

# 美国9月CPI点评：通胀降温进度不及预期



沈夏宜 分析师

Email: shenxiayi@lczq.com

证书: S1320523020004

## 核心观点：

**美国9月整体CPI通胀同比3.7%、环比0.4%均超预期。**9月整体CPI向上拉动项基本同前，以住房价格水平高（同比7.2%）和油价上涨（环比+1.5%）为主。核心CPI方面，9月核心CPI环比维持在0.3%，同比4.1%继续回落。非住房核心CPI同比持续回落至2%。核心商品9月环比-0.4%，同比零增长。其中二手车环比-2.5%，为9月CPI主要拖累项。

**住房价格回落速度低于预期，或牵制核心服务CPI顺利下行。**9月核心服务环比回升至0.6%（前值0.4%），同比5.7%（前值5.9%）。9月住房价格同比7.2%，前值7.3%，回落速度偏缓，对核心CPI增长的贡献仍超70%。业主等价租金同比7.1%，主要住所租金同比7.4%，后者回落缓于领先指标趋势。住房价格若不能如期下行，则核心服务CPI仍面临压力。

**能源涨价压力边际缓解，但仍为9月CPI主要拉动项。**美国9月能源环比增加2.3%，其中9月汽油（+2.1%）、燃油（+8.5%）、电力（+1.3%）、天然气（-1.9%）。能源价格继续向交通运输服务CPI传导，但比上月大幅减少：9月交通环比0.7%（前值+2%），其中机票价格环比0.3%（前值+4.9%）。近期地缘政治风险增加或加剧能源价格风险。

**9月数据公布后，年内再加息预期小幅抬升。**CPI数据再次超预期，数据公布后美股收跌，美债收益率上行，市场对加息预期抬升，降息时点预期推后，但11月不加息的预期占主流（90.2%）。近期FOMC成员鸽派表态增多，主要系近期金融条件收紧降低加息必要性。根据近期美联储的谨慎态度来看，9月数据不满足再次加息的条件，年内是否再加息仍需关注后续数据表现。

**风险提示：**美国通胀粘性超预期；美联储货币政策超预期。

## 相关报告

9月通胀数据点评：库存周期拐点已至

2023.10.16

9月金融数据点评：信贷结构改善，增量政策出台仍有必要

2023.10.16

8月利润数据解读：利润增速由负转正，企业盈利修复超预期

2023.10.13

## 目 录

---

1. 美国通胀降温并非一帆风顺 .....	4
2. 住房：下行趋势偏缓，拉高核心服务 CPI.....	5
3. 能源：美国能源价格先于国际油价回落 .....	6
4. 市场影响：预期 11 月不加息，但后续加息可能性上升.....	7
5. 风险提示 .....	8

## 图目录

图 1	美国近期 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	4
图 2	美国 8 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 9 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 8	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	6
图 9	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	6
图 10	美国汽油零售价滞后国际原油 (美元)	6
图 11	美国能源、机票与 WTI 原油价格同比 (%)	6
图 12	航空煤油价格与机票价格同步回升 (美元/桶, %)	7
图 13	2023 年 WTI 日频原油价格 (美元/桶)	7
图 14	美国住房指数高位持续拉高核心 CPI	7
图 15	9 月美国 CPI 公布后年内加息预期小幅上升	8

## 1. 美国通胀降温并非一帆风顺

美国9月整体CPI通胀3.7%同前,预期3.6%;环比0.4%,预期0.3%,前值0.6%。核心CPI环比持平0.3%,同比4.1%。其中核心商品9月同比首次零增长,环比-0.4%,商品需求降温及供应链持续改善。核心商品中新车环比保持0.3%,同比2.5%。二手车为主要拖累项,环比-2.5%,前值-1.2%,同比下行至-8%。核心服务则展现更多韧性(同比5.7%,前值5.9%),环比增加0.6%,前值0.3%,为今年3月以来最高环比读数。美国9月CPI同环比再次高于预期及核心服务韧性引发市场对紧缩的担忧。

住房仍为CPI增长的最大拉动项,回落速度不及预期。住房对整体CPI贡献过半,对核心CPI贡献超70%。9月住房价格环比增长0.6%,前值0.3%,同比7.2%,前值7.3%。业主等价租金环比0.5%,主要住所租金环比0.6%,均高于前值。当前住房价格仍在高位,且9月环比下行趋势偏缓,拉高核心服务指数。若住房不能如期降温,核心服务通胀降幅将受限。

能源为9月CPI增长的另一主要拉动项。9月全球能源价格回落带动美国能源CPI指数增速放缓,但总体影响为正,能源总体环比1.5%,前值5.6%。其中,燃油涨幅最大,环比8.5%,前值10.6%,汽油(+2.1%)环比增速明显放缓。能源服务环比0.6%(前值0.2%),天然气服务环比增速转负至-1.9%,电力服务环比1.3%,比前值0.2%有所增加。能源5.6%,近期地缘政治风险加深,巴以冲突或加剧未来能源价格不确定性。

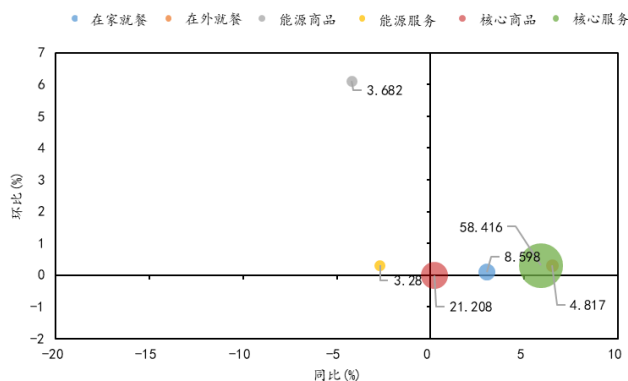
9月CPI公布后,年内再加息预期小幅抬升,但11月不加息的预期占主流(90.2%)。CPI数据再次超预期,显示美国最后一阶段降通胀面临的阻力。数据公布后,美股收跌,美债收益率上行,市场对加息预期抬升,12月加息25bps的可能性小幅上升至30.4%,降息时点预期小幅推后。相比10月前,近期FOMC成员鸽派表态增多,发言主要考虑到美债收益率上行可能替代货币政策收紧金融条件,加息必要性降低。从9月强劲的非农新增就业数据(+33.6万人)及当前美国通胀与美联储目标的差距来看,加息并非绝无可能,但是仍然需要更多证据支持。后续数据可能对年内两次议息会议结果更为关键。

图1 美国近期CPI分项权重、同环比及趋势(%)

权重(%)	项目	环比趋势	环比(% SA)						同比趋势	同比(% NSA)					
			Sep. 2023	Aug. 2023	Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023		Sep. 2023	Aug. 2023	Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023
100.00%	CPI		0.4	0.6	0.2	0.2	0.1	0.4		3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9
13.38%	食品		0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0		3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	7.7
8.57%	在家就餐		0.1	0.2	0.3	0.0	0.1	-0.2		2.4	3.0	3.6	4.7	5.8	7.1
4.81%	在外就餐		0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.4		6.0	6.5	7.1	7.7	8.3	8.6
7.16%	能源		1.5	5.6	0.1	0.6	-3.6	0.6		-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	-5.1
3.89%	能源商品		2.3	10.5	0.3	0.8	-5.6	2.7		2.2	-4.2	-20.3	-26.8	-20.4	-12.6
3.62%	汽油		2.1	10.6	0.2	1.0	-5.6	3.0		3.0	-3.3	-19.9	-26.5	-19.7	-12.2
0.13%	燃油		8.5	9.1	3.0	-0.4	-7.7	-4.5		-5.1	-14.8	-26.5	-36.6	-37.0	-20.2
3.27%	能源服务		0.6	0.2	-0.1	0.4	-1.4	-1.7		-3.3	-2.7	-1.1	-0.9	1.6	5.9
2.55%	电力		1.3	0.2	-0.7	0.9	-1.0	-0.7		2.6	2.1	3.0	5.4	5.9	8.4
0.72%	天然气		-1.9	0.1	2.0	-1.7	-2.6	-4.9		-19.9	-16.5	-13.7	-18.6	-11.0	-2.1
79.46%	核心CPI		0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4		4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5
21.12%	核心商品		-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.6	0.6		0.0	0.2	0.8	1.3	2.0	2.0
4.25%	新车		0.3	0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2		2.5	2.9	3.5	4.1	4.7	5.4
2.72%	二手车		-2.5	-1.2	-1.3	-0.5	4.4	4.4		-8.0	-6.6	-5.6	-5.2	-4.2	-6.6
2.53%	服饰		-0.8	0.2	0.0	0.3	0.3	0.3		2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	3.6
1.47%	医疗商品		-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6	0.5		4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	4.0
58.34%	核心服务		0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4		5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	6.8
34.75%	住房		0.6	0.3	0.4	0.4	0.6	0.4		7.2	7.3	7.7	7.8	8.0	8.1
5.95%	交通		0.7	2.0	0.3	0.1	0.8	-0.2		9.1	10.3	9.0	8.2	10.2	11.0
6.33%	医疗		0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.1		-2.6	-2.1	-1.5	-0.8	-0.1	0.4

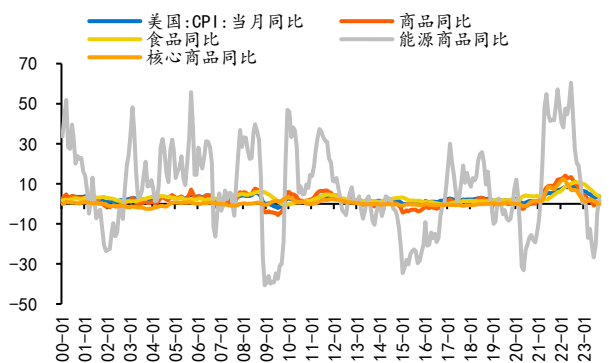
资料来源:同花顺,联储证券研究院

图2 美国 8 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (%，NSA)



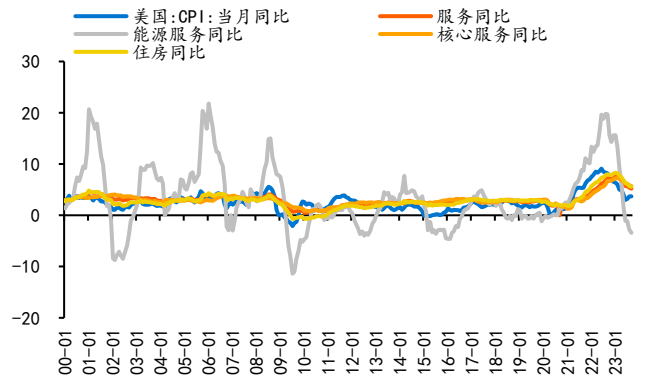
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



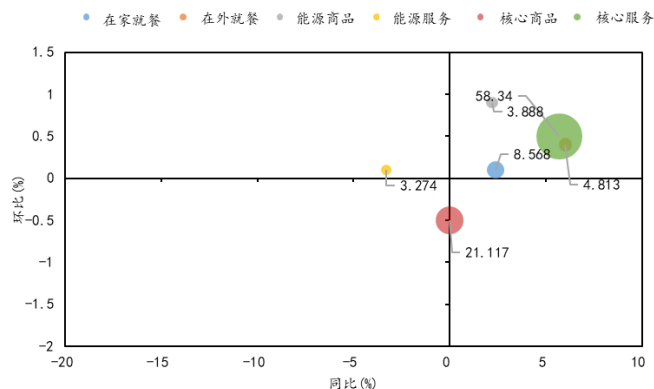
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图6 美国服务 CPI 及其分项同比 (%)



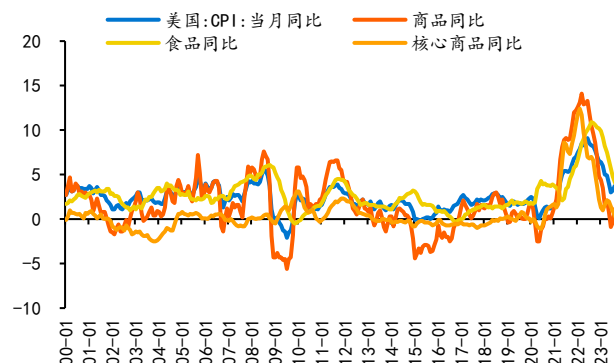
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图3 美国 9 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (%，NSA)



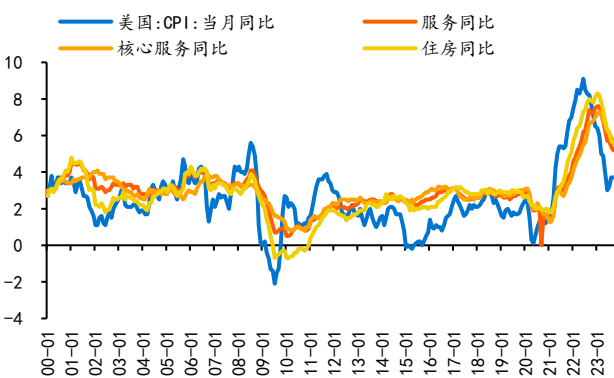
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)，不含能源



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图7 美国服务 CPI 及其分项同比 (%)，不含能源



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

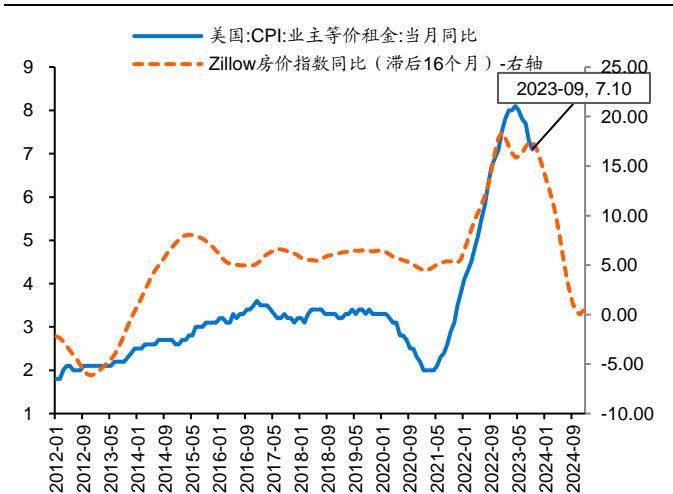
## 2. 住房: 下行趋势偏缓, 拉高核心服务 CPI

住房价格回落速度低于预期, 或牵制核心服务 CPI 顺利下行。9 月核心服务环比回升至 0.6% (前值 0.4%), 同比 5.7% (前值 5.9%), 住房贡献项绝大部分。9 月住房价格环比回升至 0.6% (前值 0.3%), 同比 7.2% (前值 7.3%)。总体来看, 9 月住房价格高位对核心服务 CPI 压力仍存。

住房下分项中, 业主等价租金 (OER) 环比涨幅偏大 (+0.6%, 前值 0.4%), 且占比较高 (25.61%), 因此贡献了大部分 9 月住房环比增长。另一分项主要住所租金 (RPR) 占比 7.59%, 9 月环比持平上月 (+0.5%), 但同比回落趋势明显缓于领先指标 Zillow 观察租金指数。按 Zillow 对应领先指标预测, 9 月 OER 同比应在 7.3% 左右, 实际为 7.1%。

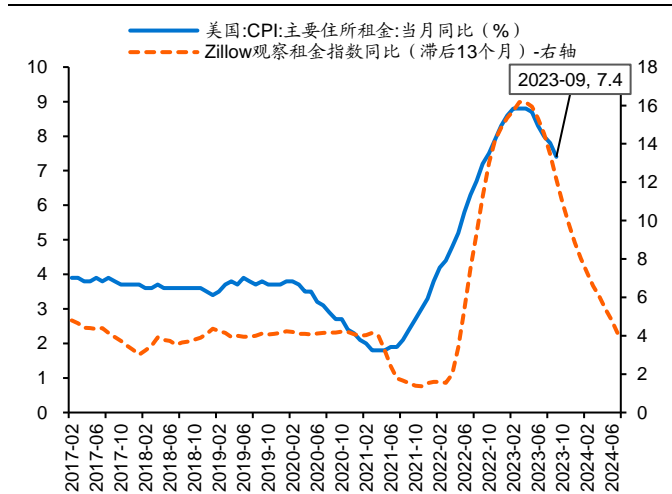
与预测基本一致；RPR 同比应在 6.7% 左右，实际为 7.4%，高于预测值。主要住所租金若不能如期下行，则后续可能需要向上修正预期。

图8 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)



资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图9 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)



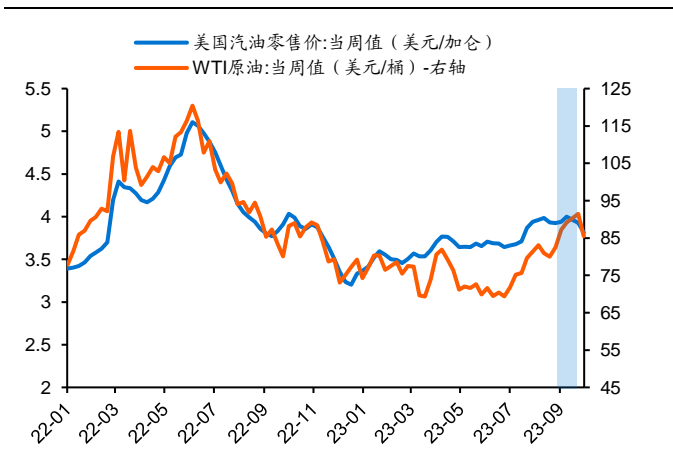
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

### 3. 能源：美国能源价格先于国际油价回落

9 月美国能源通胀风险边际放缓，触顶回落趋势先于 WTI 原油价格。9 月能源 CPI 涨幅仅有 1.5%，其中燃油 (+8.5%)、汽油 (+2.1%)、天然气 (-1.9%) 较上月明显放缓，电力指数 (+1.3%) 小幅回升。按周频数据，9 月 1 日至 29 日 WTI 原油价格涨幅有约 10.8% (+\$8.94)，美国汽油零售价涨幅则基本为零 (+\$0.005)，且 9 月底后美国汽油零售价持续回落，近期美国能源涨势或暂停。

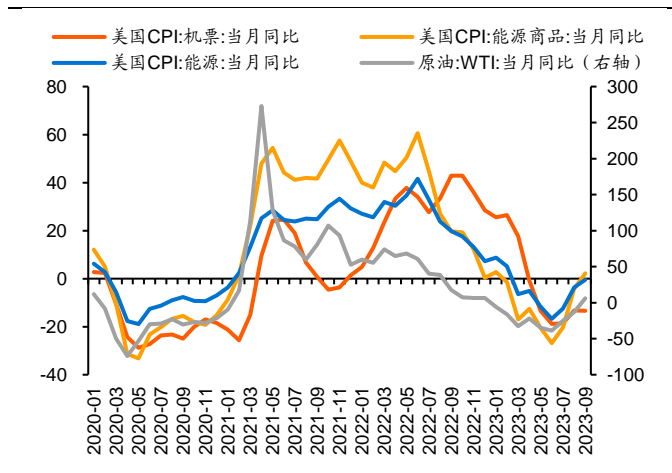
能源价格向交通运输服务传导效应同步放缓。9 月交通运输服务 CPI 环比 0.7%，比上月 2% 有所放缓，对核心服务指数增长贡献有限。以机票为例，9 月机票 CPI 走平，环比仅有 0.3% (前值 4.9%)。随着油价增速放缓，预计未来交通运输通胀的上行压力也将缓解。

图10 美国汽油零售价滞后国际原油 (美元)



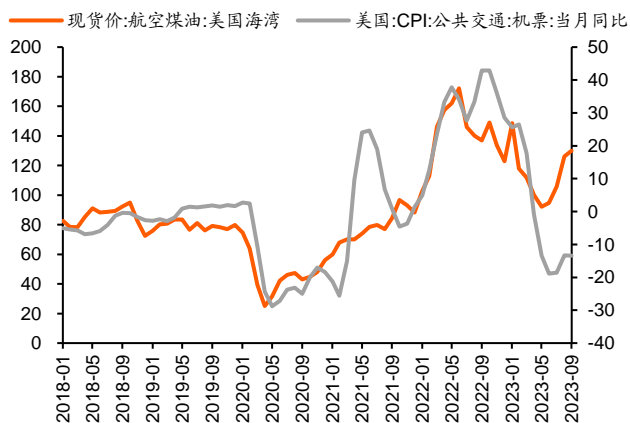
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图11 美国能源、机票与 WTI 原油价格同比 (%)



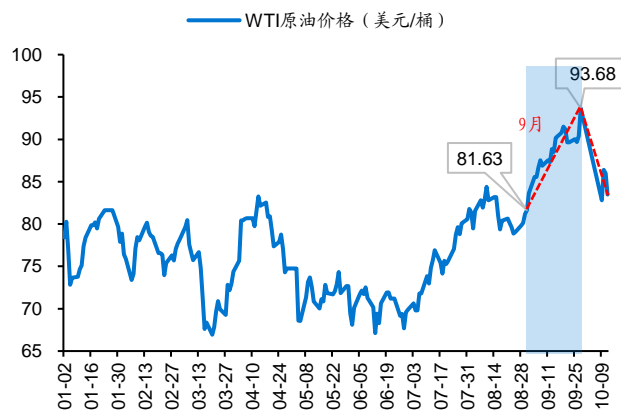
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图12 航空煤油价格与机票价格同步回升（美元/桶，%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图13 2023年 WTI 日频原油价格（美元/桶）

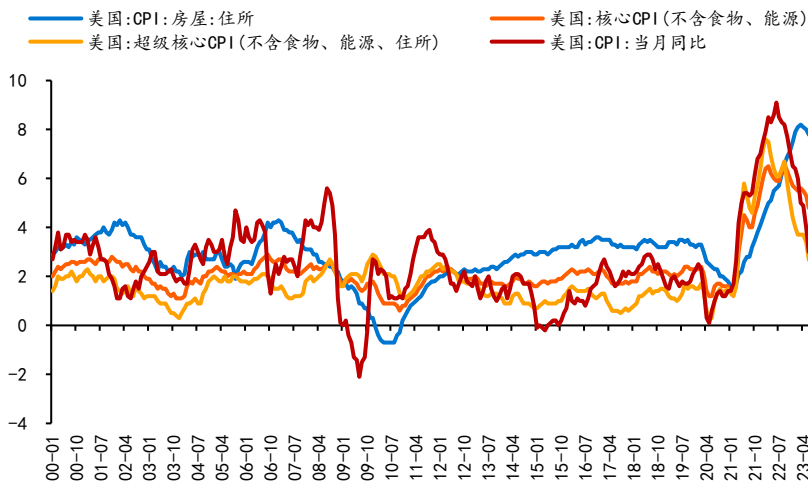


资料来源：同花顺，联储证券研究院

#### 4. 市场影响：预期 11 月不加息，但后续加息可能性上升

美国核心服务和能源通胀读数在单月聚积，牵制整体 CPI 下行。9 月能源上行压力虽然有所缓解，但住房通胀又遇瓶颈，二者叠加使得 CPI 同比再次超预期。数据公布后，美股收跌，美债收益率上行，市场对加息预期抬升，12 月加息 25bps 的可能性小幅上升至 30.4%，降息时点预期小幅推后，但 11 月不加息预期仍占主流。我们认为，9 月通胀再超预期仅代表美联储尚未迎来经济“充分降温”的证据，但并不证明美国经济韧性反弹或加息势在必行。

图14 美国住房指数高位持续拉高核心 CPI



资料来源：BLS，联储证券研究院

近期美联储行事趋于“谨慎”，数据出现大转折前或不轻易加息。与鲍威尔的鹰派表态不同的是，9 月议息会议纪要和近期 FOMC 成员鸽派表态增多，发言主要讨论美债收益率上行收紧金融条件，加息必要性可能降低。抛开发言不谈，近期美联储明显放慢加息节奏，似乎在“按兵不动”等待正确时机。在计划长期维持利率高位的情况下，美联储再次加息或开始降息都需要有强有力的证据支持，而 9 月通胀的变化幅度还不满足美联储决定加息的条件。当前通胀缓降的表现既涵盖了能源、住房等分项的波动，也涵盖了市场对美联储加息的滞后反馈。在美联储态度谨慎而数据基本持平的情况下，后续数据（例如 9 月 PCE）可能对年内两次议息会议结果更为关键。

**图159 月美国 CPI 公布后年内加息预期小幅上升**

截至 10.13	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0.00%	0.00%	2.50%	3.10%	2.30%	1.40%	0.80%	0.40%	0.20%	0.10%	0.00%
550-575	0.00%	9.80%	30.40%	31.20%	24.20%	15.20%	9.10%	4.60%	2.30%	1.20%	0.50%
525-550	100.00%	90.20%	67.10%	65.70%	57.10%	43.60%	31.00%	19.20%	11.20%	6.70%	3.30%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.40%	33.00%	37.70%	34.10%	25.90%	18.60%	11.20%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.70%	18.40%	28.80%	31.70%	28.80%	22.50%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	11.30%	20.90%	26.30%	27.90%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	6.90%	13.90%	21.60%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	3.90%	10.10%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	2.60%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%

资料来源：CME，联储证券研究院

## 5. 风险提示

美国通胀粘性超预期；美联储货币政策超预期。



### 免责声明

联储证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000