

美国9月CPI点评——

核心通胀粘性较强，存在上行风险

事件：

10月12日，美国劳工局（BLS）公布了9月通胀数据。9月通胀同比升3.7%，与前值持平，高于市场预期的3.6%。季调后CPI环比升0.4%，预期升0.3%，前值升0.6%。

投资要点：

- 能说明整体通胀走向的核心CPI同比继续回落，环比与上月持平。核心CPI同比与预期一致，上升4.1%，前值升4.3%；环比升0.3%，与预期和前值一致。其中，核心服务环比上升0.6%（前值0.4%）是核心CPI环比上升的主要原因。而核心商品环比下降0.4%（前值-0.1%），新车和二手车环比下降0.8%（前值-0.2%），服装环比下降0.8%（前值+0.2%）为核心商品环比下降的主要拉动项。
- 从环比分项数据来看，在各分项与对应的权重相乘后，住宅项（+0.6%）贡献了87%的环比涨幅。此外，能源项、交通运输服务也是CPI环比上升的主要贡献项。
- 9月议息会议纪要显示，大多数与会者认为，在未来的会议上再上调一次联邦基金目标利率可能是合适的，而一些与会者则认为可能没有必要再上调。
- 总体来看，此次公布的数据显示美国通胀同比增速超出市场预期，核心通胀环比增速有较强粘性，权重最大的住宅项贡献了87%的环比涨幅，并且先行指标显示未来住宅分项环比有进一步的上涨空间，因此核心通胀环比存在上行风险。从9月议息会议纪要来看，大多数与会者仍然认为通胀面临上行风险，这些风险来自于全球石油市场的风险、食品价格上涨冲击的可能性、强劲的住房市场对住房通胀的影响，以及商品价格下降更为有限的可能性。目前芝商所Fed Watch工具显示2023年11月暂停加息的概率为90.2%，数据公布后，12月加息25BP的概率从1天前的26.3%上升至30.4%。我们认为在9月的暂停加息之后，美联储会进一步研判数据，在通胀粘性较强、劳动力市场短缺现象年内难以消除并且美国经济有较强韧性的情况下，年内可能会进一步加息。
- 风险提示：美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

研究助理 章孟菲
邮箱：zmf30020@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美国就业市场正在趋于平衡——美国9月非农就业数据点评》2023.10.9
- 2、《能源价格撑起通胀，核心通胀稳步回落——美国8月CPI点评》2023.09.14
- 3、《美国7月通胀反弹但小幅不及预期——美国7月CPI点评》2023.08.11

正文目录

1	美国 9 月核心通胀粘性较强，存在上行风险	1
2	美联储 9 月议息会议纪要.....	3
3	风险提示.....	4

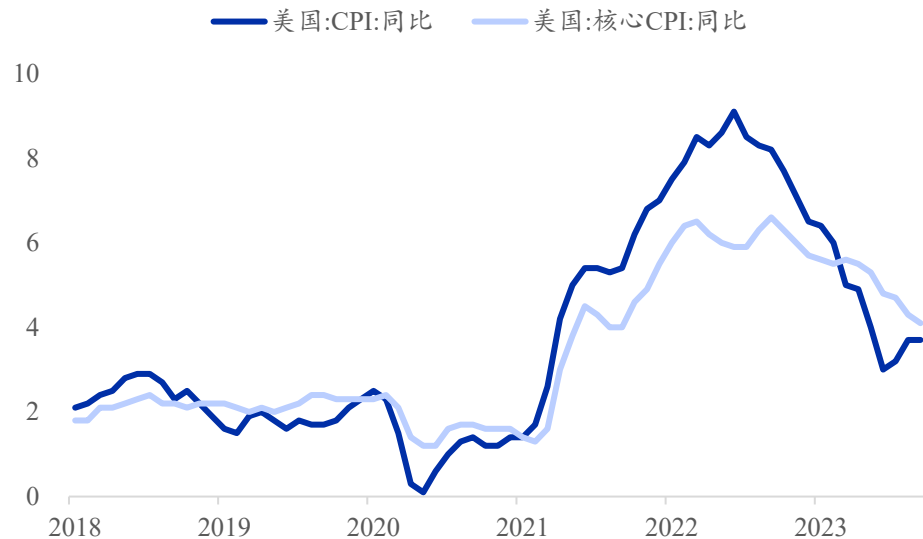
图表目录

图表 1: 美国 CPI 同比与前值持平，核心 CPI 同比继续下降 (%)	1
图表 2: 美国 CPI 环比增速回落，核心 CPI 环比与前值持平 (%)	1
图表 3: 9 月 CPI 分项数据	2
图表 4: 住宅项环比增速未来有进一步上升的空间	2
图表 5: 近期布伦特原油期货价格有所回落	3

1 美国 9 月核心通胀粘性较强，存在上行风险

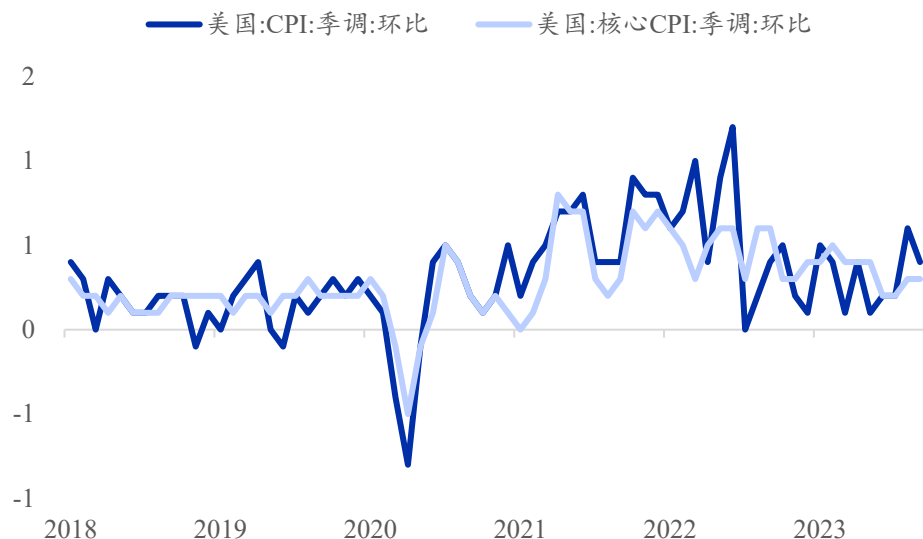
10 月 12 日，美国劳工局（BLS）公布了 9 月通胀数据。9 月通胀同比升 3.7%，与前值持平，高于市场预期的 3.6%。季调后 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.6%。

图表 1: 美国 CPI 同比与前值持平，核心 CPI 同比继续下降（%）



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 2: 美国 CPI 环比增速回落，核心 CPI 环比与前值持平 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

能说明整体通胀走向的核心 CPI 同比继续回落，环比与上月持平。核心 CPI 同比与预期一致，上升 4.1%，前值升 4.3%；环比升 0.3%，与预期和前值一致。其中，核心服务环比上升 0.6%（前值 0.4%）是核心 CPI 环比上升的主要原因。而核心商品环比下降 0.4%（前值-0.1%），新车和二手车环比下降 0.8%（前值-0.2%），服装环比下降 0.8%（前值+0.2%）为核心商品环比下降的主要拉动项。

图表3: 9月CPI分项数据

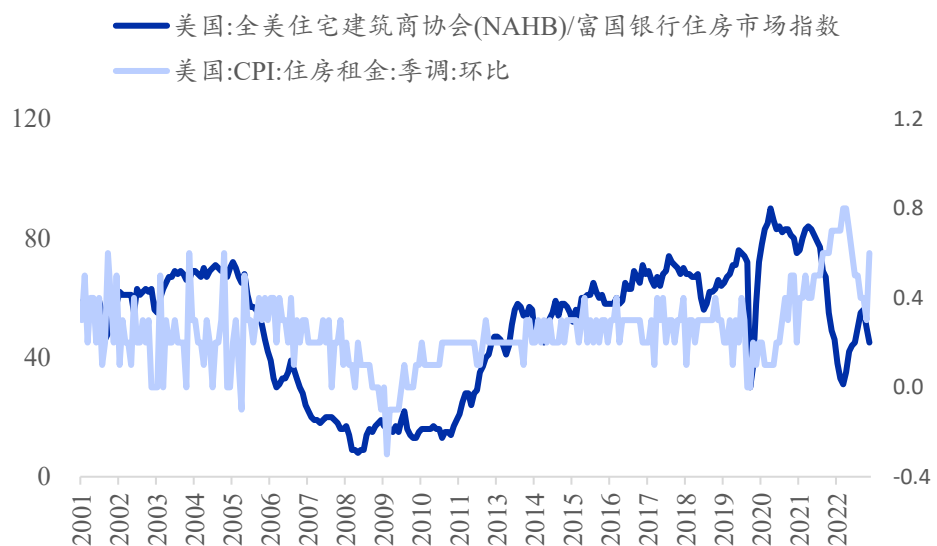
	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5
CPI	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	0.4	0.6	0.2	0.2	0.1
食品	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
能源	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	1.5	3.6	0.1	0.6	-3.6
核心CPI	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4
核心商品	0.0	0.2	0.8	1.3	2.0	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.6
新车和二手车	-1.8	-1.0	-0.5	0.0	1.4	-0.8	-0.2	-0.5	-0.1	1.2
医疗护理商品	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6
服装	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	-0.8	0.2	0.0	0.3	0.3
核心服务	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4
住宅	5.6	5.7	6.2	6.3	6.8	0.6	0.3	0.4	0.3	0.2
医疗护理服务	-2.6	-2.1	-1.1	-0.6	-0.1	0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1
交通运输服务	9.1	10.3	9.0	8.2	10.2	0.7	2.0	0.3	0.1	0.8

来源: Wind, 华福证券研究所

从环比分项数据来看, 在各分项与对应的权重相乘后, 住宅项 (+0.6%) 贡献了 87% 的环比涨幅。此外, 能源项 (+0.1%)、交通运输服务 (+0.04%) 也是 CPI 环比上升的主要贡献项。

权重最高的住宅分项环比上升 0.6%, 前值 0.3%。其中, 业主等价租金和主要住所租金环比分别上升 0.6% 和 0.5%。9 月住宅分项环比增速结束了 8 个月以来的下降趋势, 在我们此前发布的对美国 7 月和 8 月 CPI 的点评报告中就提到, 反映美国房地产景气度的 NAHB 住房市场指数的上升趋势之前还未反映到 CPI 住房租金项中, 因此住宅项环比增速存在上行的可能, 9 月住房项环比增速的反弹也印证了这一点。此前 NAHB 住房市场指数自 2022 年 12 月以来连续 7 个月上升, 从历史经验来看, 该上升趋势将会继续反映到 CPI 住房租金项中, 因此住宅项环比增速未来存在继续上行的可能, 由于住宅占 CPI 权重较高, 住宅项的持续升温也将较大程度的影响 CPI 的未来走势。

图表4: 住宅项环比增速未来有进一步上升的空间



来源: Wind, 华福证券研究所

能源分项环比上升 1.5%，前值 5.6%，同比下降 0.5%（前值-3.6%），在去年同期油价的高基数效应减弱后，9 月 CPI 同比降幅连续 4 个月收窄。往后看，能源项同比增速可能会出现大于 0 的情况，一方面是由于俄乌冲突导致的高基数效应消失后，去年第四季度油价持续在回落，另一方面，巴以冲突和减产协议延续的净效应可能会在年底对原油市场产生支撑。6 月召开的 OPEC+会议决定自愿削减协议延长至 2024 年底，同时沙特阿拉伯宣布将额外自愿每天减产 100 万桶石油的协议延长至 12 月。因此，地缘政治风险和减产协议的延续可能持续扰动原油价格，能源项同比增速可能会出现大于 0 的情况。

图表 5：近期布伦特原油期货价格有所回落



来源：Wind, 华福证券研究所

2 美联储 9 月议息会议纪要

10 月 11 日，美联储公开了 9 月议息会议纪要，会议纪要显示，委员们一致同意将联邦基金利率的目标区间继续维持在 5.25%-5.5%来实现最大就业率和长期 2%的通胀目标，大多数与会者认为，在未来的会议上再上调一次联邦基金目标利率可能是合适的，而一些与会者则认为可能没有必要再上调。与会者预计，未来几个月的数据将有助于判断通货膨胀情况和劳动力市场在多大程度上实现了供需平衡。

本次公布的 9 月议息会议纪要有三个点值得关注：一是关于未来经济形势的评估；二是对通货膨胀形势的展望；三是关于未来货币政策的讨论。

在评估经济前景时，绝大多数与会者仍然认为，未来的经济走势具有高度不确定性。许多人指出，数据的不稳定性和潜在的数据修正，或难以估计中性政策利率，都说明在确定未来经济走势时必须谨慎行事。与会者评论说，尽管经济活动具有韧性，劳动力市场保持强劲，但经济活动仍有下行风险，失业率仍有上行风险。这些风险包括：金融条件收紧对宏观经济的滞后影响大于预期、工会罢工的影响、全球经济增长放缓以及房地产市场持续疲软。与会者普遍指出，必须在过度紧缩的风险和紧缩不足的风险之间取得平衡。

关于通胀形势的展望，大多数与会者仍然认为通胀面临上行风险。这些风险包括总需

求和总供给失衡的持续时间比预期的要长以及来自全球石油市场的风险、食品价格上涨冲击的可能性、强劲的住房市场对住房通胀的影响，以及商品价格下降更为有限的可能性。

关于未来货币政策的走向，委员们一致认为，在评估货币政策的适当立场时，他们将继续监测收到的信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍实现委员会目标的风险，他们将准备酌情调整货币政策立场。**他们的评估将考虑到广泛的信息，包括对劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展的解读。**

总体来看，此次公布的数据显示美国通胀同比增速超出市场预期，核心通胀环比增速有较强粘性，权重最大的住宅项贡献了 87%的环比涨幅，并且先行指标显示未来住宅分项环比有进一步的上涨空间，因此核心通胀环比存在上行风险。从 9 月议息会议纪要来看，大多数与会者仍然认为通胀面临上行风险，这些风险来自于全球石油市场的风险、食品价格上涨冲击的可能性、强劲的住房市场对住房通胀的影响，以及商品价格下降更为有限的可能性。目前芝商所 Fed Watch 工具显示 2023 年 11 月暂停加息的概率为 90.2%，数据公布后，12 月加息 25BP 的概率从 1 天前的 26.3%上升至 30.4%。我们认为在 9 月的暂停加息之后，美联储会进一步研判数据，在通胀粘性较强、劳动力市场短缺现象年内难以消除并且美国经济有较强韧性的情况下（详见《美国就业市场正在趋于平衡》），年内可能会进一步加息。

3 风险提示

美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn