

## 商品通胀过去式，服务通胀进行时

### ——2022 年 9 月美国 CPI 数据点评

9 月美国 CPI 通胀 8.2% (预期 8.1%)，较前值回落 0.1pct；核心 CPI 通胀 6.6% (预期 6.5%)，较前值提升 0.3pct，创 1982 年 8 月以来新高。

#### 一、能源食品：服务分项环比动能持续走强

能源项通胀持续回落，主因是能源商品通胀随国际油价持续回落，但能源服务通胀仍在高位。9 月能源项同比增速 19.8%，较前值回落 4.0pct，对 CPI 通胀贡献为 1.4pct；环比增速 -2.1%，较前值上行 2.9pct。其中，能源商品项环比增速已连续 3 个月录得负值，但服务项环比增速仍高达 1.1%。

食品通胀见顶回落，结束了连续 14 个月的上涨，主因是居家食品项通胀随国际粮价见顶回落，但户外餐饮项通胀续创新高。9 月食品项同比增速 11.2%，较前值回落 0.2pct，对 CPI 通胀贡献 1.5pct；环比增速 0.8%，持平前值。从分项环比动能看，居家食品项环比增速 0.7%，户外餐饮项环比增速 0.9%，均与前值持平。

前瞻地看，受 OPEC 减产计划落地影响，国际油价已在 9 月下旬触底反弹。由于去年四季度油价基数逐月下行，能源通胀或在基数效应影响下开始反弹，环比动能也将由负转正。食品通胀未来几个月可能维持高位震荡，商品和服务分项将延续分化走势。

#### 二、核心商品：价格环比零增长

核心商品通胀持续回落，环比动能回落至 0，边际上未再推高通胀。9 月核心商品项同比增速 6.6%，较前值下行 0.5pct，对 CPI 通胀贡献 1.4pct；环比增速 0，较前值大幅回落 0.5pct。

二手车价格环比跌幅大幅走阔，新车、家居项环比涨幅亦在收窄。家居项/新车/二手车同比增速 9.9%/9.4%/7.2%，环比增速 0.6%/0.7%/-

1.1%。核心商品通胀宽度收敛，多数分项环比动能转负，除汽车、家居外的 5 个分项已有 4 个环比动能小于等于 0。

前瞻地看，由于美联储加息对总需求，特别是耐用品消费构成持续压制，核心商品通胀将成为过去式，环比动能难见显著反弹。

### 三、核心服务：通胀动能进一步增强

核心服务通胀在高位继续超预期上行，房租、医疗、交通服务三大分项通胀均创下本轮新高。核心服务通胀 6.7%，较前值大幅提升 0.6pct，创 1982 年 8 月以来新高，对 CPI 通胀贡献 3.9pct；环比增速 0.8%，较前值再上行 0.2pct，环比动能进一步走强。

劳动力市场仍然火热，房租持续上涨，二者均在成本端大幅推升服务业通胀，并引致各分项普涨。核心服务三大分项环比动能均大幅走强：房租项环比增速 0.8%，较前值再提升 0.1pct，续创近 30 年来新高；交通服务项环比增速 1.9%，较前值提升 1.4pct，继续与油价走势相背离；医疗服务环比增速 1.0%，较前值提升 0.2pct，亦创下本轮新高。

前瞻地看，由于房价同比增速于今年 4 月见顶，我们从历史经验判断房租通胀至少要在明年上半年方能见顶。后续需密切关注“工资-物价螺旋”的演化，若服务业时薪环比增速继续上行，服务通胀或继续超出市场预期。

### 四、影响及前瞻：美联储年内仍将至少加息 125bp

服务通胀动能增强令美国 9 月 CPI 通胀数据再超预期。前瞻地看，考虑到服务通胀的高粘性，美联储年内加息立场难见松动，剩余两次议息会议中将至少合计加息 125bp，美国经济衰退风险相应进一步上升。

美债方面，加息后收益率显著上行，曲线倒挂程度再次回到历史高位。9 月通胀数据超出市场预期，市场普遍认为未来两次议息会议各加息 75 个基点概率加大，美债收益率大幅上行，其中 2 年期美债利率上行近 20Bps 至 4.5% 的水平，10 年期上行 5Bps 至 3.95% 左右。曲线倒挂幅度走扩，10 年-2 年期利差重回 -50Bps 上方，继续触及近 40 年来低位。

投资级信用债市场主要受近期英国养老基金抛售资产因素影响较大,主要指数显示的风险点差持续扩大。金融类投资级债券市场因大银行今日开始公布季报和预测而鼓舞,但仍受近期监管资金本要求改变进而与新发债券供应相关。

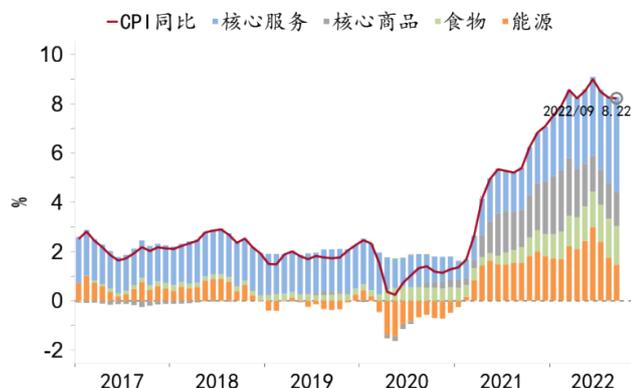
境内美元短期流动性宽松,长预期价格小幅上涨。因 9 月下调外汇存款准备金率而释放了资金,境内美元短期流动性充裕,境内外中资机构整体需求寥寥。价格方面,因市场进一步坚定了 11 月加息 75bps 的预测,中长期价格上调,境内美元同业拆放参考利率 (ciror) 1M 以上价格小幅上调,隔夜 3.05%, 1M 3.37%, 3M 3.94%, 6M 4.26%, 1Y 4.55%。境外美元 3M 成交价格从 4.4%上调至 4.45-4.5%,其余期限价格持稳。

(评论员: 谭卓 王天程 李芸 徐冉子)

## 附录

图 1: 9 月美国 CPI 通胀超预期

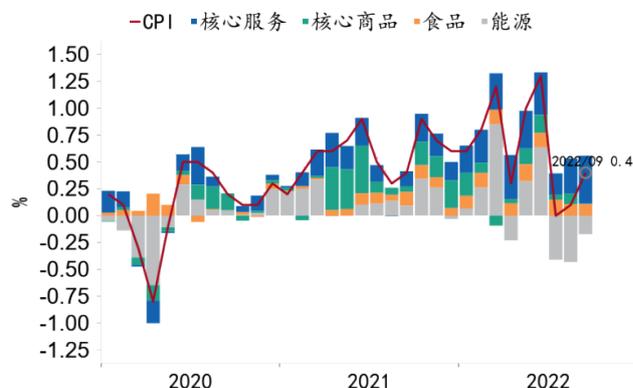
美国CPI同比增速构成



资料来源: macrobond、招商银行研究院

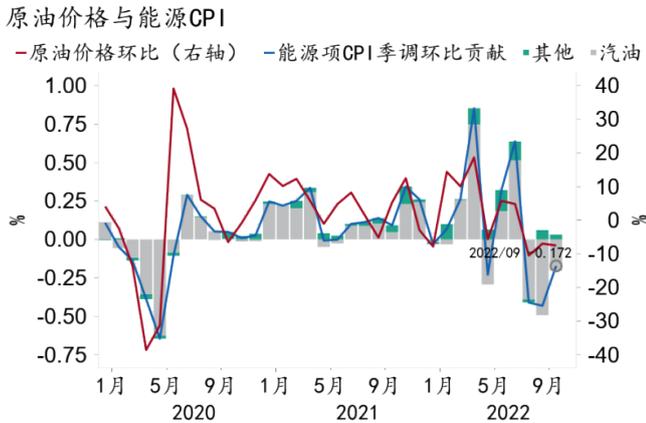
图 2: 服务通胀环比动能持续走强

美国CPI环比增速及构成(季调)



资料来源: macrobond、招商银行研究院

图3：能源项仍为环比拖累项



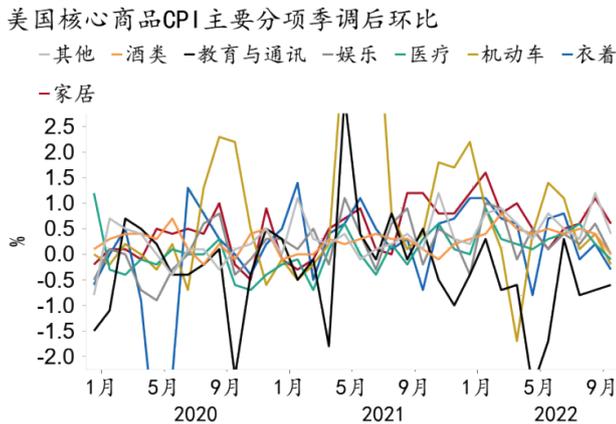
资料来源：macrobond、招商银行研究院

图4：户外餐饮项通胀环比动能走强



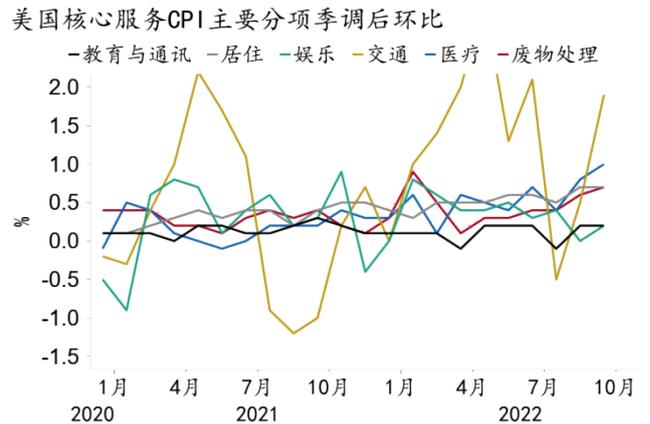
资料来源：macrobond、招商银行研究院

图5：核心商品主要分项环比动能均走弱



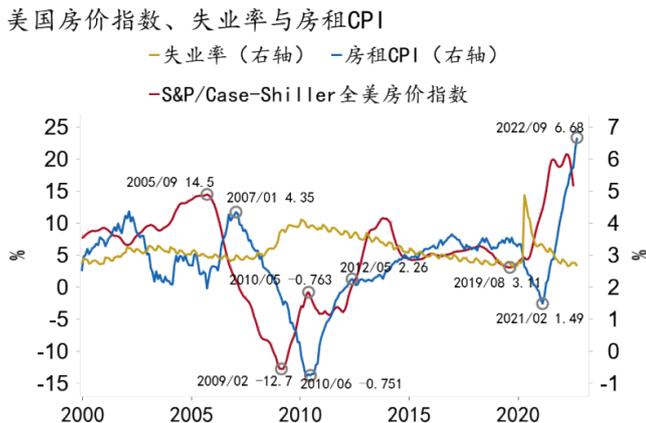
资料来源：macrobond、招商银行研究院

图6：核心服务主要分项环比动能均走强



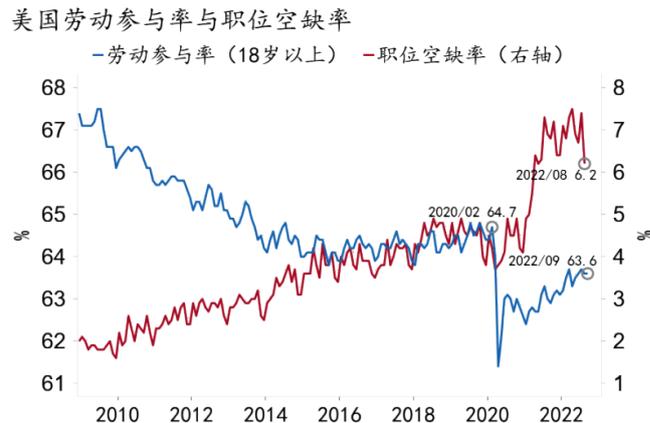
资料来源：macrobond、招商银行研究院

图7：房租通胀续创新高



资料来源：macrobond、招商银行研究院

图8：劳动力市场仍然火热



资料来源：macrobond、招商银行研究院