

加息终点可能走高，降息终点更为重要

——8月美国通胀数据传递的信号

核心观点

本月通胀反弹主要源于能源贡献，罢工风波再起未来需关注薪资粘性对通胀的扰动。仅就汽车行业罢工来看对通胀影响有限，但需关注罢工是否出现示范效应且明显扩散。综合考虑本月CPI略超预期，且未来能源和薪资粘性仍有不确定性，11月联储仍有加息可能。但实际当前市场对加息终点的博弈已存在一定程度的钝化，我们认为未来美债利率核心将聚焦于“中性利率”；换言之，未来交易核心取决于“降息终点”而非“加息终点”。

我们认为在对疫后通胀中枢的抬升逐步形成一致预期后，未来美国经济和中性利率的走势将核心取决于：财政对经济的广义支撑逐步退坡后（如助学贷款豁免、超额储蓄等），以人工智能为代表的产业周期能否接力成为经济增长的核心动能。

□ 本月通胀反弹主要源于能源贡献，罢工风波再起关注未来薪资粘性的扰动

8月美国CPI同比增速3.7%，相较前值3.2%继续走高且略高于市场预期；环比增速0.6%，相较前值0.2%同样大幅抬升。本月CPI增速环比大幅反弹主要由能源分项所贡献，自7月以来原油价格大幅上行带动汽油价格上涨，能源分项环比上涨5.6%，是环比上涨幅度最大的一级分项；其中汽油分项环比上涨10.6%。

8月核心CPI环比0.3%，相较前值0.2%小幅反弹，主要仍缘于薪资粘性，罢工风波再起的背景下需重点关注未来薪资粘性对核心CPI的扰动；同比4.3%，相较前值4.7%小幅回落。分项来看：

核心商品分项8月环比-0.1%相较前值继续回落，连续三个月位于负增长区间，在整体去库周期下这一走势也符合我们前期判断。

住房分项8月环比0.3%，环比增速创2023年以来新低，住房分项的粘性滞后于房价逐步解除也符合我们的前期判断与市场一致预期。

我们测算的剔除住房以外的核心服务分项环比8月位于0.5%-0.6%区间，相较前值小幅反弹主要由薪资粘性所驱动，考虑到近期美国罢工风波再起，未来需关注薪资粘性对这一核心分项的持续性扰动。

□ 仅汽车行业罢工来看对通胀影响有限，但需关注罢工是否出现示范效应且扩散

未来需关注罢工情况对薪资通胀粘性的二次扰动。本周美国汽车工会（UAW）与三大车企的谈判进入关键节点，当前工会的核心诉求是要求工会工人未来4年累计时薪增速达到46%（平均每年复合增速约9.9%），如无法在9月14日前达成协议则工会可能进入罢工状态。

截至2022年末，美国汽车工会共计有40万在岗工人登记在册，本轮与福特、通用和斯特兰蒂斯（Stellantis）三大汽车公司合约到期可能涉及的罢工总人数约为14.6万人。根据劳工统计局数据，2023年7月全美汽车制造业就业人数约为105.1万人，但汽车行业整体就业人数为450.8万（制造业105.1万、汽车批发37.4万、汽车零售205.1万、汽车维修保养103.2万）。本次罢工人数占整个汽车制造业的13.9%，占整个汽车行业的3.2%。考虑到汽车行业在整体非农就业中占比仅2.9%，因此仅就本轮罢工而言对美国薪资通胀影响有限，但未来需重点关注罢工形势的扩散情况。

根据ILR数据，2023年以来美国已经历16起2000人以上规模的罢工，而2022年全年为15起、2021年14起。截至9月12日，美国还有两场正在进行的大型罢工，行业均来自信息娱乐行业，人数超过17万人。未来需持续关注罢工对通胀的扰动。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《人工智能科技革命推演——人工智能如何影响宏观经济系列报告之一》 2023.09.13
- 2 《8月金融数据：总量超预期，结构仍需改善》 2023.09.11
- 3 《8月通胀：CPI触底回暖，PPI同比改善》 2023.09.09

□ **CPI 低于预期对 9 月联储决策扰动有限，财政压力可能增加 9 月按兵不动概率**

我们于 7 月发布的报告《政策相机抉择，经济预期转暖》便已指出“美联储可能已顺势于 Q2 起转向以季度为频的加息节奏”：**从 Q3 来看，7 月加息以后，9 月不加息的概率较大；Q4 的政策路径仍然有待相机抉择。**综合考虑本月 CPI 略超预期，且未来剔除住房以外的核心服务分项（主要由薪资所驱动）和能源分项仍有进一步反弹的可能性，11 月联储仍有进一步加息的可能性（当前市场定价 9 月加息概率 3%，11 月加息概率 42%）。

但实际当前市场对加息终点的博弈已存在一定程度的钝化，我们认为未来美债利率的核心将聚焦于“中性利率”（详细参考前期报告《政策已至十字路口，中性利率未有指引》）；换言之，未来交易的核心将聚焦于“降息终点”而非“加息终点”。我们认为在对疫后通胀中枢的抬升逐步形成一致预期后，未来美国经济和中性利率的走势将核心取决于：财政对经济的广义支撑逐步退坡后（如学生贷款豁免、超额储蓄等），以人工智能为代表的产业周期能否接力成为经济增长的核心动能。

□ **美债交易逻辑短期较难证伪，长端利率可能仍有进一步上行空间**

美债方面，我们已于上文和前期报告《政策已至十字路口，中性利率未有指引》中对近期美债利率的韧性原因进行详述，即“中性利率上行”。考虑到短期以就业为代表的美国经济数据可能仍将具备韧性，预计仍将支持当前的交易逻辑并进一步推动美债利率小幅上行，10 年期美债利率可能阶段性突破 4.5%。

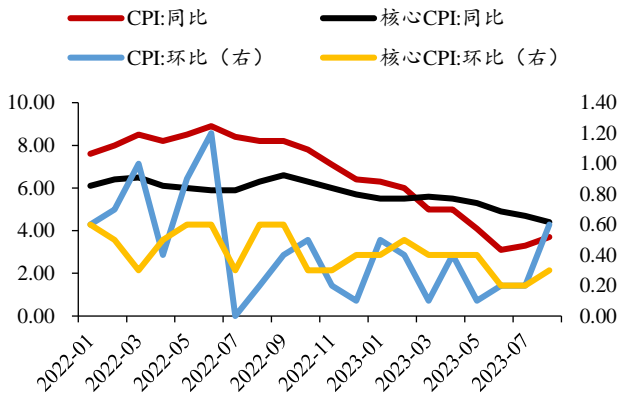
美元方面，我们继续维持前期观点，与美债利率的交易逻辑类似，美元短期尚不具备大幅回落的基础，预计仍将维持高位震荡，近期美元走势也持续印证我们的观点。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美债利率上行超预期

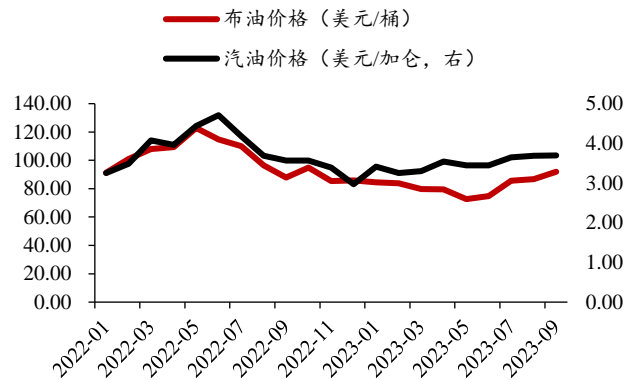
1 重要图表

图1：美国通胀走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：原油以及美国汽油价格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1：美国潜在罢工

正在进行的大型罢工（1万人以上）			
行业	工会	人数	开始日期
信息业	演员工会-美国电视和广播艺术家联合会 (SAG-AFTRA)	160000	2023/7/13
信息业	美国编剧协会 (WGA)	11500	2023/5/2

资料来源：ILR，根据新闻整理，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>