

## 通胀风险边际回升，美联储依然需要考虑再加息

### ——美国9月CPI数据

#### 核心要点：

- **CPI由于能源价格和居住成本而略超预期：**9月CPI同比增速与8月的3.7%持平，稍高于3.6%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比4.1%，比8月下行0.2%，符合预期。季调环比方面，CPI增速为0.4%，核心CPI增速保持0.3%。除能源部分的贡献外，居住成本环比增速意外加快，数据整体符合紧缩周期拉长的判断。在能源市场面临减产和地缘政治等风险的基础上，美联储控通胀的压力并未减弱，不宜忽视年内再加息一次的可能。
- **通胀面临的潜在风险增加，支持美联储考虑再度加息：**尽管目前出现“二次通胀”的概率仍然较低，但包括经济增长上修、劳动市场韧性、房价坚挺和能源市场面临地缘政治等中短期风险不容小觑。我们倾向于（1）名义通胀高于预期一方面是由于能源价格9月保持在2022年11月以来的高位，另一方面则是由于居住成本意外上行，四季度CPI在10月回落后可能呈现同比小幅回升的趋势，但核心还在缓慢降温。（2）核心通胀环比不弱，虽然位于下行通道，但核心服务的环比的连续反弹可能引起美联储警惕，导致年内利率再提升。（3）10月初美国经济研究局上修了疫情以来美国的经济增长和个人收支数据，美国经济疫情后的扩张强于此前预期意味着控通胀的压力也有所提升。（4）核心服务价格的韧性与劳动市场较高的时薪增速有关，同时经济数据修正令超额储蓄耗尽的时点也有延后，可能坚持至2024年一季度后，这也是紧缩的理由。（5）尽管近期美联储发言官员信号相对鸽派，大大降低了年内加息的预期，但9月FOMC纪要显示多数（a majority）官员认为年内还有一次加息；在美联储数据依赖、短期经济韧性较好、冲突风险加剧的背景下，美联储即使最终不加息，也应在年内继续维持紧缩预期的引导，我们仍倾向于美联储按点阵图在2023年再加息一次。
- **核心商品临近通缩，但核心服务环比压力保持，对居住成本的脉冲式回升保持观察：**主要核心商品对CPI的同比拉动率本月几乎为0%，未来随需求弱化可能进入疫情前的负增长状态。服务部分中，居住成本环比升至0.6%，这一较为意外的反弹可能是脉冲式的，在居住成本整体滞后于房价的大背景下难以持续。虽然如此，近期由于高利率扭曲了二手房供给而使房价创下新高，也不能排除房价的反弹较早的向居住成本传导，需要对居住成本保持警惕。核心服务部分环比上升至0.6%，主要受到运输、娱乐服务等部分的影响。鲍威尔表在Jackson Hole会上曾表示“在核心服务方面取得进展对恢复价格稳定至关重要”，虽然8月PCE的核心服务部分有所放缓，但服务部分的压力从9月CPI数据来看仍没有明显减轻；在9月劳动数据同样有韧性的情况下，通胀数据支持美联储年内进一步的加息。
- **市场对年内加息预期回升，美债收益率与美元指数上行：**数据公布后，CME显示11月加息概率升至10.7%，12月升至34.8%，长端美债收益率和美元指数显著回升。10年美债预计保持高位震荡，但部分经济数据弱化意味着其缺乏进一步显著上升的动力，2024年美债收益率有回落空间。美元指数短期同样将保持高位，非美发达国家偏弱的经济表现掣肘加息，从利差和经济差方面继续对美元形成支撑，而其回落也需更多经济数据走弱。

#### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

#### 服务价格环比连续回升



#### 风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

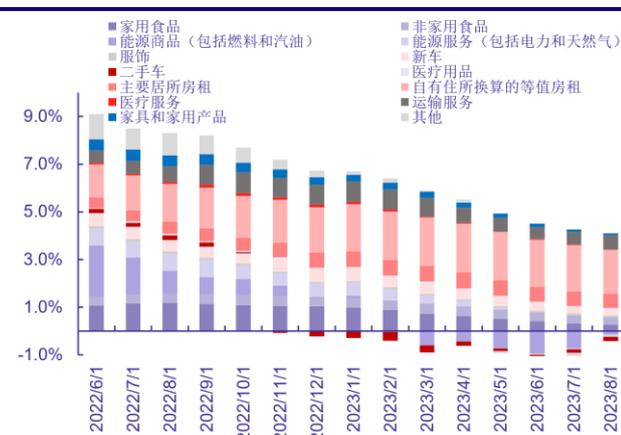
美国劳工数据局（BLS）公布9月消费者价格指数（CPI），其同比增速与8月的3.7%持平，稍高于3.6%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比4.1%，比8月下行0.2%，符合预期。季调环比方面，CPI增速为0.4%，核心CPI增速保持0.3%。除能源部分的贡献外，居住成本环比增速意外加快，数据整体符合紧缩周期拉长的判断。在能源市场面临减产和地缘政治等风险的基础上，美联储控通胀的压力并未减弱，不宜忽视年内再加息一次的可能。

