

宏观点评 20231114

美国 10 月通胀：从崎岖走向平坦？

2023 年 11 月 14 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

- 今年第三次核心 CPI 环比<0.3%，这会是通胀下行之路转为平坦的开端吗（图 1）？10 月双双超预期回落的通胀，油价和房租是主因，帮助减缓了价格增长的步伐。具体来看，10 月 CPI 同比上涨 3.2%，相较于 9 月的 3.7%快速放缓；核心 CPI 同比上涨 4%，低于预期和前值的 4.1%。数据公布后，市场显然更有信心：三大美股期货跳涨，纳指更是涨超 1.5%，10 年期美债收益率大幅走低破 4.5%。
- 不过，10 月数据是否就意味着往后美国的通胀无需担心了？
- “供给”通胀是否会“卷土重来”？8 月的报告中，我们提到了旧金山联储所提出的需求驱动型和供应驱动型通胀。目前边际上看，供应驱动对通胀的贡献持续在 1.4%左右，回落的进程似乎受阻。而需求驱动通胀从 7 月贡献率 1.61%回落至 9 月的 1.46%。虽然下降速度缓慢，但逐渐趋于收敛。
- 不过目前供给-需求似乎并不能给通胀提供更多答案，那么我们不妨切换至周期-非周期的角度。因为这与经济状况和行业因素更加相关。为了判断项目是周期性还是非周期性的，Mahedy-Shapiro 方法将项目价格与失业率的差距进行统计。如果失业率差距与该类别通胀率之间的关系为负且在统计上显著，则该类别被认为是周期性的。反之，则视为非周期性。
- “非周期性”是缓解通胀的“好帮手”。从图 2 可以看出，非周期性核心通胀先于周期性开始回落，且前者回落速度远快于后者。非周期性核心通胀从 2022 年的 5.8%同比峰值快速回落至今年 9 月的 2.1%，可以说是通胀回落的主要“帮手”。不过近期对通胀的贡献拐头向上，再次给未来通胀走势蒙阴（图 3）。
- 进一步观察“非周期性通胀”，医疗保健服务是关键。由于医疗保健服务在非周期性通胀中占很大比重，且依赖于价格管理，因此非周期性通胀的贡献被进一步划分为医疗保健服务和非医疗保健服务。我们可以通过图 4 直观地观察到，非医疗保健服务对通胀的贡献已经从 2022 年的峰值 3.3%快速回落至 9 月的不及 1%。而医疗服务的贡献却未见大幅回落。
- 这意味着美国需要在工资通胀上“做更多功课”。因为工资无疑是医疗价格上涨的核心，而这主要来源于就业结构的失衡。尽管边际上美国薪资增速在降温，10 月环比增长 0.2%，同比增长 4.1%。不过当前教育及保健服务的职位空缺情况依旧紧张，而且 10 月薪资水平的下滑或有部分汽车工人罢工的影响，因此工资增速仍是短期内需要关注的重要变数（图 5-6）。
- 对于美联储而言，在不造成大量失业的情况下抑制通胀的航行基本“一帆风顺”，往后看加息的是否到了终局取决于放缓是否是持续的。因此更重要的挑战是实现美联储 2%通胀目标的“最后一公里”的路。这需要劳动力市场的配合，美联储需要看到的是持续软化的就业+通胀，而非“偶然一次”。市场对“再加一次”的预期跌至 5%的个位数，不过即便不再加息，利率在高位更久也仍是当前的基准情形。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

相关研究

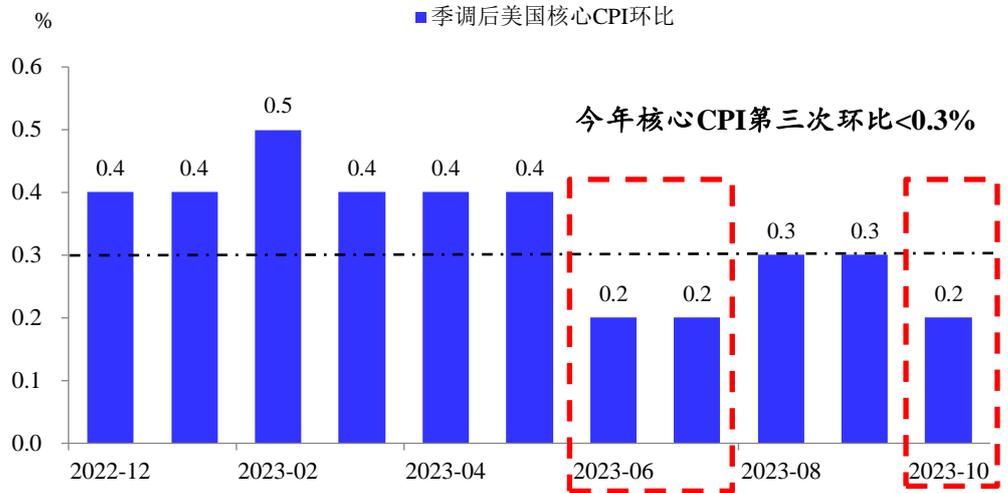
《“喜忧参半”的 10 月金融数据》

2023-11-13

《明年“宽财政”空间有多大？》

2023-11-13

图1: 美国 10 月季调后核心通胀环比增加 0.2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

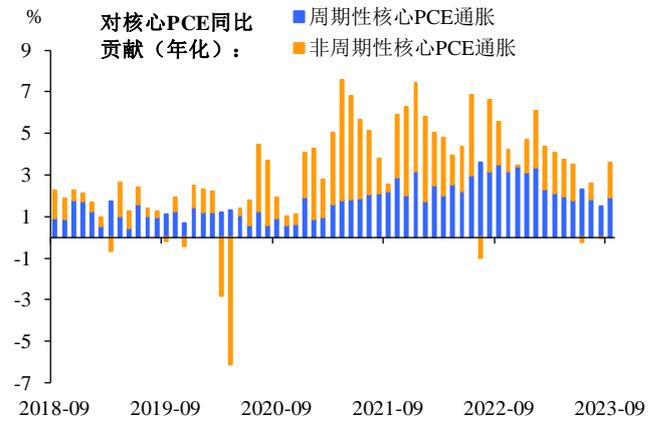
图2: 非周期性通胀下行更快



注: 2023 年数据截至 9 月

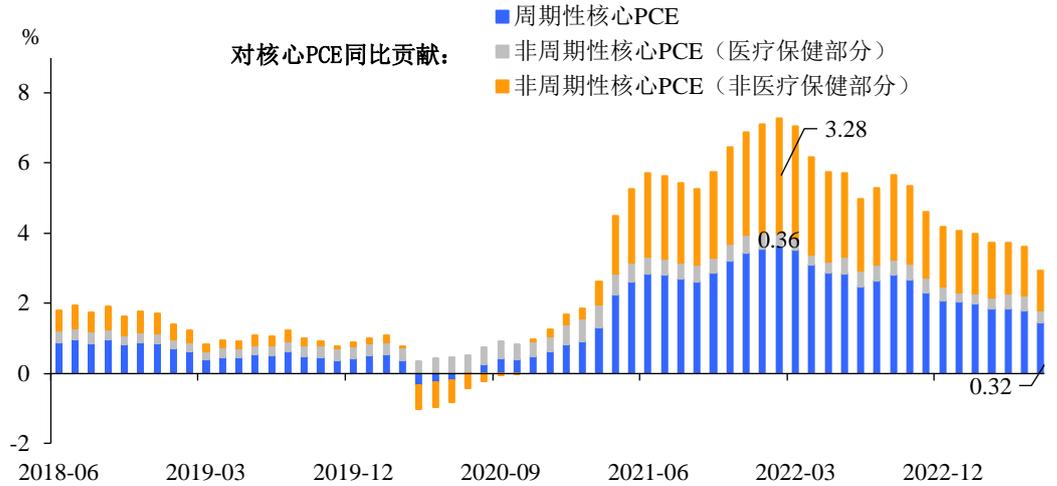
数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

图3: 但最近非周期性通胀对核心通胀的贡献反弹上涨



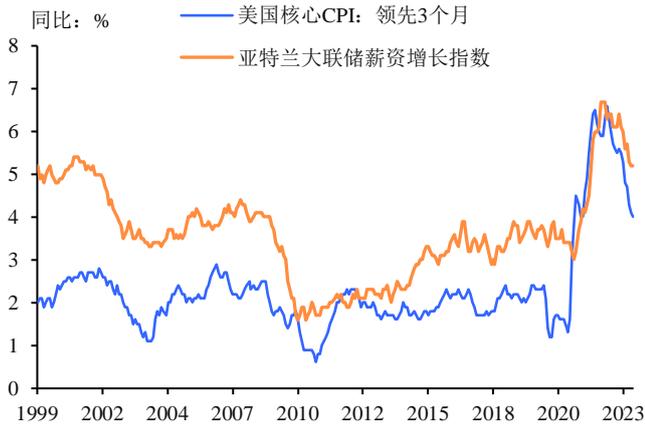
数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

图4: 医疗保健对通胀的贡献未见大幅回落



数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

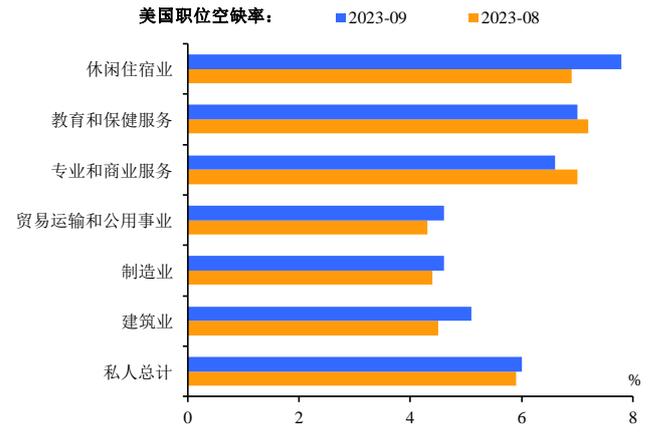
图5: 薪资上涨跟随通胀, 将会再次向服务业传导



注: 2023 年数据截止至 10 月

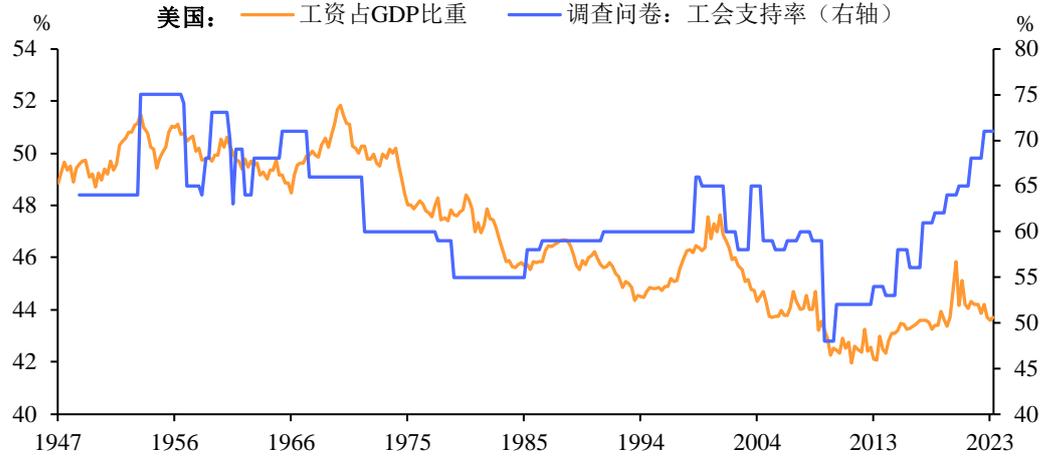
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国保健服务的职位空缺率依旧较高



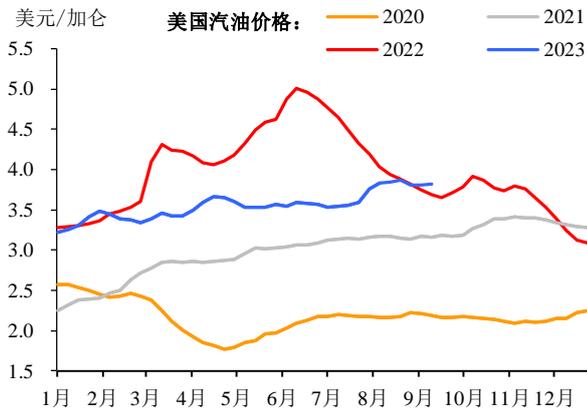
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国支持工会的人数上涨或带领工资上涨



注: 2023 年数据截止至 6 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 9 月油价继续走高



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

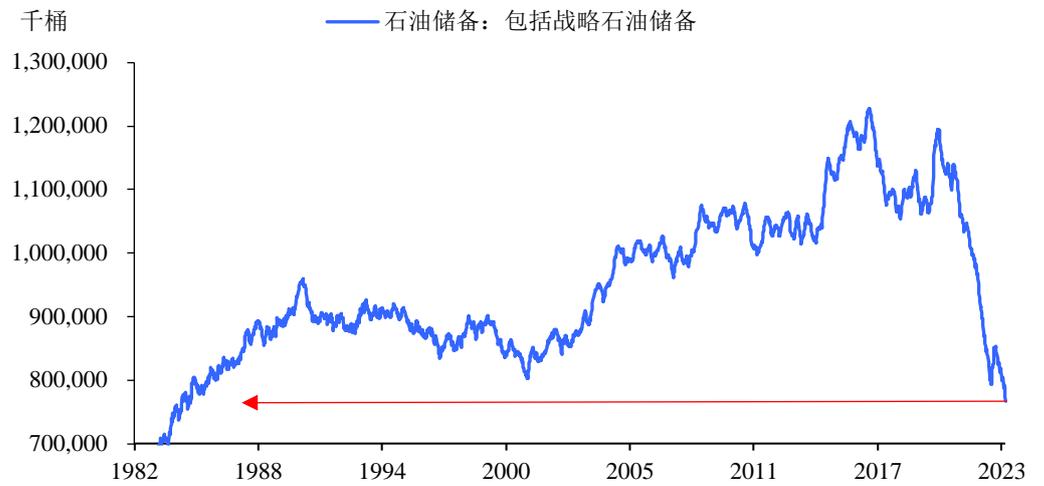
图9: 油价上涨或带动通胀再起



注: 2023 年柴油价格更新至 9 月 5 日, 美国 CPI 同比更新至 8 月最新

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 美国石油储备库存处于历史较低水平



数据来源: Bloomberg, 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>