

宏观周报 20231015

美国通胀回落的难度在哪？—海外宏观经济周报

2023年10月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《9月出口：出口稳住了，除了汽车还有什么亮点？》

2023-10-15

《9月社融：“稳信贷”后劲几何？》

2023-10-13

- **美国通胀“最后一公里”很艰难，9月通胀继续反弹上涨。**本周海外宏观最受瞩目的便是美国9月通胀了。受到油价上涨的持续影响，9月美国CPI环比上涨0.4%，同比较8月持平录得3.7%。核心通胀环比增速维持在良性放缓的边界，受到住房通胀的影响，核心通胀回落粘性十足。
- **油价涨幅有所收敛。**沙特阿拉伯重申了自愿减产100万桶的计划至今年年底，俄罗斯方面同样表示将保持10月份石油出口低于基线30万桶/天，没有进行更大幅度的减产。不过，随着美国国内原油供给量以及库存的上涨，油价在本月对通胀的影响并没有上个月那么大。**不过巴以冲突对油价的影响值得关注，地缘政治风险可能会持续扰动原油价格。核心在于冲突是否会进一步扩散至伊朗等周边国家，**
- **房租导致核心服务涨幅扩大，是当前核心服务难以回落的主要障碍。**美国地产回暖，房价企稳导致进一步推高房价。通过传导路径，房价及房租的上涨传导至CPI房租分项，进而住房通胀粘性较高。
而曼哈顿作为租房市场是美国整体房屋租赁市场的缩影，10月15日当周，房租较去年同期上涨近4.5%。因此尽管年内房租通胀可能下行，但下行速度缓慢且今年底或者明年初房租让CPI持续下行变的并不顺畅。
- **不过二手车所带领的核心商品在继续回落，但未来价格存在隐忧。**9月美国核心商品CPI环比跌幅扩大至0.4%，其中9月二手车价格环比降幅由8月的-1.2%扩大至-2.5%，成为核心商品下降的“主力”。不过，二手车和卡车价格的先行指标，Manheim二手车价格指数的环比增速连续两个月小幅上涨，给二手车通胀继续下行带来一定阻力。
- **除此之外，值得关注的是中美关系最近释放出了边际缓和的信号。**
- **本次北京方面会见参议院多数党领袖查克·舒默率领的美国国会两党代表团，更是传递了不同寻常的信号。**这是自2019年5月以来首次访问中国的美国国会代表团。而舒默作为长期以来中国经济政策的鹰派代表人物，在汇率、贸易、先进技术（人工智能和半导体）和知识产权问题上频频对华施加压力。
- **诸多细节显示双方对此次会见高度重视，且希望缓和中美之间的关系：**
- **首先，本次会见时长不短凸显对话的重要性。**相比于6月美国国务卿布林肯访京的35分钟礼节性会见，本次与舒默的会见持续了80分钟，释放两国积极沟通信号，也与美国驻华大使伯恩斯坦形容这次会见“详细、富有成效、实质性、非常坦率和诚实”相对应。
- **其次，双方均积极评价两国关系。**不仅北京方面重申：美国和中国“有一千条理由把中美关系搞好”，“没有一条理由把中美关系搞坏”，主动释放希望双边关系改善信号；同时美国方面，舒默表示“我们不寻求同中国发生冲突，不希望同中国脱钩”，进一步证实了双方都有意加强对话，缓解关系的意愿。
- **最后，值得注意的是在舒默超过24年的任职时间里，此前他只参加过两次正式出国访问。**一次是近13年前的中国之行，另一次今年早些时候的慕尼黑安全会议。加之本次访问团的参议员多为资深人士，在美国外交事务特别是中美关系上有相当重要的话语权。
- **因此中美关系将继续边际好转，在与舒默会面时，**习近平总书记表示，“希望两国多来往、多对话、多交流，增进彼此相互了解”，这暗示中美两国元首很可能将在APEC会议期间会晤，也给中美关系进一步缓和提供空间和环境。

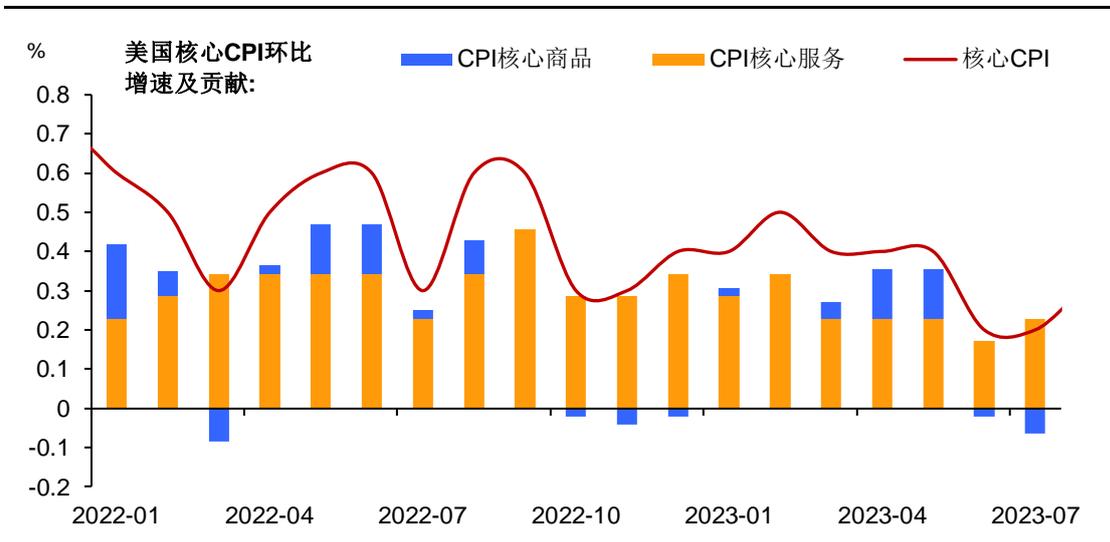
- **重点数据速览后，我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。**根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。
- **经济活动：美国经济活动表现强劲。**截至 10 月 8 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 2.14，前值为 1.67，本期美国 WEI 指数继续上升，经济持续表现强劲。截至 10 月 8 日当周德国 WAI 指数初值-0.07，前值为-0.15，基本陷入负增长的泥潭。欧洲经济普遍低迷下，欧央行将会更谨慎的制定货币政策，重新审视政策路径，在年内后续时间内放缓加息进程。
- **需求：美国消费强势上升，地产销售边际改善。**美国消费活动表现持续亮眼，截至 10 月 8 日当周，美国红皮书商业零售销售同比录得 4.0%，较上期大幅上升。不过商品消费复苏势头向好，而服务消费表现较差，Open Table 入座订餐人数在 10 月 15 日当周同比降幅边际扩大。出行方面，本周执行航班数量边际回升，而国内纽约交通拥堵指数则边际回落。
地产方面，截止 10 月 15 日当周抵押贷款利率飙升至 7.57%，再次刷新近 2023 年最高水平。高利率持续对地产市场造成冲击，房地产能否抵抗住历史最强加息仍有待时间检验，不过本期向好的是地产销售同比降幅大幅收窄，或有助于地产的修复。
- **就业：劳动力市场仍然紧张。**截至 10 月 8 日当周，美国首次申请失业救济人数为 20.9 万人，持平前期；截至 10 月 1 日当周，续申失业救济人数相较于 9 月 24 日当周，上升了 3 万人至 170.2 万。当前整体就业仍非常强劲，9 月强劲的非农数据也说明了劳动力市场韧性犹在，这进一步给通胀的下行带来阻力，美国通胀“最后一公里”比想象的更加艰难，预计利率将维持在限制性水平一段时间。
- **流动性：美元流动性边际改善。**本周美国净流动性(美联储总资产-TGA-逆回购)边际上行。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际回升，企业债利差略有上升。截至 10 月 11 日，美联储资产负债表规模较 10 月 4 日收缩了 37.28 亿美元，其中国债减少 19.03 亿美元，美国缩减资产负债表的行为正在缓慢进行。此外，欧美主要银行的 CDS 指数在本周边际下行，债券违约风险下降。银行存款下降，但是中小银行存款有所上升。整体来看，美元流动性的紧张状况略有改善。
- **风险提示：欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波。**

图1: 美国 9 月通胀情况总览

	同比, 季调 (%)			环比, 季调 (%)		
	2023-09	2023-08	2023-07	2023-09	2023-08	2023-07
CPI	3.7	3.7	3.2	0.4	0.6	0.2
食品	3.7	4.3	4.9	0.2	0.2	0.2
家庭食品	2.4	3.0	3.6	0.1	0.2	0.3
非家用食品	6.0	6.5	7.1	0.4	0.3	0.2
能源	-0.5	-3.6	-12.5	1.5	5.6	0.1
能源类商品	2.2	-4.2	-20.3	2.3	10.5	0.3
汽油 (所有种类)	3.0	-3.3	-19.9	2.1	10.6	0.2
燃油	-5.1	-14.8	-26.5	8.5	9.1	3.0
能源服务	-3.4	-2.8	-1.2	0.6	0.2	-0.1
电力	2.6	2.1	3.0	1.3	0.2	-0.7
公共事业 (管道) 燃气服务	-19.9	-16.5	-13.7	-1.9	0.1	2.0
核心CPI	4.1	4.3	4.7	0.3	0.3	0.2
商品, 不含食品和能源类商品	0.0	0.4	0.9	-0.4	-0.1	-0.3
新汽车和卡车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手汽车和卡车	-8.0	-6.6	-5.6	-2.5	-1.2	-1.3
服装	2.3	3.1	3.2	-0.8	0.2	0.0
医疗护理商品	4.2	4.5	4.1	-0.3	0.6	0.5
服务, 不含能源服务	5.7	5.9	6.1	0.6	0.4	0.4
收容所	7.1	7.2	7.7	0.6	0.3	0.4
运输服务	9.0	10.4	9.3	0.7	2.0	0.3
医疗护理服务	-2.6	-2.1	-1.5	0.3	0.1	-0.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 核心服务贡献上涨, 核心商品继续下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国国内原油产量在上涨



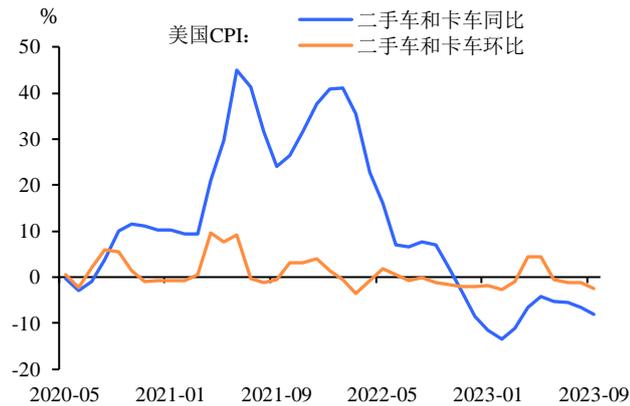
注: 日期截止至 2023 年 7 月
数据来源: EIA, 东吴证券研究所

图4: 美国原油库存开始回升



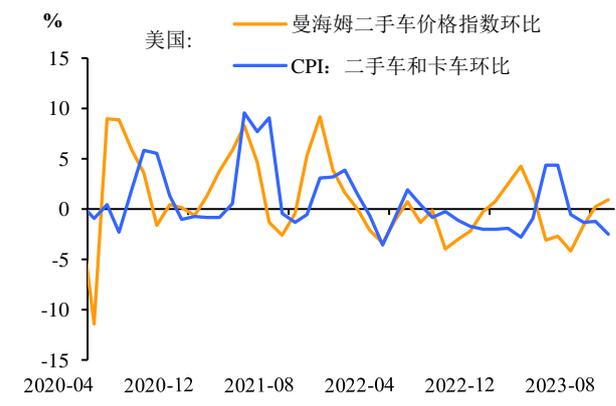
注: 日期截止至 2023 年 10 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 二手车和卡车通胀持续走低



注: 日期截止至 2023 年 9 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 二手车价格连续两个月上涨



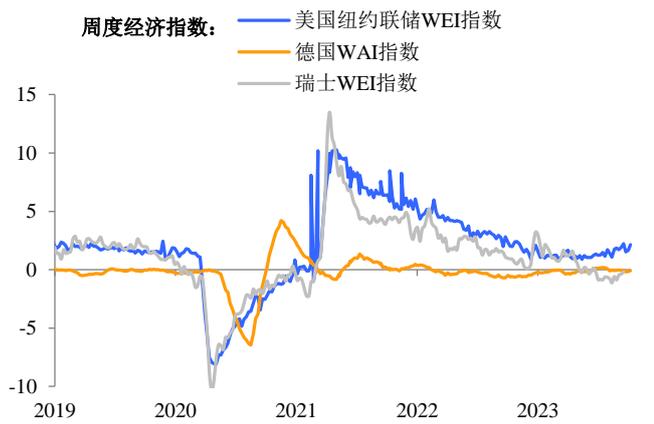
注: 日期截止至 2023 年 9 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾（2023.10.9-2023.10.15）									
	单位	边际变化	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	重要性
价格									
CPI 同比	%	↑ 0.00		3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	★★★★
核心CPI 同比	%	↓ -0.20	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30		★★★★
CPI 环比 (季调)	%	↓ -0.20	0.40	0.60	0.20	0.20	0.10		★★★★
核心CPI 环比 (季调)	%	↑ 0.00	0.30	0.30	0.20	0.20	0.40		★★★★
PPI 同比	%	↑ 0.20	2.20	2.00	1.10	0.20	1.10		★★★★
核心PPI 同比	%	↑ 0.20	2.70	2.50	2.70	2.50	2.80		★★★★
PPI 环比 (季调)	%	↓ -0.20	0.50	0.70	0.60	0.00	-0.30		★★★★
核心PPI 环比 (季调)	%	↑ 0.10	0.30	0.20	0.60	0.00	0.20		★★★★
PCE 环比 (季调)	%	↑ 0.20		0.40	0.20	0.20	0.10		★★★
核心PCE 环比 (季调)	%	↓ -0.10		0.10	0.20	0.20	0.30		★★
进口价格指数同比	%	↑ 1.20	-1.70	-2.90	-4.70	-6.10	-5.70		★★
进口价格指数环比	%	↓ -0.50	0.10	0.60	0.10	-0.20	-0.40		★★
出口价格指数同比	%	↑ 1.60	-4.10	-5.70	-8.00	-11.80	-10.30		★
出口价格指数环比	%	↓ -0.40	0.70	1.10	0.40	-0.60	-2.10		★
景气调查									
密歇根大学消费者信心指数	1966年2季=100	↓ -5.10	63.00	68.10	69.50	71.60	64.40	59.20	★★★★
密歇根大学消费者预期指数	1966年2季=100	↓ -5.30	60.70	66.00	65.50	68.30	61.50	55.40	★★★
密歇根大学消费者现状指数	1966年2季=100	↓ -4.70	66.70	71.40	75.70	76.60	69.00	64.90	★★
中小企业乐观指数 (季调)	1986年=100	↓ -0.50		90.80	91.30	91.90	91.00	89.40	★★
密歇根大学1年通胀预期	%	↑ 0.60	3.80	3.20	3.50	3.40	3.30	4.20	★
密歇根大学5年通胀预期	%	↑ 0.20	3.00	2.80	3.00	3.00	3.00	3.10	★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾（2023.10.9-2023.10.15）									
	单位	边际变化	2023/10/15	2023/10/8	2023/10/1	2023/9/24	2023/9/17	2023/9/10	2023/9/3
经济活动									
美国纽约联储WEI 指数		↑ 0.47		2.14	1.67	1.53	2.23	1.93	1.72
德国WAI 指数		↑ 0.08		-0.07	-0.15	-0.17	-0.06	-0.04	-0.03
瑞士WEI 指数		↑ 0.19					-0.18	-0.37	-0.45
消费									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↑ 0.50		4.00	3.50	3.80	3.60	4.60	4.10
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↓ -2.26	-6.19	-3.92	-3.88	-6.46	-8.15	-6.39	-5.39
出行									
美国执行航班:周环比	%	↑ 1.44	1.6	0.1	0.5	0.9	1.0	-0.9	-3.2
TSA安检人数:周环比	%	↑ 1.64	3.21	1.56	-0.09	2.86	1.41	2.17	-3.78
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↓ -10.21	-4.84	5.37	-6.85	-3.66	18.22	3.75	19.27
地产									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑ 0.08	7.57	7.49	7.31	7.19	7.18	7.12	7.18
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 2.19		-16.33	-18.52	-25.59	-27.43	-28.55	-28.86
美国MBA购买指数:周同比	%	↑ 2.18		-19.35	-21.54	-27.35	-26.54	-27.46	-28.26
就业									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↑ 0.00		20.90		20.50	20.20	22.10	21.70
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↑ 3.00			170.20	167.20	166.50	165.80	168.30
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↑ 0.00			1.10	1.10	1.10	1.10	1.10

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图8: 美欧经济分化



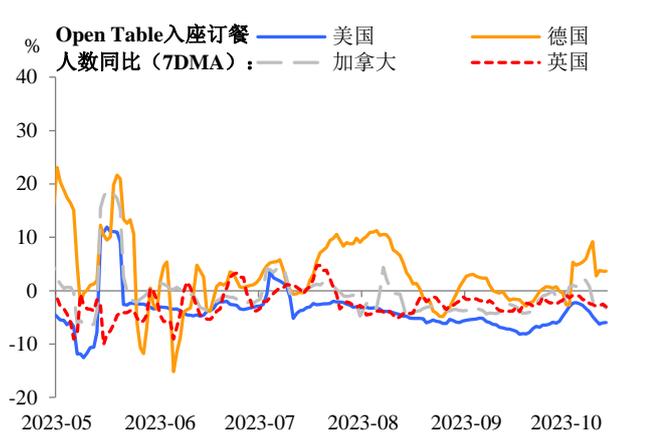
注: 日期截止至2023年10月;
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9: 美国消费表现亮眼



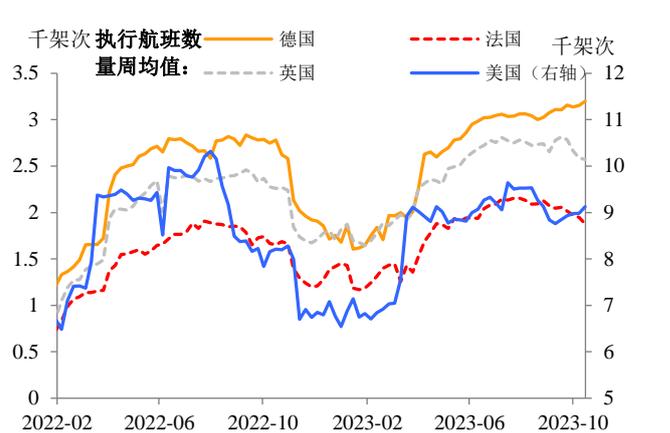
注: 日期截止至2023年10月; 阴影表示美国衰退;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 美国订餐活动低位徘徊



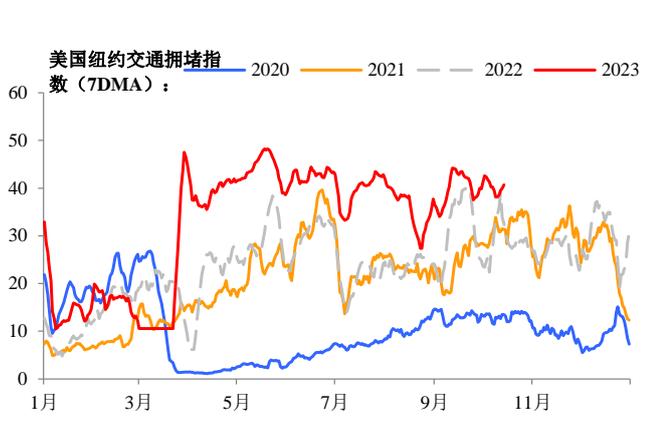
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图11: 美国航班数量边际回升



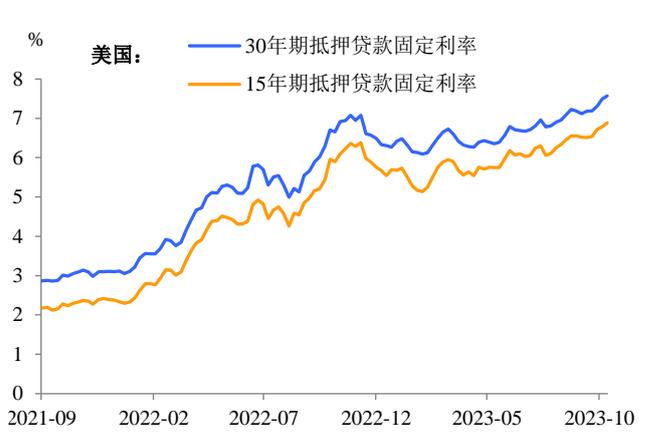
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 纽约交通拥堵指数边际上升



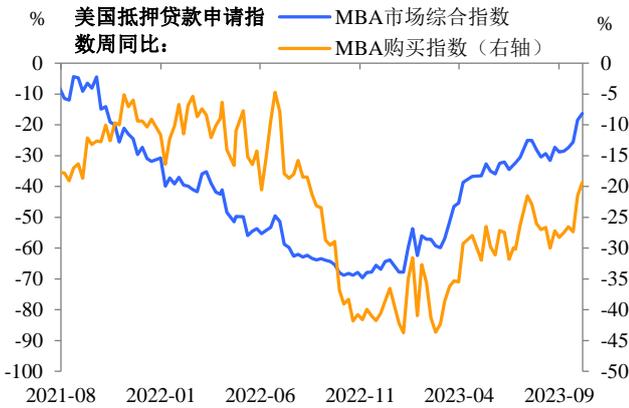
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图13: 美国抵押贷款利率再创新高



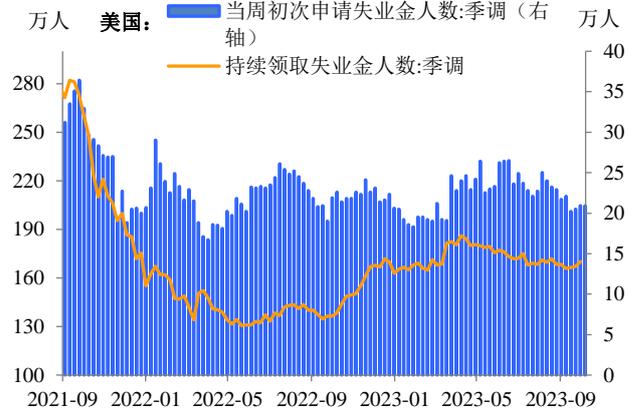
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 地产需求边际改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 美国劳动力市场依旧紧张



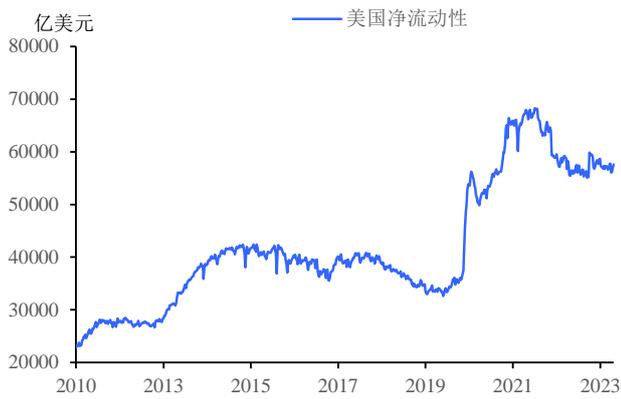
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 10. 9-2023. 10. 15)							
(亿美元)	10/11	10/04	09/27	09/20	09/13	09/06	周度变化
美联储							
总资产	79521	79558	80021	80241	80988	81013	↓ -37
其他贷款	1746	1791	1981	2011	2496	2493	↓ -45
一级信贷	26	28	32	31	27	21	↓ -2
银行定期融资计划	1089	1077	1077	1076	1080	1079	↑ 12
其他信贷工具	1746	1791	1981	2011	2496	2493	↓ -45
逆回购	15298	16320	17551	18047	18356	18999	↓ -1023
准备金	33157	32407	31685	31444	33105	32905	↑ 749
TGA	7130	6790	6721	6617	5374	4816	↑ 340
商业银行							
现金		33141	32720	32371	34046	33809	↑ 421
消费贷		19036	19112	18992	19009	19021	↓ -77
住房贷款		25619	25600	25623	25637	25603	↑ 19
商业地产贷款		29424	29440	29412	29408	29395	↓ -17
工商业贷款		27489	27450	27378	27349	27388	↑ 40
存款		173321	172905	172381	173227	173393	↑ 415
大银行存款		107681	107538	106935	107597	107961	↑ 143
小银行存款		52863	52590	52556	52813	52854	↑ 273
货币市场基金	57065	57080	56439	56376	56449	56271	↓ -16

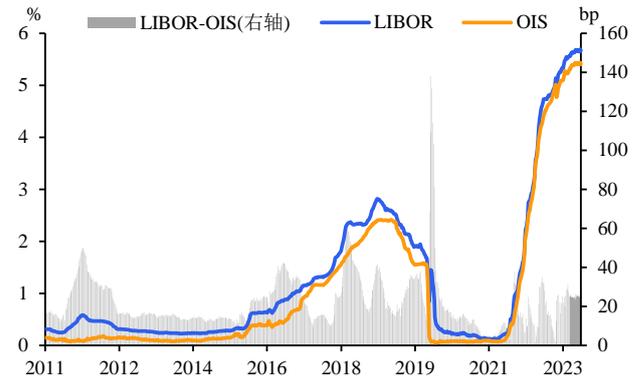
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 本周美国净流动性边际上升



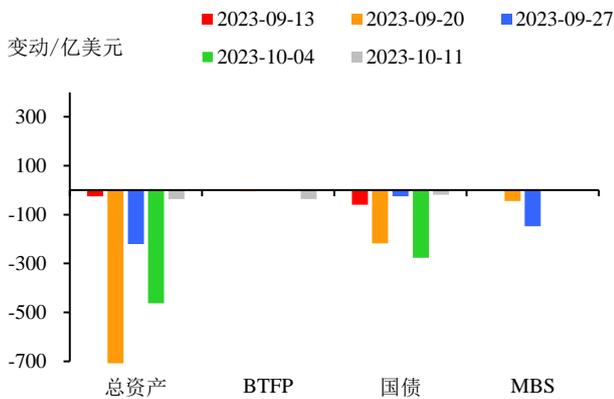
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: Libor-OIS 边际上升



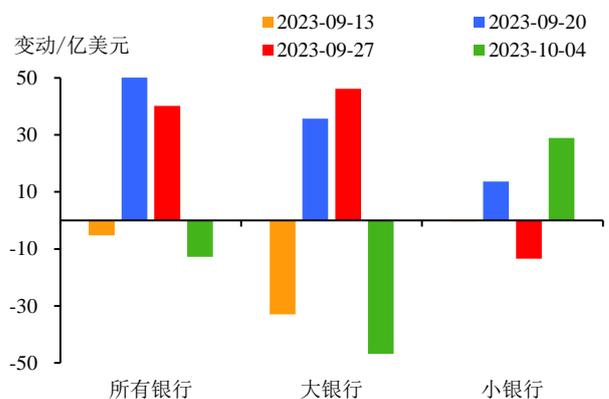
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 美联储资产负债表回落



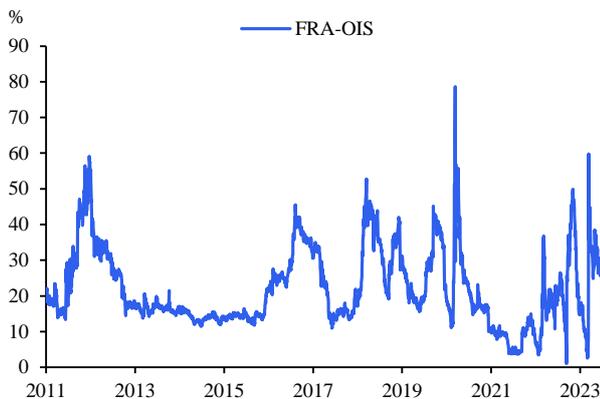
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图20: 美国商业银行存款规模下降



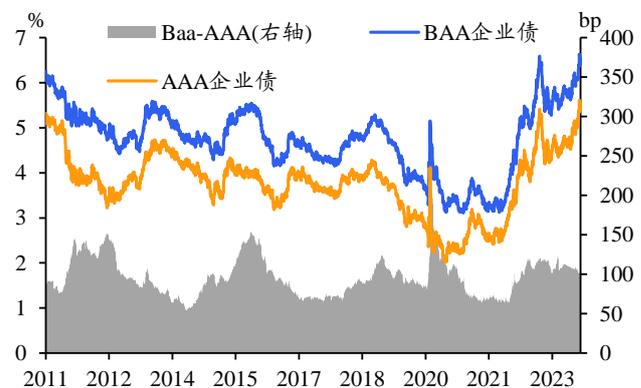
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图21: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



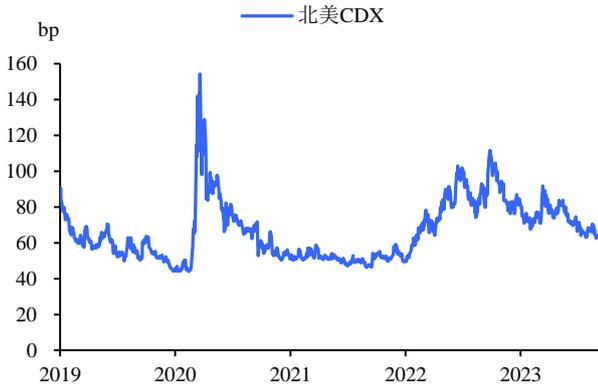
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图22: 企业信用风险继续边际回升



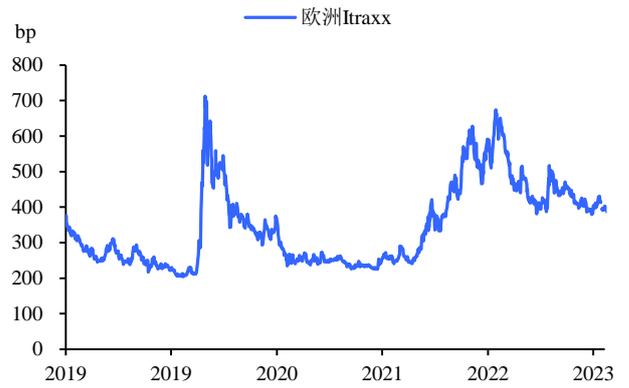
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 北美 CDX 指数下行



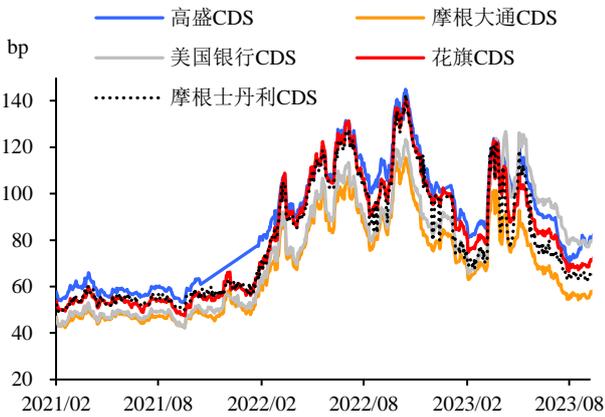
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图24: 欧洲 Itraxx 指数下行



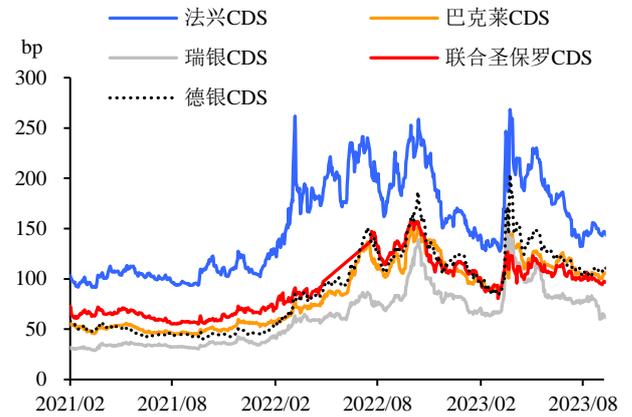
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图25: 美国主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图26: 欧洲主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>