

2023年10月13日

通胀回落还需要更多的耐心与时间——美国9月CPI点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布9月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.7%，略超市场预期；环比上升0.4%；核心CPI同比上升4.1%，环比上升0.3%。

● 总体通胀未再反弹，核心通胀下行趋缓

1. 总体通胀同比未再反弹，但略超市场预期。美国9月CPI同比上升3.7%、环比上升0.4%，核心CPI同比上涨4.1%，环比上升0.3%，核心CPI降幅趋缓。9月份CPI与核心CPI走势背离程度继续降低，显示当前高基数效应逐渐开始降低，但总体通胀略超预期、核心通胀降速放缓，显示当前美国去通胀进程不确定性仍然较大。总的来看，美国去通胀进程尚未出现逆转，核心通胀水平还在继续下降，不过离美联储的通胀目标尚有距离。

2. 能源通胀有一定幅度回升，核心通胀下行斜率趋缓。具体而言，9月能源项同比下降0.5%，同比跌幅较8月份收窄3.1个百分点；食品方面，9月份食品项同比上升3.7%，较8月份下降0.6个百分点，连续13个月下降；核心CPI方面，9月核心CPI同比上升4.1%，环比上升0.3%。同比与环比增速分别较8月下降0.2个百分点、持平。总的来看，9月核心CPI同比继续下降，但环比增速维持不变，其后续回落的斜率可能将会进一步平坦。

3. 通胀水平反弹力度或将减弱，但核心通胀有一定的上行风险。9月的通胀数据显示当前美国去通胀进程仍是荆棘丛生。从超级核心服务通胀来看，9月份同比、环比增速分别较8月份下降0.14、上升0.24个百分点，走势继续分化。往后看，我们认为随着高基数效应的逐渐减弱，在能源及食品价格下降的背景下，整体的通胀水平短期内反弹力度或将减弱，甚至可能迎来下行。但核心通胀方面，考虑到核心商品通胀有可能迎来上行，叠加医疗服务通胀的重新计价，整体下行的速度或将面临更大的不确定性，整体核心通胀或将面临一定的上行风险。去通胀进程并非一帆风顺，需求端还需要进一步的持续降温。

● 美联储或暂停加息，但保持高利率时长预期将再度加强

如何理解当前的经济数据对美联储决策的影响？结合9月非农数据来看，我们认为当前的数据呈现出非常高的复杂性，9月份的就业回暖是否可持续尚需观察。而通胀数据显示当前整体通胀水平仍处在韧性下滑的轨道中，但也显示去通胀的“最后一英里”有较大的概率持续超出预期。

从联储官员近期的发言和表态来看，整体较为中性偏鸽。其11月份会有较大概率选择不加息。但整体表态或将比较鹰派，并持续向市场释放更长时间保持限制性利率的信号。数据发布后，CME利率期货显示9月不加息的概率为87.4%。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《美国就业市场回暖可持续性尚待观察——美国9月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.10.10

《美债利率大幅上行，国内旅游人均支出显著改善——中秋国庆海内外要闻——宏观深度报告》-2023.10.8

《“金九”乍现，料非重演三月——兼评9月PMI数据——宏观经济点评》-2023.9.30

目录

1、总体通胀未再反弹，核心通胀下行趋缓.....	3
1.1、总体通胀同比未再反弹，但略超市场预期.....	3
1.2、能源通胀有一定幅度回升，核心通胀下行斜率趋缓.....	3
1.3、通胀水平反弹力度或将减弱，但核心通胀有一定的上行风险.....	5
2、美联储或暂停加息，但保持高利率时长预期将再度加强.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国 9 月通胀水平维持不变.....	3
图 2：9 月通胀环比增速较 8 月下降.....	3
图 3：能源通胀近期有一定幅度回升.....	4
图 4：食品通胀继续下行.....	4
图 5：9 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反.....	4
图 6：美国汽油零售价格近期持续下跌.....	5
图 7：粮食期货价格近期下降.....	5
图 8：美国二手车价格继续上行.....	6
图 9：美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10：9 月美国非房核心服务通胀同比下降、环比有继续回升.....	6

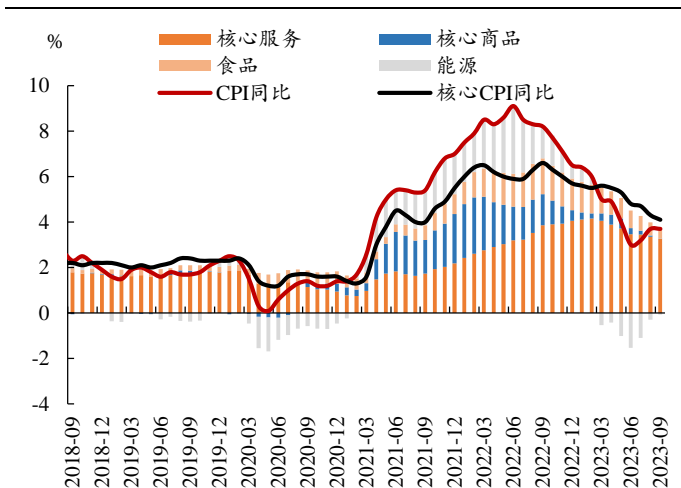
事件：美国公布9月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.7%，略超市场预期；环比上升0.4%；核心CPI同比上升4.1%，环比上升0.3%。

1、总体通胀未再反弹，核心通胀下行趋缓

1.1、总体通胀同比未再反弹，但略超市场预期

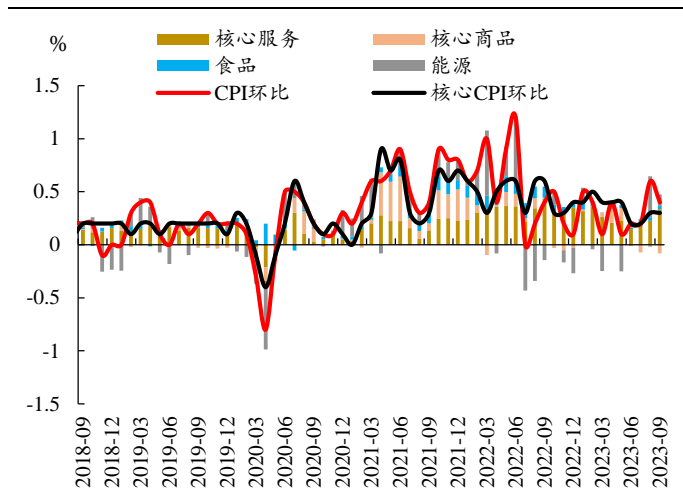
美国9月CPI同比上升3.7%、环比上升0.4%，同比较8月持平、环比较8月下降0.2个百分点，主因能源与食品项有一定程度降幅。核心CPI同比上涨4.1%，较8月下降0.2个百分点；环比上升0.3%，较8月份持平，核心CPI降幅趋缓。9月份CPI与核心CPI走势背离程度继续降低，显示当前高基数效应逐渐开始降低，但总体通胀略超预期、核心通胀降速放缓，显示当前美国去通胀进程不确定性仍然较大。总的来看，美国去通胀进程尚未出现逆转，核心通胀水平还在继续下降，不过离美联储的通胀目标尚有距离。

图1：美国9月通胀水平维持不变



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：9月通胀环比增速较8月下降

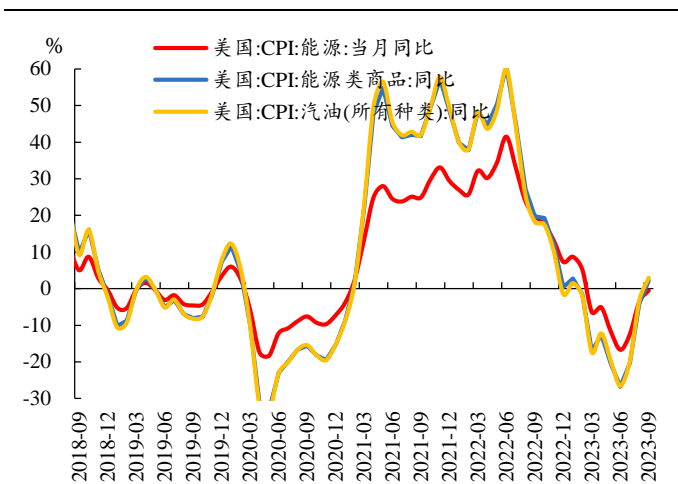


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

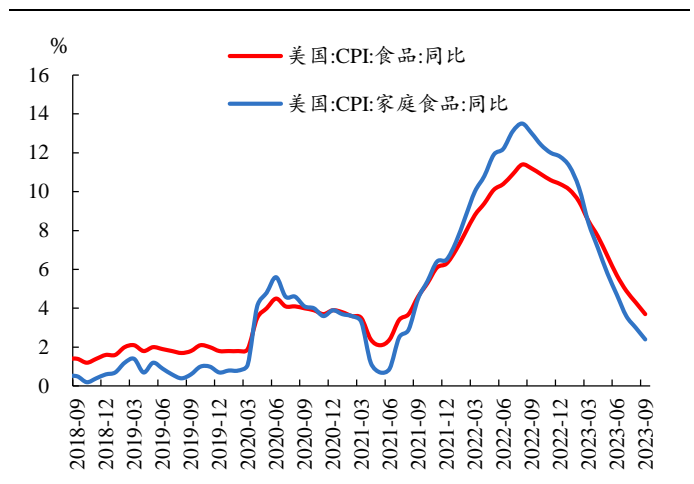
1.2、能源通胀有一定幅度回升，核心通胀下行斜率趋缓

(1) **能源方面**，9月能源项同比下降0.5%，同比跌幅较8月份收窄3.1个百分点；环比上升1.5%，环比增速较8月份下降4.1个百分点。其中汽油项环比上升2.1%，环比增速较8月份下降8.5个百分点；燃油项环比上升8.5%，较8月份下降0.6个百分点。9月能源通胀同比跌幅有一定幅度收窄，我们认为主要是2022年9月较高基数有所收窄所致。事实上，9月底美国汽油价格从8月底的3.68美元/加仑下降至3.60美元/加仑，整体下跌约2.23%。

(2) **食品方面**，9月份食品项同比上升3.7%，较8月份下降0.6个百分点，连续13个月下降；环比增长0.2%，较8月持平。其中居家食品（Food at home）同比上升2.4%，较8月份下降0.6个百分点。食品项的同比与环比增速出现轻微背离，我们认为一方面是高基数效应，另一方面则是外带食品（Food away from home）通胀环比有所上行，体现整体服务通胀较有韧性。

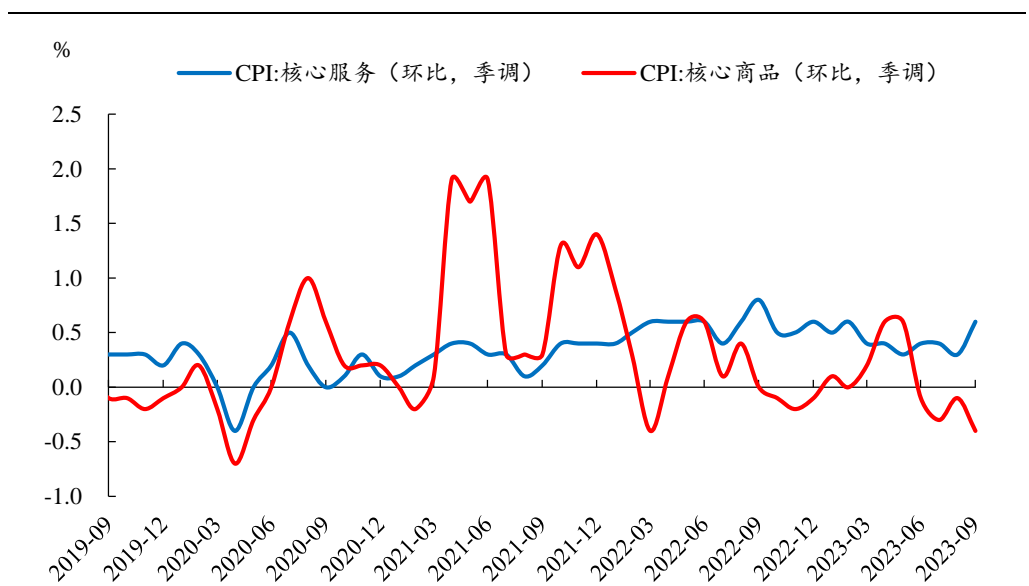
图3：能源通胀近期有一定幅度回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀继续下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面，9月核心 CPI 同比上升 4.1%，环比上升 0.3%。同比与环比增速分别较 8 月下降 0.2 个百分点、持平。**分项来看**，核心商品环比增速大多较 8 月有所下降；其中二手车项环比下降 2.5%，降幅较 8 月份扩大 1.3 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势较为贴合；新车方面，环比上升 0.3%，环比增速较 8 月份持平。核心服务环比上升 0.6%，较 8 月份上升 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 7.2%，较 8 月份下降 0.1 个百分点；环比上升 0.6%，较 8 月上升 0.3 个百分点，房租通胀虽仍处于下行通道中，但速度有较大幅度放缓。交通运输服务环比上升 0.7%，较 8 月份下降 1.3 个百分点。**总的来看，9 月核心 CPI 同比继续下降，但环比增速维持不变，其后续回落的斜率可能将会进一步平坦。**

图5：9 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、通胀水平反弹力度或将减弱，但核心通胀有一定的上行风险

(1) 能源与粮食项短期内将会对通胀起到拖累作用。能源方面，截至 10 月 9 日，美国汽油价格为 3.51 美元/加仑，较 9 月底汽油价格下降约 2.6%。从近期原油价格表现来看，9 月份国际原油价格虽然出现较大涨幅，但是随着欧美经济体高利率预期的强化，10 月初国际油价出现较大跌幅。虽然当前巴以冲突对油价可能会产生支撑，但考虑到全球需求的下降，油价短期内或难有较好表现。食品方面，由于俄罗斯小麦大规模出口、美国玉米收割进展顺利，国际粮油供应较为充足，粮食期货价格预计将会持续下跌。总的来看，虽然高基数的作用继续下降，但原油等价格的持续下行，短期内能源与食品项对整体通胀或将起到一定的拖累作用。

图6：美国汽油零售价格近期持续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：粮食期货价格近期下降

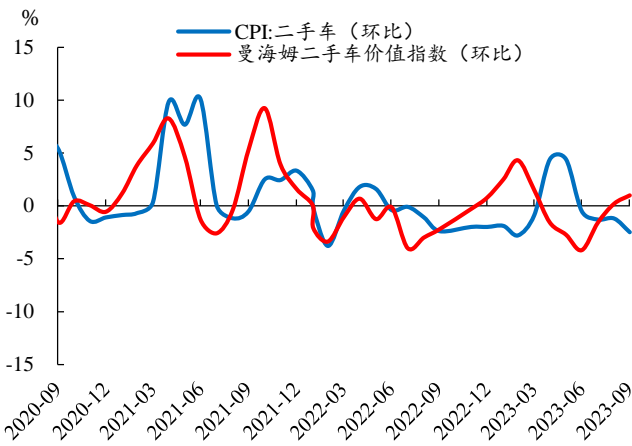


数据来源：Wind、开源证券研究所

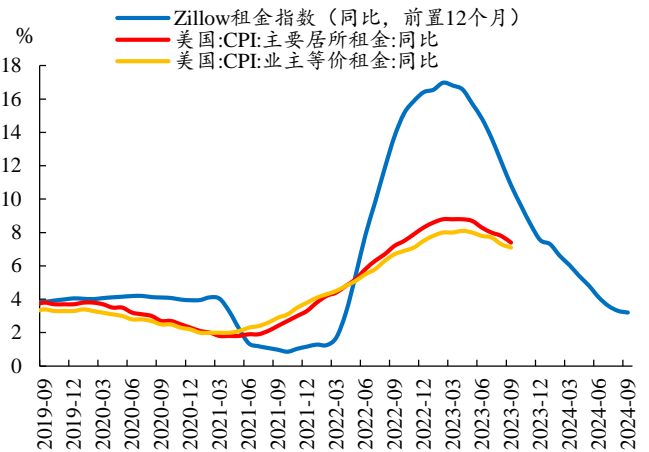
(2) 核心通胀降幅或将进一步放缓，且存在一定的上行风险。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 9 月环比上升 0.99%，二手车通胀后续有较大可能性环比增速回升；新车方面，全球供应链压力环比较 8 月有所提升，考虑到近期美国汽车工人罢工¹，新车价格或有一定的上行压力；核心服务方面，住房通胀仍是 9 月核心服务通胀的关键所在，并贡献了 9 月通胀的一半多。从 Zillow 房租指数同比增速来看，当前房租通胀再度下行，后续还将持续趋势性回落，但整体幅度或将有所减速。从当前的情况来看，由于核心商品通胀可能反弹，核心服务下行斜率趋缓，核心通胀存在一定的上行风险。

(3) 总的来看，9 月的通胀数据显示美国通胀水平略超预期，核心通胀虽继续下行，但环比增速较为坚挺，下行速度进一步放缓，显示当前美国去通胀进程仍是荆棘丛生。从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，9 月份同比、环比增速分别较 8 月份下降 0.14、上升 0.24 个百分点，走势继续分化。往后看，我们认为随着**高基数效应的逐渐减弱**，在能源及食品价格下降的背景下，整体的通胀水平短期内反弹力度或将减弱，甚至可能迎来下行。但核心通胀方面，考虑到核心商品通胀有可能迎来上行，叠加医疗服务通胀的重新计价，整体下行的速度或将面临更大的不确定性，整体核心通胀或将面临一定的上行风险。去通胀进程并非一帆风顺，需求端还需要进一步的持续降温。

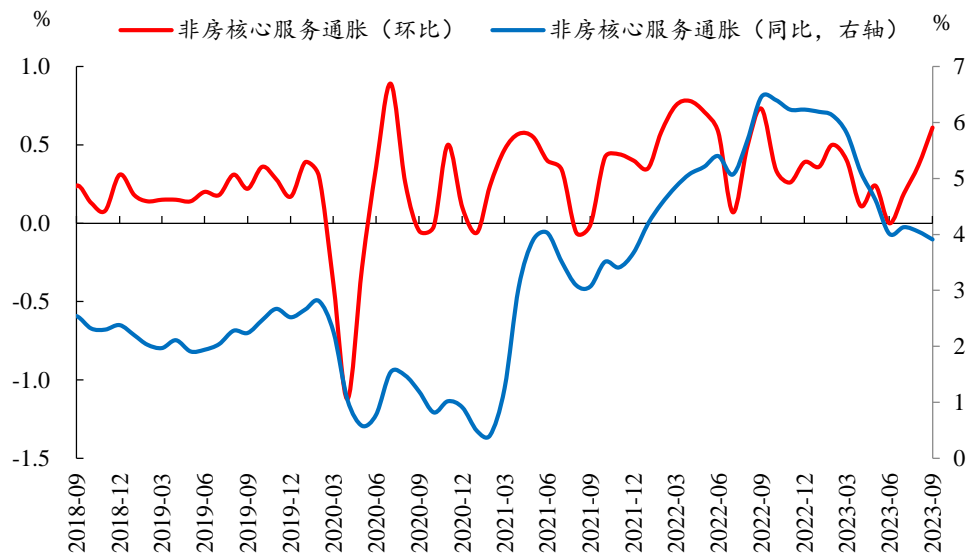
¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3699230?keyword=%E7%BD%A2%E5%B7%A5>

图8：美国二手车价格继续上行


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行


数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

图10：9月美国非房核心服务通胀同比下降、环比继续回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储或暂停加息，但保持高利率时长预期将再度加强

如何理解当前的经济数据对美联储决策的影响？结合9月非农数据以及美联储官员近期的表态，我们认为美联储在11月份加息的概率或许不高，但会向市场进一步传递出保持更长时间的高利率水平的信号，并且保留进一步加息的主动权。

首先，从9月份的非农数据来看，新增非农就业数据强劲，但失业率并未下降，薪资增速亦未出现回升，考虑到劳动力就业意愿仍强，因此9月份的就业回暖是否可持续尚需观察。而通胀数据显示当前整体通胀水平仍处在韧性下滑的轨道中，并未出现较为明显的反弹，因此美联储目前去通胀的进程尚未逆转；

其次，从近期美联储的官员发言以及9月份的FOMC会议纪要来看，整体发言较为中性鸽派。其中较为鹰派的达拉斯联储主席 Lorie Logan 表示，近期长期美债收益率的提升有助于收紧美国的金融条件，从而使得加息的必要性在降低。美联储副主席杰斐逊亦表达了相似的观点，即认为债券收益率上升会导致金融情况收紧，

需要谨慎地评估额外的紧缩政策²。9月份的FOMC会议纪要亦显示出当前美联储内部的分歧相对较大，美联储会更加谨慎的行动³。

总的看，我们认为当前的数据呈现出非常高的复杂性，显示去通胀的“最后一英里”可能需要更多的耐心和时间，有较大的概率持续超出预期。对当前的美联储而言，由于通胀尚在下行路径中，就业回暖的可持续性也尚待观察，因此其11月份会有较大概率选择不加息。但整体表态或将比较鹰派，并持续向市场释放更长时间保持限制性利率的信号。数据发布后，CME利率期货显示11月不加息的概率为87.4%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3699237?keyword=%E7%BE%8E%E8%81%94%E5%82%A8>

³ <https://wallstreetcn.com/articles/3699424?keyword=%E7%BE%8E%E8%81%94%E5%82%A8>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn