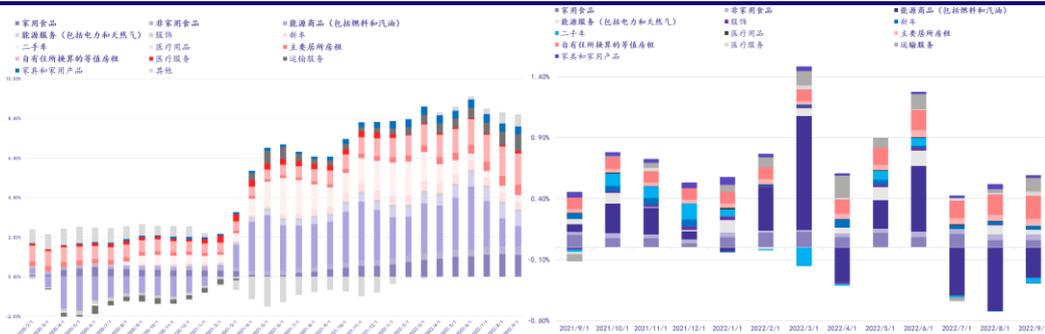
整体上，食品价格增速延续，能源商品价格的回落是9月CPI增速略微放缓的主要因素。商品增速体现出消费在供需不平衡缓解下仍有韧性，可能依然受到名义工资和信贷支持；服务方面，滞后的两项居住成本统计已经超过2%的长期通胀目标，也高于能源商品和服务之和，成为新的通胀最大拉动项。

作为美国中期选举前的最后一份CPI数据，刷新记录的核心通胀增速依然指向对总需求的猛烈打击。结合9月FOMC纪要中美联储矫枉过正的态度，如果不意外出现流动性危机，市场基本可以放弃美联储在年内显著放缓加息幅度的幻想。在OPEC+大幅减产和冬季到来的背景下，能源此前的环比负增长不可持续，商品和服务消费都有极强的韧性。名义工资因劳动市场供不应求而上行、消费信贷也未走弱、房价还在高位，这些都是支撑核心通胀的因素，所以在这些指标明显弱化前，通胀粘性将延续。

11月FOMC会议上至少加息75bps并无悬念，而核心通胀的持续走高让市场中又一次浮现100bps的声音。我们认为在长期通胀预期稳定之下，75bps已经足够高，但通胀粘性意味着不能排除12月再加息75bps的概率，需要对就业和消费保持观察。同时，通胀不时的“超预期”会加大市场动荡，2023年上半年难以出现降息，高利率会保持更长时间，市场将不得不忍受强美元和更紧的金融周期。股市震荡下行概率更大，短债价格在加息见顶前也仍有一跌。

图 1：8月CPI同比主要拉动项拆分（%）

图 2：7月CPI环比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

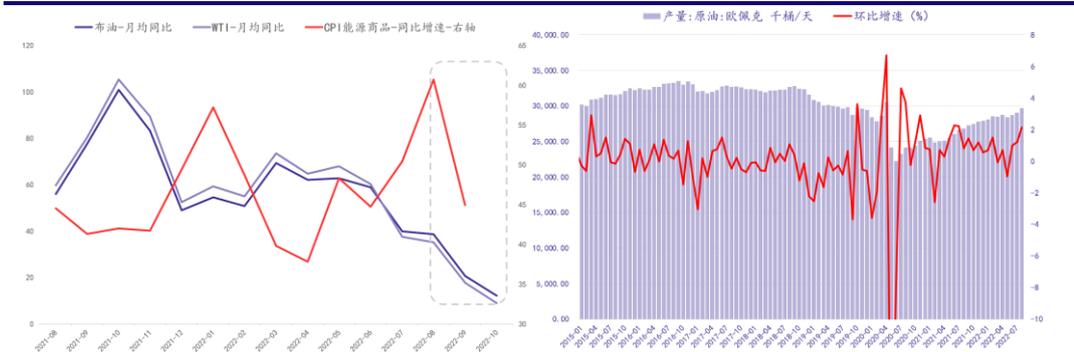
(一) 能源价格环比回落难延续，二手车、服饰和医疗商品上涨动力弱

原油价格的整体回落是 7 至 9 月份 CPI 下行的主因，能源价格对 CPI 的拉动从 7 月的 2.32% 进一步降低至 9 月的 1.02%，权重也由于价格下滑而出现了下调。原油价格在 2021 年 10 月的基数较高，因此尽管 OPEC+ 开始大幅减产，能源价格的同比增速未来仍可能保持回落，不过环比连续走低的态势在冬季能源紧缺之下难以维持。

国际原油价格继续受到供需博弈的影响而震荡，但冬季能源需求的上升和 OPEC+ 减产 200 万桶/日的组合在短期将阻止油价下行，而长期仍然取决于主要经济体衰退到来的时点。从供给来看，OPEC 的 13 个成员国中有 10 国参与了减产，较为积极的有沙特减产 52.6 万桶、伊拉克减产 22 万桶、阿联酋减产 16 万桶和科威特减产 13.5 万桶；非欧佩克国家中主要是俄罗斯减产 52.6 万桶。OPEC 此前的在增产计划实际也一直没有足额完成，从 8 月份情况来看，虽然 10 国的计划产量为 2668.9 万桶/日，但实际只完成 2527.8 万桶，打了 5.29% 的折扣；OPEC+ 的态度意味着在油价低于其目标区间时将会坚定减少产出，美国的施压短期难见效。同时，伊朗重返原油市场恐遥遥无期。而需求方面，虽然衰退预期上行，主要经济体目前尚未陷入严重的负增长，消费动力尚在，且中国的需求处于缓慢恢复中。EIA 对 2022 年末 WTI 价格预测仍接近 97 美元/桶¹，这意味着 CPI 能源商品的同比下行主要依靠高基数，环比的压力可能至少持续到 2023 年一季度。

图 3：原油价格同比增速向 CPI 传导 (%)

图 4：OPEC 在 10 月前的实际增产低于计划



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

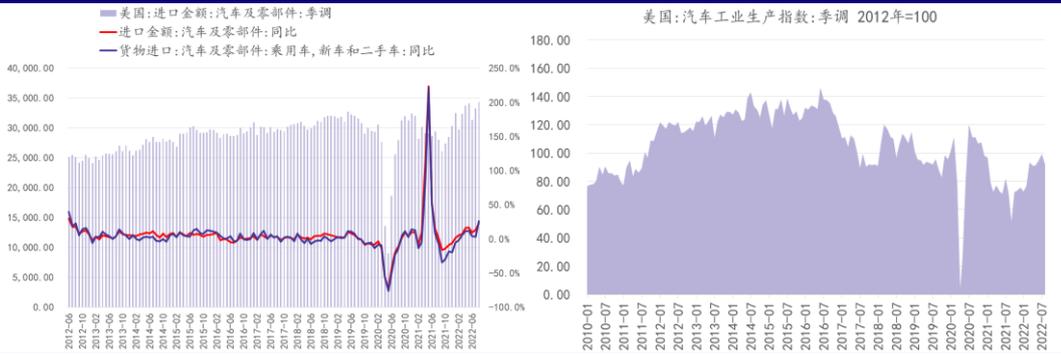
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二手车的同比增速由 8 月份的 7.8% 下行至 9 月份的 7.2%，其环比为 -1.1%，呈现出三个月连续下行的态势。二手车价格压力走弱，主要因为新车供给恢复后减缓了居民对二手车的需求，但新车涨价动力仍在，尚不能反映出需求的回落。另一个增速偏弱的商品则是服饰，其环比增速 -0.3%。医疗商品同比增速为 3.7%，环比 -0.1%。总体上，商品类价格放缓的动力比服务类更大，但是两者都表现出消费的韧性。下行项目中除了能源商品外，占 CPI 的权重都偏低，核心通胀印证总需求仍然未受到明显打击。

图 5：美国汽车进口增速恢复 (%)

图 6：美国汽车生产指数

¹ Short-Term Energy Outlook - U.S. Energy Information Administration (EIA)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 商品、服务高粘性，核心和整体增速可能延续分化

9月整体和核心CPI走势的分化可能在未来延续，能源类同比增速在四季度和2023年将会由于基数的不断上行而走弱；同时，滞后于全球食品价格的CPI食品虽然目前仍在高位，但全球价格指数的下行会逐渐传导。在商品服务高粘性，能源食品同比回落下，2023年CPI可能出现整体更快下行，核心相对缓慢的格局。在居住成本对价格反应滞后的情况下，加息是否能迅速打击就业市场、减缓工资增速，从而打破工资向商品和服务的韧性至关重要。

从涨价较快类别看：食品保持较快增速，家用食品同比增速13.0%，非家用8.5%，环比分别是0.7%和0.9%，但未来有望开始回落。能源服务由于全球天然气供给短缺、相关的电力价格上升，同比增速19.9%，环比增速1.1%，短期难以缓解。虽然供给端恢复，但是新车价格环比上行0.8%，由于新车库存远低于历史水平，美联储的紧缩还未明显冲击消费信贷，新车价格年内整体保持上行。而家具和家用产品的环比增速虽然放缓，但仍有0.6%，先前购置的房产短期还会产生相关需求。

服务方面，医疗服务一直没有显现出稳定下行势头，而交通运输9月环比增速高达1.9%，没有跟随油价下行，这反映出劳动市场的名义工资增速仍在托底服务业价格，尽管实际工资增速早已转负。居住成本则不出意料地继续上升：尽管我们对于美国房价的先行指标预示房价可能在未来开始更快下滑，但是CPI对房价和房租的统计一般滞后12-16个月，且Zillow和房地美统计显示7月房价同比增速仍高达15%-18%。这意味着明年上半年以前，无论美联储加息与否，合计权重达到CPI的30%以上的居住成本都将保持高位，对广义和核心通胀构成持续的压力。

图 7: 食品价格下行对 CPI 食品的传导滞后 (%) 图 8: 居住成本对 CPI 拉动-预测 (%)



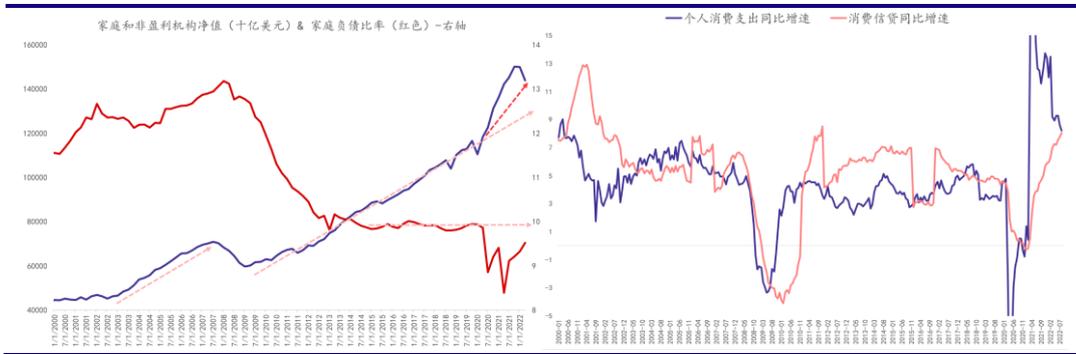
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

我们认为 CPI 核心增速受到劳动市场工资上行、消费信贷偏高和家庭资产净值高位（主要是房价还未显著下行）这三个因素的支持。名义工资增速仍接近 5% 意味着劳动者不会主动收缩非必要消费，劳动市场明显走弱可能是商品和非居住的服务项目粘性消退的先决条件。美国消费信贷的高增速和高家庭资产净值以及低负债都意味着居民加杠杆消费的能力和热情尚未减弱：美国 8 月消费信贷的同比增速走高至 8.05%，远超过历史平均水平，而这背后的主要支撑就是高家庭资产净值和低负债比率。健康的家庭资产负债表是消费坚挺的重要原因。研究显示家庭资产净值中对消费影响最明显的是房屋价格，房屋价格的下行更易显著削减家庭支出。虽然房价先行指标指向下行，但是实际房价的走低可能会有滞后，短期难以冲击居民消费。以上因素出现显著的下滑前，消费的韧性可能持续导致通胀下行偏慢。