我们倾向于（1）名义通胀高于预期一方面是由于能源价格9月保持在2022年11月以来的高位，另一方面则是由于居住成本意外上行，四季度CPI在10月回落后可能呈现同比小幅回升的趋势，但核心还在缓慢降温。（2）核心通胀环比不弱，依旧位于下行通道，但核心服务的环比的连续反弹可能引起美联储警惕，导致年内利率再提升。（3）10月初美国经济研究局上修了疫情以来美国的经济增长和个人收入与支出数据，美国经济疫情后的扩张强于此前预期意味着控通胀的压力也有所提升。（4）核心服务价格的韧性与劳动市场较高的时薪增速有关，同时经济数据修正令超额储蓄耗尽的时点也有延后，可能坚持至2024年一季度后，这也是紧缩的理由。（5）尽管近期美联储发言官员信号相对鸽派，大大降低了年内加息的预期，但9月FOMC纪要显示多数（a majority）官员认为年内还有一次加息；在美联储数据依赖、短期经济韧性较好、冲突风险加剧的背景下，美联储即使最终不加息，也应在年内继续维持紧缩预期的引导，我们仍倾向于美联储按点阵图在2023年再加息一次。

我们继续将CPI分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。能源方面，能源商品环比上行但幅度缓和，同比增速在涨价和基数效应下转正，对名义CPI维持高位做出主要贡献；能源服务同比继续通缩，但环比回升。食品环比保持稳定，缓和较为缓慢。核心商品价格下行，9月同比零增长，未来可能进入小幅通缩状态，二手车、家具和家用产品等继续走弱，短期下行趋势较为确定。居住成本环比意外上行，尚未打破缓慢降低的趋势，但需要保持观察，房价由于供需扭曲居高不下可能产生不利影响。由于能源价格回升的可持续性目前仍不强，美联储最担忧的依然是核心服务CPI，其季调环比上行0.6%，连续两个月加快，同比因基数回落至2.80%，这也暗示PCE核心服务短期继续“走平”（对PCE通胀拉动率保持2%以上）。我们目前对10月CPI的预测增速为3.4%，核心在4.0%左右。

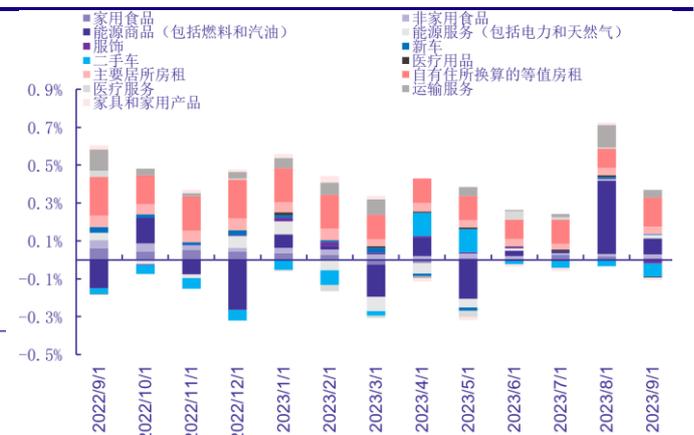
CPI略高于预期，非商品部分结构上忧虑增加。数据公布后，美股因部分联储官员此前鸽派表态的涨势受到压制，美债收益率和美元反弹。尽管目前出现“二次通胀”的概率仍然较低，但包括经济增长上修、劳动市场韧性、房价坚挺和能源市场面临地缘政治等中短期风险不容小觑，美联储预计将延续拉长紧缩周期的态度，年内仍有望再加息。10年美债预计保持高位震荡，但部分经济数据弱化意味着其缺乏进一步显著上升的动力，同时利率中枢抬升可能没有部分市场预期的剧烈，2024年美债收益率有回落空间。美元指数短期同样将保持高位，非美发达国家偏弱的经济表现掣肘加息，从利差和经济差方面继续对美元形成支撑，而回落也需更多经济数据走弱。

