



宏观点评

通胀易上难下，联储易紧难松

2023年9月美国CPI数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

张佳炜

资格编号：S0120523070005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

联系人

韦祎

资格编号：S0120123040019

邮箱：weiyi@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

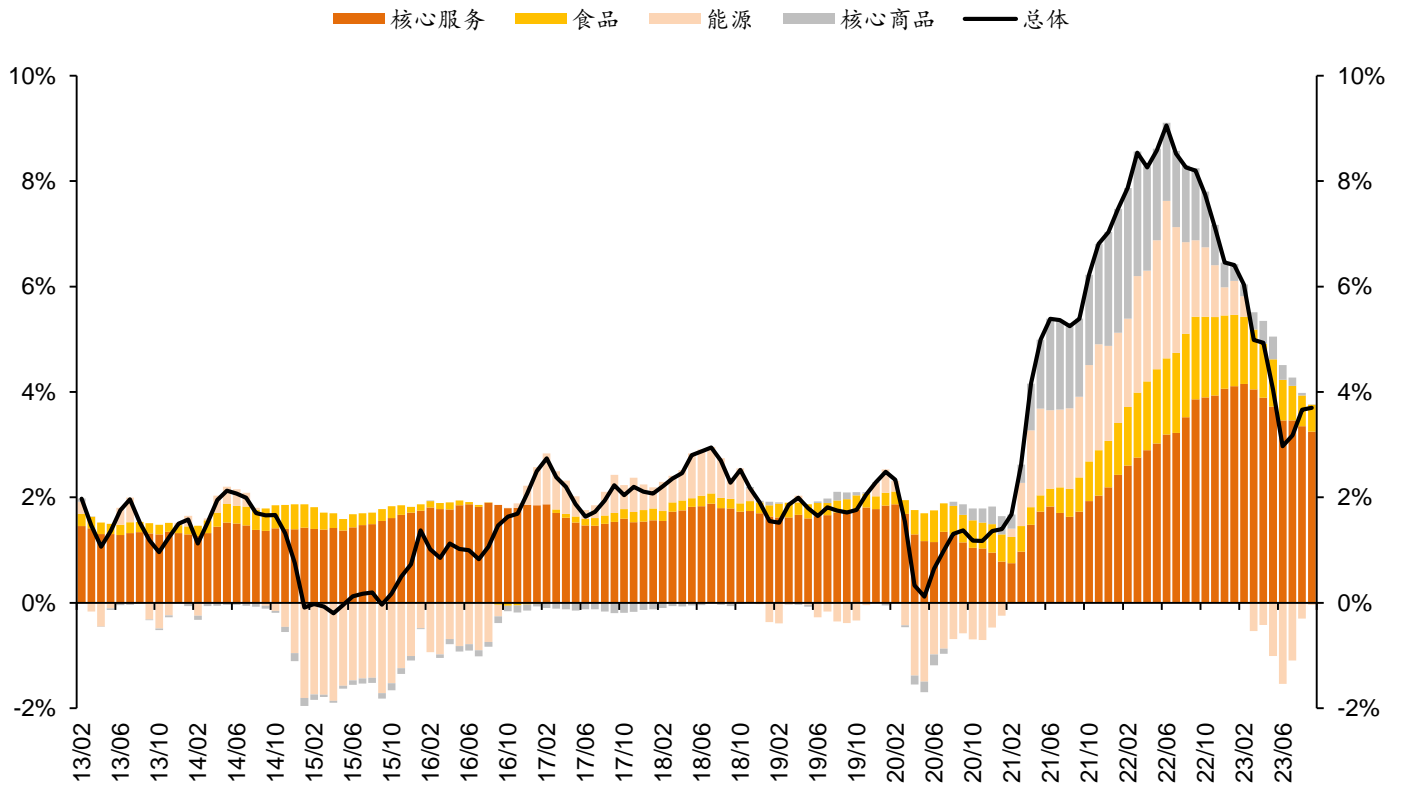
- **核心观点：**油价上涨、通胀扩散性放大、超级核心通胀黏性加剧强化美联储紧缩预期，维持美联储11月暂缓加息、12月再加息的观点。若综合考虑10月因健康保险通胀分项基期轮换而更具黏性、10月底公布的较高的三季度GDP（分析师一致预期+3.0%、美联储GDPNow模型预期+5.1%），我们认为除非油价出现超预期下行、美国财政非线性收紧提前兑现、金融部门再度爆雷等风险事件发生，美联储或都将按照点阵图指引执行，维持11月暂缓加息、12月加息25bps的判断。这也意味着，当前尚未充分计价年内加息预期的10年美债利率仍有上行空间。
- **通胀数据：**油价推涨9月CPI超预期，核心CPI虽如期持平但超级核心通胀环比延续抬升。9月CPI同比+3.70%，预期+3.6%，前值+3.67%；环比+0.4%，预期+0.3%，前值+0.63%。核心CPI同比+4.15%，预期+4.1%，前值+4.35%；核心环比+0.32%，预期+0.3%，前值+0.28%。由于核心CPI基本持平预期，因此CPI超预期主要因油价被低估。扣除租金与自住房折算的超级核心通胀9月同比+3.87%、环比+0.61%，环比连续第三个月抬升。CPI读数超预期与超级核心通胀环比连续走高共同激发市场“通胀黏性增大→联储紧缩加码”交易，体现为美债利率&美元指数上行、黄金回落。
- **数据结构：**通胀扩散性再度放大，超级核心通胀环比连续三个月走高。根据彭博编制的通胀扩散指数，三个月均年率增速超4%的CPI分项占比由6月的51.7%递增至9月的58.9%。另外，超0%、超2%、超过去5年均值的CPI分项占比也自6月起逐月递增。分项结构：**①核心商品：**环比-0.39%，前值-0.10%。其中，二手车环比-2.53%，前值-1.23%，仍然是核心商品主要的驱动项。向前看，领先CPI二手车分项约两个月的Manheim二手车同比跌幅已连续2个月收窄，或意味着未来两个月二手车环比跌幅也将收窄，阻碍核心商品通胀进一步下行。**②居住通胀：**环比+0.65%，前值+0.29%。其中，高波动的酒店住宿9月环比由-2.97%上涨至+3.65%，租金环比由+0.48%上涨至+0.49%，自住房折算由+0.38%上涨至+0.56%。租金与自住房折算单月环比回暖或与编制方法有关，但居住通胀同比由+7.27%回落至+7.15%，与滞后17个月的房价仍然保持高度一致走势。向前看，这一走势大概率延续，居住CPI同比最终或触底+3%。**③非居住核心服务：**环比+0.46%，前值+0.53%。美联储最关心的**超级核心通胀**（剔除房租但包含酒店住宿）环比连续三个月走高，最新9月反弹至+0.61%，为年内最高。向前看，在经历去年10月机械式的基期轮换后，CPI健康保险分项已在2023财年经历持续下跌，而11月公布的10月健康保险CPI将面临新一年的基期轮换，在疫情影响消退下，大概率环比回到连续转涨，对应核心CPI更缓慢的下行与通胀更强的黏性。
- **策略启示：**年内CPI同比难下3%。按照不同环比增速情形推演可得：**①**较高的基数效应意味着，即使在0%环比增速的假设下，四季度美国CPI同比和核心同比均难以回落到3%以下；**②**去年11-12月较低的基数意味着今年同期通胀存在进一步抬升的风险，在0.2%环比的中性乐观假设下，12月CPI同比仍然会上破+4%。进入四季度，预计较高的产出缺口、未见显著缓解的通胀黏性将强化“higher for longer”预期进一步兑现。
- **风险提示：**美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控；美联储紧缩周期维持时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

表 1: 美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	同比拉动力	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10
100.00	所有项目	3.70%	3.70%	3.67%	3.18%	2.97%	4.05%	4.93%	4.98%	6.04%	6.41%	6.45%	7.11%	7.75%
13.71	食品	0.51%	3.69%	4.25%	4.86%	5.74%	6.69%	7.65%	8.50%	9.49%	10.13%	10.41%	10.63%	10.95%
8.51	食品商品	0.21%	2.41%	2.95%	3.58%	4.66%	5.80%	7.15%	8.37%	10.17%	11.35%	11.79%	11.98%	12.40%
5.20	食品服务	0.31%	5.96%	6.54%	7.10%	7.66%	8.27%	8.55%	8.78%	8.41%	8.20%	8.25%	8.49%	8.59%
8.01	能源	-0.04%	-0.45%	-3.62%	-12.47%	-16.74%	-11.66%	-5.06%	-6.42%	5.19%	8.70%	7.31%	13.07%	17.63%
4.31	能源商品	0.09%	2.20%	-4.20%	-20.29%	-26.81%	-20.44%	-12.61%	-17.03%	-1.35%	2.75%	0.42%	12.24%	19.28%
4.09	机动车汽油	0.11%	2.66%	-3.73%	-20.21%	-26.68%	-19.96%	-12.45%	-17.33%	-1.71%	1.94%	-0.87%	10.78%	18.05%
3.70	能源服务	-0.12%	-3.29%	-2.66%	-1.13%	-0.95%	1.64%	5.95%	9.18%	13.33%	15.64%	15.61%	14.19%	15.63%
2.69	电力服务	0.07%	2.60%	2.10%	3.02%	5.36%	5.93%	8.42%	10.17%	12.87%	11.90%	14.29%	13.74%	14.13%
1.02	天然气服务	-0.20%	-19.88%	-16.49%	-13.68%	-18.57%	-11.00%	-2.10%	5.54%	14.34%	26.75%	19.31%	15.45%	19.99%
78.29	核心项目	3.25%	4.15%	4.35%	4.65%	4.83%	5.33%	5.52%	5.59%	5.54%	5.58%	5.71%	5.96%	6.28%
21.18	核心商品	0.00%	0.02%	0.23%	0.76%	1.31%	2.03%	2.01%	1.53%	1.03%	1.44%	2.15%	3.68%	5.08%
3.97	家居陈设&用品	0.04%	0.91%	1.68%	2.24%	3.24%	4.08%	4.77%	5.79%	6.33%	6.37%	7.28%	8.28%	8.81%
2.48	服装	0.06%	2.32%	3.09%	3.18%	3.07%	3.47%	3.65%	3.25%	3.26%	3.06%	2.91%	3.55%	4.09%
8.41	交通运输商品	-0.19%	-2.29%	-1.92%	-1.27%	-0.75%	0.12%	-0.30%	-1.82%	-3.18%	-2.26%	-0.95%	2.37%	5.48%
4.06	新车	0.10%	2.53%	2.92%	3.50%	4.07%	4.66%	5.42%	6.12%	5.83%	5.78%	5.89%	7.20%	8.39%
3.83	二手车	-0.31%	-7.99%	-6.64%	-5.64%	-5.15%	-4.22%	-6.56%	-11.15%	-13.58%	-11.62%	-8.83%	-3.34%	2.03%
1.47	医保商品	0.06%	4.24%	4.45%	4.13%	4.21%	4.42%	4.01%	3.59%	3.19%	3.39%	3.21%	3.13%	3.06%
1.88	休闲商品	0.00%	0.25%	-0.08%	1.02%	1.96%	2.73%	2.90%	3.16%	2.85%	3.27%	4.11%	3.63%	4.31%
0.75	教育&通讯商品	-0.05%	-7.32%	-8.12%	-7.84%	-7.10%	-6.88%	-8.29%	-10.17%	-10.47%	-10.26%	-10.08%	-9.68%	-9.08%
0.87	酒饮	0.04%	4.24%	3.71%	4.10%	4.42%	4.77%	4.64%	4.53%	4.92%	5.82%	5.78%	5.54%	5.01%
1.35	其他商品	0.07%	5.11%	5.01%	6.09%	6.13%	6.58%	6.80%	6.91%	6.96%	7.15%	7.17%	7.51%	7.21%
57.11	核心服务	3.25%	5.69%	5.90%	6.12%	6.15%	6.57%	6.84%	7.13%	7.26%	7.16%	7.05%	6.82%	6.74%
32.62	居住	2.33%	7.15%	7.27%	7.69%	7.83%	8.04%	8.11%	8.18%	8.10%	7.88%	7.51%	7.12%	6.92%
7.35	租金	0.55%	7.41%	7.76%	8.03%	8.33%	8.66%	8.80%	8.81%	8.76%	8.56%	8.35%	7.91%	7.52%
0.93	酒店住宿	0.07%	7.33%	2.98%	6.04%	4.54%	3.41%	3.31%	7.26%	6.73%	7.69%	3.18%	3.24%	5.86%
23.98	住房折算	1.70%	7.08%	7.32%	7.66%	7.81%	8.05%	8.12%	8.04%	8.01%	7.76%	7.53%	7.13%	6.89%
1.09	供水&垃圾处理	0.06%	5.25%	5.82%	5.83%	5.71%	5.71%	5.41%	5.39%	5.25%	4.97%	4.94%	5.01%	4.77%
6.89	医保服务	-0.18%	-2.64%	-2.14%	-1.53%	-0.76%	-0.08%	0.41%	1.03%	2.15%	2.99%	4.12%	4.38%	5.45%
3.47	专业医疗服务	0.04%	1.19%	1.86%	1.93%	1.67%	1.99%	2.15%	2.17%	2.41%	2.67%	2.96%	3.07%	3.31%
2.51	医院	0.12%	4.67%	3.49%	3.40%	4.17%	3.94%	3.33%	3.22%	4.00%	3.99%	4.57%	3.16%	3.39%
5.95	运输服务	0.54%	9.05%	10.35%	9.03%	8.23%	10.18%	11.03%	13.88%	14.64%	14.63%	14.58%	14.19%	15.19%
3.11	休闲服务	0.20%	6.44%	6.10%	6.21%	5.92%	5.76%	6.39%	5.94%	6.34%	5.75%	5.71%	5.38%	3.94%
5.28	教育&通讯服务	0.13%	2.45%	2.57%	2.72%	2.38%	2.79%	3.13%	3.25%	2.86%	2.77%	2.41%	2.24%	1.32%
1.35	其他服务	0.09%	6.78%	6.38%	5.95%	6.46%	6.67%	6.30%	5.25%	5.21%	5.34%	5.55%	6.49%	5.76%

资料来源: 美联储, 彭博, CEIC, 德邦研究所

图 1: 美国 CPI 同比增速与四大分项同比拉动力



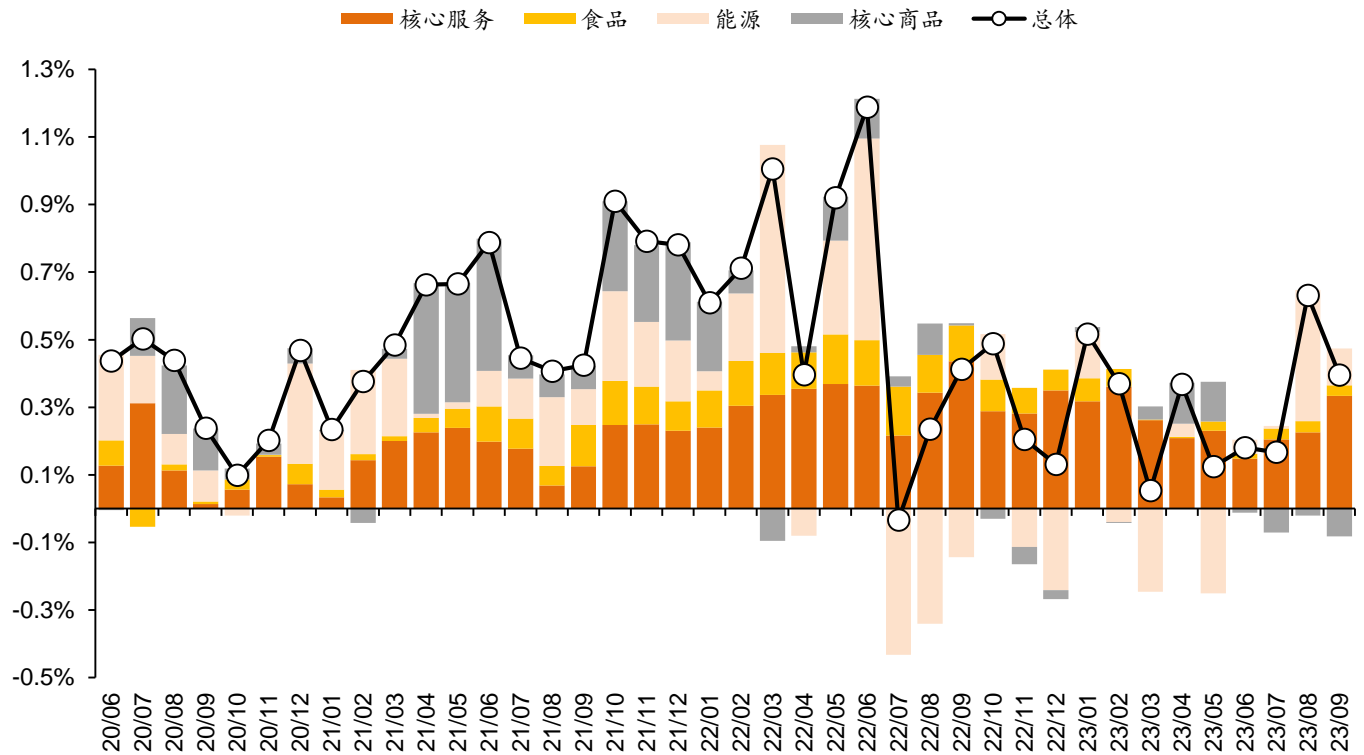
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

表 2: 美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	环比拉动率	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10
100.00	所有项目	0.40%	0.40%	0.63%	0.17%	0.18%	0.12%	0.37%	0.05%	0.37%	0.52%	0.13%	0.21%	0.49%
13.38	食品	0.03%	0.23%	0.24%	0.24%	0.11%	0.20%	0.02%	0.01%	0.39%	0.51%	0.45%	0.55%	0.68%
8.57	食品商品	0.01%	0.14%	0.19%	0.27%	-0.05%	0.05%	-0.17%	-0.31%	0.25%	0.42%	0.49%	0.58%	0.52%
4.81	食品服务	0.02%	0.39%	0.34%	0.17%	0.38%	0.47%	0.37%	0.60%	0.63%	0.62%	0.38%	0.51%	0.94%
7.16	能源	0.11%	1.52%	5.58%	0.11%	0.60%	-3.59%	0.56%	-3.52%	-0.56%	1.97%	-3.06%	-1.41%	1.68%
3.89	能源商品	0.09%	2.33%	10.54%	0.34%	0.83%	-5.55%	2.66%	-4.62%	0.52%	1.91%	-7.16%	-2.09%	3.69%
3.71	机动车汽油	0.08%	2.20%	10.66%	0.16%	0.95%	-5.57%	2.80%	-4.74%	0.91%	2.28%	-6.89%	-2.24%	3.33%
3.27	能源服务	0.02%	0.56%	0.22%	-0.13%	0.36%	-1.39%	-1.68%	-2.31%	-1.71%	2.12%	1.91%	-0.57%	-0.68%
2.55	电力服务	0.03%	1.28%	0.25%	-0.72%	0.94%	-1.05%	-0.69%	-0.73%	0.54%	0.49%	1.34%	0.48%	0.47%
0.72	天然气服务	-0.01%	-1.93%	0.12%	1.95%	-1.66%	-2.56%	-4.90%	-7.13%	-7.99%	6.75%	3.53%	-3.41%	-3.71%
79.46	核心项目	0.26%	0.32%	0.28%	0.16%	0.16%	0.44%	0.41%	0.38%	0.45%	0.41%	0.40%	0.31%	0.33%
21.12	核心商品	-0.08%	-0.39%	-0.10%	-0.33%	-0.05%	0.55%	0.57%	0.18%	-0.01%	0.07%	-0.13%	-0.24%	-0.14%
4.29	家居陈设&用品	-0.01%	-0.28%	0.32%	-0.35%	-0.27%	-0.41%	-0.40%	0.37%	0.76%	0.51%	0.25%	0.36%	0.04%
2.53	服装	-0.02%	-0.76%	0.20%	-0.03%	0.31%	0.29%	0.27%	0.26%	0.81%	0.83%	0.21%	0.10%	-0.25%
7.68	交通运输商品	0.03%	0.33%	-0.70%	-1.25%	-0.07%	-0.20%	-0.18%	-0.50%	-0.77%	-0.09%	-0.92%	-1.69%	-1.53%
4.25	新车	0.01%	0.30%	0.27%	-0.08%	-0.03%	-0.12%	-0.22%	0.38%	0.18%	0.23%	0.58%	0.47%	0.56%
2.72	二手车	-0.07%	-2.53%	-1.23%	-1.34%	-0.45%	4.42%	4.45%	-0.88%	-2.77%	-1.94%	-1.99%	-1.99%	-1.71%
1.47	医保商品	0.00%	-0.29%	0.56%	0.51%	0.19%	0.65%	0.46%	0.59%	0.15%	1.06%	0.11%	0.19%	-0.02%
2.21	休闲商品	0.01%	0.29%	-0.44%	-0.78%	-0.36%	-0.05%	0.29%	0.24%	0.44%	0.12%	0.09%	-0.34%	0.78%
0.87	教育&通讯商品	-0.01%	-0.88%	-0.29%	-0.54%	-0.17%	1.49%	1.45%	-0.04%	-0.90%	-0.71%	-0.62%	-0.66%	-0.50%
0.83	酒饮	0.01%	0.81%	-0.01%	0.12%	0.01%	0.51%	0.47%	0.14%	-0.28%	0.41%	0.65%	0.64%	0.69%
1.24	其他商品	0.01%	0.48%	0.12%	0.30%	0.08%	0.59%	0.24%	0.53%	0.74%	0.77%	-0.07%	0.62%	0.58%
58.34	核心服务	0.33%	0.57%	0.39%	0.35%	0.25%	0.40%	0.36%	0.45%	0.62%	0.55%	0.61%	0.49%	0.51%
34.75	居住	0.22%	0.65%	0.29%	0.44%	0.37%	0.56%	0.42%	0.56%	0.76%	0.74%	0.79%	0.64%	0.72%
7.59	租金	0.04%	0.49%	0.48%	0.42%	0.46%	0.49%	0.56%	0.49%	0.76%	0.74%	0.79%	0.77%	0.72%
1.18	酒店住宿	0.04%	3.65%	-2.97%	-0.34%	-2.01%	1.80%	-2.96%	2.70%	2.26%	1.20%	1.10%	-0.52%	3.49%
25.61	住房折算	0.14%	0.56%	0.38%	0.49%	0.45%	0.52%	0.54%	0.48%	0.70%	0.67%	0.79%	0.65%	0.62%
1.07	供水&垃圾处理	0.00%	0.24%	0.48%	0.46%	0.40%	0.58%	0.33%	0.27%	0.79%	0.85%	0.25%	0.31%	0.17%
6.33	医保服务	0.02%	0.32%	0.06%	-0.40%	-0.02%	-0.05%	-0.14%	-0.50%	-0.70%	-0.68%	0.30%	-0.49%	-0.38%
3.53	专业医疗服务	0.00%	0.01%	0.57%	0.27%	0.26%	-0.03%	0.11%	0.04%	-0.32%	-0.09%	0.08%	0.10%	0.17%
2.26	医院	0.03%	1.20%	0.77%	-0.16%	0.35%	0.76%	0.43%	-0.24%	0.11%	0.69%	1.15%	-0.50%	0.04%
5.95	运输服务	0.04%	0.69%	1.96%	0.34%	0.13%	0.84%	-0.18%	1.38%	1.14%	0.85%	0.63%	0.33%	0.60%
3.11	休闲服务	0.02%	0.50%	-0.07%	0.77%	0.46%	-0.09%	0.74%	0.01%	1.19%	0.73%	0.29%	0.94%	0.78%
4.79	教育&通讯服务	0.00%	0.07%	0.08%	0.29%	-0.27%	-0.15%	0.07%	0.29%	0.21%	0.45%	0.26%	0.98%	0.17%
1.46	其他服务	0.02%	1.10%	0.91%	-0.53%	0.14%	0.69%	2.38%	0.69%	1.37%	0.77%	-0.43%	0.44%	0.47%

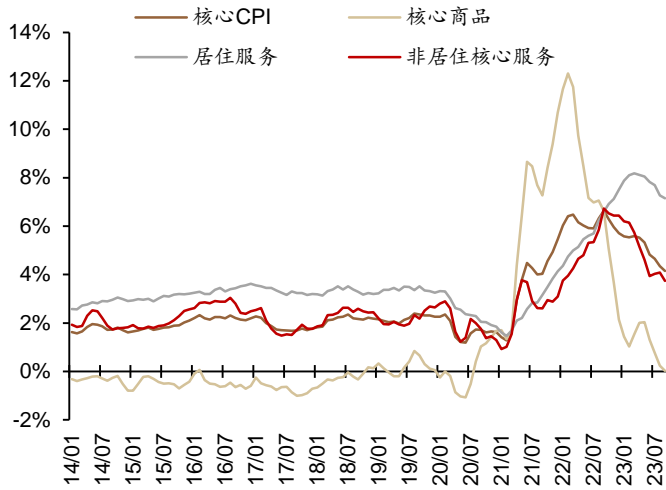
资料来源: 美联储, 彭博, CEIC, 德邦研究所

图 2: 美国 CPI 环比增速与四大分项环比拉动率



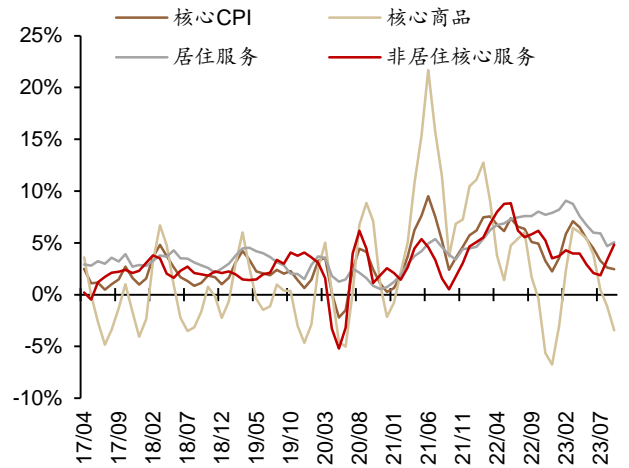
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

图 3: CPI 及主要分项同比增速



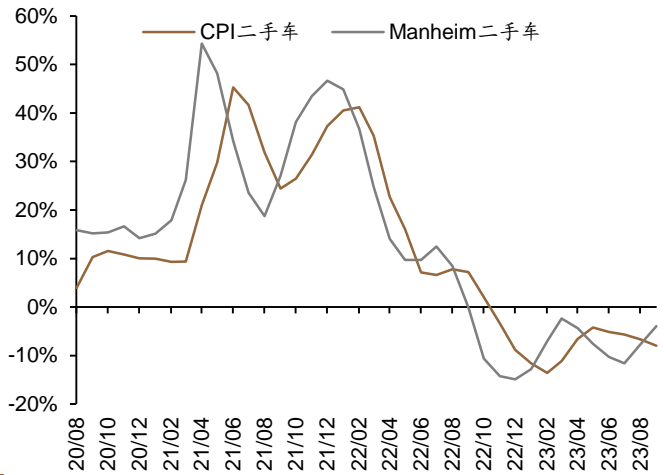
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

图 4: CPI 及主要分项 3 个月均环比年率



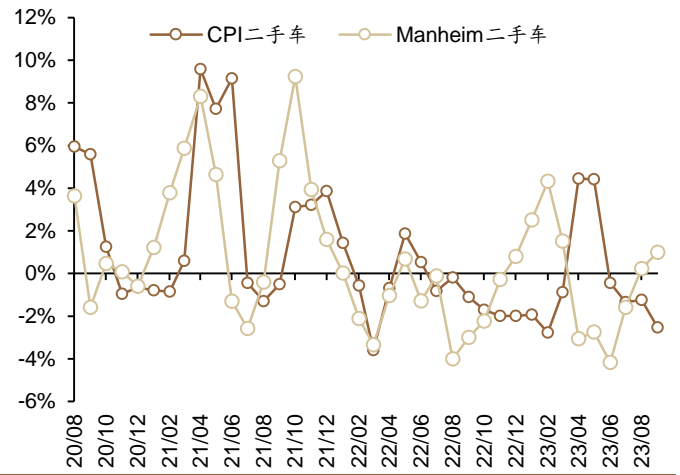
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

图 5: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数累积涨幅



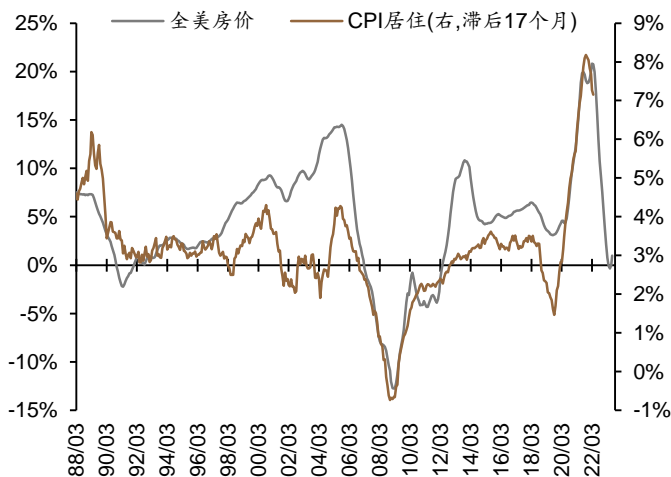
资料来源: 美联储, CEIC, 德邦研究所

图 6: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数环比增速



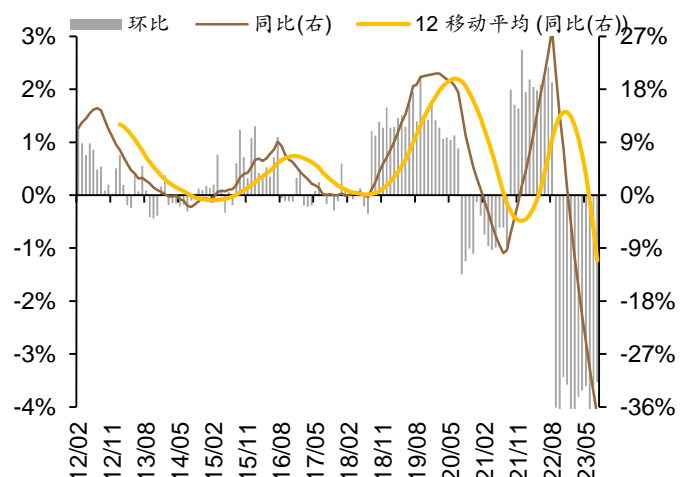
资料来源: 美联储, CEIC, 德邦研究所

图 7: 美国 CPI 居住分项 vs 全美房价同比增速



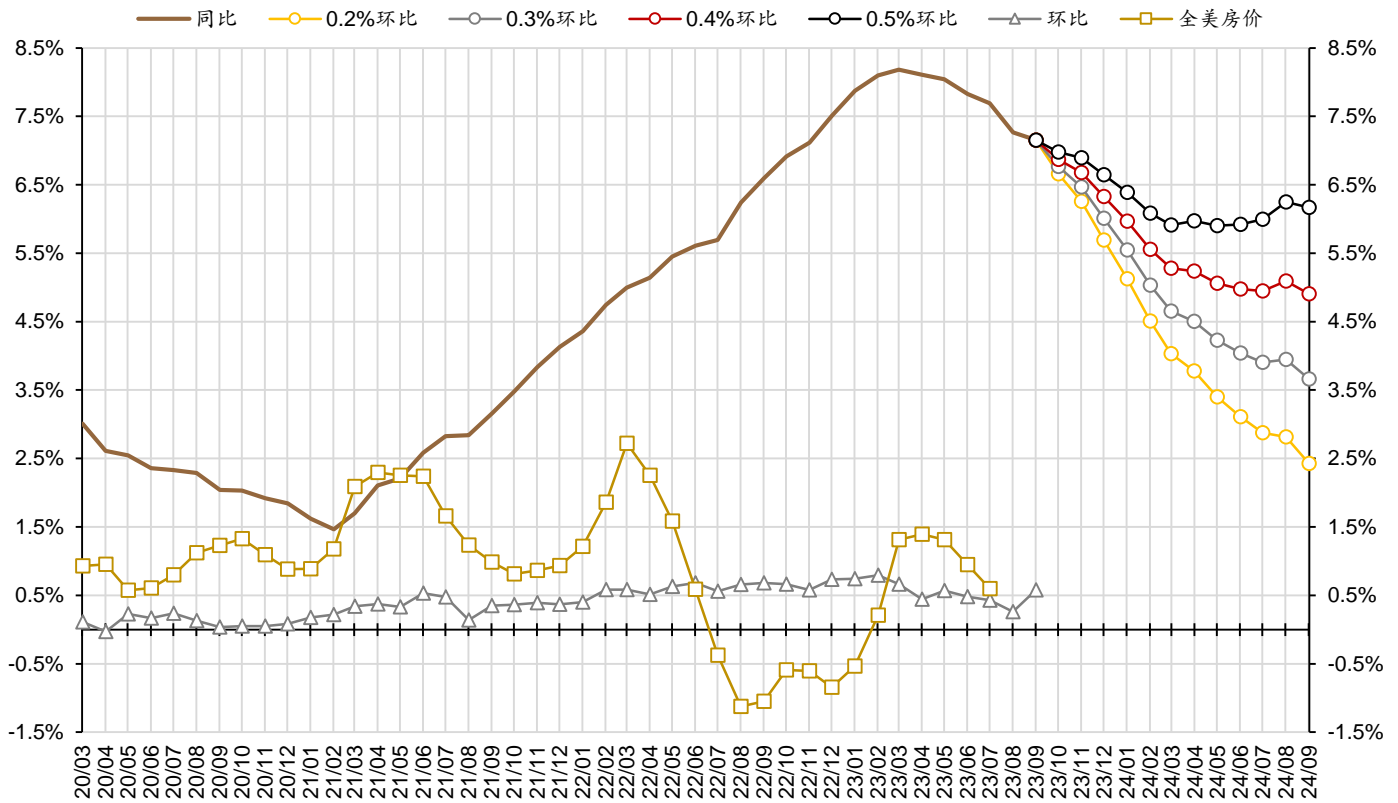
资料来源: 美联储, 德邦研究所

图 8: CPI 健康保险分项同比&环比增速



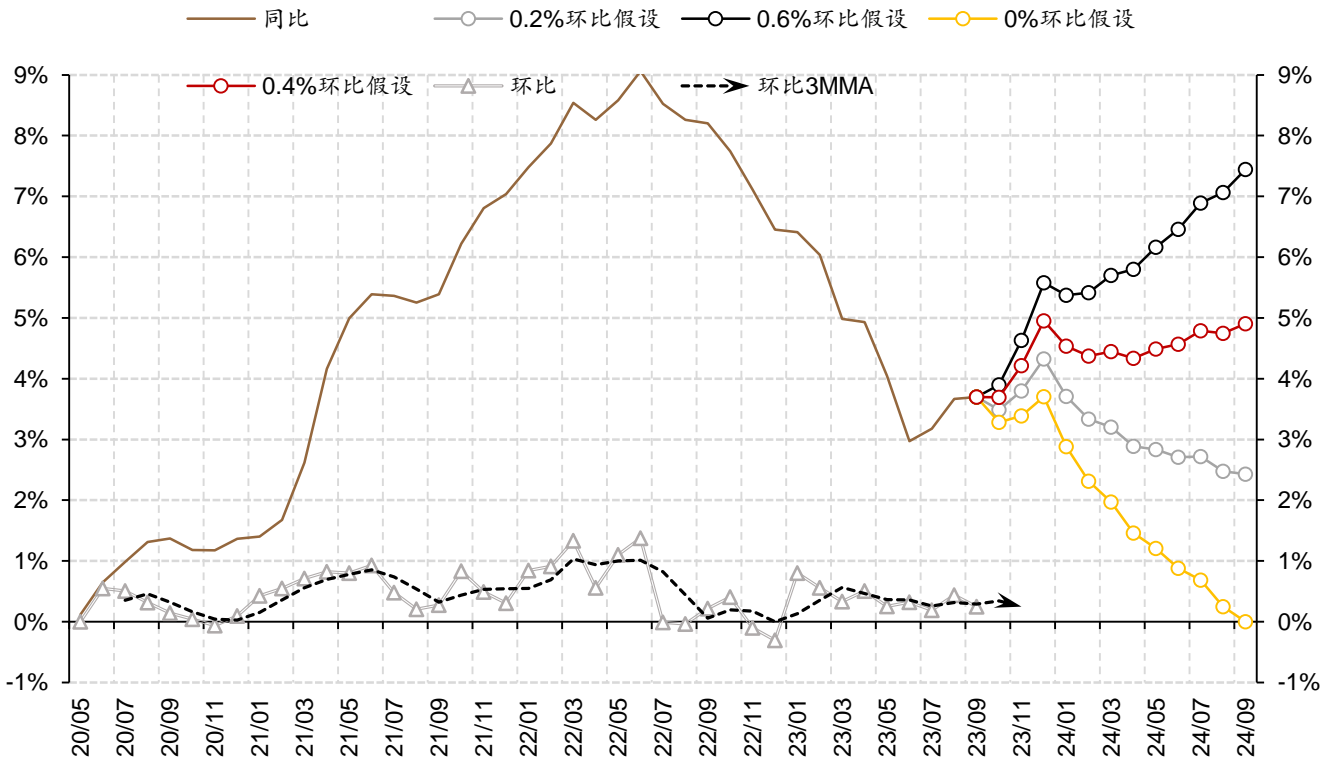
资料来源: 美联储, CEIC, 德邦研究所

图 9：不同环比增长中枢下美国 CPI 居住分项同比增速路径预测



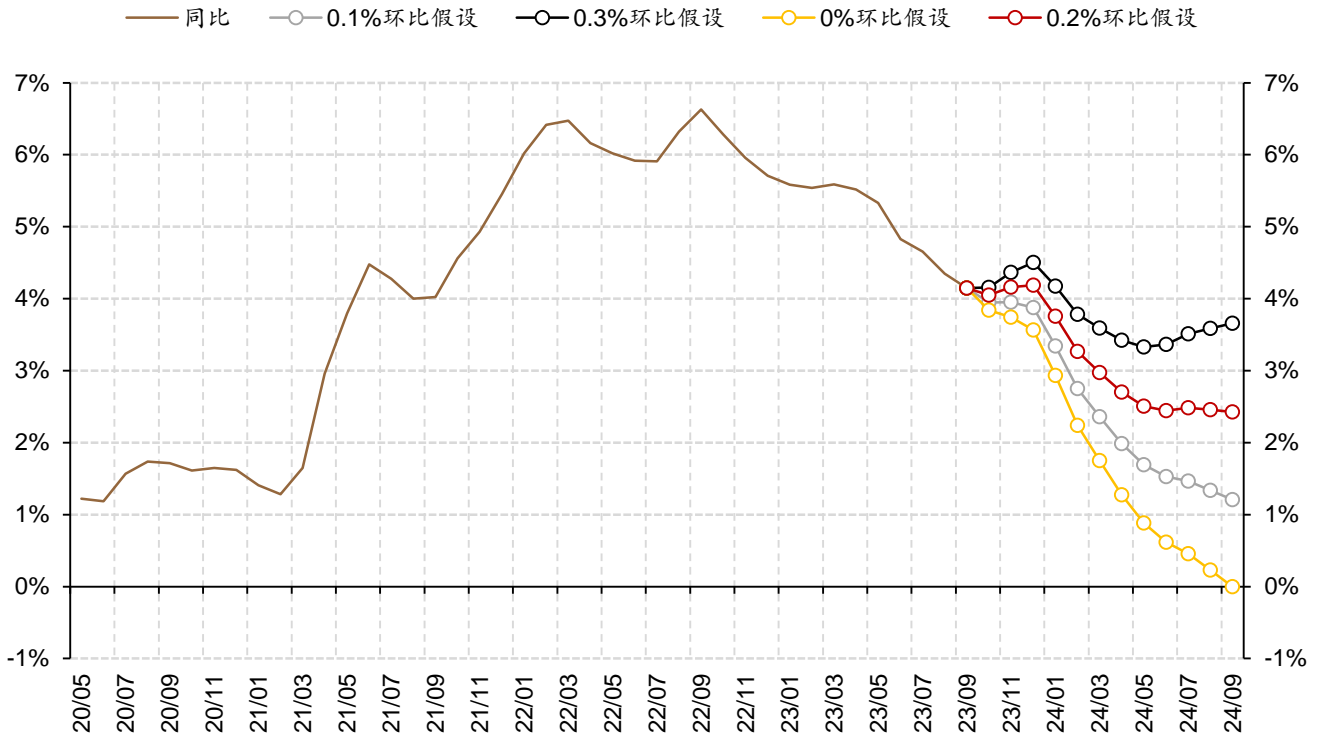
资料来源：美联储，德邦研究所

图 10：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



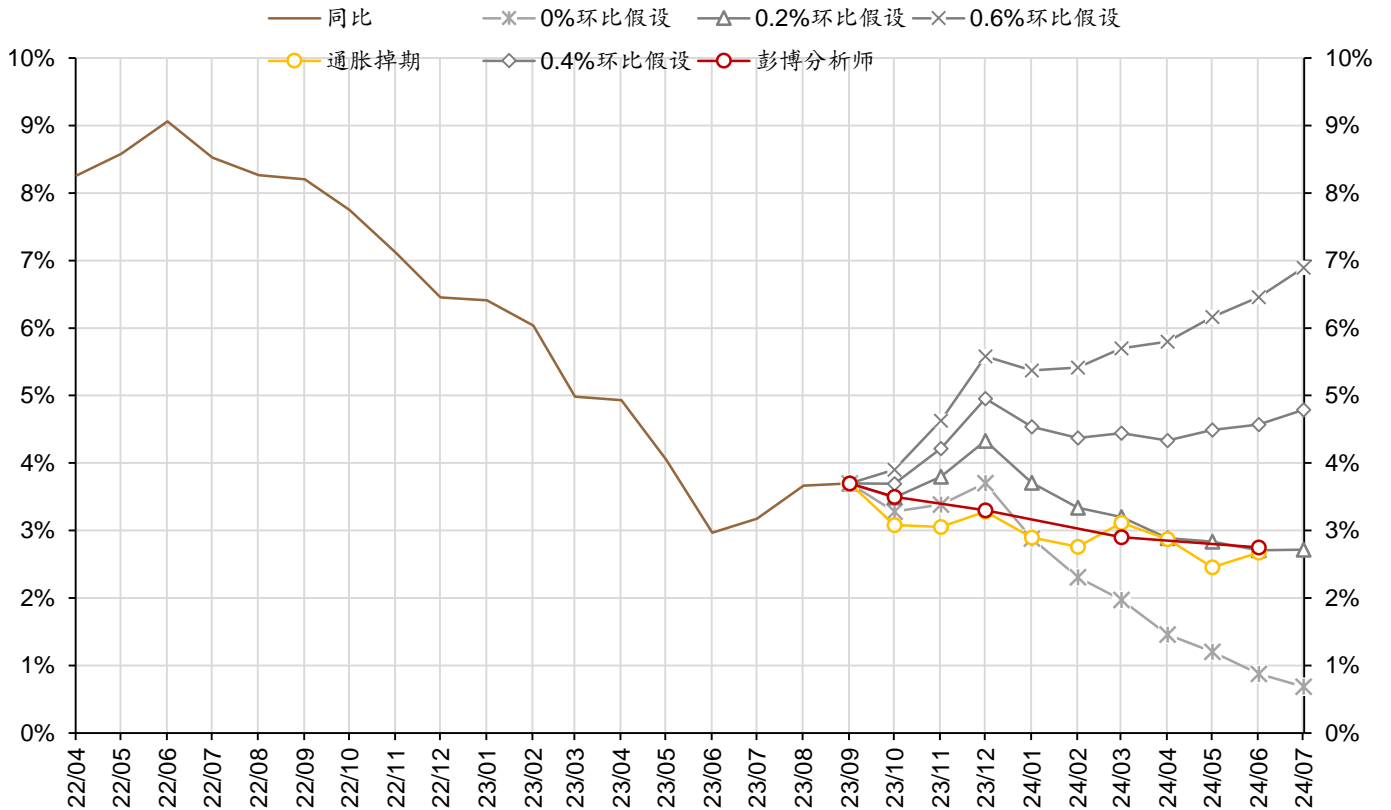
资料来源：美联储，德邦研究所

图 11：不同环比增长中枢假设下美国核心 CPI 同比增速



资料来源：美联储，德邦研究所

图 12：不同环比增长中枢假设下及市场预期美国 CPI 同比增速



资料来源：美联储，彭博，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

张佳炜，德邦证券宏观海外组组长。伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

韦祎，德邦证券宏观研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。