

海外观察室

10月通胀数据或宣告加息结束

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn

研究助理

王佳萌 一般证券从业资格编号
S1060123070024
WANGJIAMENG709@pingan.com.cn



事项:

10月14日,美国劳工统计局公布数据显示,2023年10月CPI同比增长3.2%(预期3.3%,前值3.7%);季调后环比基本持平(预期0.1%,前值0.4%)。核心CPI同比增长4.0%(预期4.1%,前值4.1%),环比增长0.2%(预期0.3%,前值0.3%)。

平安观点:

- **通胀数据全面降温,10月CPI和核心CPI数据均弱于预期。**数据公布前,市场担心今年10月重新计量将导致医疗保险通胀被大幅调升。但现实看,尽管医疗保险分项环比从上月的-3.5%抬升至1.1%,但这一调整幅度被更加广泛的能源、住房和二手车分项降温所抵消。10月CPI和核心CPI同比分别下行0.5和0.1个百分点至3.2%和4.0%。
- **市场紧缩预期缓解,美联储再次加息筹码不足。**10月乐观的通胀数据一定程度缓解了市场对通胀粘性和通胀上行风险的担忧,继非农数据后又一次降低了美联储再次加息的概率。10月的数据显示通胀正按照预定路径回落,美联储再次加息的筹码不足。华尔街日报首席经济记者Nick Timiraos发文称,10月份的就业报告和通胀报告强烈暗示,美联储本轮的最后一次加息是在7月份,后续需要关注12月中旬的议息会议中美联储如何修改其政策声明表述。
- **数据公布后,市场快速交易美联储加息周期结束。**美债收益率快速回落,2Y和10Y美债收益率分别下行18BP和16BP后在4.85%和4.45%附近企稳。标普500指数开盘拉升近1.7%,美元指数则下跌1.5%至104附近。联邦基金期货市场对12月或明年1月再次加息的定价仅为30%,同时预期明年6月美联储开始降息,目前对降息的定价幅度为70BP左右。
- **加息见顶后,曲线或进一步陡峭化。**复盘2000年以来美联储加息结束后的资产表现,美债收益率在加息结束至首次降息期间多呈现总体下行态势,但同时政策利率的约束仍在,若终端利率维持时间较长、债市收益率显著低于政策利率,则此时也有回调风险。从目前收益率曲线的倒挂状态和美联储QT未止、中长期美债供给压力仍大的角度,短端的胜率似乎更高。美元指数方面,从历史角度看,加息见顶对美元的影响并不显著。在美欧相继结束加息的时段,若美国通胀回落进程相对欧洲更加顺利,降息预期发酵更加充分,美元中期或边缘走弱。人民币压力或有所缓解,但短期看走升的弹性不强。
- **风险提示:**1)终端利率持续时间更长;2)地缘政治风险扩散;3)通胀回落速度不及预期。

■ 通胀数据全面降温，市场紧缩预期缓解

10月CPI和核心CPI数据均弱于预期。数据公布前，市场担心今年10月重新计量将导致医疗保险通胀被大幅调升。但现实看，尽管医疗保险分项环比增速从上月的-3.5%抬升至1.1%，但这一调整幅度被更加广泛的能源、住房和二手车分项降温所抵消。10月CPI和核心CPI同比分别下行0.5和0.1个百分点至3.2%和4.0%。

10月乐观的通胀数据一定程度缓解了市场对通胀粘性和通胀上行风险的担忧，继非农数据后又一次降低了美联储再次加息的概率。10月的数据显示通胀正按照预定路径回落，美联储再次加息的筹码不足。华尔街日报首席经济记者Nick Timiraos发文称，10月份的就业报告和通胀报告强烈暗示，美联储本轮的最后一次加息是在7月份，后续需要关注12月中旬的议息会议中美联储如何修改其政策声明表述。

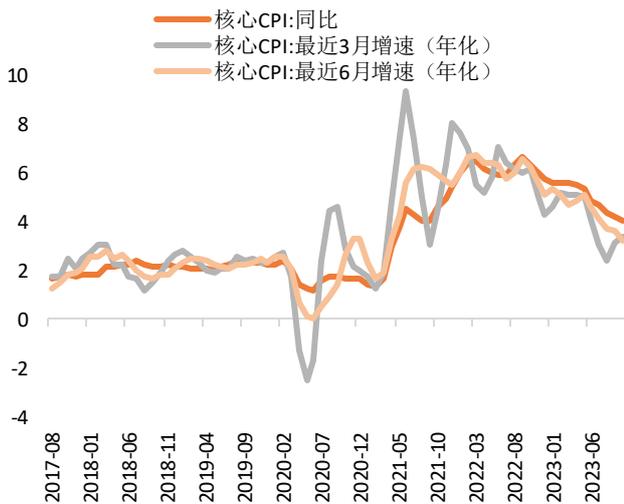
结构上看，10月通胀数据呈现全面降温的特征。我们把CPI分为核心商品、非住房核心服务、住房、能源和食品五个部分。剔除波动较大的食品和能源两项，核心通胀中，10月住房通胀和非住房核心服务通胀均有明显回落，核心商品通胀也依旧维持低位水平。

(1) 非住房服务通胀环比增速较大幅度回落，主要由娱乐服务带来：10月非住房服务季调后环比增速回落至0.2%（前值0.6%，17-19年平均环比增速为0.18%）；同比回落0.16个百分点至3.75%。其中，10月娱乐服务通胀环比增速降至0.1%（前值0.5%），指向居民的非必需消费在逐渐降温。10月医疗保险通胀环比上涨1.1%（前值-3.5%），其大幅上行主要由于美国劳工统计局将医疗保险通胀的测算与医疗保险行业此前年度的留存收益率挂钩，并在每年10月份重置调整，这也是市场此前较担忧的将增加通胀粘性的因素。

(2) 住房通胀环比增速回落：10月住房通胀环比增速0.3%（前值0.6%），改变了上个月环比增速反弹的趋势；同比回落0.4个百分点至6.7%，住房通胀也是10月核心通胀回落的最大贡献项。

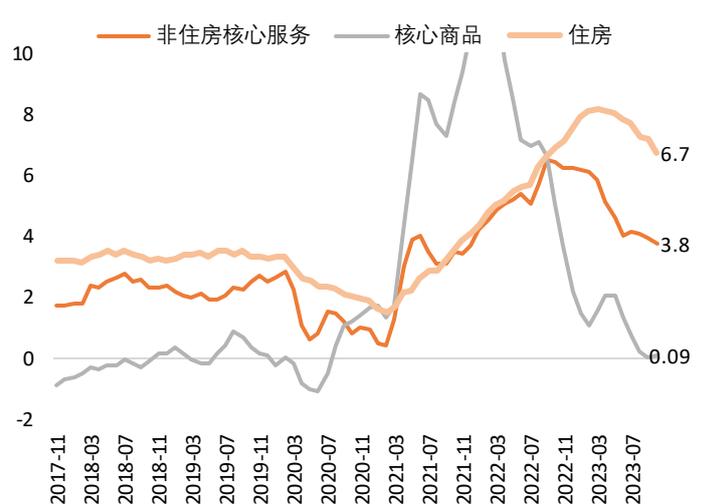
(3) 核心商品通胀环比跌幅收窄：10月核心商品通胀同比0.09%（前值0.02%）；环比-0.1%（前值-0.4%）。核心商品通胀已回落至历史均值水平附近，核心商品的去通胀进程已阶段性完成。核心商品通胀最大的下行贡献项目依然是二手车，10月二手车价格环比回落0.8%。

图表1 10月核心CPI同比回落至4.0%（%）



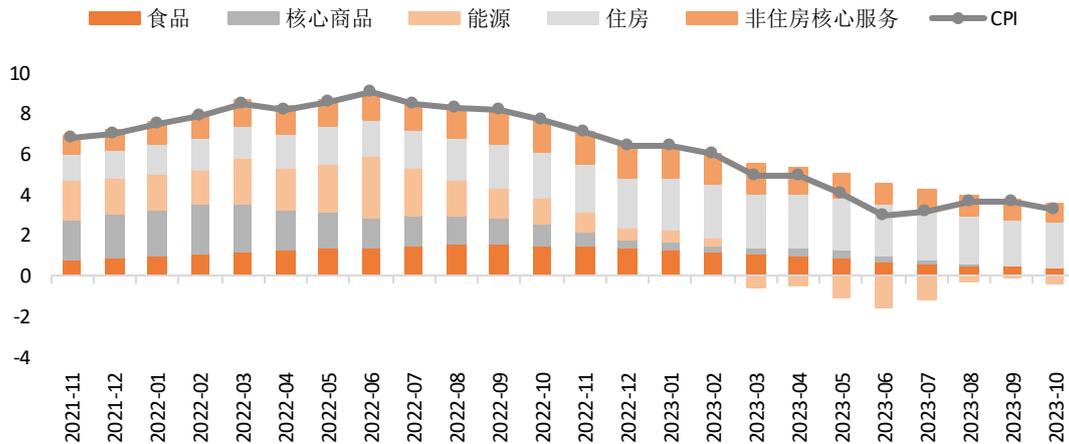
资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表2 10月住房通胀同比回落速度较快（%）



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表3 10月整体通胀回落主要由能源项贡献(%)



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

■ 加息见顶后，曲线或进一步陡峭

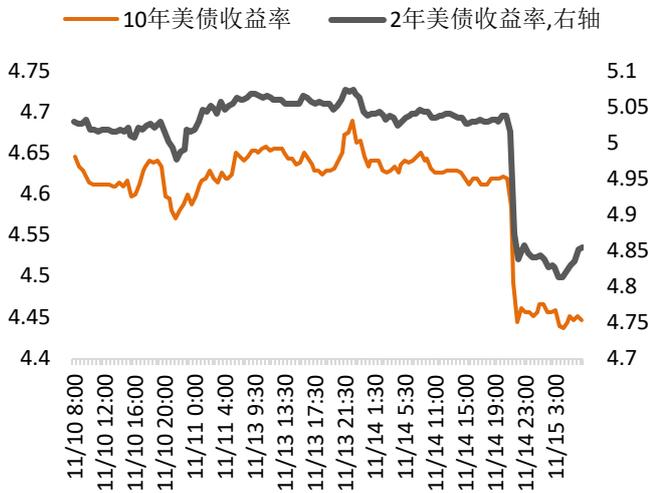
数据公布后，市场快速交易美联储加息周期结束。美债收益率快速回落，2Y 和 10Y 美债收益率分别下行 18BP 和 16BP 后在 4.85% 和 4.45% 附近企稳。标普 500 指数开盘拉升近 1.7%，美元指数则下跌 1.5% 至 104 附近。联邦基金期货市场对 12 月或明年 1 月再次加息的定价仅为 30%，同时预期明年 6 月美联储开始降息，目前对降息的定价幅度为 70BP 左右。

复盘 2000 年以来美联储加息结束后的资产表现，美债收益率在加息结束至首次降息期间多呈现总体下行态势，但同时政策利率的约束仍在，若终端利率维持时间较长、债市收益率显著低于政策利率，则此时也有回调风险。在这一时期，2Y 美债收益率最大低于联邦基金目标利率上限 163BP，中位数为 40BP；10Y 美债收益率最大低于联邦基金目标利率上限 158BP，中位数为 47BP。目前 2Y 和 10Y 美债收益率分别低于联邦基金目标利率上限 70BP 和 106BP。

从胜率角度，短端似乎更优。1) 目前 10-2Y 期限利差为 -36BP，收益率曲线仍处于倒挂状态。预计此后将在短端下行的带动下逐步趋陡；2) 长久期美债的供给压力仍未实质性缓解。最新的季度再融资报告中，财政部称将逐渐增加中长期美债的供给直到明年一季度。相对于短端，中长期债券需求更加缺少弹性；在美联储 QT 未停止、美债大买家缺少的背景下，长端期限溢价或仍保持相对高位。

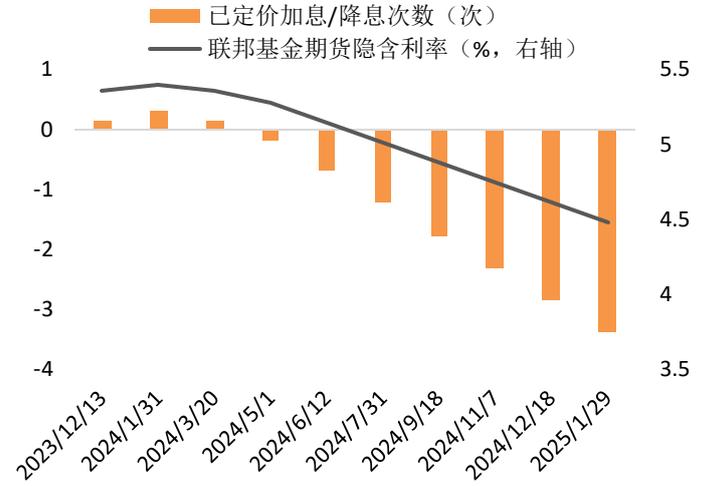
美元指数方面，从历史角度看，加息见顶对美元的影响并不显著。在美欧相继结束加息的时段，若美国通胀回落进程相对欧洲更加顺利，降息预期发酵更加充分，美元中期或边际走弱。人民币压力或有所缓解，但由于近期央行对人民币阻贬力度较强，短期内即使美元指数有所走弱，人民币或也难获得同等的升值空间。预计人民币走升仍需观察到美国经济数据进一步走弱和国内经济的超预期回升。

图表4 数据发布后美债收益率跳水 (%)



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表5 联邦基金期货市场预期明年6月降息



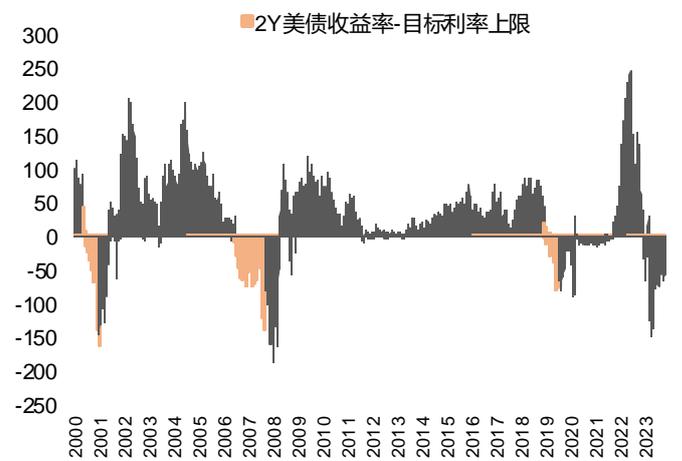
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表6 加息见顶后, 美债收益率多总体下行 (%)



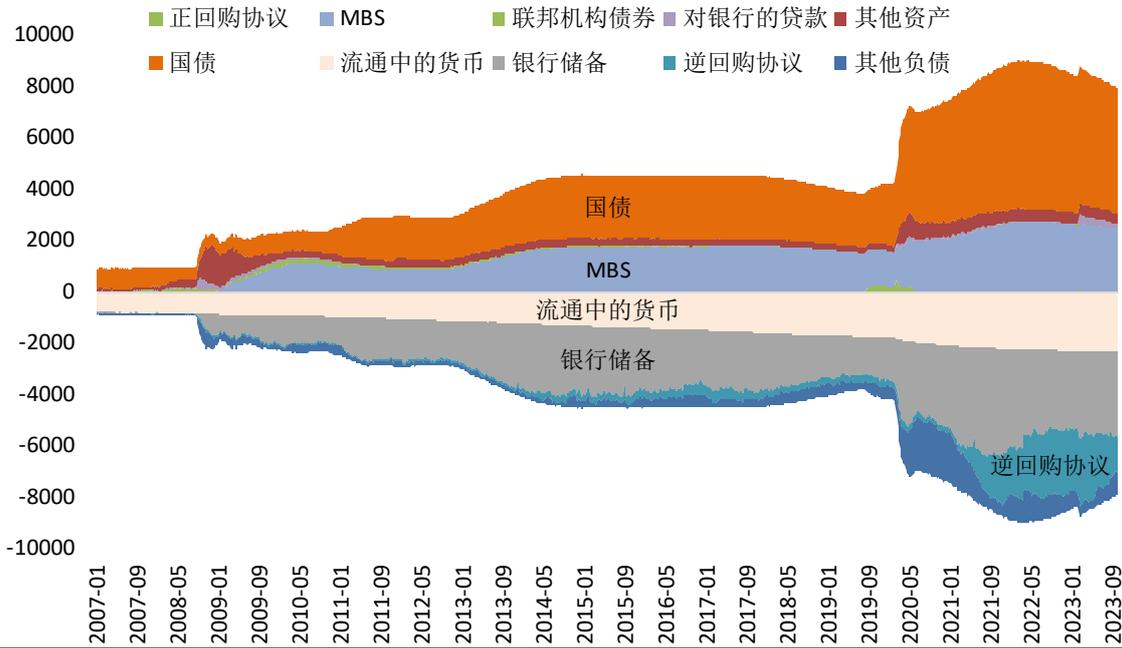
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 加息见顶后, 2Y 美债收益率最大低于政策利率 163BP (BP)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 橙色区域为加息结束至首次降息区间

图表8 美联储资产规模仍在高位，QT短期内或难以结束（十亿美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 美联储官员近期表态

职位	姓名	投票权	表态
美联储主席	鲍威尔 (Jerome Powell)	有	不确定已经达到了足够具有限制性的立场，如果进一步收紧政策变得合适，美联储将毫不犹豫。强劲的增长可能会破坏去通胀进展，这可能需要采取货币应对措施。他补充称对通胀的下行感到满意，但还有很长的路要走。预计未来几个季度GDP增长将放缓，但这还有待观察。
圣路易斯联储储备代理主席	帕埃塞 (Kathleen O'Neill Paese)	无	现在排除进一步加息的可能性还为时过早；央行有时间决定货币政策的下一步。如果官员们看不到通胀方面的持续进展，可能需要进一步加息。
旧金山联储主席	戴利 (Mary Daly)	无	货币政策处于非常好的位置，政策具有“显著的限制性”，但不确定在当前环境下是否足够严格。
里士满联储主席	巴金 (Thomas Barkin)	无	通胀需要更长的时间才能稳定下来。不要认为美联储已经结束加息，加息暂停与美联储资产负债表正常化并不冲突。
美联储理事	鲍曼 (Michelle W. Bowman)	有	预计需要进一步提高政策利率
芝加哥联储主席	古尔斯比 (Austan Goolsbee)	有	美联储需要注意利率超调的风险

资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表10 美国 CPI 分项同比及环比增速

	权重(%)	同比(%)			环比(%)		
		23-10	23-09	23-08	23-10	23-09	23-08
CPI	100.0	3.2	3.7	3.7	0.0	0.4	0.6
食品	13.4	3.3	3.7	4.3	0.3	0.2	0.2
家庭食品	8.6	2.1	2.4	3.0	0.3	0.1	0.2
谷物和烘焙食品	1.2	4.2	4.8	6.0	0.2	-0.4	0.5
肉、禽、鱼、蛋	1.8	0.4	0.2	0.0	0.7	0.5	0.8
乳制品及相关产品	0.8	-0.4	-0.2	0.3	0.3	0.1	-0.4
蔬菜和水果	1.5	1.1	0.8	2.1	0.0	0.0	-0.2
非酒精饮料和饮料材料	1.0	3.3	4.0	4.8	-0.1	0.0	-0.2
其他	2.3	3.6	4.2	4.5	0.3	0.3	0.2
家庭外用餐	4.8	5.4	6.0	6.5	0.4	0.4	0.3
能源	7.2	4.5	-0.5	-3.6	-2.5	1.5	5.6
能源商品	3.9	6.2	2.2	-4.2	-4.9	2.3	10.5
汽油	3.7	5.6	2.7	-3.7	-4.9	2.2	10.7
燃油	0.1	-21.4	-5.1	-14.8	-0.8	8.5	9.1
能源服务	3.3	2.3	-3.3	-2.7	0.5	0.6	0.2
电力	2.6	2.4	2.6	2.1	0.3	1.3	0.2
天然气	0.7	-15.8	-19.9	-16.5	1.2	-1.9	0.1
核心CPI	79.4	4.0	4.1	4.3	0.2	0.3	0.3
除食品、能源外商品	21.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.4	-0.1
交通出行商品	7.5	2.1	-2.3	-1.9	-0.4	-0.9	-0.3
新车	4.2	1.9	2.5	2.9	-0.1	0.3	0.3
二手车	2.6	-7.1	-8.0	-6.6	-0.8	-2.5	-1.2
家具及电器	4.3	0.7	0.9	1.7	-0.2	-0.3	0.3
服饰	2.6	2.6	2.3	3.1	0.1	-0.8	0.2
娱乐商品	2.2	-0.4	0.2	-0.1	0.1	0.3	-0.4
医疗保健商品	1.5	4.7	4.2	4.5	0.4	-0.3	0.6
酒精饮料	0.8	3.7	4.2	3.7	0.2	0.8	0.0
教育及通讯商品	0.9	-7.1	-7.3	-8.1	-1.3	0.3	-0.7
除能源外服务	58.5	5.5	5.7	5.9	0.3	0.6	0.4
住所	34.9	6.7	7.2	7.3	0.3	0.6	0.3
业主等量租金	25.7	6.8	7.1	7.3	0.4	0.6	0.4
主要住所租金	7.6	7.2	7.4	7.8	0.5	0.5	0.5
在外住宿	1.2	1.2	7.3	3.0	-2.5	3.7	-3.0
医疗保健服务	6.3	2.0	-2.6	-2.1	0.3	0.3	0.1
专业服务	3.5	0.7	1.2	1.9	-0.3	0.0	0.6
住院及相关服务	2.3	5.6	4.7	3.5	1.0	1.2	0.8
交通运输服务	6.0	9.2	9.1	10.3	0.8	0.7	2.0
机动车保险	2.8	19.2	18.9	19.1	1.9	1.3	2.4
机动车维修*	1.1	9.6	10.2	12.0	0.2	0.2	1.1
机票	0.5	-13.2	-13.4	-13.3	-0.9	0.3	4.9
教育及通讯服务	4.8	2.3	2.5	2.6	0.0	0.1	0.1
学费及托管	2.2	2.9	3.1	3.1	0.0	0.3	0.1
通信服务*	1.6	0.4	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.2
娱乐服务	3.1	5.7	6.4	6.1	0.1	0.5	-0.1
影音服务	1.0	5.2	6.3	5.9	-0.3	0.2	0.6
俱乐部会员资格及体育活动*	0.7	2.0	4.0	4.6	-0.7	-0.2	0.1
宠物	0.6	7.3	7.0	8.5	0.6	0.0	-0.6
供水、下水道和垃圾收集服务	1.1	5.3	5.2	5.8	0.3	0.2	0.5

资料来源: BLS, 平安证券研究所, 注: 带*数据未经季节性调整

- 风险提示: 1) 终端利率持续时间更长; 2) 地缘政治风险扩散; 3) 通胀回落速度不及预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层