

## 短期关注美债利率反弹风险

### ——美国10月CPI传递的信号

#### 核心观点

虽然12月加息与否分歧仍存，但本月CPI走弱说明在未来通胀供给端不再出现大幅扰动的背景下，加息周期确已行至尾部阶段。短期美联储利率政策“高不成，低不就”，财政仍是未来影响美债利率的核心政策变量。

展望未来，美国财政纪律依然缺乏有效约束，预计宽财政仍可延续，美国经济仍将在“高利率”环境下维持韧性，收益率曲线倒挂仍需被修正。虽然近期10年美债利率有明显回落，但未来美债放量供给以及经济数据本身韧性仍可能驱动利率反弹。

#### □ 2024年美国CPI回落主要依赖房租分项，薪资预计保持粘性，核心商品或反弹

10月美国CPI同比增速3.2%，略低于市场预期，也是自7月以来CPI同比增速再度转向回落；环比增速0%，相较前值0.4%明显走低。非核心分项中，能源分项10月环比-2.5%，与10月以来能源价格回落趋势基本拟合。10月核心CPI环比0.2%，相较前值0.3%小幅回落；核心CPI同比增速4.0%，相较前值4.1%继续回落。分项来看（部分内容详述可参考前期报告《破局，突围》）：

**核心商品分项** 10月环比-0.1%，连续五个月位于负增长区间，在整体去库周期下这一走势也符合我们前期判断；预计美国将于2024年进入补库周期，核心商品分项预计逐步回暖。

**住房分项** 10月环比0.3%，相较前值0.6%有所回落。展望2024年，住房分项将是美国通胀回落的核心驱动项。美国房价同比增速对CPI住房分项约有1年左右的领先期。从2023年内房价走势来看，对应2024年美国CPI住房分项预计全年延续回落态势；近期旧金山联储也通过多个房价指数测算2024年CPI住房分项延续全年下行态势，且同比增速可能在下半年逐渐转负。

**我们测算的剔除住房以外的核心服务分项** 10月环比为0.3%，相较前值小幅回落但整体仍具粘性。我们曾于前期报告中多次指出美国疫后劳动力市场的供需新中枢已基本趋稳，劳动力供需状况从疫前的“供过于求”，转向了疫后的“供需紧平衡”。在此背景下，劳方薪资议价能力的增强可能使得罢工压力在未来更加频发的出现，薪资的粘性也会进一步增强（如此前美国汽车联合会UAW发起的罢工已于近期基本解决，但工人也基本实现了25%以上的涨薪幅度）。2024年主要需依赖银行信贷紧缩以及企业滚动增加的财务成本进一步压降劳动力招工需求和居民薪资增速，但疫情后劳动力紧张企业中出现的“劳动力囤积”倾向可能会延缓薪资增速的回落。

#### □ 12月加息与否分歧仍存，但在供给端不出现扰动的背景下加息周期已行至尾声

我们曾于前期报告《破局，突围》和《财政逐渐取代货币成为影响美债利率的核心变量》中指出：短期美联储利率政策的状态是“高不成，低不就”，即加息已至尾声，但短期也难见降息。因此财政已取代货币成为影响美债利率的核心政策变量。本月CPI走弱也进一步验证我们前期观点，虽然12月加息与否分歧仍存，但在供给端不再出现大幅扰动的背景下，加息周期确已行至尾部阶段。

当前美国财政纪律依然缺乏有效约束，从外部制约看信用货币体系下非美经济体较缺乏对美国财政扩张的有效制衡手段；从内部制约看民主党也通过结构性的利益让渡换取共和党在总量上对民主党“宽财政”的妥协。预计宽财政仍可延续，未来美国经济仍将在“高利率”环境下维持韧性，短期10年期美债利率将逐步抹平与2年期美债的倒挂幅度，从利率曲线的角度逐步去除衰退预期。

#### □ 经济数据本身韧性和未来美债放量供给可能驱动利率反弹

**美债方面**，美国当前面临的财政纪律约束较为有限，短期财政不会出现明显退坡，衰退风险有限。在此背景下，美债利率曲线中定价的衰退预期需要逐步被修正。短期来看，预计10年期美债收益率仍将逐步超过2年期美债收益率，抹平期限利差并修正衰退预期，10年期美债利率可能再次升至5%以上。虽然近期10年美债

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

#### 相关报告

1 《10月金融数据：稳增长仍需政策合力》 2023.11.14

2 《10月通胀：CPI再度走弱，PPI小幅回落》 2023.11.09

3 《10月外储：国际收支或是驱动政策重心转向的核心》

2023.11.07

利率有明显回落，但未来美债放量供给以及经济数据本身的韧性仍可能驱动利率反弹。

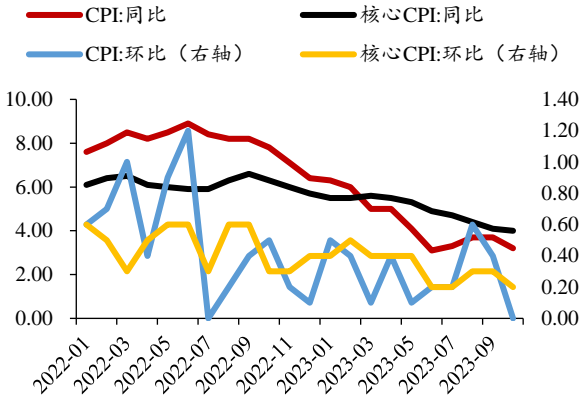
**美元方面**，我们继续维持前期观点，与美债利率的交易逻辑类似，美元短期尚不具备大幅回落的基础，预计仍将维持高位震荡。展望 2024 年，我们认为美元指数整体同样将位于高位，全年较难回落至 100 以下，主要源于美国相对欧洲的财政空间和经济优势。

#### □ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

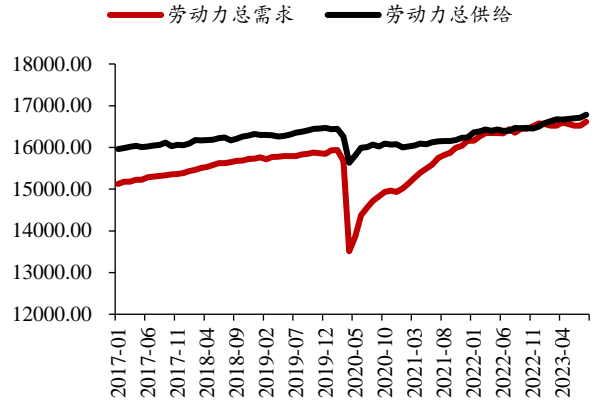
## 1 重要图表

图1: 美国 CPI 本月走势低于预期 (%)



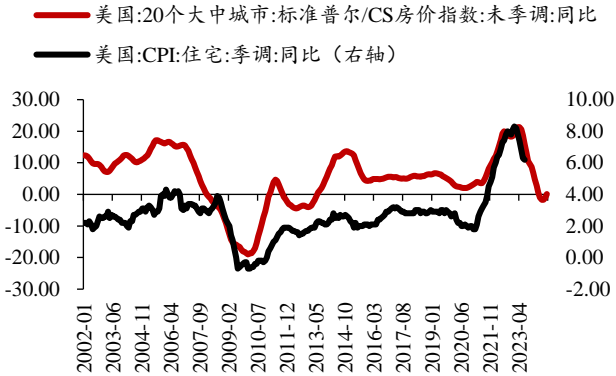
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国劳动力市场的供需两端已基本企稳 (万人)



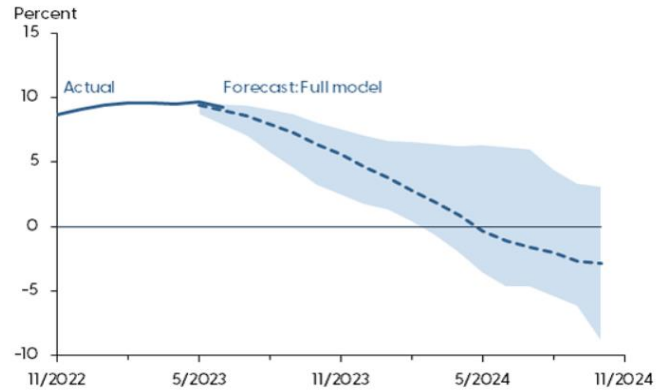
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 房价走势领先 CPI 分项 1 年 (%)，本图房价领先 12 月)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 旧金山联储预计 2024 年 CPI 住房分项将明显回落 (%)



资料来源: 旧金山联储, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>