

聚焦美国通胀

核心观点:

海伴随着美国9月通胀数据的公布,基本确认6月为本轮通胀至高点,即通胀已见顶。但市场仍在继续炒作美联储激进加息的预期,原因在于核心通胀。9月,核心通胀同比增长6.7%,为1982年以来最高水平。

无论是同比值还是贡献程度,服务项已完全是核心通胀的主导。从环比大项来看,9月CPI环比上涨0.4%,均由核心服务项撑起。

核心服务项中最大的问题则来自于房租。市场化租金向CPI的传导时滞可长达4个季度,按照这个结论,那么CPI房租分项见顶将出现在明年一季度。

好消息是从数据来看,去年10-12月,无论是同比还是环比,美国通胀基数均较高,意味着今年四季度,基数作用下,通胀压力能得到一定缓解。

风险提示:疫情及政策不确定性 海外通胀、流动性演变

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	聚焦美国通胀	3
1.1.	核心通胀较为顽固	3
1.2.	服务分项成主力	4
1.3.	房租滞后期延长	5
1.4.	基数作用一定程度缓解通胀忧虑	6
	免责声明	8

第1章 聚焦美国通胀

1.1. 核心通胀较为顽固

伴随着美国9月通胀数据的公布，通胀见顶预期基本成为现实。尽管通胀同比总体再超预期，但从6月（9.1%）、7月（8.5%）、8月（8.3%）以及9月（8.2%）的数据来看，连续3个月回落已成定局，如无意外，基本确认6月为本轮通胀至高点。

但目前市场上关于通胀拐点的言论甚少，市场仍在继续炒作美联储激进加息的预期，原因在于核心通胀。9月，核心通胀同比增长6.7%，为1982年以来最高水平。环比来看，核心通胀大幅增长0.4%，经季调后的数据则高达0.6%，延续8月的高增速。

我们知道CPI与核心CPI的统计口径区别在于是否包含能源和食品。从目前来看，能源价格回落为主因，9月能源价格同比上涨19.9%，较8月回落4个百分点。而食品项同比上涨11.2%，较8月回落0.2个百分点。但我们知道伴随着OPEC+的减产以及美国需求端一定程度的复苏，10月原油价格有所回升，因此能源分项贡献逐渐走弱的态势可能在10月有一定反转。

图 1.1.1: 美国 CPI 连续 3 个月回落 (%)



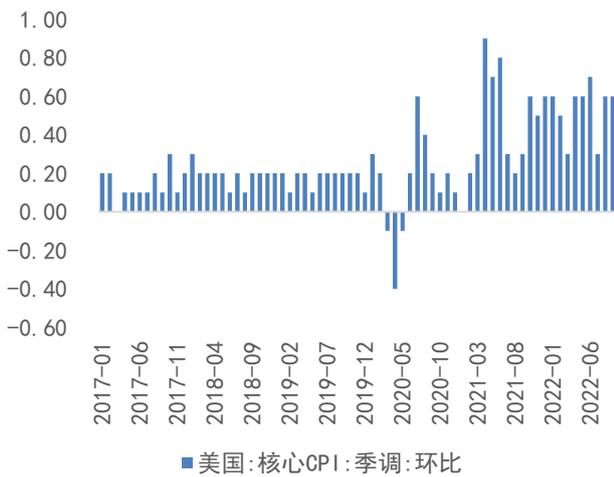
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: 美国核心通胀再创新高 (%)



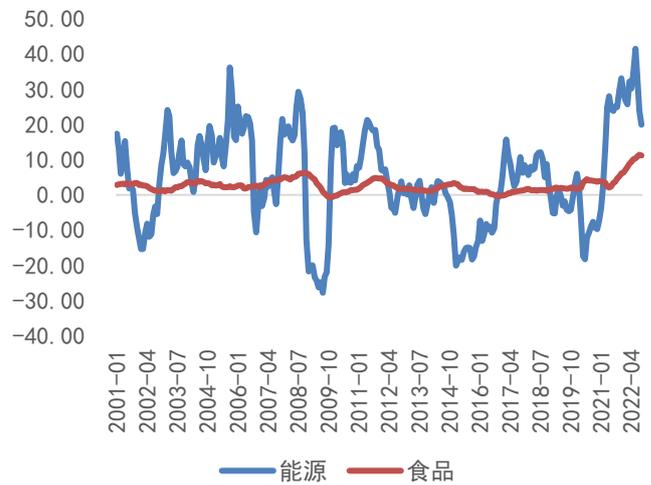
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.3: 核心通胀环比持续高位 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.4: 能源项回落较为明显 (%)

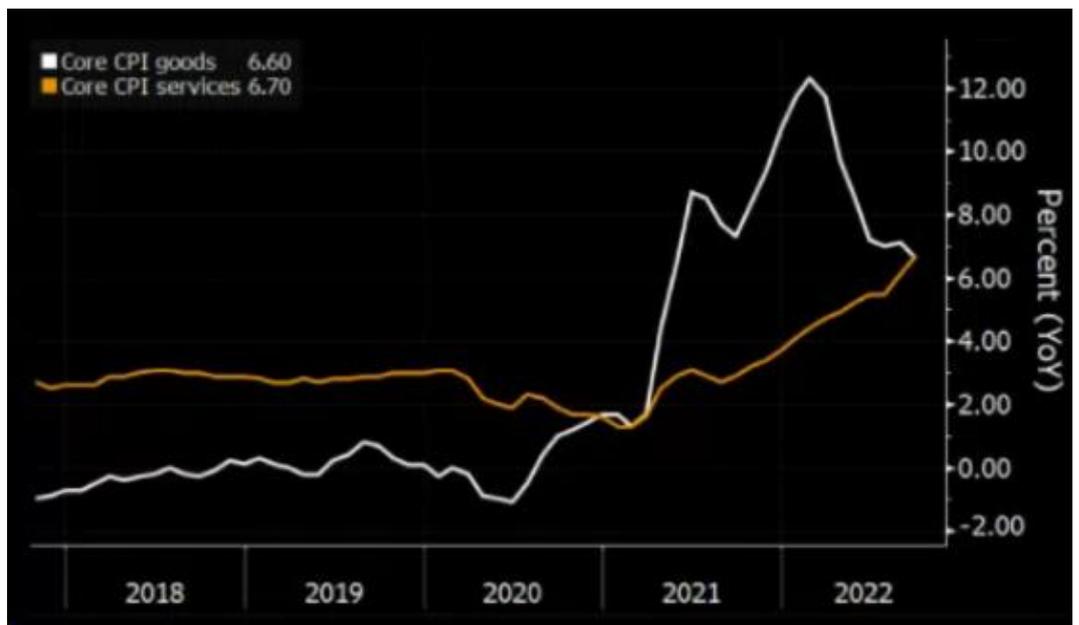


数据来源: Wind 南华研究

1.2. 服务分项成主力

在 9 月之前，尽管商品分项一直处于回落阶段，但总体同比涨幅依然高于服务项。然而在服务项持续上行，商品项同比持续走弱下，9 月劳工部数据表明，二者一致了，同比均上涨 6.7%。由于商品分项权重仅为 21.3%，而服务项权重高达 56.8%，因此当月服务项同比贡献 (3.79%) 远高于商品项 (1.42%)。因此，无论是同比值还是贡献程度，服务项已完全是核心通胀的主导。