图 9：美国家庭净值高位，负债率较低

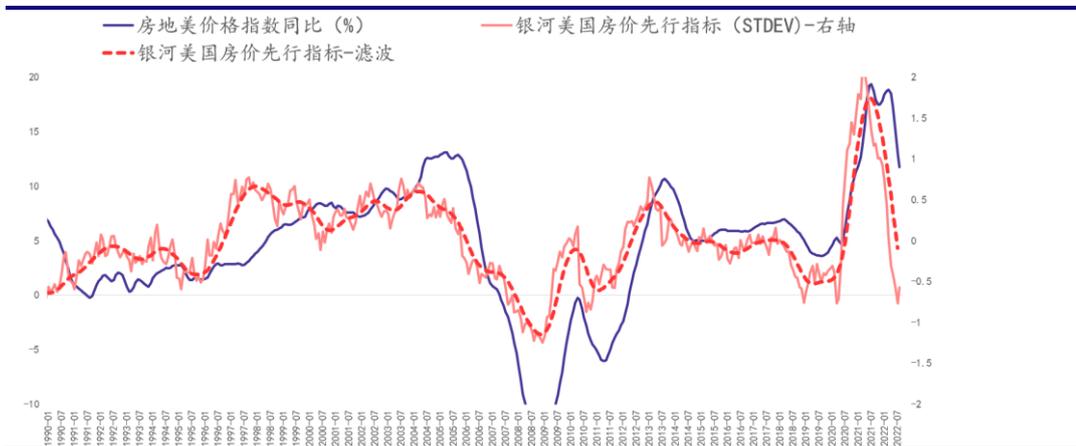
图 10：消费信贷增速还在上升（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：美国房价先行指标指向下行



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

（三）11 月大概率加息 75bps，不排除明年利率阶段性上探 5% 的可能

CPI 数据公布后，美股盘前大跌，但由于当日银行板块公布业绩较好、部分空头止盈等原因出现了上涨。美债收益率继续小幅上行，收益率曲线抬升；美元指数在英镑因减税计划可能扭转后的反攻之下仍然出现上行。

在核心通胀再创新高的背景下，11月FOMC会议加息75bps的悬念不大，市场和居民中长期通胀预期稳定下行意味着没有必要再加大单次加息的幅度。不过，通胀超预期的粘性仍有两个影响：首先，12月FOMC会议加息幅度需要对消费和工资情况保持观察，如果未来两个月的核心通胀仍不下降，则不能排除加息75bps的可能，这也意味着2023年利率的上限有概率上探至5%。其次，虽然当下加息力度不低，利率也进入限制性区域，但通胀粘性可能迫使美联储于加息“见顶”后保持更长时间不降息，确定通胀回落。9月FOMC纪要中美联储官员们担忧对控制通胀做的还不够，易采取矫枉过正的方式，所以2023年上半年不应期待降息；紧缩高位维持一段时间更利于预防通胀反复。短期来看，失业率的显著上行和经济的继续下滑在通胀确定性回落前都是美联储可以接受的代价。

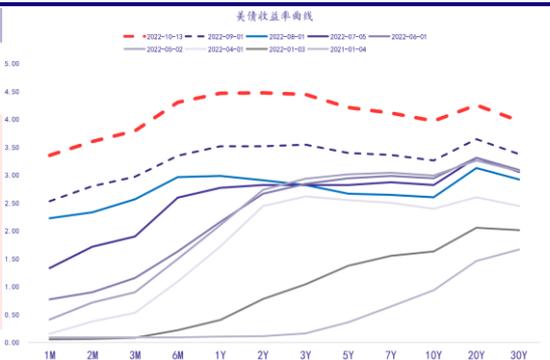
由于紧缩的延续，美元指数在2023年一季度前大概率保持强势；欧元区、英国和日本由于各自的经济于政策问题，即使追赶加息，货币也难在美联储停止加息前走强。日元兑美元的历史低位、日债的流动性大幅变差可能迫使日央行做出改变。美国短债因为受不断上升的回购市场利率竞争，在加息见顶前仍有价格下跌的空间。影响长债收益率的因素更为复杂，虽然未来美国长债显现出配置价值，但在通胀仍有超预期概率、加息终值没有彻底明确前应谨慎观察。尽管利率风险定价相对充分，美股由于盈利底还未出现，高利率引发效率较差企业出现债务问题甚至破产的信用冲击也未体现，仍有下行的风险。

图 12: CME 加息预期 (%)

会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2022/11/2	0.00%	99.20%	0.80%	0.00%		
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	35.00%	64.50%	0.50%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.10%	57.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	19.20%	48.80%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	22.30%	46.50%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.10%	2.90%	23.40%	45.60%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.70%	7.20%	28.00%	41.10%
2023/9/20	0.00%	0.20%	2.10%	11.80%	30.90%	36.40%
2023/11/1	0.10%	0.90%	5.50%	18.50%	32.80%	29.30%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 13: 美债收益率曲线变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn