

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

美国“罢工潮”：工资-物价螺旋形成的可能与条件

短期内，美国核心通胀向下的趋势有望延续，通胀或暂时成为市场定价的“次要矛盾”。中期而言，在财政扩张和经济“软着陆”预期下，再通胀风险是否会导致美联储再次加息，或将利率维持高位更长时间，成为市场关注的另一个焦点。一个新的不确定性来源于“罢工潮”：是否会失控？是否会抬升长期通胀中枢和名义利率水平？

热点思考：美国“罢工潮”——工资-物价螺旋形成的可能与条件

后疫情时代美国罢工的次数、参与人数和损失天数均显著上行，但仍呈“散点分布”。截止到8月底，2023年美国参与人数超过1,000人的罢工次数已经达到19次，累计参与人数和有效停工人数分别为31万和52万，损失工作天数占比达到0.21%。3季度以来似有加速态势。2023年1-8月罢工人数和损失工作天数已经超过2022年全年。

2023年的罢工活动主要分布在私营企业部门，行业主要分布在医疗、教育、酒店等服务业和机械制造、交通设备制造等制造业。在2023年（1-8月）的21次罢工活动中，私营企业为16次，罢工人数和累计损失工作天数占比分别为74%和79%。行业分布方面，医疗和教育行业各6次，制造业4次（工程机械、交通设备、航空航天和钢铁）。

一方面，由于BLS只统计参与人数超过1,000人的罢工活动，上述统计数据低估了美国罢工活动的强度。参考Cornell-ILR Labor Action Tracker，2021和2022年罢工次数分别为420次和588次，罢工人数分别高达24万和34万。另一方面，更值得强调的是，从二战结束以来的更长时间维度看，美国当前的罢工活动仍然是散点而非全面的。

美国当前或不具备形成“罢工潮”的经济、社会和法律条件。80年代以来，美国罢工活动逐步式微，因为：（1）第一，宏观环境从“大滞胀”时代走向“大缓和”时代，罢工的经济动机不复存在；（2）第一次石油危机之后劳动供求出现了结构性转变——失业缺口多数时间处于正值区间；（3）工会是罢工的“摇篮”，然而工会组织已经“江河日下”。

工会的集体议价能力下行的原因包括：（1）80年代以来，全球化进入黄金时代，跨国公司相对于工会的议价能力；（2）以信息技术为代表的技术进步形成了对劳动的替代；（3）服务业份额持续扩大，终生雇佣制向“零工经济”转变，都降低了大罢工形成的可能性；（4）同样重要的是，美国的法律环境变得越来越对罢工不友好。

紧张的劳动力市场是工资上行压力的来源，是“工资-物价螺旋”（简称“通胀螺旋”）形成的必要条件之一，但中长期通胀预期的稳定性也很关键。它决定了工资向物价的传导效率。由于劳动力市场正在趋势性转弱，中长期通胀预期仍处在下行趋势中，货币政策利率处于限制性水平——美联储政策具有全球性的紧缩效应，通胀螺旋或难以形成。

海外事件&数据：美联储官员发言偏鸽派，美国9月整体CPI略强于预期

美联储官员发言偏鸽派，支持停止加息。近期美债利率明显上升，美联储官员哈克、古尔斯比、博斯蒂克、戴利发言偏鸽派，倾向于支持停止加息。10月11日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量略高于上周。负债端，逆回购规模明显下降，CME FEDWATCH显示美联储11月加息概率略仅为6%，11月OIS隐含利率降低。

美国9月整体CPI略强于预期。美国9月核心CPI物价指数年率4.1%，预期4.1%，前值4.4%，为2021年10月以来最小涨幅。美国9月核心CPI物价指数月率0.4%，预期0.3%，前值0.6%。9月，住房价格上升推动的核心服务通胀从8月的0.4%上升至0.6%。供应链正常化和二手车价格下降导致核心商品价格环比下降0.4%。

美国初请失业人数持平前值。10月7日当周美国初请失业金人数21万人，前值21万人。美国红皮书零售消费增速回升。10月7日当周，美国红皮书零售增速4%，前值3.5%。其中百货店增速0.7%，前值-0.2%，折扣店增速5%，前值4.6%。截至10月19日，美国30年期抵押贷款利率为7.6%，较8月底的7.2%上升40BP，较上周7.5%上升10BP。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、热点思考：美国“罢工潮”：工资-物价螺旋形成的可能与条件	4
（一）后疫情时代的罢工活动：罢工次数、人数和天数显著上行，但仍呈“散点分布”	4
（二）偃旗息鼓的“罢工潮”：美国当前或不具备形成罢工潮的经济、社会和法律条件	9
（三）风险被高估的“通胀螺旋”：市场目前并不相信美国通胀的长期中枢会高于 3%	11
二、海外基本面&重要事件	13
（一）货币与财政：美联储官员发言偏鸽派，支持停止加息	13
（二）生产与就业：美国初请失业人数持平前值	15
（三）消费与出行：美国红皮书零售消费增速回升	15
（四）通胀与能源：美国 9 月整体 CPI 略强于预期	16
（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率上升	18
风险提示	18

图表目录

图表 1：2023 年 1-8 月美国罢工情况概览	4
图表 2：2023 年 1-8 月美国罢工参与人数	4
图表 3：2023 年 1-8 月美国次数	4
图表 4：2023 年 1-8 月美国罢工导致的损失工作天数	4
图表 5：后疫情时代美国罢工次数和人数的比较	5
图表 6：后疫情时代美国罢工天数的比较	5
图表 7：2023 年 1-8 月美国罢工情况	6
图表 8：2022 年美国罢工情况	7
图表 9：美国 2021-2022 年罢工次数	7
图表 10：美国 2021-2022 年罢工次数	7
图表 11：不同规模企业吸纳的就业人数（按雇员数）	8
图表 12：不同规模企业吸纳的就业占比（按雇员数）	8
图表 13：美国 2022 年罢工情况（分行业）	8
图表 14：罢工的诉求	8
图表 15：美国罢工史（1947-2023，次数与人数）	9
图表 16：美国罢工史（1947-2023，天数及占比）	9
图表 17：罢工的式微与通胀的缓和	9
图表 18：实际工资转负是罢工的一个重要起因	9
图表 19：失业率与罢工	10

图表 20: 失业缺口与罢工	10
图表 21: 工会参与率与 Top 10%收入者份额	10
图表 22: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额	10
图表 23: 工会参与率与 Top 10%收入者份额	11
图表 24: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额	11
图表 25: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额	11
图表 26: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额	11
图表 27: “通胀螺旋”的形成机制	12
图表 28: 专业预测者的中长期通胀预期	13
图表 29: 通胀交易者的中长期通胀预期	13
图表 28: 美国流动性量价跟踪	14
图表 29: 截至 10 月 15 日, 美联储 10 月缩表规模 320 亿	14
图表 30: 美联储逆回购规模下降	14
图表 31: 截至 10 月 15 日, 美联储加息概率	15
图表 32: 11 月 OIS 隐含利率降低	15
图表 33: 美国 10 月 7 日当周初请失业 21 万人	15
图表 34: 美国 10 月 2 日当周新增职位数量上升	15
图表 35: 美国红皮书零售同比 4%, 前值 3.5%	16
图表 36: 美国红皮书零售增速弱于季节性	16
图表 37: 美国纽约交通拥堵情况回升	16
图表 38: 德国航班飞行次数高于 2022 年	16
图表 39: 德国 10 月外出用餐人数同比回升	16
图表 40: 美国 TSA 安检人数小幅回升	16
图表 41: 美国 9 月 CPI 分项增速	17
图表 42: 美国 9 月 CPI 商品增速及结构	17
图表 43: 美国 9 月 CPI 服务增速及结构	17
图表 44: 本周, 布油价格 93 美元, WTI 价格 87 美元	18
图表 45: 本周, IPE 英国天然气 140 便士	18
图表 46: 美国 30 年期抵押贷款利率略升至 7.6%	18
图表 47: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	18

短期内，在租金的滞后效应影响下，美国核心通胀向下的趋势有望延续，通胀暂时成为市场定价的“次要矛盾”。中期而言，在财政扩张和经济“软着陆”预期下，再通胀风险是否会导致美联储再次加息，或将利率维持高位更长时间，成为市场关注的另一个焦点。一个新的不确定性来源于“罢工潮”：罢工活动是否会由点到面全面展开？是否会抬升长期通胀中枢和名义利率水平？我们的答案均是否定的，美国“罢工潮”难成气候。

一、热点思考：美国“罢工潮”：工资-物价螺旋形成的可能与条件

（一）后疫情时代的罢工活动：罢工次数、人数和天数显著上行，但仍呈“散点分布”

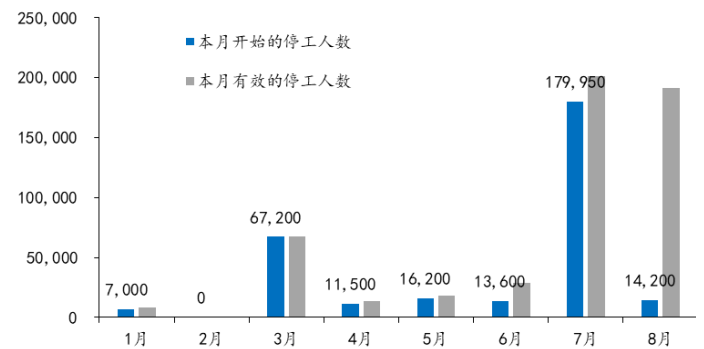
2022年初疫情管控措施放开以来，美国罢工（Work Stoppages）活动层出不穷，似有“罢工潮”之势。截止到8月底，美国参与人数超过1,000人的罢工次数已经达到19次，累计参与人数和有效停工人数分别为31万和52万，损失工作天数占比达到0.21%。从月度变化情况看，3季度以来似有加速态势。年度比较看，2020-2023年（1-8月）罢工次数和参与人数均在上行。其中，2023年1-8月罢工人数和损失工作天数已经超过2022年全年。

图表1：2023年1-8月美国罢工情况概览

图表2：2023年1-8月美国罢工参与人数

月份	本月开始的停工次数	本月有效的停工数量	本月开始的停工人数	本月有效的停工人数	本月开始的停工天数	本月有效的空闲天数	空闲天数占总工作时间的百分比
1月	1	2	7,000	8,000	21,000	34,000	
2月	0	0	0	0	0	0	
3月	2	2	67,200	67,200	199,400	199,400	0.01%
4月	3	4	11,500	13,700	52,700	96,700	
5月	3	4	16,200	18,400	271,000	319,400	0.01%
6月	5	8	13,600	29,000	71,800	376,500	0.01%
7月	2	6	179,950	201,100	1,965,000	2,273,000	0.07%
8月	3	8	14,200	191,100	48,000	4,107,900	0.11%
累计	19	34	309,650	528,500	2,628,900	7,406,900	0.21%

2023年1-8月罢工情况（人数）

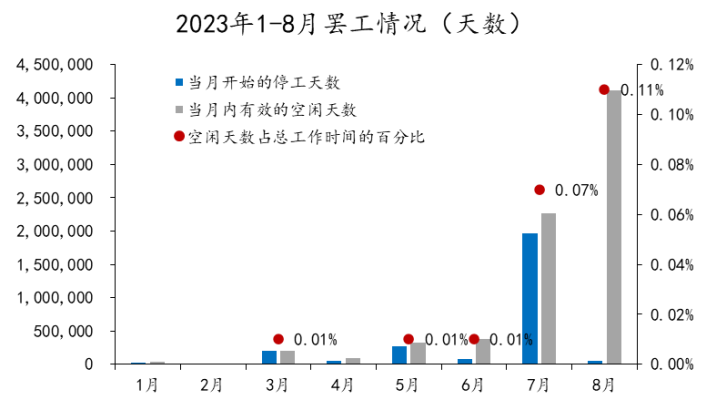
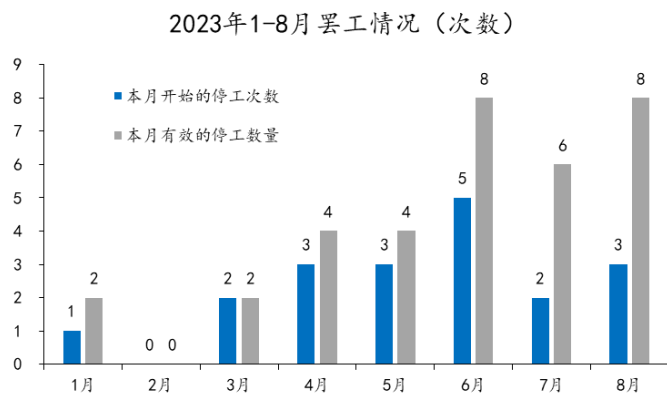


来源：BLS、国金证券研究所

说明：罢工人数和累计天数均四舍五入到最接近的百位数。

图表3：2023年1-8月美国次数

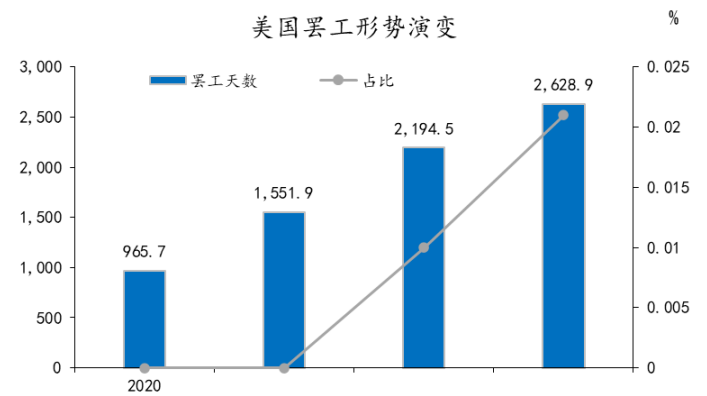
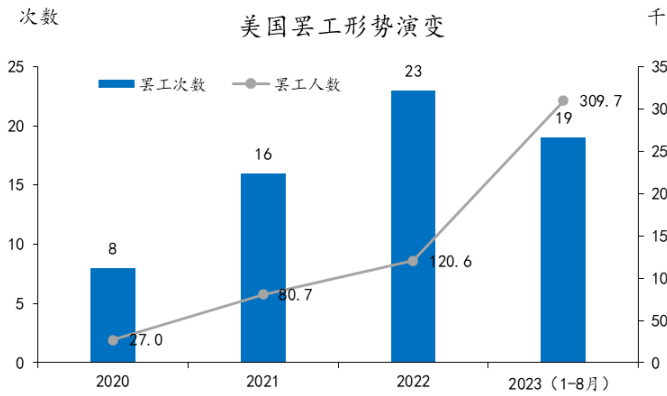
图表4：2023年1-8月美国罢工导致的损失工作天数



来源：BLS、国金证券研究所

图表5: 后疫情时代美国罢工次数和人数的比较

图表6: 后疫情时代美国罢工天数的比较



来源: BLS、国金证券研究所

说明: 当“占比”少于总预计工作时间的 0.005% 时, 数据约等于 0。

2023 年的罢工活动主要分布在私营企业部门, 行业主要分布在医疗、教育、酒店等服务业和机械制造、交通设备制造等制造业。在 2023 年 (1-8 月) 的 21 次¹ 罢工活动中——目前仍有 6 场罢工仍在进行中, 参与人数近 20 万, 占今年累计罢工人数的三分之二, 私营企业在 16 次, 罢工人数和累计损失工作天数占比分别为 74% 和 79%。行业分布方面, 医疗和教育行业各 6 次, 制造业 4 次 (工程机械、交通设备、航空航天和钢铁) ——相比 2022 年, 2023 年私营企业罢工次数占比略有提升。

¹ 与图表 1 统计的 19 次略有出入。

图表7: 2023年1-8月美国罢工情况

序号	雇主	州	所有权	行业	工会	罢工开始日期	结束日期	罢工人数	损失工作天数	合计损失工作天数	诉求
1	CNH Industrial	内华达州、威斯康星州	私营企业	农机具制造、工程机械制造	United Auto Workers	05/02/2022	01/21/2023	1,000	180	180,000	主要诉求是增加工资。他们要求在4年内将工资上涨36%。此外，要求得到更好的福利。包括每周32小时的工作时间，公司资助的退休医疗保健以及领取固定福利养老金，以及要求消除分级就业制度。
2	Alta Bates Summit	加利福尼亚州	私营企业	综合内科和外科医院	California Nurses Association/National Nurses United	12/24/2022	01/01/2023	1,800	4	7,200	美国劳动力市场紧张，工会合同到期和通胀高企造成的生活成本上涨等，很多一线的医疗工人难以应对持续上涨的生活成本。
3	Montefiore Medical Center, Mount Sinai Medical Center	纽约州	私营企业	牙科诊所	New York State Nurses Association	01/09/2023	01/11/2023	7,000	3	21,000	得到尽可能最好的工作环境，工资和福利能得到提高。包括三年内加薪19%，获得具体的、可执行的人员配备比例，进行社区健康改善和护士-学生合作项目，以及拥有专注于病人护理的工作环境。
4	Los Angeles Unified School District	加利福尼亚州	地方政府	小学和中学	Service Employees International Union	03/21/2023	03/23/2023	65,000	3	195,000	要求提高公共汽车司机、管理人员等后勤工作人员的工资，以及减轻工作负担。
5	University of Michigan	密歇根州	州政府	学院、大学和职业学校	Graduate Employees' Organization	03/29/2023	08/25/2023	2,200	104	228,800	要求维持生活工资，即在一份为期三年的合同的第一年增加60%的工资。
6	Sysco	肯塔基州、印第安纳州、加利福尼亚州、华盛顿州	私营企业	专业货运	Teamsters	04/03/2023	04/07/2023	1,300	5	6,500	为寻求更好的薪酬和福利待遇而举行罢工，包括获得高质量工会健康保险，以及安全的退休养老金。
7	Rutgers, The State University of New Jersey	新泽西州	州政府	学院、大学和职业学校		04/10/2023	04/14/2023	9,000	5	45,000	寻求工资平等，争取每个人的生活工资、真正的职业保障、种族和性别平等，以及公平的工资增长。
8	UCSF Benioff Children's Hospital Oakland	加利福尼亚州	私营企业	综合内科和外科医院	National Union of Healthcare Workers, California Nurses Association/National Nurses United, Caregivers and Healthcare Employees Union, International Union of Operating Engineers	04/19/2023	04/19/2023	1,200	1	1,200	通货膨胀侵蚀了员工的薪资，人员短缺也使他们疲于奔命，同时影响了医疗质量，他们要求涨幅达到24.5%。
9	Alliance of Motion Picture and Television Producers	全国	私营企业	电影和电视制作	Writers Guild of America West, Writers Guild of America East	05/02/2023	进行中	11,500	85	977,500	要求涨薪，因为编剧薪酬中位数自2018年以来没有上涨，考虑到通货膨胀，它实际上下跌了14%，而编剧薪酬中位数的周薪中位数下跌了23%，以及要求对“使用人工智能或类似技术生产的材料”进行监管。
10	Oakland Unified School District	加利福尼亚州	地方政府	小学和中学	Oakland Education Association	05/04/2023	05/15/2023	3,000	7	21,000	他们要求提高工资、人员配备和必要的服务，例如可靠和安全的上学交通以及为该地区大量无家可归者提供的服务。
11	The New England Healthcare Group	康涅狄格州	私营企业	家庭医疗服务	New England Health Care Employees Union SEIU 1199NE	2023/5/24	2023/6/15	1,700	15	25,500	全面提高薪资待遇以应对目前的生活成本上升问题、加强对分包和外包员工的就业保护、改善退休员工福利以及解决人员短缺问题、改善工作环境等。
12	University of Washington	华盛顿州	州政府	学院、大学和职业学校	United Auto Workers	06/07/2023	06/15/2023	2,400	7	16,800	工会要求企业在未来四年合同期内，为普通成员涨薪40%以上，并令所有临时工都成为全职员工，增加生活补贴，增加现有退休人员的养老金福利，恢复新员工的养老金，以及减少工作时间等其他福利。
13	Providence Portland Medical Center	俄勒冈州	私营企业	医院	Oregon Nurses Association	06/19/2023	06/23/2023	1,800	4	7,200	护士们一直在争取更大的福利，包括带薪病假、危险津贴和增加工资，也就是将工资提高到“有竞争力”的水平。并且增加医院福利，增加护士数量，以及合理的带薪休假和病假时间。
14	Wabtec	宾夕法尼亚州	私营企业	交通设备制造	United Electrical Workers	06/22/2023	进行中	1,400	50	70,000	工人工资无法赶上通货膨胀，因此呼吁结束取消两级工资制度，让所有临时工成为正式员工，以及恢复工人加班和退休福利，而且要实行每周四天工作制。
15	Boeing Spirit AeroSystems	堪萨斯州	私营企业	航空航天产品及零部件制造	International Association of Machinists and Aerospace Workers	06/23/2023	07/05/2023	6,000	7	42,000	希望得到更好的退休养老保障。他们表示不能接受一个不公平和公正的合同，因为这家公司每年能从他们的成员那里获得数十亿美元利润，会员的养老金已被夺走，现在又不愿意充分补偿。
16	Ascension Nurses	得克萨斯州、堪萨斯州	私营企业	家庭健康护理服务	National Nurses Organizing Committee and National Nurses United	06/27/2023	06/28/2023	2,000	1	2,000	要求更高的人员配备水平和工资，以及给经验丰富的护士支付更多的工资，否则将导致经验丰富的护士进一步外流到其他医院，从而降低患者护理的质量。
17	Los Angeles and Orange County Hotels	加利福尼亚州	私营企业	酒店(赌场酒店除外)及汽车旅馆	UNITE HERE	07/02/2023	进行中	20,000	37	86,800	他们要求酒店工人的时薪立即增加5美元，以及在后续三年内，每年时薪增加3美元。希望继续提供丰厚的工资、负担得起的优质家庭医疗保健和养老金。
18	The Alliance of Motion Picture and Television Producers	加利福尼亚州、纽约州	私营企业	电影和电视制作	Screen Actors Guild - American Federation of Television and Radio Artists	07/13/2023	进行中	160,000	35	5,600,000	希望得到知识产权权益、艺术完整性、流媒体重视度的缺失和人工智能的新发展。
19	New Jersey's Robert Wood Johnson University Hospital Nurses	新泽西州	私营企业	钢铁制造	United Steel workers	08/04/2023	进行中	1,700	20	34,000	要求设定更安全的人员配置比例，以减轻每名护士同时照顾太多患者的情况。工会还希望医院在三年合同期内冻结雇员医疗保险费并增加工资。
20	Los Angeles City Workers	加利福尼亚州	私营企业	办公室行政服务	Service Employees International Union	08/08/2023	08/08/2023	11,000	1	11,000	工人罢工旨在推动提高工资和福利。以及因为市政机构的职位空缺数量过多，迫使工人们不得不大量加班。这次罢工将传达这样一个信息：这些工人应该得到尊重。
21	Evergreen Public Schools	华盛顿州	私营企业	小学和中学	Evergreen Education Association	08/30/2023	进行中	1,500	2	3,000	工会要求加薪30%，并对最低收入职工额外增加2美元时薪。
总计								312,500	576	7,581,500	
私营企业								230,900	450	7,074,900	
地方政府								68,000	10	216,000	
州政府								13,600	116	290,600	

来源: BLS、国金证券研究所

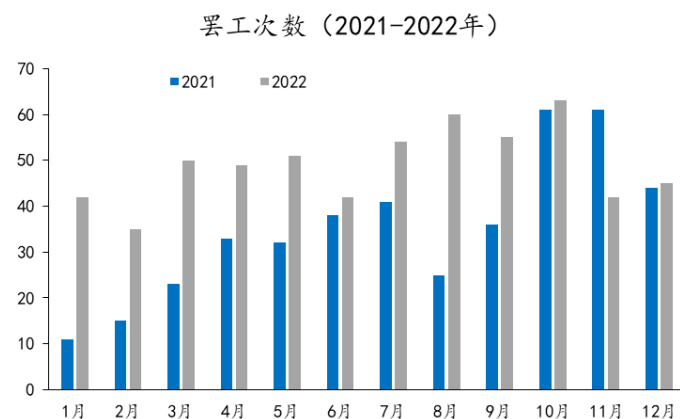
图表8: 2022年美国罢工情况

序号	雇主	州	区域	所有权	行业代码	工会	工会简称	罢工开始日期	结束日期	罢工人数	损失工作天数	累计损失工作天数
1	Kroger - King Soopers	CO	Denver	私营企业	445110	United Food and	UFCW	2022/1/12	2022/1/25	8,000	9	72,000
2	Minneapolis Public	MN	Minneapolis	地方政府	611110	Minneapolis Federation of	MFT, ESP	2022/3/8	2022/3/28	4,500	15	67,500
3	Sacramento City Unified	CA	Sacramento	地方政府	611110	Sacramento City Teachers	SCTA, SEIU	2022/3/23	2022/4/3	4,600	8	36,800
4	Sutter Health Hospitals	CA	Northern California	私营企业	622110	California Nurses	CNA	2022/4/18	2022/4/22	8,000	5	40,000
5	University of Illinois	IL	Chicago	州政府	61131	Graduate Employee	GEO	2022/4/18	2022/4/25	1,500	6	9,000
6	Stanford Health Care	CA	Stanford, Palo Alto	私营企业	622110	Committee for Recognition	CRONA	2022/4/25	2022/5/2	5,000	6	30,000
7	Oakland Unified	CA	Oakland	地方政府	611110	Oakland Education	OEA	2022/4/29	2022/4/29	2,000	1	2,000
8	CNH Industrial	IA, WI	Burlington, IA; Racine,	私营企业	33311, 33312	United Auto Workers	UAW	2022/5/2	2023/1/21	1,000	180	180,000
9	Cedars-Sinai Medical	CA	Los Angeles	私营企业	622110	Service Employees	SEIU	2022/5/9	2022/5/13	2,000	5	10,000
10	Brookline Public	MA	Brookline	地方政府	611110	Brookline Educators	BEU	2022/5/16	2022/5/16	1,000	1	1,000
11	Kaiser Permanente LA	CA	Los Angeles	私营企业	622110	California Nurses	CNA	2022/6/23	2022/6/24	1,200	1	1,200
12	Kaiser Permanente	CA	Northern California	私营企业	622110	National Union of	NUHW	2022/8/15	2022/10/18	2,000	45	90,000
13	Frontier Communication	CA	Southern California	私营企业	517311	Communication Workers of	CWA	2022/8/19	2022/8/24	2,000	4	8,000
14	Columbus City Schools	OH	Columbus	地方政府	611110	Columbus Education	CEA	2022/8/22	2022/8/26	4,500	5	22,500
15	Kent School District	WA	Kent	地方政府	611110	Kent Education	KEA	2022/8/25	2022/9/7	1,700	9	15,300
16	Twin Cities Hospitals	MN	Multiple	私营企业	622	Minnesota Nurses	MNA	2022/9/12	2022/9/14	15,000	3	45,000
17	Weyerhaeuser Company	OR, WA	Multiple	私营企业	113110	International Association	IAM	2022/9/13	2022/10/28	1,200	33	39,600
18	San Francisco International	CA	San Francisco	地方政府	722510	Union of Needletrades,	UNITE HERE	2022/9/26	2022/9/28	1,000	3	3,000
19	Sutter Health Hospitals	CA	Berkeley	私营企业	622110	California Nurses	CNA/NNU	2022/10/24	2022/10/29	1,800	5	9,000
20	University of California	CA	Statewide	州政府	61131	United Auto Workers	UAW	2022/11/14	2022/12/23	48,000	27	1,272,000
21	The New School	NY	NY	私营企业	61131	Academics Come Together	ACT-UAW	2022/11/16	2022/12/10	1,700	17	28,900
22	New York Times	NY	NY	私营企业	511110	The NewsGuild	TNG-CWA	2022/12/8	2022/12/8	1,100	1	1,100
23	Alta Bates Summit	CA	Oakland and Berkeley	私营企业	622110	California Nurses	NNU	2022/12/24	2023/1/1	1,800	4	7,200

来源: BLS、国金证券研究所

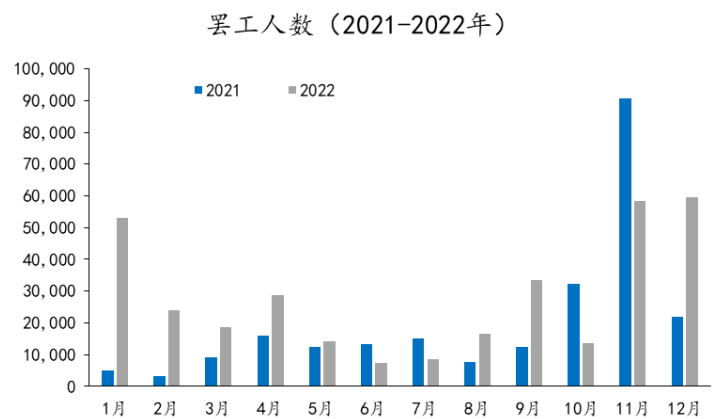
一方面, 由于BLS只统计参与人数超过1,000人的罢工活动, 上述统计低估了美国罢工活动的强度。参考Cornell-ILR Labor Action Tracker, 2021和2022年罢工次数分别为420次和588次——次数远高于BLS的统计值, 罢工人数分别高达24万和34万——比BLS的统计值分别高出8万和10万。部分是因为, 截止到2022年, 雇员人数超过1,000的企业吸纳的就业比例仅为42%, 虽然近30年有所上行(1993年为32%)。

图表9: 美国2021-2022年罢工次数

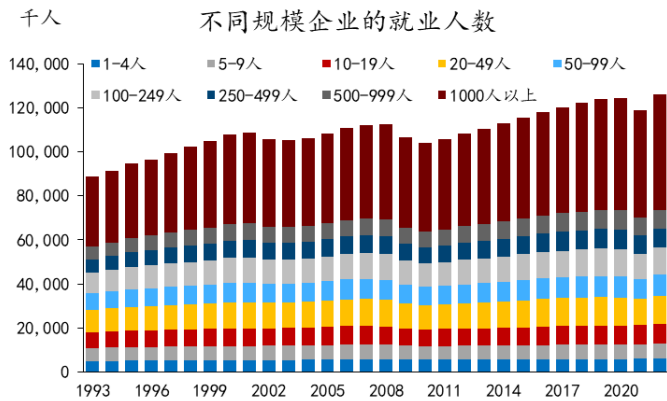


来源: Cornell-ILR Labor Action Tracker、国金证券研究所

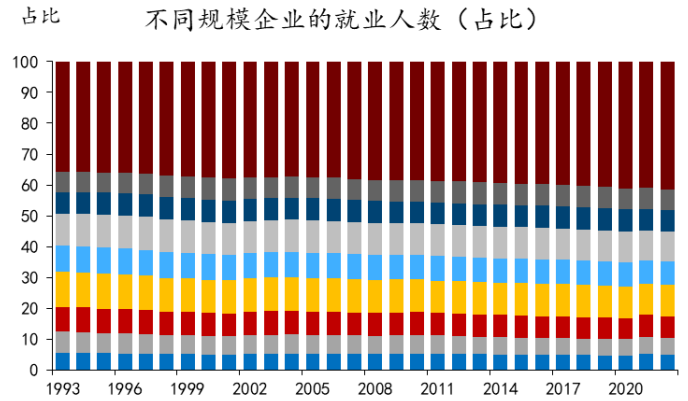
图表10: 美国2021-2022年罢工人数



图表11: 不同规模企业吸纳的就业人数 (按雇员数)



图表12: 不同规模企业吸纳的就业占比 (按雇员数)



来源: BLS、国金证券研究所

从行业分布上看, 服务业仍占主导, 住宿及食品服务、教育服务、运输及仓储、教育和保健与社会援助行业的罢工次数均在 40 以上, 但罢工人数最多的行业为教育, 其次为保健和社会援助。制造业罢工次数也达到了 40 次。结合美国劳动力市场供求关系的结构性特征可知, 受益于“重开”的服务行业更容易出现罢工活动。

从罢工的起因看, 工资(或其它与收入相关的福利)仍然是主导性因素——这一点在 2023 年的罢工中体现地更为明显(在 BLS 统计的 21 次罢工中, 其中 19 次都与工资相关), 其次还包括健康与安全、人员配备和卫生保健等方面。由此可知, 通货膨胀带来的生活成本压力及新冠疫情带来的医疗保障等方面的需求是罢工的主要原因。

图表13: 美国 2022 年罢工情况 (分行业)

行业	罢工次数	罢工人数(估计)	合计罢工天数
农业、林业、渔业和狩猎	4	230	1,250
矿业	4	2,020	456,200
公用事业公司	1	24	8,760
建设	4	1,060	38,560
制造业	40	10,108	583,078
批发贸易	12	2,868	49,604
零售贸易	9	9,152	94,738
运输及仓储	45	6,023	50,440
房地产和租赁	5	702	1,002
专业、科技服务	4	350	550
公司和企业管理	0	0	0
教育服务	73	135,380	2,503,443
信息	43	8,012	242,253
金融保险	0	0	0
保健和社会援助	40	42,304	333,795
艺术、娱乐及康乐	11	1,752	107,996
住宿及食物服务	144	6,971	22,648
公共管理	14	1,140	22,509
行政及支援及废物管理	8	897	11,681
其他服务(公共行政除外)	3	183	3,587

图表14: 罢工的诉求

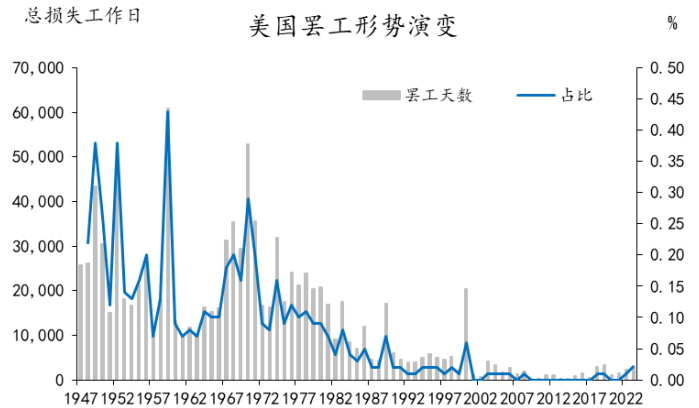
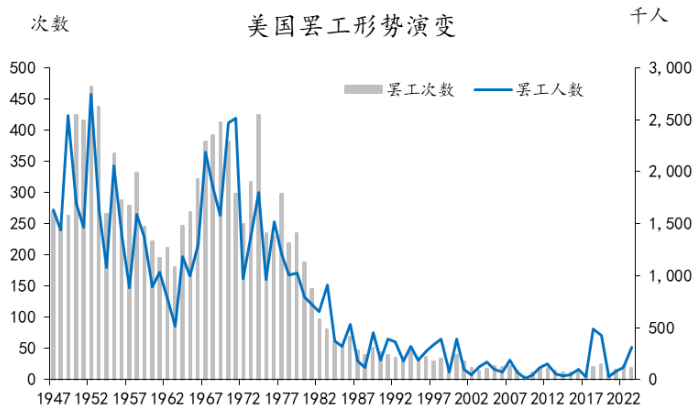
诉求	罢工次数	罢工人数(估计)	合计罢工天数
工资	234	169,080	3,845,160
卫生保健	77	46,691	1,263,464
COVID-19协议	30	46,075	298,467
健康与安全	107	38,978	336,365
第一个合同	35	7,323	45,904
种族平等	22	8,172	121,565
人员配备	86	56,370	513,499
工作保障	30	6,012	119,806
退休福利	29	30,324	758,769
联盟认可	31	8,701	77,796
杜绝性骚扰	6	123	8,063
调度	54	4,214	71,330
结束反工会报复	60	3,618	13,000
复职被解雇的工会积极分子	29	711	10,985

来源: Cornell-ILR Labor Action Tracker、国金证券研究所

另一方面, 更值得强调的是, 从二战结束以来的更长时间维度看, 美国当前的罢工活动仍然是局部而非全局的, 是散点而非全面的。参照 BLS 的统计口径, 在 50 年代或 70 年代峰值时期, 每年的罢工次数接近 450 次, 罢工人数达 250 万人, 罢工天数占工作日的比重为 0.5%。2022 年罢工次数或损失工作天数仅相当于上世纪 50 年代或 70 年代峰值时期的约 5%。由此可见, 当前美国的罢工活动尚未形成“罢工潮”之势。

图表15: 美国罢工史 (1947-2023, 次数与人数)

图表16: 美国罢工史 (1947-2023, 天数及占比)



来源: BLS、国金证券研究所 (更新到 2023 年, 2023 年为 1-8 月统计数据)

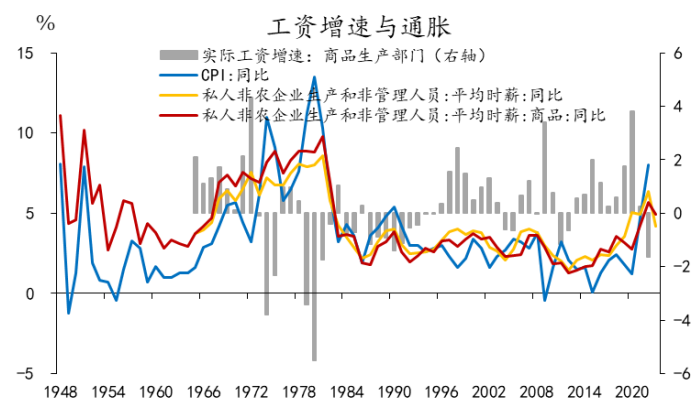
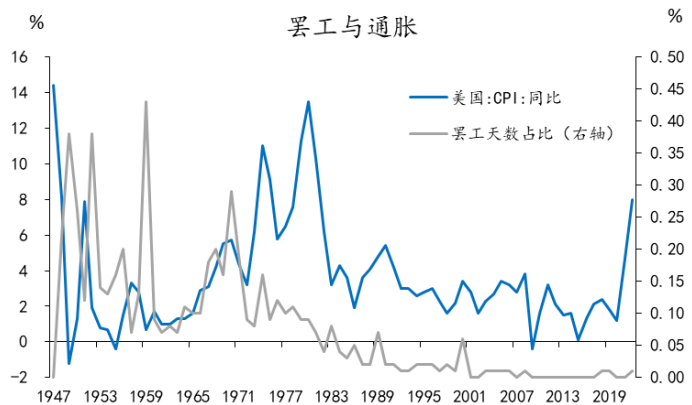
(二) 偃旗息鼓的“罢工潮”: 美国当前或不具备形成罢工潮的经济、社会和法律条件

上世纪 80 年代初以来, 罢工活动在美国逐步式微。我们认为有以下几个方面的原因, 进而也可以解释, 为什么当前美国不具备形成罢工潮的经济、社会和法律条件。

第一, 宏观环境从“大滞胀”时代走向“大缓和”时代, 罢工的经济动机不复存在。罢工活动的式微伴随着通胀的逐步下行和实际工资的由负转正。美国通胀的缓和始于 1979 年沃尔克上任后的通胀治理行动。但罢工活动的式微却始于 1973 年第一次石油危机。因此可以说, 通胀并非罢工活动高涨的充分条件。这是因为, 两次石油危机不仅带来了通胀, 还造成了失业——在劳动力市场过剩的状态下, 工会的议价能力趋于下行。所以, 罢工潮的往往发生在大通胀和劳动力市场紧张状态并存的宏观环境。

图表17: 罢工的式微与通胀的缓和

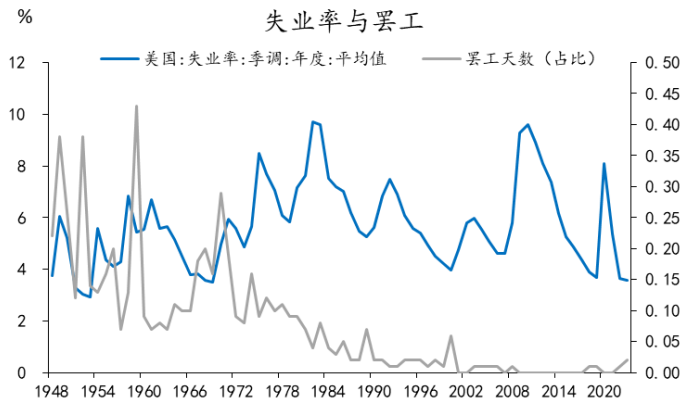
图表18: 实际工资转负是罢工的一个重要起因



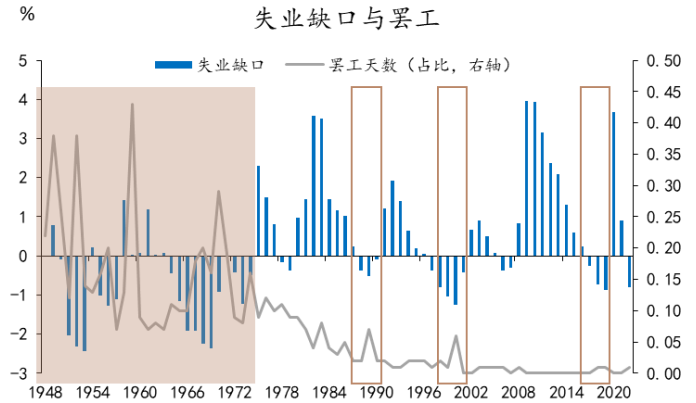
来源: BLS、国金证券研究所 (更新到 2023 年, 2023 年为 1-8 月统计数据)

第二, 紧张的劳动力市场是罢工得以形成和诉求获得满足的必要条件, 该紧张状态的持续性在一定程度上决定了罢工的持续性。二战结束后不久至第一次石油危机爆发前, 在战后重建和汽车和石油化工等产业的带动下, 美国进入战后重建的黄金时代。期间, 美国虽然经历过几次温和衰退, 失业率也随之上行, 但在大多数年份劳动力市场都处于偏紧的状态 (失业缺口为负, 实际失业率小于自然失业率)。第一次石油危机之后出现了结构性转变——失业缺口多数时间处于正值区间。值得注意的是, 80 年代初以来, 虽然罢工活动趋势性式微, 但每当劳动力市场重回紧张状态, 罢工活动总会有所“复燃”, 如 80 年代末、90 年代末和新冠疫情之前, 但该紧张状态均为暂时的, 从而不足以形成“罢工潮”。

图表19: 失业率与罢工



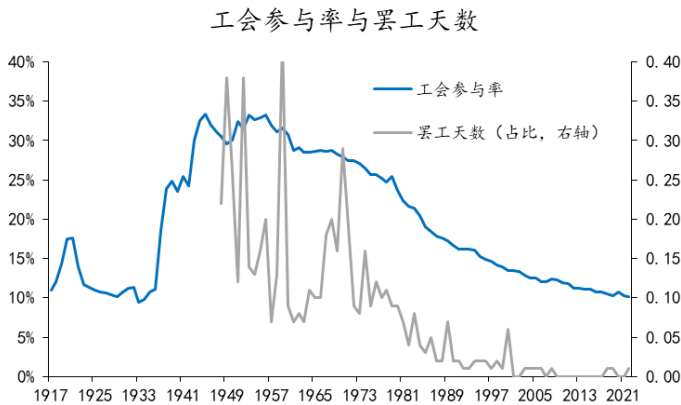
图表20: 失业缺口与罢工



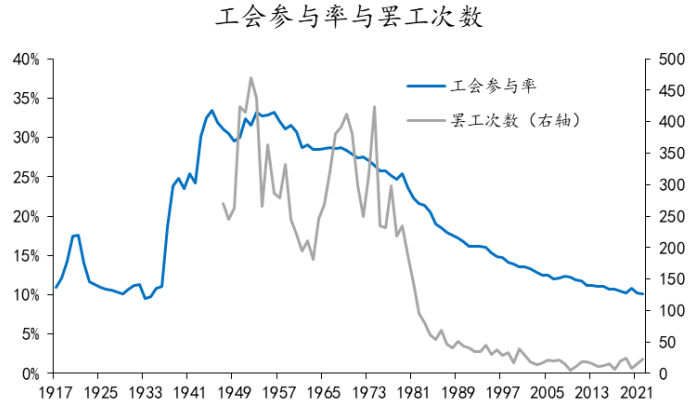
来源: CBO、Wind、国金证券研究所

第三, 工会是罢工的“摇篮”, 然而工会组织已经“江河日下”。截止到 2022 年, 美国工会参与率已经下降到了 10.1%, 为二战结束以来的最低水平, 相比二战时期结束时期的峰值 (1945 年) 下降了 23 个百分点 (33.4%)——1980 年仍高达 24%。究其原因, 我们认为有以下几个方面, 均削弱了工会的集体议价能力: (1) “大滞胀”时代之后, 全球化进入黄金时代, 资本管制逐渐放松, 增强了跨国公司相对于工会的议价能力; (2) 以信息技术为代表的技术进步形成了对劳动的替代; (3) 结构性因素方面, 服务业份额持续扩大, 终生雇佣制向“零工经济”转变, 都降低了大罢工形成的可能性; (4) 同样重要的是, 美国的法律环境变得越来越对罢工不友好。

图表21: 工会参与率与 Top 10%收入者份额



图表22: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额



来源: BLS、国金证券研究所

根据美国《国家劳动关系法》(NLRA) 第 7 条, 美国大多数私营部门的工人都享有“为集体谈判或其他互助或保护的参与其他协调一致的活动(包括罢工的权利)”的权利。无论工人是否加入工会或是否受集体谈判合同的保护, 罢工权都适用。

但是, 并非所有的工会和美国公民都有罢工的权利, 更不是无限制的权利。例如, 铁路和航空工人不受 NLRA 的保护。相反, 根据《铁路劳动法》(RLA), 他们的罢工权利要有限得多。许多美国工人没有收到法律保护的罢工权, 由于长期存在的种族主义职业隔离, 他们被排除在 NLRA 的覆盖范围之外。公共部门、农业和家庭工人(包括家庭保健和儿童护理人员)不受 NLRA 的保护, 各州为这些职业制定工会和集体谈判权的政策。只有 14 个州为农场工人制定了集体谈判法, 在大多数情况下包括有限的罢工权²。即使有罢工权, “机会成本”也在不断增加。

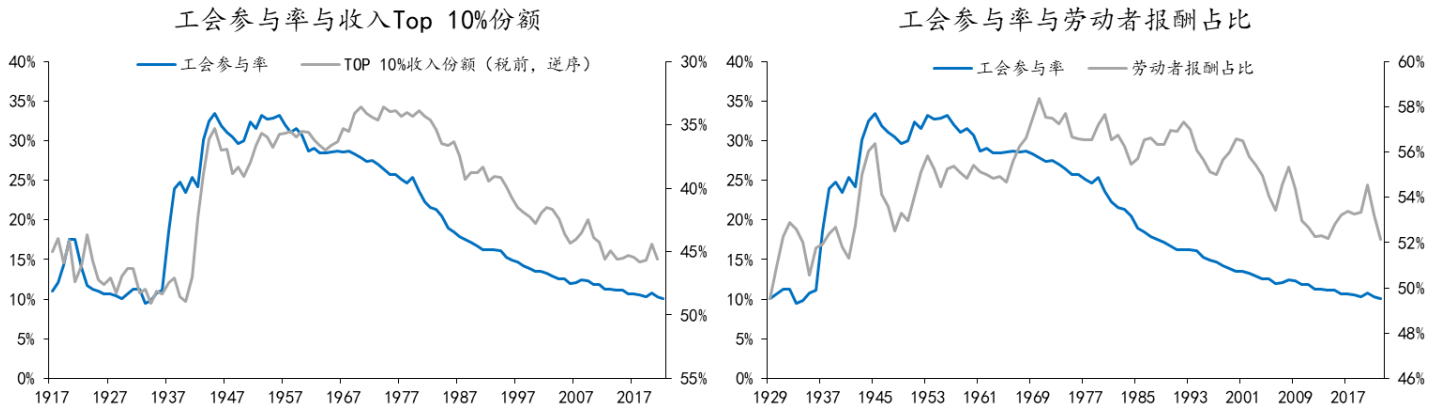
美国主要有三种类型的罢工: 经济罢工、不公平的行为和身份认同。在经济罢工中, 虽然

² Margaret Poydock, Jennifer Sherer, and Celine McNicholas, 2023. Major strike activity increased nearly 50% in 2022, EPI.

NLRA 保护罢工工人不能被解雇，但雇主有权永久替换他们——被取代的工人不会自动恢复原来的工作，但他们有优先申请未来任何职位空缺的权利。换句话说，虽然工人有参加经济罢工的合法权利，而且在罢工期间仍是雇员，但现行法律使得参加罢工有风险，因为工人可能在罢工结束时失业。作为一个结果，美国的贫富分化问题日积月累，劳动在国民收入中的份额持续下降，致使美国社会-经济意识形态的割裂。

图表23: 工会参与率与 Top 10%收入者份额

图表24: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额



来源: EPI、BLS、WID、Wind、国金证券研究所

综上所述，美国当前不具备形成上世纪 50-70 年代“罢工潮”的经济、社会和法律基础。后疫情时代的罢工大概率是暂时的，是劳动力市场紧张和实际工资阶段性负增长的一个结果，并且，拜登政府对工人争取权利也持支持态度。由于通胀持续下行，实际工资增速已经转正，经济罢工的可能性也将趋于下行。但短期而言，在经济基本面明显走弱之前，由于劳动力市场仍然处于上世纪 60 年代以来最为紧张的水平(空缺岗位数/失业人数约等于 1.5，大致相当于上世纪 60 年代中期的水平)，罢工仍有一定惯性，但不足以形成罢工潮。

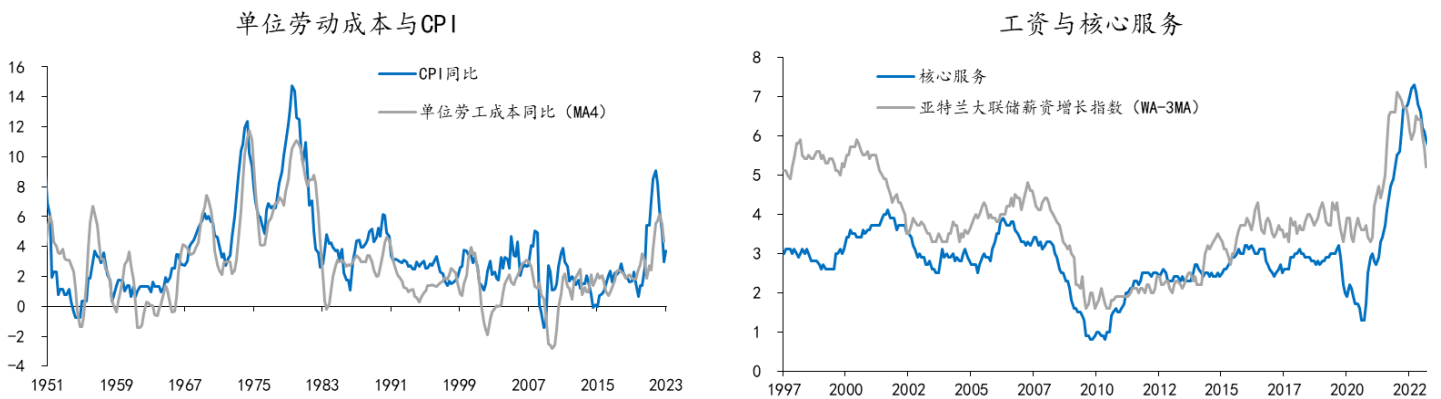
(三) 风险被高估的“通胀螺旋”：市场目前并不相信美国通胀的长期中枢会高于 3%

供给冲击和需求冲击引发的通胀的持续性有显著差异。一般而言，供给侧通胀的斜率较陡，波动性较高，但持续性较弱，比如两次石油危机和新冠疫情。需求侧通胀斜率交换，波动性较低，但持续性较强，例如 1967-1970 年的通胀。紧张的劳动力市场是工资上行压力的来源，是“工资-物价螺旋”（简称“通胀螺旋”）形成的必要条件之一，但中长期通胀预期的稳定性也很关键。它决定了工资向物价的传导效率。

成本加成 (cost-markup) 是商品价格/通胀的基本形成机制。微观上可将价格拆分成劳动成本、原材料成本、资本成本、企业利润 (税前)。在其它要素不变的情况下，工资、原材料价格、利率或企业利润加成的上升都会提高价格。不同要素成本的变化决定了微观或宏观上的收入分配——份额越高，对通胀的影响也越大(相当于在物价指数中的权重越高)。

图表25: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额

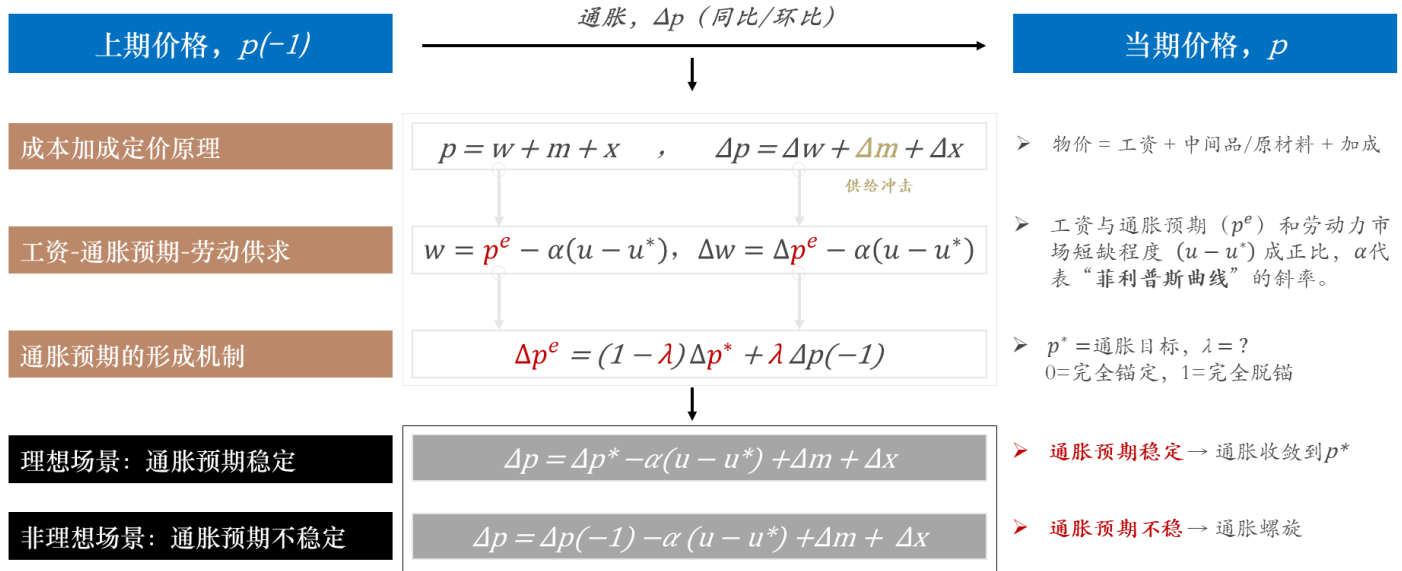
图表26: 工会参与率与国民收入中的劳动者份额



来源: Wind、国金证券研究所

价格动态取决于四个变量³：实际工资刚性、通胀预期、菲利普斯曲线的斜率，以及价格对工资的响应。简化起见，假设物价的形成机制为： $p=w+m+x$ ，即物价=名义工资+中间品成本+利润加成。其中，名义工资变化率(Δw)取决于通胀预期(Δp^e)和失业缺口($u-u^*$)。参数 α 为“菲利普斯曲线”的斜率—— α 越大，工资对劳动市场状况越敏感。 Δp^e 取决于货币政策的目标通胀率(Δp^*)和上一期的实际通胀率($\Delta p(-1)$)。参数 λ 反映通胀预期能否被锚定， $\lambda=0$ 表示通胀预期等于目标通胀率(完全锚定)， $\lambda=1$ 表示通胀预期等于上期的通胀(完全脱锚)—— λ 越大，表示通胀的路径依赖和自我强化效应越强。加成(x)对应着企业的利润率。如果存在实际工资刚性(追赶效应，catchup)，名义工资将随通胀预期而变化。

图表27：“通胀螺旋”的形成机制



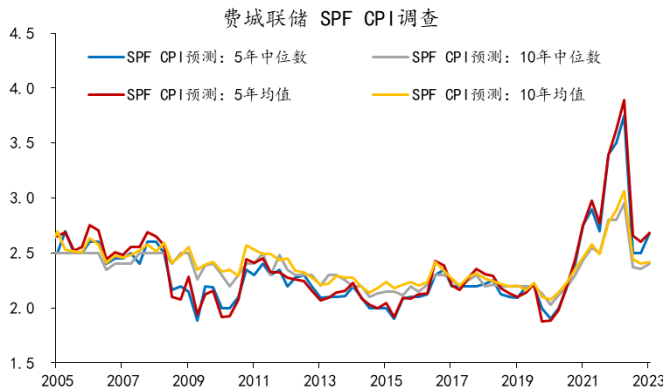
来源: Blanchard, 2022、国金证券研究所

通胀预期对通胀螺旋的形成起决定性作用。对于货币当局而言，最理想的情形是实际通胀率围绕目标通胀率窄幅波动，这要求通胀预期被牢牢地锚定(anchored)在目标通胀率水平($\Delta p^*=0$)。假如通胀预期不稳定($\lambda > 0$)，外生冲击——如能源、食品或劳动的供给冲击，抑或货币、财政政策产生的需求冲击——就会成为撬动通胀螺旋的一个支点。即使外生冲击消失了，在“工资-物价螺旋”的作用下，通胀仍会上行。反之，如果通胀预期是稳定的，通胀最终会随着外生冲击的消失而收敛。

2022年中以来，随着“去通胀”进程的持续推进，中长期通胀预期也随之下行。截止到9月底，以TIPs盈亏平衡通胀为代表的5年期和10年期通胀预期分别为2.2%和2.4%。费城联储专业预测者(SPF)调查的5年和10年通胀预期为2.7%和2.4%(中位数)。虽然近期原油价格上行边际上推升了通胀预期，但并不显著，当前的价格水平和波动区间或不足以推动通胀预期螺旋上行。

³ Blanchard, Domash, and Summers, 2022. Bad News for the Fed from the Beveridge Space, PIIE Policy Brief.

图表28：专业预测者的中长期通胀预期



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

图表29：通胀交易者的中长期通胀预期



综合而言，由于劳动力市场正在趋势性转弱——导致罢工是临时的，中长期通胀预期仍处在下行趋势中，货币政策利率处于限制性水平——美联储政策具有全球性的紧缩效应，通胀螺旋或难以形成。

二、海外基本面&重要事件

（一）货币与财政：美联储官员发言偏鸽派，支持停止加息

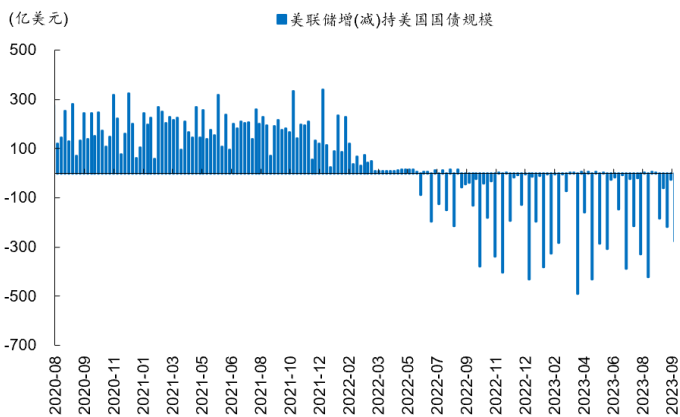
美联储官员发言偏鸽派，支持停止加息。近期美债利率明显上升，美联储官员阿克、古尔斯比、博斯蒂克、戴利发言偏鸽派，倾向于支持停止加息。10月11日当周，美联储总资产规模下降，美联储 BTFP 工具使用量略高于上周。负债端，逆回购规模明显下降，准备金上升，TGA 存款上升 340 亿美元。货币市场基金规模下降 70 亿美元。10月4日当周，美国商业银行存款上升 420 亿，其中小型银行存款上升 140 亿美元。截至 10月15日，CME FEDWATCH 显示美联储 11月加息概率略仅为 6%，11月 OIS 隐含利率降低。

图表28: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	10-11	10-04	09-27	09-20	09-13	09-06	08-30
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -4	7952.1	7955.8	8002.1	8024.1	8098.8	8101.3	8121.3
	其他贷款	十亿美元	↓ -5	174.6	179.1	198.1	201.1	249.6	249.3	250.6
	一级信贷	十亿美元	↓ 0	2.6	2.8	3.2	3.1	2.7	2.1	2.9
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 1	108.9	107.7	107.7	107.6	108.0	107.9	107.5
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -5	58.3	63.7	81.9	85.0	133.4	133.8	134.4
	逆回购	十亿美元	↓ -102	1529.8	1632.0	1755.1	1804.7	1835.6	1899.9	1998.3
	储备金	十亿美元	↑ 75	3315.7	3240.7	3168.5	3144.4	3310.5	3290.5	3196.5
	TGA	十亿美元	↑ 34	713.0	679.0	672.1	661.7	537.4	481.6	500.7
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 42		3314.1	3272.0	3237.1	3404.6	3380.9	3319.8
	消费贷	十亿美元	↓ -8		1903.6	1911.2	1899.2	1900.9	1902.1	1910.8
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2561.9	2560.0	2562.3	2563.7	2560.3	2559.3
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -2		2942.4	2944.0	2941.2	2940.8	2939.5	2937.9
	工商业贷款	十亿美元	↑ 4		2748.9	2745.0	2737.8	2734.9	2738.8	2745.3
	存款	十亿美元	↑ 42		17332.1	17290.5	17238.1	17322.7	17339.3	17286.4
大银行存款	十亿美元	↑ 14		10768.1	10753.8	10693.5	10759.7	10796.1	10746.9	
小银行存款	十亿美元	↑ 27		5286.3	5259.0	5255.6	5281.3	5285.4	5261.2	
货币市场基金	十亿美元	↓ -2		5706.5	5708.0	5643.9	5637.6	5644.9	5627.1	5583.1
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	EFFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	美元融资市场									
	LIBOR-OIS	%	↑ 0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
	TED利差	%	↓ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	%	↓ 0.0	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
票据利差	%	↑ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	%	↑ 3.3	-26.5	-29.8	-11.8	-9.9	-9.9	-11.8	-12.1	
日元兑美元互换基差	%	↑ 1.9	-58.3	-60.1	-43.9	-37.5	-33.9	-33.9	-34.9	

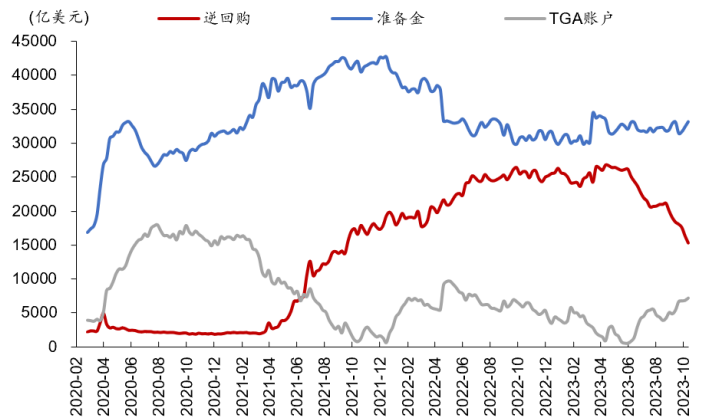
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 截至10月15日, 美联储10月缩表规模320亿



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美联储逆回购规模下降



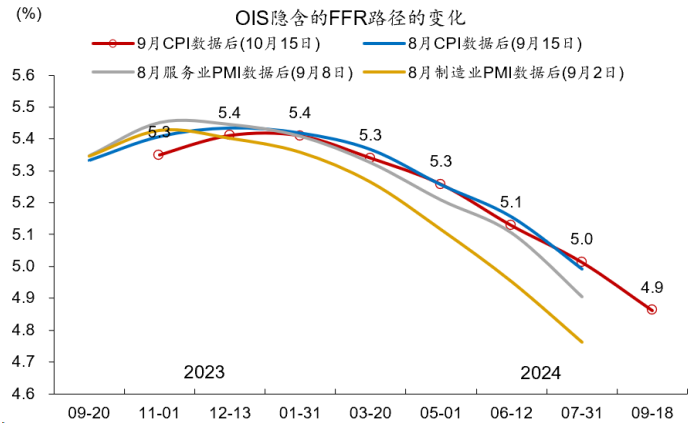
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 截至10月15日, 美联储加息概率

区间/日期	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11
575-600	0	0	0	2	2	1	1	0	0	0	0
550-575	0	2	6	29	29	22	15	9	4	2	1
525-550	90	98	94	70	70	60	46	32	20	12	7
500-525	10	0	0	0	0	17	32	39	35	27	20
475-500	0	0	0	0	0	0	6	18	28	32	30
450-475	0	0	0	0	0	0	0	3	10	20	26
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6	13
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 11月OIS隐含利率降低

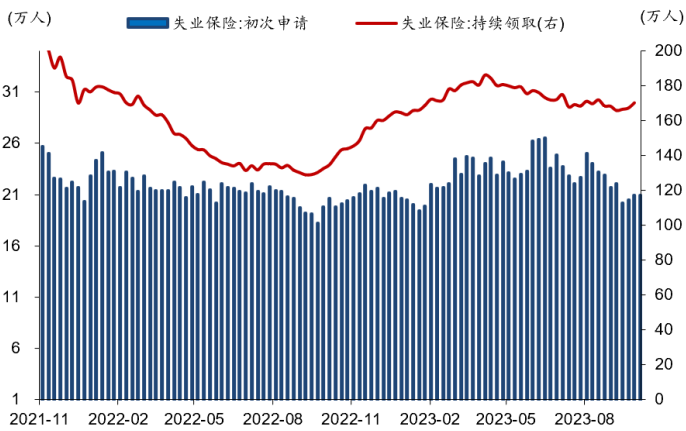


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国初请失业人数持平前值

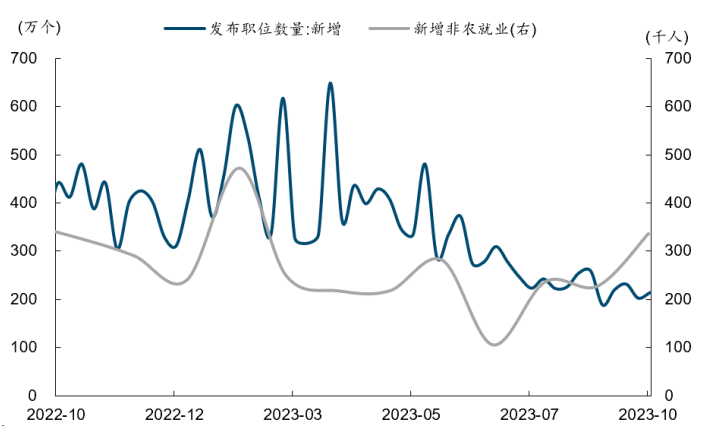
美国初请失业人数持平前值。10月7日当周美国初请失业金人数21万人, 前值21万人, 续请失业人数170万人, 前值167万人。10月2日当周新增职位数量213万, 前值202万; 活跃职位数量2189万, 前值2211万。

图表33: 美国10月7日当周初请失业21万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国10月2日当周新增职位数量上升

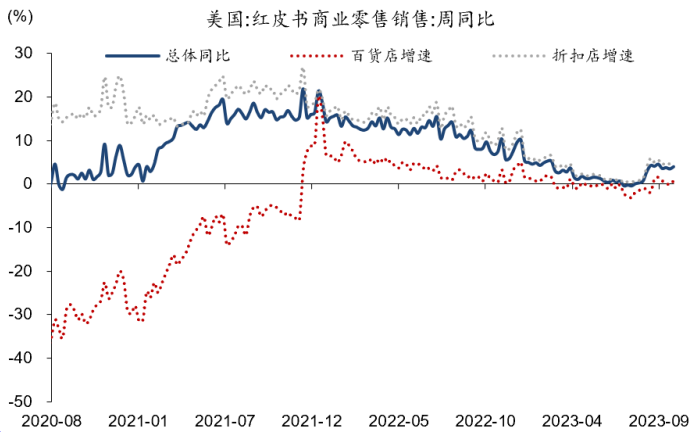


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书零售消费增速回升

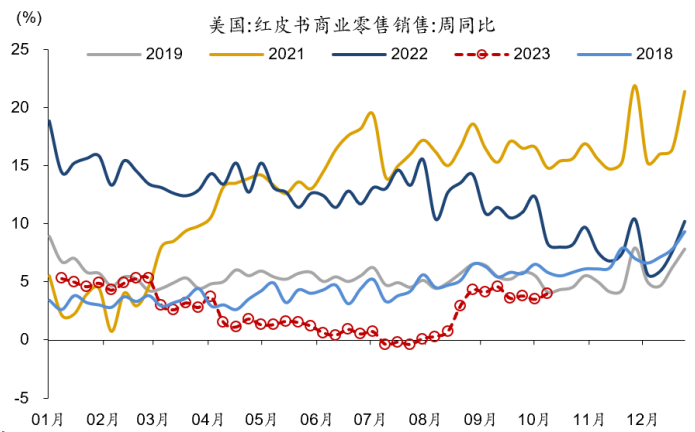
美国红皮书零售消费增速回升。10月7日当周, 美国红皮书零售增速4%, 前值3.5%。其中百货店增速0.7%, 前值-0.2%, 折扣店增速5%, 前值4.6%。德国外出用餐人数10月13日当周同比0.3%, 美国-6%, 纽约拥堵指数回升, 美国TSA安检人数小幅回升。

图表35: 美国红皮书零售同比4%，前值3.5%



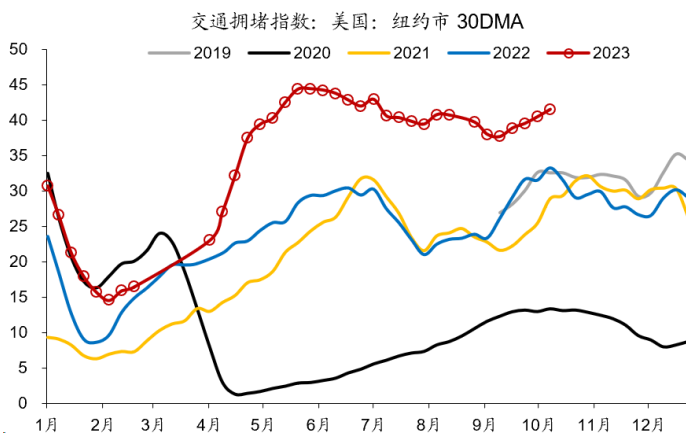
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 美国红皮书零售增速弱于季节性



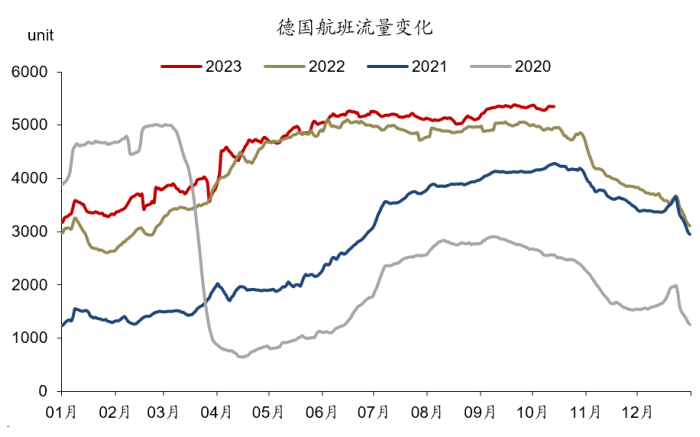
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国纽约交通拥堵情况回升



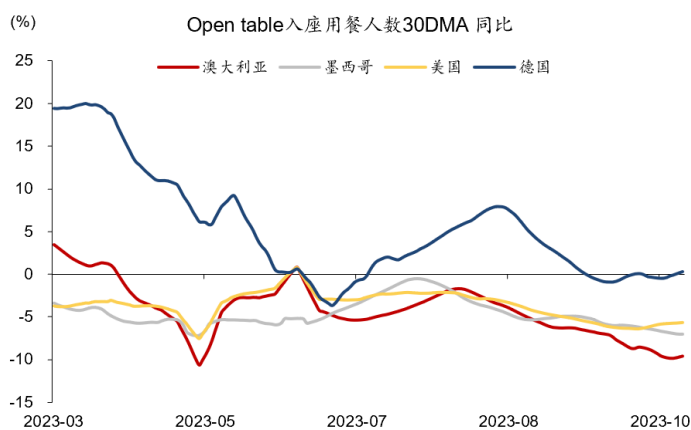
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 德国航班飞行次数高于2022年



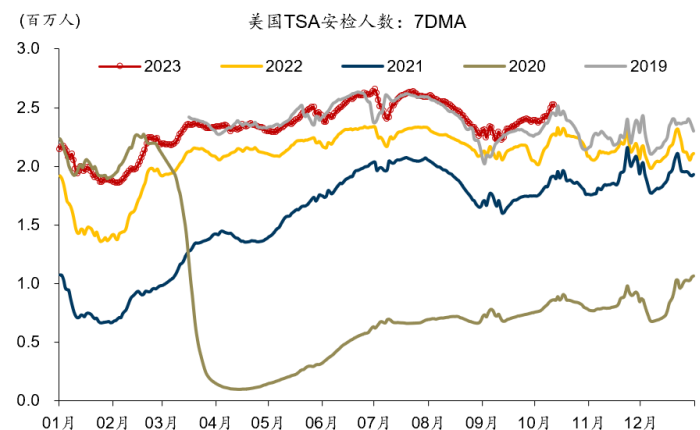
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 德国10月外出用餐人数同比回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 美国TSA安检人数小幅回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国9月整体CPI略强于预期

美国9月整体CPI略强于预期。美国9月核心CPI物价指数年率4.1%，预期4.1%，前值4.4%，为2021年10月以来最小涨幅。美国9月核心CPI物价指数月率0.4%，预期0.3%，前值0.6%。9月，住房价格上升推动的核心服务通胀从8月的0.4%上升至0.6%。供应链正常化和二手车价格下降导致核心商品价格环比下降0.4%。截至10月13日，布油录得93美元每桶，上周88美元；WTI原油录得88美元，上周83美元；英国天然气录得140

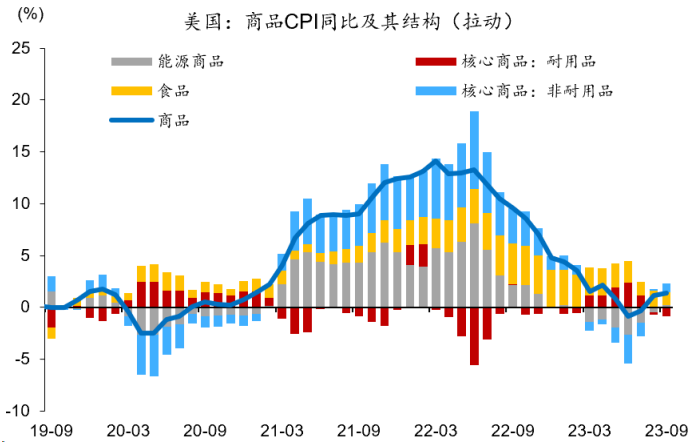
便士/色姆，上周 94 便士。NYMEX 天然气 3.2 美元/百万英热单位，上周 3.3 美元。

图表41：美国 9 月 CPI 分项增速

CPI 分級	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)						预期值	季调_环比 (%)					
				23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04		23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
整体	CPI	100.0	3.6 ↑	3.7	3.7	3.3	3.1	4.1	5.0	0.3 ↑	0.4	0.6	0.2	0.2	0.1	0.4
核心	核心CPI	79.5	4.1 →	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	0.3 →	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4
I	食品	13.4		3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	7.6		0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0
I	能源	7.2		-0.5	-3.7	-12.3	-16.5	-11.3	-4.9		1.5	5.6	0.1	0.6	-3.6	0.6
II	能源商品	3.9		2.2	-4.2	-20.3	-26.8	-20.5	-12.6		2.3	10.5	0.3	0.8	-5.6	2.7
II	能源服务	3.3		-3.4	-2.8	-1.2	-1.1	1.6	5.9		0.6	0.2	-0.1	0.4	-1.4	-1.7
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.1		0.0	0.4	0.9	1.4	2.0	2.1		-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.6	0.6
II	服装	2.5		2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	3.6		-0.8	0.2	0.0	0.3	0.3	0.3
II	新车	4.2		2.5	2.9	3.5	4.1	4.7	5.4		0.3	0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
II	二手车和卡车	2.7		-8.0	-6.6	-5.6	-5.2	-4.2	-6.6		-2.5	-1.2	-1.3	-0.5	4.4	4.4
II	医疗商品	1.5		4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	4.0		-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6	0.5
II	酒精饮料	0.8		4.2	3.7	4.1	4.4	4.8	4.6		0.8	0.0	0.1	0.0	0.5	0.5
II	烟草和香烟产品	0.5		5.6	5.6	6.1	5.8	6.3	6.6		0.2	0.6	0.5	0.1	0.6	0.1
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	58.3		5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	6.8		0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
II	住所 (Shelter)	34.7		7.1	7.2	7.7	7.8	8.0	8.1		0.6	0.3	0.4	0.4	0.6	0.4
III	主要住所租金	7.6		7.4	7.8	8.0	8.3	8.7	8.8		0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
III	业主等值房租	25.6		7.1	7.3	7.7	7.8	8.0	8.1		0.6	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
II	医疗服务	6.3		-2.6	-2.1	-1.5	-0.8	-0.1	0.4		0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.1
III	医师服务	1.8		-0.2	0.3	0.4	0.5	-0.1	0.3		0.0	0.1	0.2	0.7	-0.5	0.0
III	医院服务	1.9		4.5	3.0	3.1	4.1	3.7	2.9		1.5	0.7	-0.4	0.4	1.0	0.5
II	交通	6.0		9.0	10.4	9.3	8.5	10.3	11.1		0.7	2.0	0.3	0.1	0.8	-0.2
III	机动车维护与修理	1.1		10.2	12.0	12.7	12.7	13.5	13.3		0.2	1.1	1.0	1.3	0.6	0.5
III	机动车保险	2.7		18.9	19.1	17.8	16.9	17.1	15.5		1.3	2.4	2.0	1.7	2.0	1.4
III	机票	0.5		-13.4	-13.3	-18.6	-18.9	-13.4	-0.9		0.3	4.9	-8.1	-8.1	-3.0	-2.6

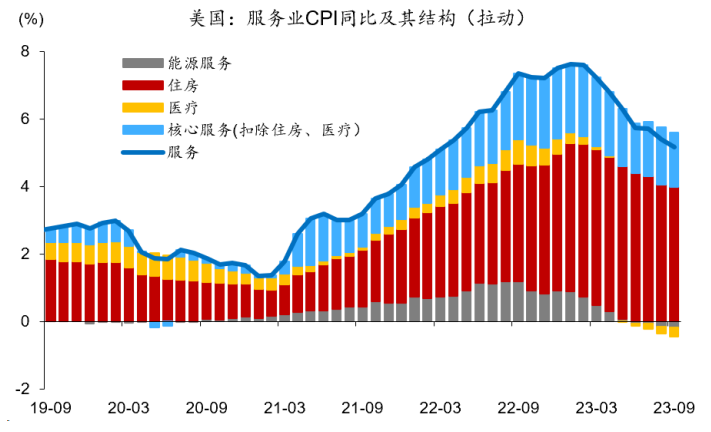
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42：美国 9 月 CPI 商品增速及结构



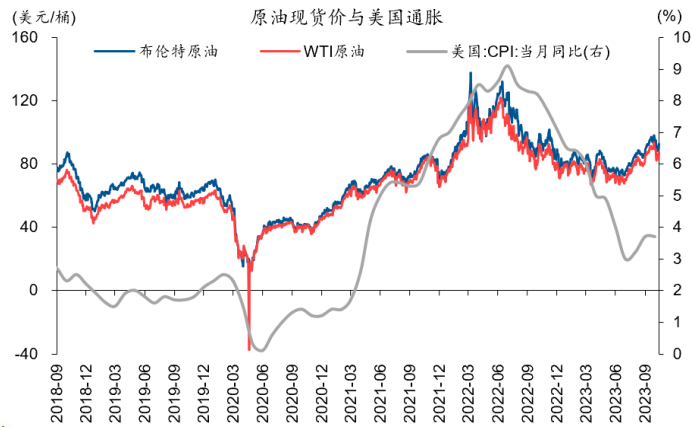
来源: WIND、国金证券研究所

图表43：美国 9 月 CPI 服务增速及结构



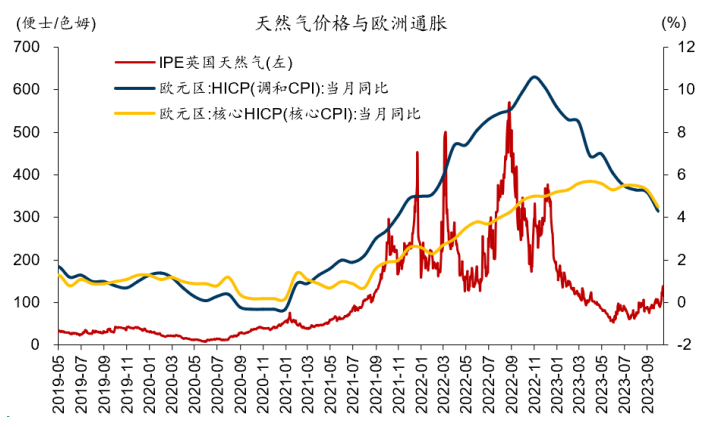
来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 本周, 布油价格 93 美元, WTI 价格 87 美元



来源: WIND、国金证券研究所

图表45: 本周, IPE 英国天然气 140 便士

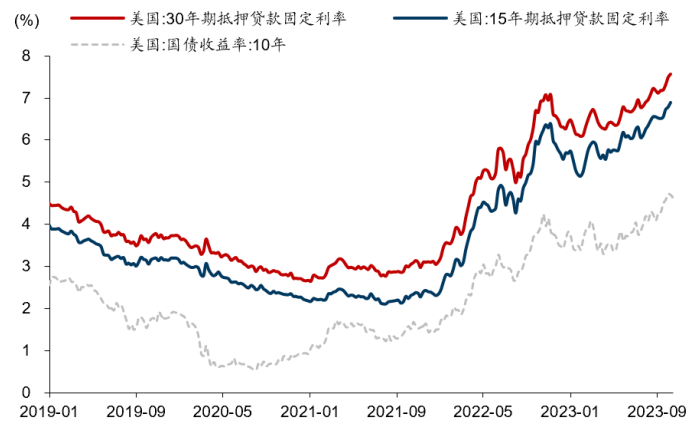


来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率上升

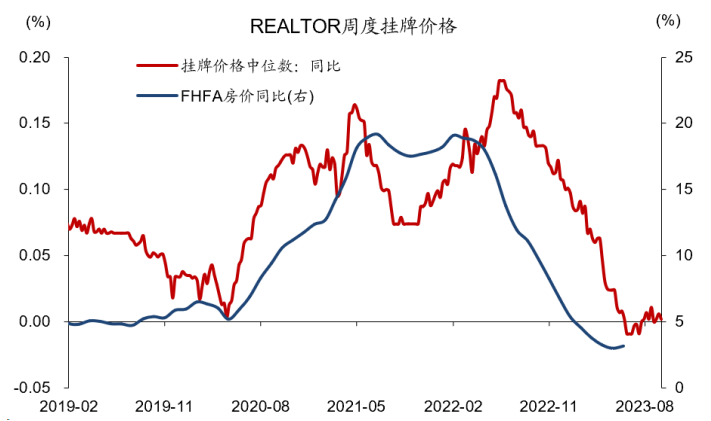
截至 10 月 19 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 7.6%, 较 8 月底的 7.2% 上升 40BP, 较上周 7.5% 上升 10BP。15 年期抵押贷款利率为 6.9%, 较 8 月底的 6.6% 上升 30BP。截至 9 月 9 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表46: 美国 30 年期抵押贷款利率略升至 7.6%



来源: WIND、国金证券研究所

图表47: 美国二手房挂牌价增速有所反弹



来源: WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、 俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战, 美欧对俄制裁力度只增不减, 滞胀压力加速累积下, 货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、 稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、 疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402