

财政逐渐取代货币成为影响美债利率的核心变量

——美国9月CPI传递的信号

核心观点

结合联储官员表态以及本月CPI同比走平、环比回落的趋势看，11月联储加息的概率较小；但我们认为当前财政已取代货币成为影响美债利率的核心政策变量。展望未来：在财政未出现明显退坡前，美国衰退风险较为有限，“宽财政-紧货币”支撑的经济韧性可以延续；短期10年期美债利率仍有可能上破5%并逐步抹平与2年期美债的倒挂幅度，从利率曲线的角度逐步去除衰退预期。

国内资产方面，美元持续的强韧性以及10年期中美国债利差走阔可能增加我国的国际收支平衡压力；在此背景下，国内基本面政策可能逐渐加强，股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

□ 9月美国CPI同比增速结束连续反弹态势，但薪资粘性对通胀的扰动仍需关注

9月美国CPI同比增速3.7%，整体略高于市场预期，但与前值3.7%持平也结束了6月以来CPI同比增速的连续反弹态势；环比增速0.4%，相较前值0.6%有所走低。能源分项9月环比1.5%，与Q3以来能源价格的反弹趋势基本拟合，当前中东地缘冲突风险仍在，能源分项环比仍有进一步反弹的压力。

9月核心CPI环比0.3%，与前值基本持平，住房分项和薪资仍然具有粘性，9月罢工风波至今尚未结束，未来仍是通胀潜在的扰动项；核心CPI同比增速4.1%，相较前值4.4%继续回落。分项来看：

核心商品分项9月环比-0.4%，连续四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**9月环比0.6%，相较前值明显反弹。

我们测算的剔除住房以外的**核心服务**分项9月环比为0.6%，相较前值继续小幅反弹，薪资粘性对核心CPI的贡献仍然较大，9月以来美国的罢工风波至今尚未结束，未来需持续关注薪资粘性对这一核心分项的扰动

□ 薪资粘性对通胀的扰动仍然居高不下，未来仍需关注罢工进展

汽车工会方面，截至10月11日，美国汽车工会罢工仍在持续，近期三大汽车厂商已就工会的薪资诉求做出一定让步，避免罢工规模进一步扩大，但双方尚未达成一致。目前福特汽车同意提薪约30%；Stellantis与通用汽车同意将员工薪资提高20%（汽车工会对三大汽车厂商的提薪要求是46%）。

医疗体系方面，凯瑟医院体系人员罢工于10月7日暂时结束，但劳资双方尚未达成一致。工会的主要诉求是增加10000名新员工来补充医疗部门人手，其他要求还包括在未来两年每年涨薪6.5%，增加最高3750美元的绩效工资、提供每小时23美元的最低工资等。工会将给予院方3周时间就协议内容做出答复，如果答复不达预期或将于11月1日发起第二轮罢工。

□ 联储11月按兵不动概率大，但财政已取代货币成为美债利率的核心影响变量

国庆节后，油价的回落以及美联储官员的鸽派指引阶段性为美债利率降温，10年美债利率小幅回落至4.5%附近。

达拉斯联储主席Logan指出：“大幅上升的利率收紧了金融环境，减少了联储进一步加息的必要性”；美联储副主席Jefferson同样指出：“联储正在关注美债利率的快速上行，并将其作为评估未来政策路径的重要参考标准”。结合联储官员表态以及本月CPI同比走平、环比回落的趋势看，11月联储加息的概率较小；截止10月12日，CME利率期货定价11月联储按兵不动的概率接近90%。但我们认为当前财政政策已取代货币政策成为未来美债利率的核心影响变量，展望未来：

我们继续维持前期观点，在财政未出现明显退坡前，美国衰退风险较为有限，“宽财政-紧货币”支撑的经济韧性可以延续；短期10年期美债利率仍有进一步冲高

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

- 《从国际收支到稳定经济增长——破局系列一》 2023.10.11
- 《9月外储：后续关注资本流动对国际收支的影响》 2023.10.08
- 《10年美债利率可能继续上行，抹平期限利差》 2023.10.06

的可能性，可能上破 5% 并逐步抹平与 2 年期美债的倒挂幅度，从利率曲线的角度逐步去除衰退预期。

□ 中期美债利率的影响因素核心关注财政拨款闯关，众议院议长人选较为重要

中期驱动美债利率拐头的制约因素主要源于两大方面，分别是财政支出力度和金融稳定风险。一是财政支出力度，本次财政拨款虽然两党阶段性妥协，但麦卡锡被罢免后大概率将增加下一轮财政谈判的难度，如果 2024 财年拨款明显受阻将破坏美国经济韧性；二是金融稳定风险，即美国 10 年国债利率快速上行使得 3 月美国银行风险重现，或使得对冲基金等金融机构出现杠杆平仓等问题；金融风险倒逼货币政策转向可能驱动利率下行。

目前来看，短期财政支出对美债利率的制约力度可能更强，未来需高度关注下一轮财政拨款的谈判进展。新一任众议院议长的人选对比较为重要，当前共和党内部有两大热门人选，分别是斯卡利斯（Steve Scalise）与乔丹（Jim Jordan）。未来众议院议长人选的确认将在一定程度上影响两党财政协调的难度（截至 10 月 12 日已提名斯卡利斯作为议长候选人，但最终能否顺利当选仍有不确定性，如未顺利当选可能转向提名乔丹）。

乔丹是当前共和党内部的极右翼代表之一，与特朗普关系较为密切；也是当前众议院中共和党极右翼小组（Freedom Caucus）的创始人之一，该小组坚持 2024 财年预算案中应包含：大幅削减财政支出预算，停止乌克兰军援等主张；上述主张是民主党当前较难接受的条款，也是两党在 2024 财年拨款谈判中的重要分歧。如果乔丹未来接任众议院议长可能加大下一轮财政拨款谈判的难度。

斯卡利斯是相对乔丹更为温和的人选，政策理念与风格与麦卡锡更为类似，与民主党的分歧相对更小，此前也曾投票支持对乌克兰的军事援助，如果斯卡利斯接任众议院议长将提升美国未来财政拨款闯关成功的概率。

□ 10 年美债利率和美元可能进一步上行，国际收支压力可能加强国内基本面政策

美债方面，短期来看，预计本轮 10 年美债利率可能于 Q4 突破 5%，直至抹平与 2 年期美债利率的期限利差。中期来看，财政支出力度将是美债利率的核心制约因素，需高度关注下一轮财政拨款谈判进展。

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。

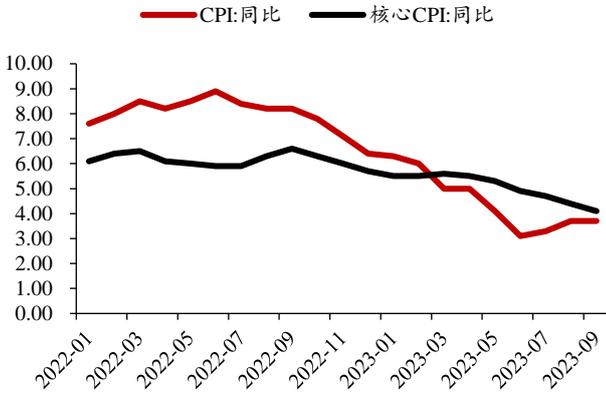
国内资产方面，美元持续的强韧性以及 10 年期中美国债利差走阔可能增加我国的国际收支平衡压力；在此背景下，国内基本面政策可能逐渐加强，股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美国金融市场出现流动性风险

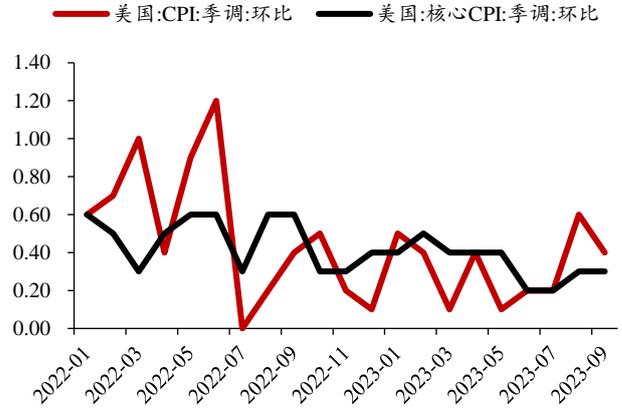
1 重要图表

图1：9月美国CPI同比增速持平8月（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：9月核心CPI环比增速持平8月（%）



资料来源：Wind，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>