

## 美国通胀：失去的“最后一公里”

### 报告要点：

● 今年8月，美国广义CPI环比+0.6%，核心CPI环比+0.3%，CPI已经连续三个月出现反弹，而虽核心CPI同比有所下降，但其季调环比也出现了少许反弹。

● 能源价格是本轮美国通胀反弹的根由，其中，原油现期货价在过去4个月内同步加速，推高了美国的CPI水平。

● 关于油价，我们承认其周期已经见底，但往后看，原油对通胀的推动力也应引起重视：

1) 我们同时承认的是，原油上涨的弹性应该是有限的，抛去本身供需不谈，仅从金融属性上，原油也达不到一轮迅猛涨价的条件，虽然全球去信用周期已经结束，但我们没有一轮大放水去衔接这一轮周期；

2) 但问题是，原油的翘尾因素也是不可小窥的，后面原油价格即使稳在90美元附近，其翘尾因素对美国CPI的拉动幅度也达到0.6%左右。

● 美国通胀本身是能源驱动的，如果我们承认现在能源周期在底部的话，那美国的通胀数据也许离底部也不太远，尽管从分项来看，有些价格明显没有调整到位（比如住宅、娱乐、服装等板块）。

● 这个通胀的底部比起过往的底部来说，是明显抬高的，这可能和现在仍然偏高的工资收入有关，因为从通胀的结构看，价格相对没有调整到位的区域，都是劳动密集型产业。

● 但短时看，核心CPI还有继续向下的空间，一则现在的能源价格上涨还没有充分渗透到核心CPI之中；二则租房价格是能源价格传导链条中偏滞后的一环，从当前这个链条的传导情况看，租房CPI还可能会有3个百分点左右的下降，这可能会导致核心CPI降到3%一线。

● 但即使是如此，在这一轮通胀周期的起伏后，美国CPI及核心CPI的底部是双双提高的，这就导致美国面临更棘手的选择，美国可能的选择有二：

1) 把油价周期当做一个外生变量，靠时间慢慢消化掉这段通胀上涨的幅度，按照周期节奏把政策慢慢转向宽松；

2) 把油价周期当做一个内生变量，靠更凌厉的加息把原油价格压回下跌通道，之后政策再回归泰勒规则。

● 目前从美元指数及美债收益率看，市场在博弈美联储选择后者，但目前而言，如果选择后者，其政策成本会比之前更高，一方面原油本身的供需规律已经不再指向油价下跌；另一方面，一旦原油下跌引起全球库存周期向上，美国的收紧势必又要面对其他国家宽松政策的对冲。

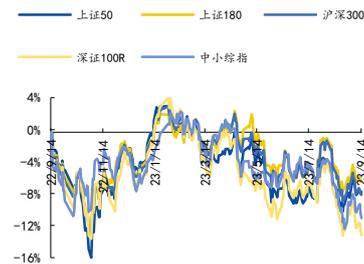
● 我们依然不能抹杀11月美联储依旧保持加息的可能性，因此，加息交易可能持续，对于美债美股来说，负债不稳定的资金建议短时观望，但鉴于当前美国股债的绝对位置已经很低，负债稳定的资金可以入场，均值回归只是个时间问题。

风险提示：美国加息超预期。

### 主要数据：

上证综指：	3126.55
深圳成指：	10197.59
沪深300：	3733.51
中小盘指：	3742.41
创业板指：	2011.88

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《抱团上游应不稳定：8月物价数据印象》

2023.09.10

《宏观与大类资产周报：谈谈罕见的四杀》

2023.09.10

### 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188