

## 商品无妨 服务难降

——宏观经济研究周报



2022年10月17日

## 投资摘要:

每周一谈: 美国9月CPI数据点评

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 1. 通胀降幅未达预期

**通胀再超预期, 核心CPI拐点未现。**美国9月CPI同比增长8.2%, 预期8.1%, 前值8.3%; 核心CPI 6.6%, 前值6.3%, 核心CPI连续4个月上升。

**通胀内部分化, 核心服务成为主要驱动。**9月CPI分项走势差异较大, 其中食品、能源、核心商品CPI同比增速较上月分别下降0.2、4和0.5个百分点, 但核心服务CPI同比增速上升0.6个百分点, 其中租金项同比增速上升0.4个百分点。从权重来看, 核心服务在CPI中的权重达56.8%, 拉动9月CPI同比增速3.9个百分点, 成为驱动CPI上行的关键因素。

## 2. 核心服务异军突起

**核心服务顽疾难医, 且有复发可能。**核心服务权重重大, 是美国9月CPI中的最大拉动项, 在食品、能源和核心商品CPI同比增速均较上月下降的良好势头下, 核心服务CPI同比增速异军突起, 拉动整体CPI增速3.9个百分点, 占比接近50% (3.9%/8.2%)。最大原因是美国失业率持续保持低位, 且房租同比增速高企。目前美国失业率仍未出现拐点, 未来核心服务CPI上行压力较大; 房价指数对CPI住宅还有12个月的领先, 根据趋势, 预计4季度CPI房租同比增速会有小幅下降, 但明年一季度还有再次上行的可能。

**服务与商品价格博弈推动食品CPI下行。**2021年下半年以来, 粮食价格一路走低, 由于俄乌冲突的影响, 粮食价格在2月份有短暂的上行, 随即继续下降。但餐饮业服务成本的压力却因美国就业市场的强劲而保持高位, 继续推升食品CPI。21年末到22年初, 美联储货币政策已开始转向, 但前期为对抗疫情而采取的宽松政策已使得通胀开始抬头, 成本端压力叠加宽裕的流动性环境下, 最终导致通胀高企。

**供给冲击到衰退预期, 能源CPI随国际油价先升后降。**原油价格在俄乌冲突后持续高位运行, 供给冲击推升油价的情景与70年代美国通胀的故事非常相似。70年代OPEC减产造成油价飙升, CPI随之冲上高位, 80年代中东局势紧张迫使OPEC降价美国才成功退出。本次“油价+疫情”的联合作用使世界主要经济体进入衰退, 需求减弱造成油价高位回落。

**新车、二手车价格走低为核心商品提供下行动力。**美国9月新车CPI和二手车CPI同比增速分别较上月下降0.7、0.6个百分点, 从权重来看, 新车、二手车CPI均为4%, 合计约占核心商品的40%, 变动趋势与核心商品CPI较为一致。新车、二手车价格指数均显示较为确定的下行趋势, 预计未来核心商品CPI同比增速仍有下降空间。

**风险提示:** 国际油价波动、政策风险

## CPI当月同比增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《出口短期承压 进口有望修复——宏观经济研究周报》2022-09-12
- 2、《消费回暖 地产“空”多——宏观经济研究周报》2022-09-17
- 3、《回暖信号与发力空间同在——宏观经济研究周报》2022-09-25
- 4、《预计9月CPI上行至2.9%——宏观经济研究周报》2022-10-04

## 内容目录

1. 通胀降幅未达预期 .....	3
2. 核心服务异军突起 .....	4

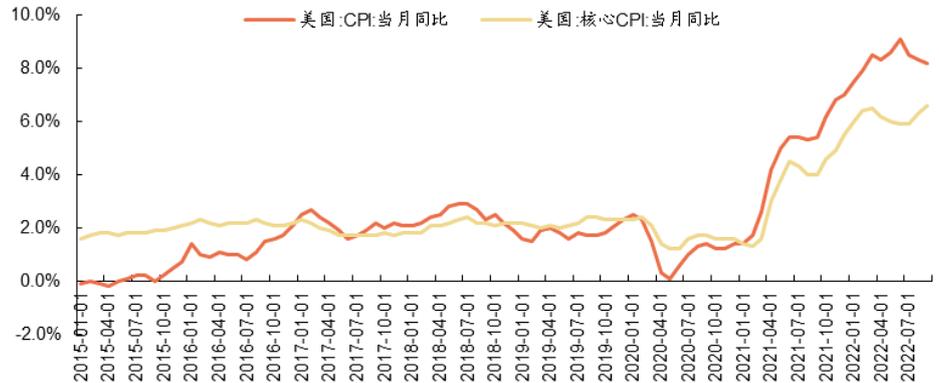
## 图表目录

图 1: 2015-2022 年美国 CPI 和核心 CPI 走势 .....	3
图 2: 8 月和 9 月主要分项同比增速 .....	3
图 3: 核心商品和核心服务主要分项同比增速 .....	3
图 4: 9 月 CPI 分项权重及同比增速拉动 .....	3
图 5: 2009-2022 年美国失业率和核心服务 CPI .....	4
图 6: 2002-2022 年美国房价指数和 CPI 住宅 .....	4
图 7: 2020-2022 年美国粮食出口价格及食品 CPI .....	4
图 8: 2020-2022 年美国失业率、员工时薪及食品 CPI .....	4
图 9: 2020-2022 年美国联邦基金利率和食品 CPI .....	5
图 10: 2020-2022 年美国 WTI 原油价格及 CPI 能源 .....	5
图 11: 2020-2022 年美国新车价格及 CPI 新交通工具 .....	5
图 12: 2020-2022 年美国二手车价格指数与二手车 CPI .....	6
图 13: 2009-2022 年美国二手车价格指数与二手车 CPI .....	6

## 1. 通胀降幅未达预期

通胀再超预期，核心 CPI 拐点未现。9 月美国 CPI 同比增长 8.2%，预期 8.1%，前值 8.3%（图 1）；核心 CPI 6.6%，前值 6.3%，核心 CPI 连续 4 个月上升（图 1）拐点未现。

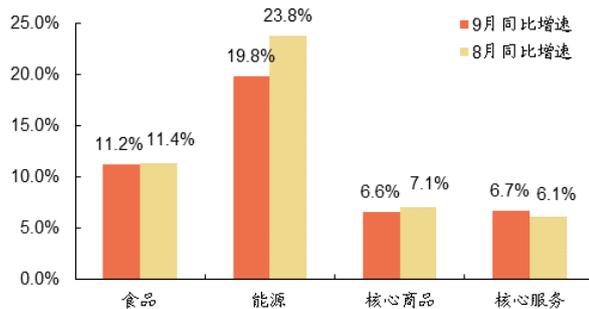
图1：2015-2022 年美国 CPI 和核心 CPI 走势



资料来源：wind，申港证券研究所

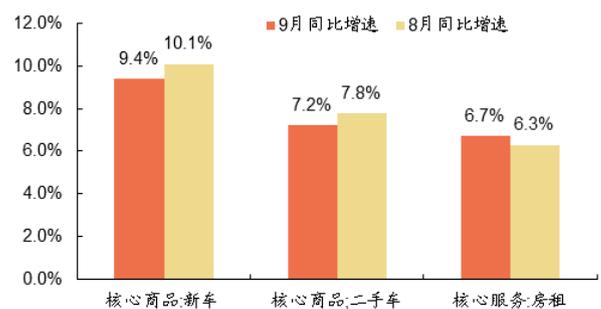
通胀内部分化，核心服务成为主要驱动。9 月 CPI 各分项走势差异较大，其中食品、能源，核心商品 CPI 同比增速较上月分别下降 0.2、4 和 0.5 个百分点，但核心服务 CPI 同比增速上升 0.6 个百分点（图 3），其中租金项同比增速上升 0.4 个百分点（图 3）。从权重来看，核心服务在 CPI 中的权重达 56.8%，拉动 9 月 CPI 同比增速 3.9 个百分点（图 4），成为驱动 CPI 上行的关键因素。

图2：美国 2022 年 8 月和 9 月 CPI 主要分项同比增速



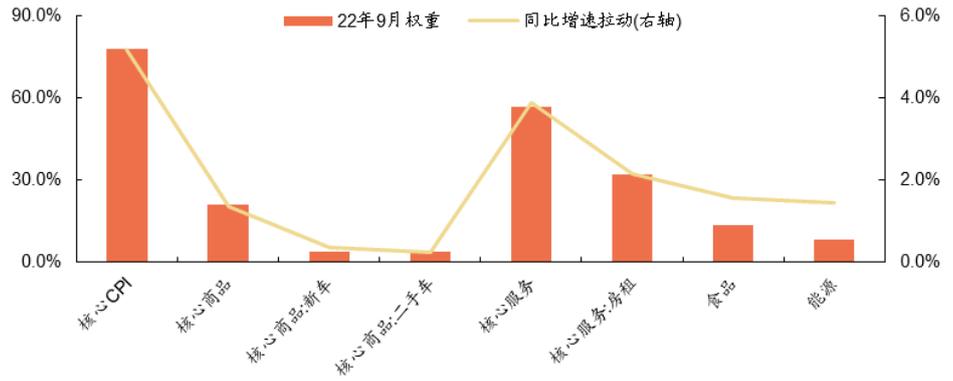
资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：美国 2022 年核心商品和核心服务主要分项同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：9 月 CPI 分项权重及同比增速拉动

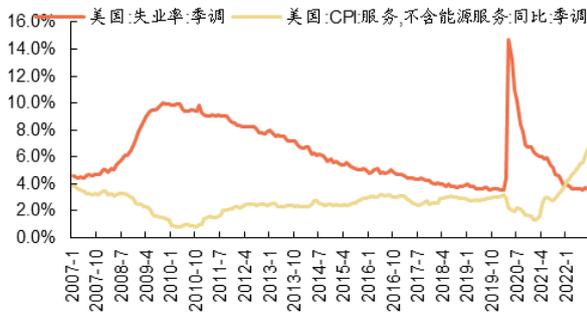


资料来源: wind, 申港证券研究所

## 2. 核心服务异军突起

**核心服务顽疾难医，且有复发可能。**核心服务权重重大，是美国9月CPI中的最大拉动项，在食品、能源和核心商品CPI同比增速均较上月下降的良好势头下，核心服务CPI同比增速异军突起，拉动整体CPI增速3.9个百分点，占比接近50% (3.9%/8.2%)。最大原因是美国失业率持续保持低位 (图5)，且房租 (在住宅项中房租占比接近100%) 同比增速高企 (图6)。目前美国失业率仍未出现拐点，未来核心服务CPI上行压力较大；房价指数对CPI住宅还有12个月的领先，根据趋势，预计4季度CPI房租同比增速会有小幅下降但明年一季度还有再次上行的可能 (图6)。

图5: 2009-2022年美国失业率和核心服务CPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 2002-2022年美国房价指数和住宅CPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**服务与商品价格博弈推动食品CPI下行。**2021年下半年以来，粮食价格一路走低，由于俄乌冲突的影响，粮食价格在2月份有短暂的上行，随即继续下降 (图7)。但餐饮业服务成本的压力却因美国就业市场的强劲而保持高位，继续推升食品CPI (图8)。21年末到22年初，美联储货币政策已开始转向，但前期为对抗疫情而采取的宽松政策已使得通胀开始抬头 (图9)，成本端压力叠加宽裕的流动性环境下，最终导致通胀高企。

图7: 2020-2022年美国粮食出口价格及食品CPI

图8: 2020-2022年美国失业率、员工时薪及食品CPI

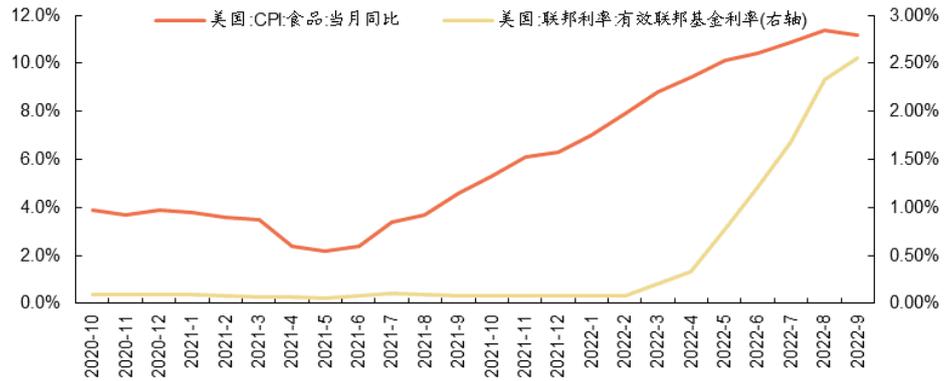


资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

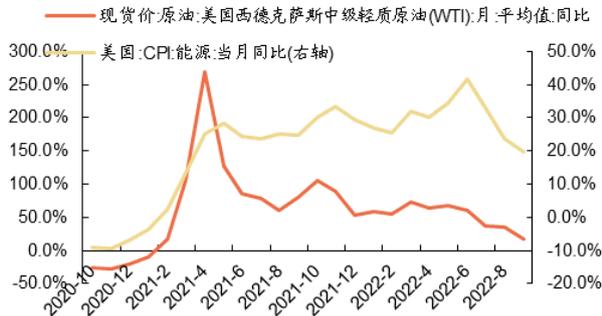
图9: 2020-2022 年美国联邦基金利率和食品 CPI



资料来源: wind, 申港证券研究所

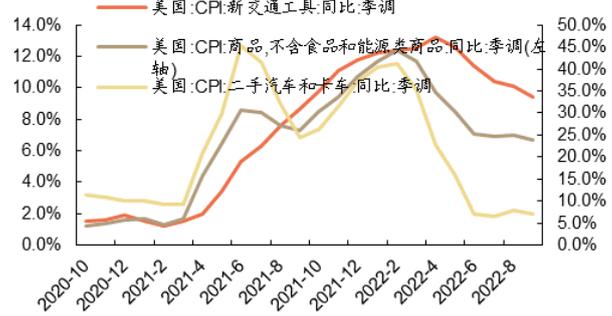
供给冲击到衰退预期, 能源 CPI 随国际油价先升后降。原油价格在俄乌冲突后持续高位运行 (图 10), 而伊核谈判前景不明, 供给冲击推升油价的情景与 70 年代美国通胀的故事非常相似。70 年代 OPEC 减产造成油价飙升, CPI 随之冲上高位, 80 年代中东局势紧张迫使 OPEC 降价美国才成功退出。本次“油价+疫情”的联合作用使世界主要经济体进入衰退, 需求减弱造成油价高位回落。

图10: 2020-2022 年美国 WTI 原油价格及能源 CPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

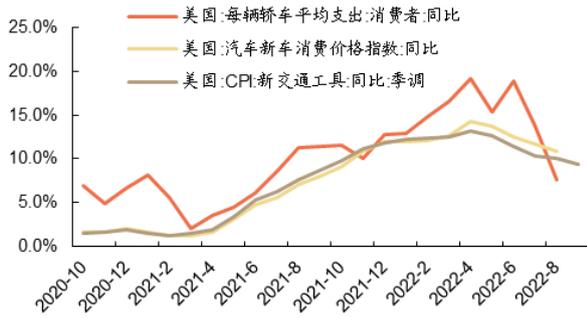
图11: 2020-2022 年美国核心商品及机动车 CPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

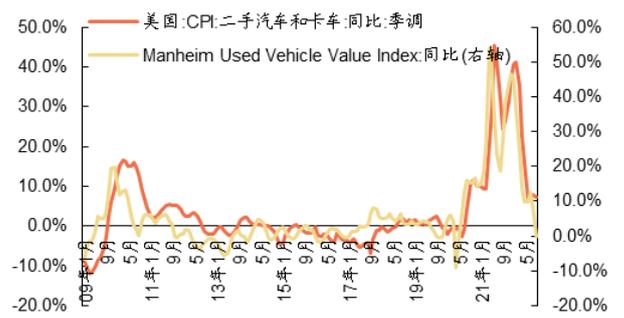
新车、二手车价格走低为核心商品提供下行动力。9 月美国新车 CPI 和二手车 CPI 同比增速分别较上月下降 0.7、0.6 个百分点 (图 3), 从权重来看, 新车、二手车 CPI 均为 4%, 合计占核心商品的 40%, 变动趋势与核心商品 CPI 较为一致 (图 11)。新车、二手车价格指数均显示较为确定的下行趋势 (图 12、图 13), 预计未来核心商品 CPI 同比增速仍有下降空间。

图12: 2020-2022年美国新车价格及CPI新交通工具



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 2009-2022年美国二手车价格指数与二手车CPI



资料来源: Manheim 官网, Wind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上