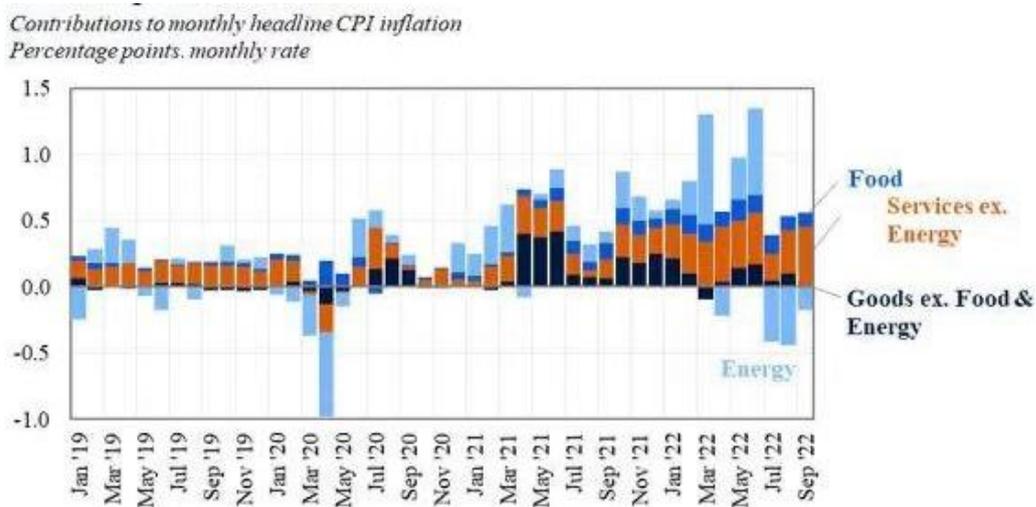
图 1.2.1: 服务项接力商品项



资料来源: Bloomberg 南华研究

从环比大项来看，9月核心商品通胀环比持平，因此环比贡献为零。而食品项环比上涨0.8%，环比贡献为0.11%，能源项环比下降2.1%，环比贡献为-0.17%，因此除核心服务项外，其余大项环比贡献为-0.06%。数据上看，9月CPI环比上涨0.4%，也就是说这0.4%均由核心服务项撑起。

图 1.2.2: 核心商品价格环比持平，贡献为零



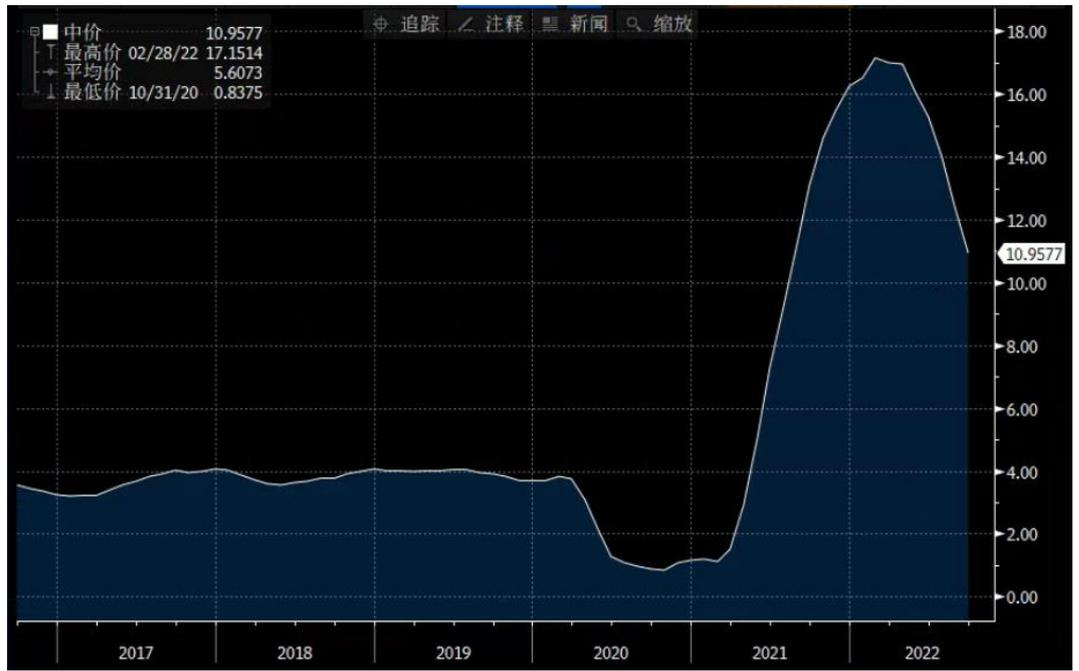
资料来源：CEA 南华研究

1.3. 房租滞后期延长

核心服务项最大的问题在于粘性，一旦形成会趋势性走高，而回落也需要相对较长的时间。核心服务中最大的问题则来自于房租，房租的权重很高，9月为32.47%，而整个服务分项的权重也仅为56.83%。

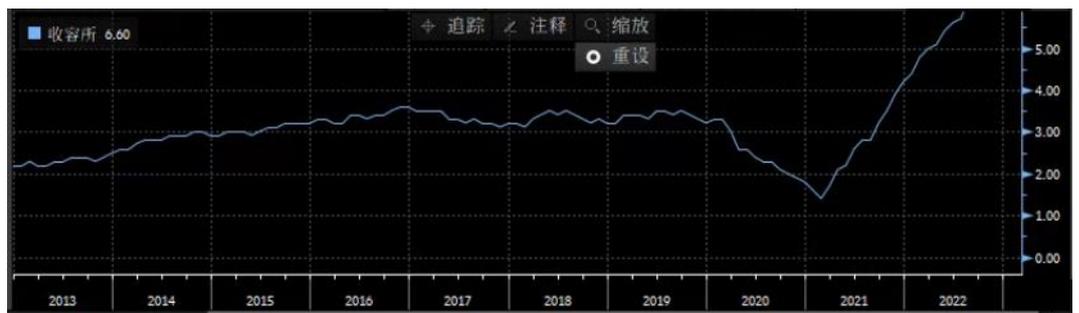
由于市场化租金向CPI的传导时滞很长，之前市场普遍预计在6个月左右，但是我们看到市场化租金，也就是前瞻指标——Zillow房租指数已经于今年2月触顶，且在4月后开启快速回落之路，但当前房租分项依然在上升通道，可知此次时滞已不同于历史一般情形。根据美国劳工部一篇工作论文的结果，滞后期可长达4个季度，按照这个结论，那么CPI房租分项见顶将出现在明年一季度。

图 1.3.1: Zillow 房租指数同比已在 2 月触顶 (%)



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 1.3.2: 房租分项持续上行, 未见拐头 (%)

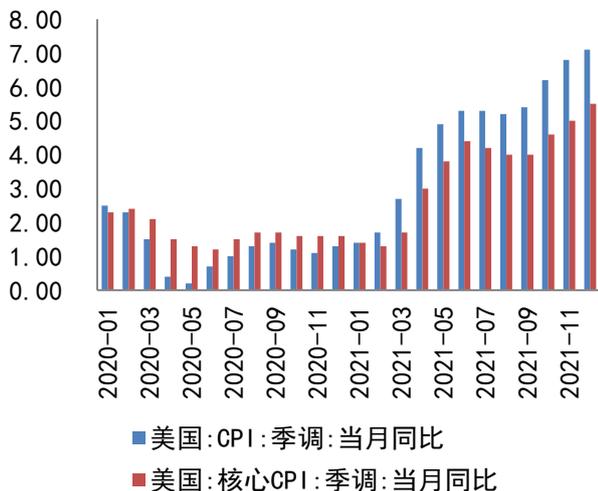


资料来源: Bloomberg 南华研究

1.4. 基数作用一定程度缓解通胀忧虑

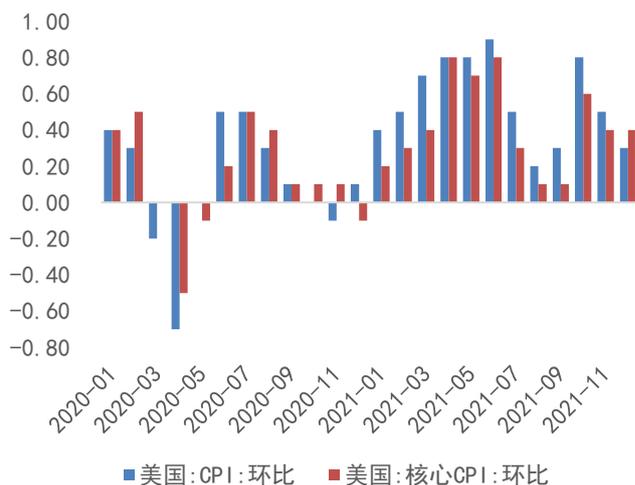
好消息是从数据来看, 去年 10-12 月, 无论是同比还是环比, 美国通胀基数均较高, 特别是环比数据, 远高于三季度, 意味着今年四季度, 从数值上看, 基数作用下, 通胀压力能得到一定缓解。

图 1.4.1: 同比看, 四季度基数较高 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.4.2: 环比看, 四季度基数较高 (%)



数据来源: Wind 南华研究

目前 11 月加息幅度几乎没有悬念, 市场也早已完全定价。纠结点在于 12 月能否迎来美联储加息幅度的缩减, 当前市场依然在摇摆。本周美联储官员讲话有所软化, 因此, 12 月加息 75BP 的概率从接近 50% 回落至 30% 以下。

图 1.4.3: 市场预期的美国加息进程



资料来源: Bloomberg 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点