图 1：9月CPI同比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：9月CPI环比主要拉动项拆分（%）

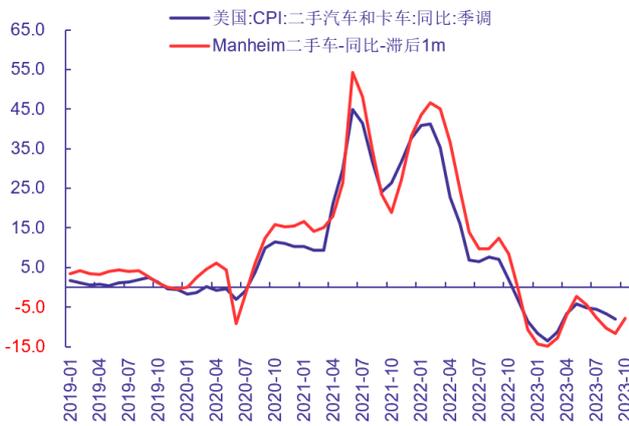


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

### (一) 能源部分继续回升，核心商品弱化持续

核心商品方面<sup>1</sup>，二手车同比负增长 8.0%，拉动 CPI 下行 0.22 个百分点，季调环比下行 2.5%；新车同比增速放缓至 1.7%，季调环比增长 0.1%。从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格 10 月可能回升，但仍将处于通缩状态，对通胀压力不大。新车滞后于二手车，也在继续缓和，乘用车整体依然难以对 CPI 形成压力，汽车工人的罢工仍可能在未来抬升新车价格。家具和家用产品环比降低 0.3%，同比增速降至 0.9%，将跟随房价的回落保持下行。服装环比增速负增长 0.8%，同比 2.3%。以上项目对 CPI 的同比拉动率几乎为 0%，未来随需求弱化可能进入疫情前的负增长状态，核心商品是目前确定性较高的下行部分，美联储并不担忧这部分价格的变化。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）



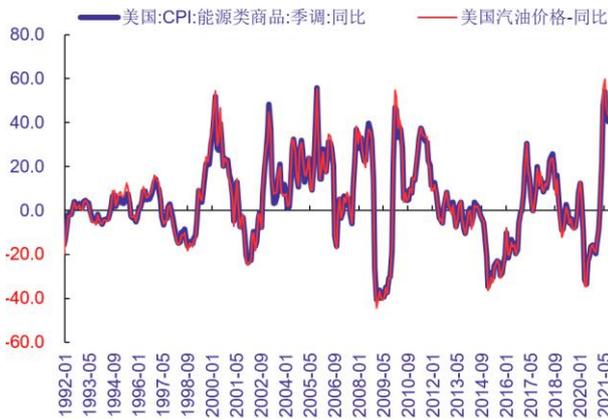
资料来源：Wind、Manheim，中国银河证券研究院整理

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落（%）



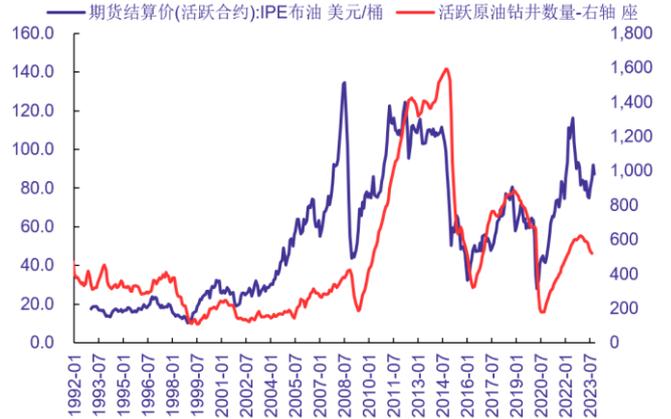
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：能源商品涨幅未来可能缓和（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 6：美国钻井数量偏低支撑汽油价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速上行 2.3%，能源服务环比也回升至 0.6%，同比分别为 2.2%和-3.4%。能源商品由于沙特和俄罗斯延长减产和美国经济韧性较强形成的供需不匹配而在 9 月上行，但美国库存数据显示需求可能被高估也导致 10 月初原油价格的回落，未来在俄乌和巴以冲突下，油价仍面临一定上行风险。虽然如此，全球需求在高利率下的弱势可能限制油价涨幅，在冲突不进一步扩大的前提下二次通胀可能还不高。NYMEX 天然气 9 月环比回升 1.89%，同比负增长幅度也将在 10 月维持，此前的降幅由于滞后效果仍会进一步向能源服务传导。食品价格环比增长维持 0.2%，

<sup>1</sup> 以下使用季调值。

家用食品环比 0.1%，非家用食品环比上升至 0.4%。食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，这意味着其同比回落的趋势保持，向上的拐点可能在 2024 年二季度才会出现。

虽然核心商品部份趋势仍然较弱，能源面临冬季、需求不确定性和战争风险，这足以使美联储警觉。在此基础上，食品部分的滞后意味着 2024 年该部分压力的回升。不过目前来看，在高利率压制需求的环境下，只要不发生波及能源供给的战争，二次通胀概率在斜率偏低的菲利普斯曲线之下仍然不大。同时，基数和意外因素可能意味着四季度通胀同比在 10 月回落后将可能小幅回升，虽然核心仍在缓慢降低中，美联储也不能忽视非核心部分的风险。

图 7：能源服务价格也可能回升（%）

图 8：食品价格短期无忧，但 2024 年有反弹压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）居住成本意外上升，服务价格环比压力加大，是支持加息的因素

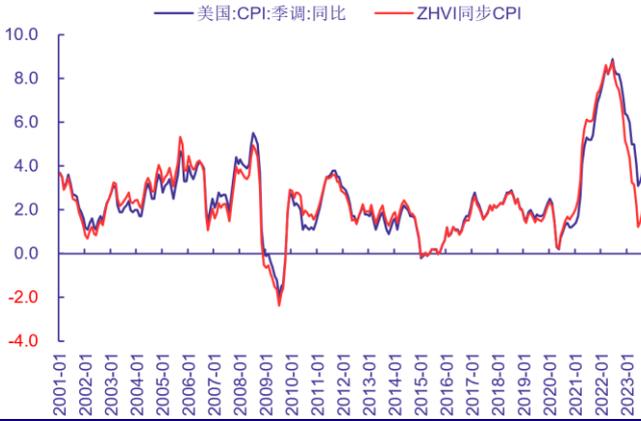
相较于上月的 CPI，通胀面临的不确定性增加，第一是上部分讨论的地缘政治冲突对能源食品潜在的压力，第二是居住成本意外反弹意味着需要对房价回暖对通胀的影响保持观察，第三是疫情后经济扩张幅度高于此前估计带来的通胀压力，而后两者在 9 月服务部分价格中已经有所体现。

9 月 CPI 中，季调租金环比增速升至 0.5%，业主等价租金同为 0.6%，这一较为意外的反弹可能是脉冲式的，在居住成本整体滞后于房价的大背景下难以持续。虽然如此，近期由于高利率扭曲了二手房供给而使房价创下新高，也不能排除房价的反弹较早的向居住成本传导。单月的反弹还未改变核心通胀同比缓慢回落的格局，但是需要对居住成本保持警惕，如果权重最高的该部分降幅不及预期甚至出现反弹，美联储则面临更大的紧缩压力。另一方面，CPI 的核心服务部分环比上升至 0.6%，主要受到运输服务、娱乐服务等部分的影响。鲍威尔表在 Jackson Hole 会上曾表示“在核心服务方面取得进展对恢复价格稳定至关重要”，虽然 8 月 PCE 的核心服务部分有所放缓，但服务部分的压力从 9 月 CPI 数据来看仍没有明显减轻；在 9 月劳动数据同样有韧性的情况下，通胀数据支持美联储年内进一步的加息。

滞后的居住成本两项对 CPI 的同比拉动率在 9 月从 2.46%降低至 2.38%，弱化程度进一步放缓，需要保持观察。CPI 中居住成本权重过高，相比之下 PCE 与核心 PCE 通胀的回落会更缓慢，仍不利于美联储停止加息进程。我们利用 Zillow 的房价指数 ZHVI 调整的同步 CPI 显示名义通胀出现小幅回升，而核心通胀继续下行，两者同比增速均降至 2%左右，也即消除居住成本滞后效应下通胀并不算强，也支持暂勿需过虑“二次通胀”的观点。我们目前对核心 CPI 同比增速的年末基准预测小幅上升至 3.8%。

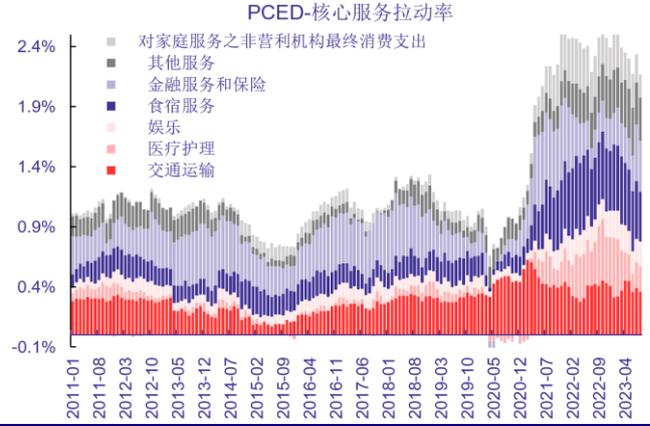
总体上，9 月 CPI 结构中展示的问题和风险意味着美联储还不能放松警惕，其此前鹰派基调使美债收益率上升并起到了额外的紧缩作用，但长端美债利率在美联储官员发表鸽派发言后出现迅速的回落，因此美联储在年内仍需要保持鹰派指引。2023 年内美联储可能还有一次加息，不过市场对高利率下紧缩周期拉长已经有较为充分的定价。

图 9: 去除居住成本滞后效应后, 名义通胀并不算高 (%)



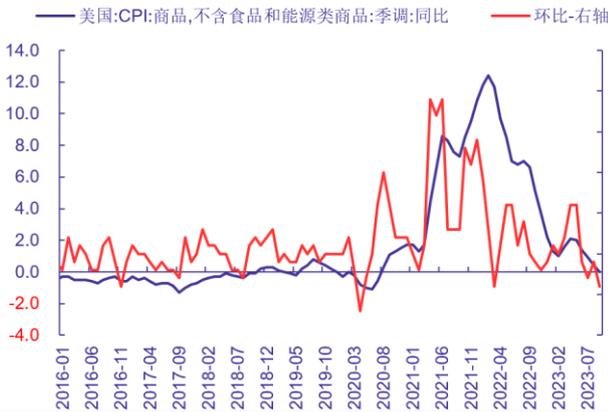
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 10: PCED 核心服务也继续面临压力



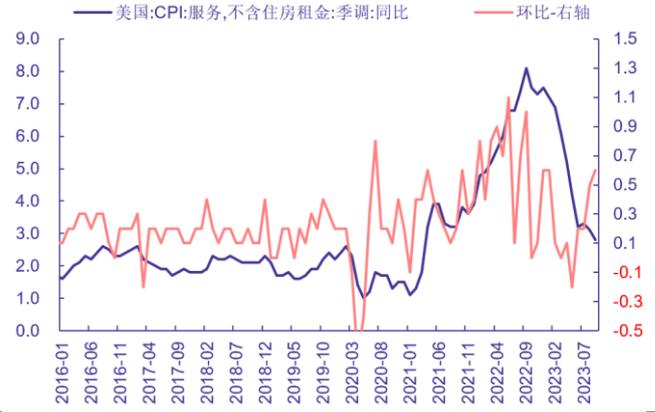
资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

图 11: 核心商品环比延续负增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: CPI 核心服务环比连续上行, 支持美联储考虑再加息 (%)



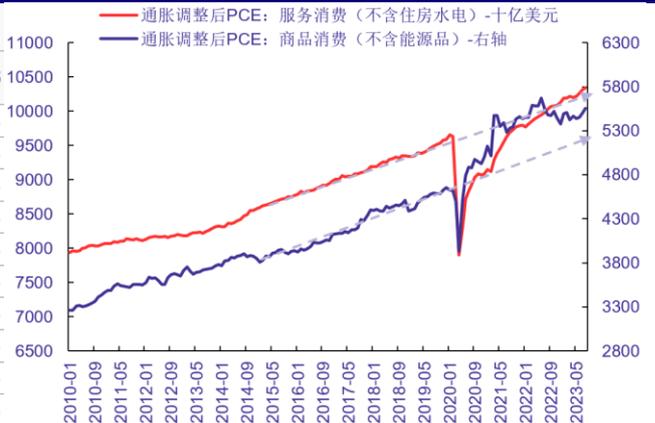
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: CME 数据显示市场对 2023 年进一步加息预期回升

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.3%	10.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.9%	34.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.0%	35.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	54.4%	28.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	30.6%	43.7%	18.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	15.4%	35.7%	33.7%	11.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.3%	26.3%	34.6%	21.9%	6.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.8%	30.9%	27.5%	13.1%	3.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.2%	12.2%	24.8%	29.2%	20.4%	8.1%	1.7%
2024/12/18	0.2%	2.2%	9.1%	20.5%	27.7%	23.4%	12.3%	3.9%	0.7%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 14: 美国疫情后经济增长、消费和支出出现上修



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

## 评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn