

宏观点评 20230913

3.7%! 美国 8 月通胀怎么了?

2023 年 09 月 13 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《8 月社融: 力挽狂澜?》

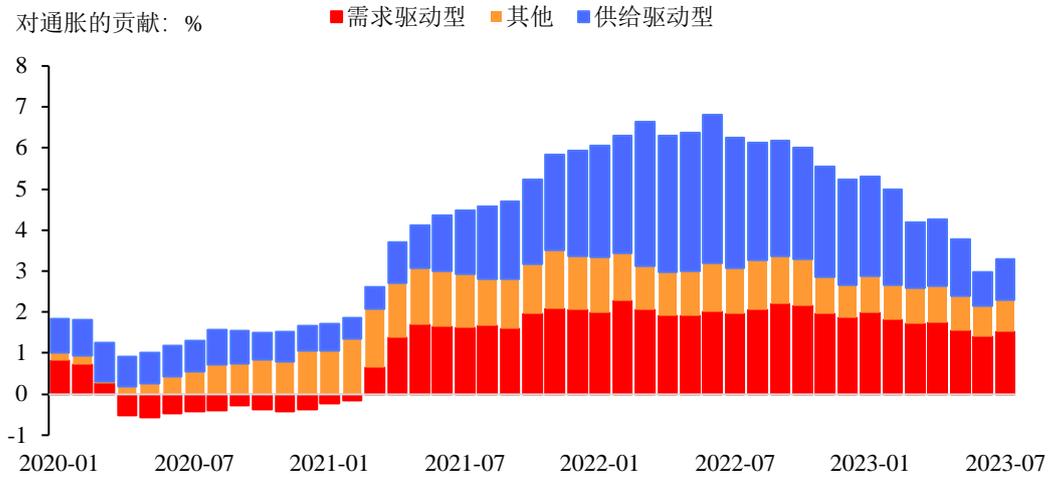
2023-09-11

《弱经济 VS 强油价—海外宏观经济周报》

2023-09-10

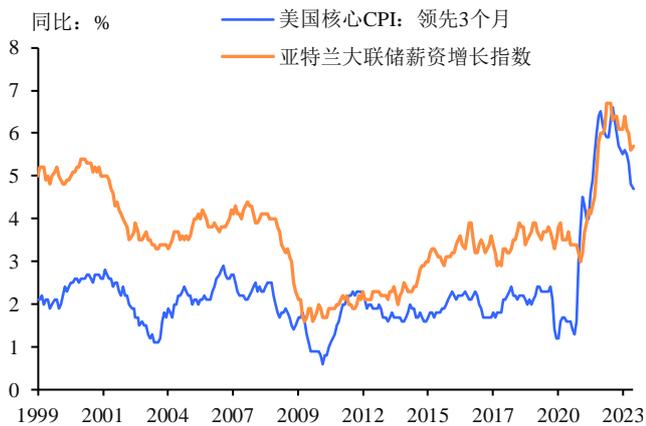
- 上一次季调后通胀环比上涨超过 0.6%，还是发生在本轮通胀峰值的背景下，当时 CPI 同比上涨 9.1%。除此之外，美联储最关心的超级核心通胀 8 月环比增幅达 0.4%（高于上月的+0.2%），“确认”了 CPI 的回升势头。而核心通胀结束了连续第三个月录得环比 0.2% 的涨幅，在 8 月环比上涨至 0.3%，市场对此的反映比较纠结，数据公布后美股期货走低后迅速“收复失地”，美元、美债收益率短线拉升后急速下挫。那么 8 月通胀到底发生了什么？
- 回答这一问题的重要前提是拆解贡献通胀的构成。根据旧金山联储，将贡献通胀主要分为：（1）需求驱动型、（2）供应驱动型、（3）其他类型。
- 首先，我们有必要看下旧金山联储是怎么分类需求驱动和供给驱动的。他们采取 10 年的滚动回归，把同月的价格和数量的预测值与实际值进行比较。为了方便阅读我们把预测的价格和数量记为 P_e 、 Q_e ，实际的价格和数量记为 P_r 、 Q_r 。倘若 P_r 、 Q_r 高于或低于 P_e 、 Q_e ，则被记为“需求驱动型”；而如果 P_r 、 Q_r 与 P_e 、 Q_e 变动完全相反，则被记为“供给驱动型”。
- 其次，“需求”和“供给”两大力量是如何演变的？此前通胀的大幅回落主要是由于供应驱动的压力有所缓和。从目前来看，“供给驱动型”的去通胀幅度远大于“需求驱动型”：供应驱动对总体通胀的贡献从一年前的 3.6% 下降到 6 月份的 0.8%，而相较之下，需求驱动从 2.3% 的峰值贡献率仅回落至当前的 1.5%，且高于 2012 年平均水平（0.68%）2 倍之多（图 1）。
- 这意味着美国要在需求通胀上下更多功夫。工资无疑是驱动服务或需求通胀的主要因素。美联储更加关注由于就业结构变化而变化的薪资情况，例如亚特兰大联储的工资增长追踪就格外获得“青睐”。当前亚特兰大联储薪资水平仍处于历史高位（图 2-3）。
除此之外，工资有加速风险。近期罢工潮席卷美国多个行业，另外美国工人支持工会占比达到 72 年以来的最高，这与 70 年代美国“工资-通胀”螺旋的情景类似（图 4）。尽管 8 月薪资环比水平回落，但上述两点反映出的是美国工人对工资增长的诉求在增多，这也将是美国薪酬方面最大的扰动。
- 油价是“意料之中”推动通胀回升的原因。油价创新高有几大原因：① 美国原油库存处于历史较低水平；② 沙特和俄罗斯分别兑现原油减产承诺；③ 墨西哥湾受到极端天气“搅局”，石油产量减少。虽然能源在一揽子 CPI 中占比并不是最大的，但是油价不仅影响着商品价格，也会延伸到其他服务价格（图 5-7），这也将抬升通胀预期从而加剧通胀风险。
- 对于美联储而言，经济加速风险或意味着加息还未到终点。一年多以来，美联储官员的态度一直是“宁愿多做一点，也不想要做的太少”；而市场对美联储已完成“加息的任务”共识（8 月基金经理调查）却已达 60%。短期内，无论 8 月 ISM 服务业 PMI 的超预期上涨，还是本月通胀的再次反弹，我们认为在美联储最终政策转向之前，经济面临“再加速”风险。这也意味着货币政策将维持紧缩，9 月暂停加息并不意味着停止，而是更加谨慎的给 11 月再次加息留出腾挪的空间。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 供给驱动大幅回落, 但需求驱动回落幅度不够



数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

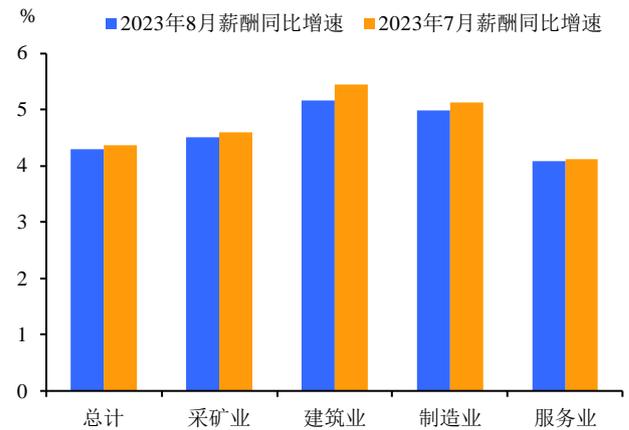
图2: 薪资上涨跟随通胀, 将会再次向服务业传导



注: 2023年数据截止至7月

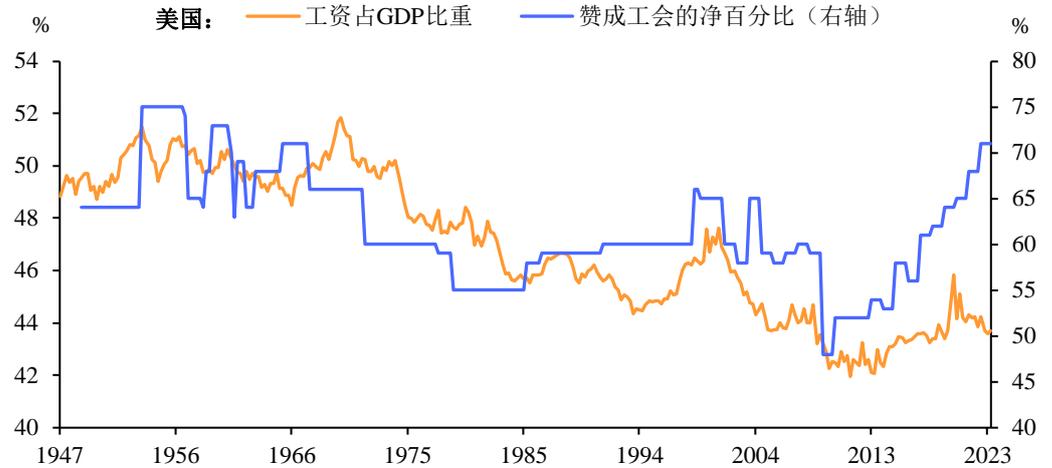
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国各大行业薪资增速情况



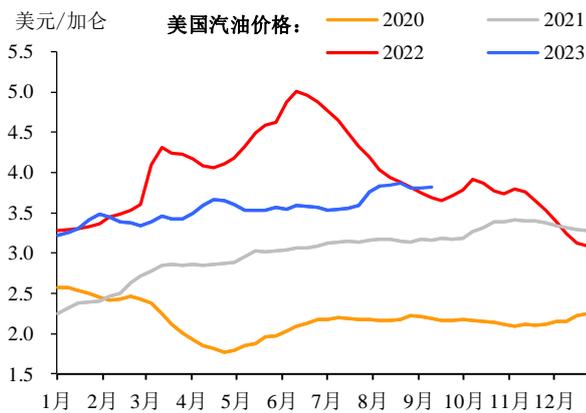
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国工会人数上涨或带领工资上涨



注：2023年数据截止至6月
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 9月油价继续走高



数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图6: 油价上涨或带动通胀再起



注：2023年柴油价格更新至9月5日，美国CPI同比更新至8月最新

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 美国石油储备库存处于历史较低水平



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>