

2023年11月15日

通胀超预期下行，联储或将结束加息

——美国10月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布10月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.2%，环比较9月持平；核心CPI同比上升4.0%，环比上升0.2%，均低于市场预期。

● 总体与核心通胀均超预期下行，去通胀进程更进一步

1. 总体通胀与核心通胀均超预期下行。美国10月CPI同比上升3.2%、较9月下降0.5个百分点，环比较9月持平，主因能源项有较大程度降幅。核心CPI同比上涨4.0%，环比上升0.2%，均较9月份下降0.1个百分点，并低于市场预期。数据显示当前美国通胀动能出现较为顺畅的放缓，与10月非农较为契合。

2. 能源通胀有较大幅度下行，核心通胀仍在下降。具体而言，10月能源项同比下降4.5%，同比跌幅较9月份扩大4.0个百分点；食品方面，10月份食品项同比上升3.3%，较9月份下降0.4个百分点，连续14个月下降；核心CPI方面，10月核心商品环比增速下降幅度较9月收窄0.3个百分点至0.1%；核心服务环比上升0.3%，较9月份下降0.3个百分点。总的看，10月核心CPI同比继续下降，且环比增速有所下行，回落的斜率虽较缓，但下行的趋势尚未发生逆转。

3. 通胀水平或将继续下行，核心通胀下行速度将进一步趋缓。10月的通胀数据显示美国通胀水平略低于预期，最有利的消息在于核心通胀同比与环比亦出现下行，虽然整体下行速度较缓，但下行趋势未改，美国当前的去通胀进程尚算顺利。从超级核心服务通胀来看，10月份同比、环比增速分别较9月份下降0.16、0.39个百分点，走势近期首次出现同时下行。往后看，高基数效应已经基本消失，在能源与食品价格下降的背景下，总体通胀水平将继续下行。核心通胀方面，考虑到核心商品的上行压力，我们认为核心通胀下行的速度将进一步放缓，可能同10月持平甚至略有反弹，去通胀的斜率还有待进一步观察。

● 去通胀进程整体顺利，美联储更加逼近加息终点

如何理解超预期下行的通胀数据？对美联储的决策以及各类资产有何影响？

我们认为当前的数据或将驱使美联储在12月份FOMC会议上继续暂停加息，且更加逼近加息终点，大概率已经结束本轮加息周期。

一则当前通胀与就业数据仍在处于下行的趋势中，这意味着美联储的货币政策已经足够具有限制性，美联储将继续保持谨慎行事的原则，12月份大概率不会加息；二则随着核心通胀的下行，在不降息的背景下，美国经济的实际利率水平实际趋于上行，理论上对经济的抑制作用将会加强，在此情况下，美联储继续加息的可能性将会逐渐下降，大概率将会结束本轮加息周期。

最后，对各类资产而言，通胀超预期下行，将会提振市场风险偏好，对美股形成支撑，美债收益率短期内预计将会有较大幅度下行。但考虑到金融市场的上涨会部分对冲美联储的紧缩货币政策，美联储表态有可能保持鹰派，并保留继续加息的权利，因此资产价格反弹后续可能面临一定的回撤风险。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《总量背后的结构之忧——宏观经济点评》-2023.11.14

《加快建设金融强国——宏观周报》-2023.11.12

《CPI同比阶段性转负，中央加杠杆有望驱动2024物价回升——10月通胀数据点评》-2023.11.12

目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 1、总体与核心通胀均超预期下行，去通胀进程更进一步..... | 3 |
| 1.1、总体通胀与核心通胀均超预期下行..... | 3 |
| 1.2、能源通胀有较大幅度下行，核心通胀仍在下降..... | 3 |
| 1.3、通胀水平或将继续下行，核心通胀下行速度将进一步趋缓..... | 5 |
| 2、去通胀进程整体顺利，美联储更加逼近加息终点..... | 6 |
| 3、风险提示..... | 7 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图 1：美国 10 月通胀水平下降较多..... | 3 |
| 图 2：10 月通胀环比增速较 9 月继续下降..... | 3 |
| 图 3：10 月能源通胀有较大幅度下降..... | 4 |
| 图 4：食品通胀继续下行..... | 4 |
| 图 5：10 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反..... | 4 |
| 图 6：美国汽油零售价格近期持续下跌..... | 5 |
| 图 7：粮食期货价格近期有涨有跌..... | 5 |
| 图 8：美国二手车价格短期或有上行压力..... | 6 |
| 图 9：美国房租通胀后续或将持续下行..... | 6 |
| 图 10：10 月美国非房核心服务通胀同比、环比均下降..... | 6 |

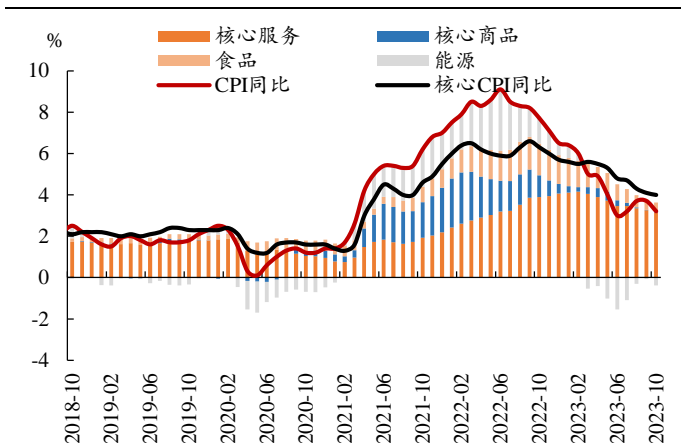
事件：美国公布 10 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.2%，环比较 9 月持平；核心 CPI 同比上升 4.0%，环比上升 0.2%，均低于市场预期。

1、总体与核心通胀均超预期下行，去通胀进程更进一步

1.1、总体通胀与核心通胀均超预期下行

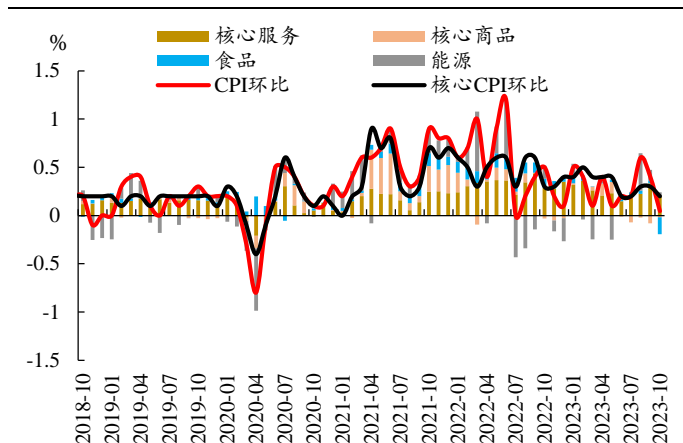
美国 10 月 CPI 同比上升 3.2%、较 9 月下降 0.5 个百分点，环比较 9 月持平，主因能源项有较大程度降幅。核心 CPI 同比上涨 4.0%，环比上升 0.2%，均较 9 月份下降 0.1 个百分点，核心 CPI 降幅趋缓，并低于市场预期。10 月份 CPI 与核心 CPI 走势背离告一段落，一方面显示当前高基数效应可能已经基本消失；另一方面则显示当前美国通胀动能或出现了较为顺畅的放缓，与 10 月非农数据可作为相互印证。总的来看，美国去通胀进程尚较顺利，核心通胀水平还在继续下降，不过离美联储的通胀目标尚有距离。

图1：美国 10 月通胀水平下降较多



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：10 月通胀环比增速较 9 月继续下降

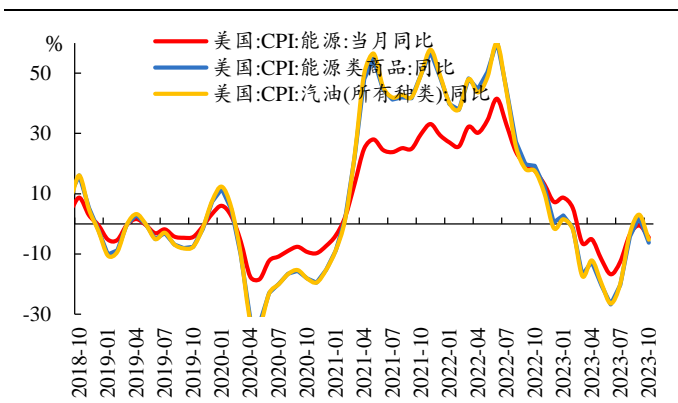


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

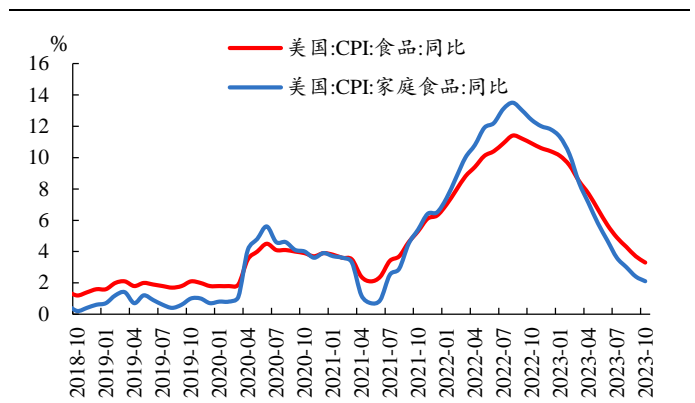
1.2、能源通胀有较大幅度下行，核心通胀仍在下降

(1) 能源方面，10 月能源项同比下降 4.5%，同比跌幅较 9 月份扩大 4.0 个百分点；环比下降 2.5%，环比增速较 9 月份下降 4.0 个百分点。其中汽油项环比下降 5.0%，环比增速较 9 月份下降 7.1 个百分点；燃油项环比下降 0.8%，较 9 月份下降 9.3 个百分点。10 月能源通胀同比跌幅有所扩大，我们认为主要是 10 月国际原油价格大幅下降，基数上来看，2022 年 10 月份美国汽油价格已经出现较大幅度下行，因此相关的高基数效应或已基本消失。事实上，10 月底美国汽油价格从 9 月底的 3.66 美元/加仑下降至 3.32 美元/加仑，整体下跌约 9.4%，幅度较大。

(2) 食品方面，10 月份食品项同比上升 3.3%，较 9 月份下降 0.4 个百分点，连续 14 个月下降；环比增长 0.3%，较 9 月上升 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 2.1%，较 9 月份下降 0.3 个百分点。食品项的同比与环比增速出现轻微背离，主因居家食品（Food at home）通胀环比有所上行，体现出当前美国外出消费或略有减弱。

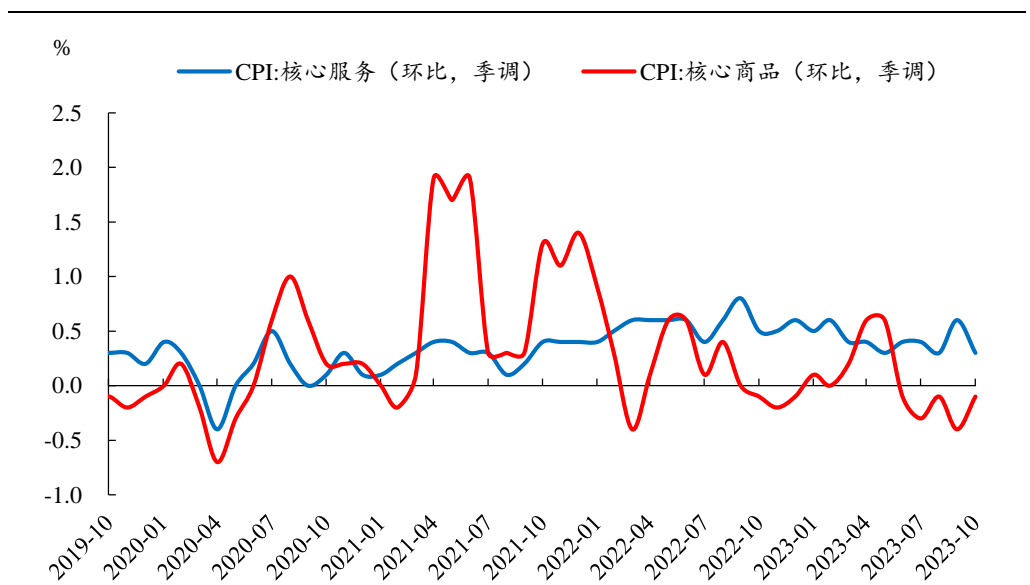
图3：10月能源通胀有较大幅度下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀继续下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面，10月核心 CPI 同比上升 4.0%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 9 月下降 0.1 个百分点。**分项来看**，核心商品环比增速下降幅度较 9 月收窄 0.3 个百分点至 0.1%；其中二手车项环比下降 0.8%，降幅较 9 月份收窄 1.7 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势略有差异，但方向仍较一致；新车方面，环比下降 0.1%，环比增速较 9 月份下降 0.4 个百分点。核心服务环比上升 0.3%，较 9 月份下降 0.3 个百分点。其中住房项同比上升 6.7%，较 9 月份下降 0.5 个百分点；环比上升 0.3%，较 9 月下降 0.3 个百分点，房租通胀下行速度有一定程度加速。交通运输服务环比上升 0.8%，较 9 月份上升 0.1 个百分点。**总的来看，10 月核心 CPI 同比继续下降，且环比增速有所下行，其回落的斜率虽然较缓，但下行的趋势尚未发生逆转。**

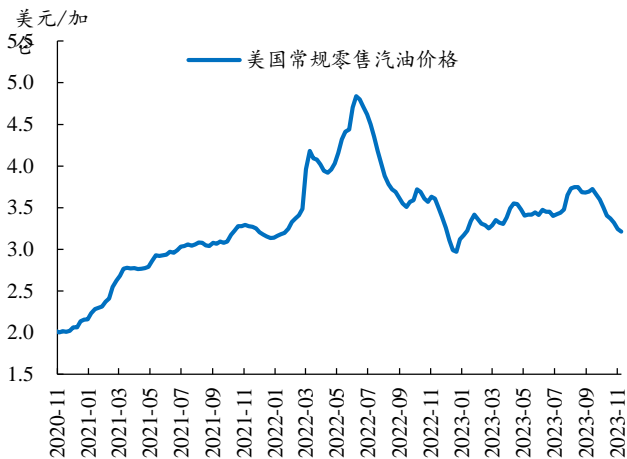
图5：10月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、通胀水平或将继续下行，核心通胀下行速度将进一步趋缓

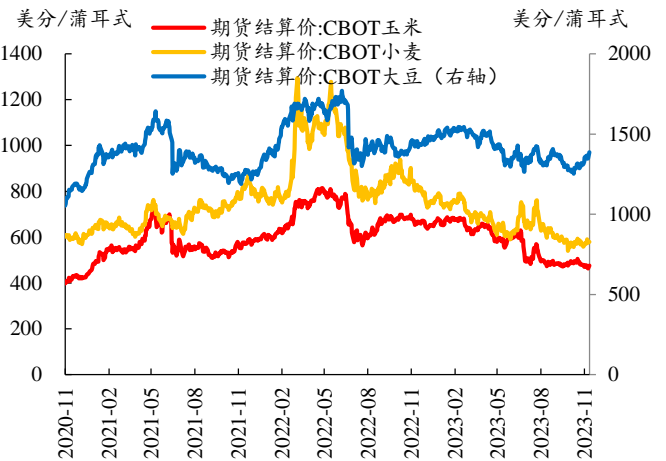
(1) **能源与粮食项短期内或仍将是通胀拖累项。**能源方面，截至 11 月 13 日，美国汽油价格为 3.21 美元/加仑，较 10 月底汽油价格下降约 3.3%。从近期原油价格表现来看，近期原油价格虽然出现一定程度反弹，但从 IEA 的最新报告来看，原油价格或仍将面临下行压力，且随着巴以冲突对国际能源价格影响的逐渐减弱，汽油价格也将难有较好表现。食品方面，美国小麦库存上调、俄罗斯粮食收成创历史新高，粮食价格或也将承压。总的来看，虽然高基数的作用基本消失，但原油、粮食等价格持续下行，短期内能源与食品项对整体通胀或仍将以拖累为主。

图6：美国汽油零售价格近期持续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：粮食期货价格近期有涨有跌

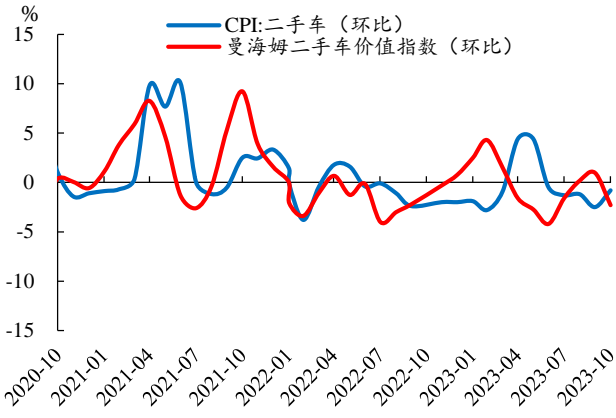


数据来源：Wind、开源证券研究所

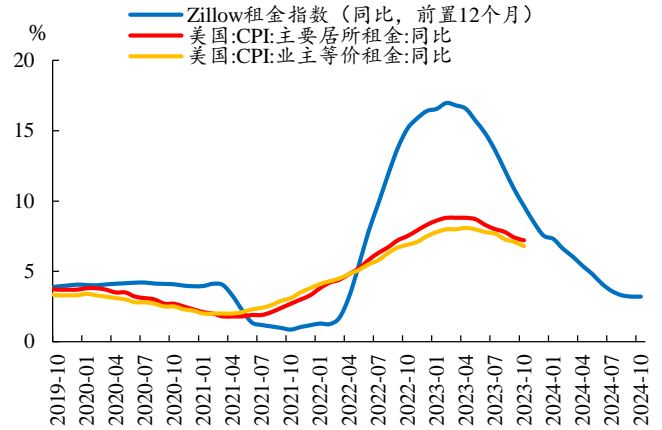
(2) **核心通胀降幅或将进一步放缓。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）10月环比下降2.29%，二手车通胀后续有较大可能性环比增速回升。但节奏方面，由于8、9两月份曼海姆二手车价格环比上升，因此11月二手车通胀环比增速有可能转正；新车方面，全球供应链压力环比较9月有所下降，考虑到近期美国汽车工人罢工结束¹，相关的薪资涨幅可能会传导至新车价格，新车通胀可能有一定的上行压力；核心服务方面，住房通胀仍是10月核心服务通胀的关键所在，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落，但整体幅度或将有所减速。从当前的情况来看，由于核心商品通胀可能反弹，核心服务下行斜率趋缓，核心通胀降幅可能会进一步放缓，并有一定的反弹风险。

(3) **总的来看，10月的通胀数据显示美国通胀水平略低于预期，最有利的消息在于核心通胀同比与环比亦出现下行，虽然整体下行速度较缓，但下行趋势未改，美国当前的去通胀进程尚算顺利。**从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，10月份同比、环比增速分别较9月份下降0.16、0.39个百分点，走势近期首次出现同时下行。往后看，我们认为高基数效应已经基本消失，在能源与食品价格下降的背景下，总体通胀水平仍将继续下行。核心通胀方面，考虑到核心商品的上行压力，我们认为核心通胀下行的速度将进一步放缓，有可能同10月持平甚至略有反弹，去通胀的斜率还有待进一步观察。

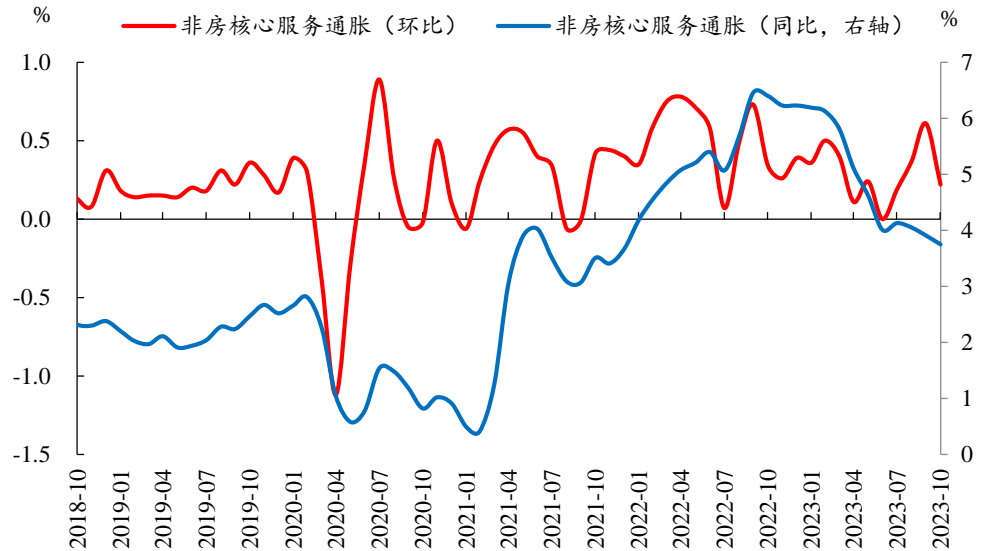
¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3700714?keyword=%E7%BD%A2%E5%B7%A5>

图8：美国二手车价格短期或有上行压力


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行


数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

图10：10月美国非房核心服务通胀同比、环比均下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、去通胀进程整体顺利，美联储更加逼近加息终点

如何理解超预期下行的通胀数据？对美联储的决策以及各类资产有何影响？

首先，从 10 月份的非农数据来看，新增非农超预期下行，与当前通胀数据相契合。从前述的数据来看，10 月核心通胀下行的主要驱动力在于核心服务的下降，核心商品对核心通胀的作用较 9 月甚至有所上升。这体现出当前劳动力市场的降温，对核心通胀的支撑力进一步减弱，两者之间的传导渠道较为畅通；

其次，我们需要考虑到一点，即 10 月份非农就业较差在很大程度上与美国汽车行业罢工有一定的联系，随着罢工的结束、美国汽车工人的涨薪，会对 11 月份非农就业数据产生一定支撑，实际薪资水平在通胀较多下行的背景下反而上升，虽然总体就业趋势还在向下，但波动可能会放大，因此 11 月份核心通胀存在一定超预期上行的可能；

最后，在 11 月份 FOMC 会议后，由于在会议上美联储主席鲍威尔表态较为中性，市场反应较为积极，叠加美国财政部 11 月份发债计划较为保守，长端美债收

益率迎来了较大幅度的下行，而对美联储的货币紧缩政策会产生一定程度的对冲，因此我们看到近期美联储部分官员整体表态较为鹰派，美联储主席鲍威尔更是表示没有信心货币政策收紧的已足够让通胀降至 2%，重申保持谨慎，且如果合适，美联储将毫不迟疑地加息²。

综上，我们认为当前的数据或将驱使美联储在 12 月份 FOMC 会议上继续暂停加息，且更加逼近加息终点，大概率已经结束本轮加息周期。

一则当前通胀与就业数据仍在处于下行的趋势中，这意味着美联储的货币政策已经足够具有限制性，美联储将继续保持谨慎行事的原则，12 月份大概率不会加息；二则随着核心通胀的下行，在不降息的背景下，美国经济的实际利率水平实际趋于上行，理论上对经济的抑制作用将会加强，在此情况下，美联储继续加息的可能性将会逐渐下降，大概率将会结束本轮加息周期。

最后，对各类资产而言，通胀超预期下行，将会提振市场风险偏好，对美股形成提振，美债收益率短期内预计将会有较大幅度下行。但考虑到金融市场的上涨会部分对冲美联储的紧缩货币政策，美联储表态有可能保持鹰派，并保留继续加息的权利，因此相关的资产价格反弹后续可能面临一定的回撤风险。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3701706?keyword=%E7%BE%8E%E8%81%94%E5%82%A8>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年10月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn