

美国 10 月 CPI 点评：通胀超预期回落



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

核心观点：

美国 10 月整体 CPI 通胀 3.2%，前值 3.7%，超预期回落。 10 月整体 CPI 环比 0%，预期 0.1%，前值 0.4%。非核心方面，油价回落，能源通胀上行的担忧边际缓解。以汽油和燃油为主的能源商品为 10 月非核心 CPI 降温的主要拖累项。10 月能源 CPI 环比-2.5%，同比-4.5%；其中汽油环比-5%，同比-5.3%；燃油环比-0.8%，同比-21.4%。预计未来能源 CPI 将继续随油价下行。

美国 10 月核心 CPI 环比 0.2%，同比 4.0%。 核心商品同比 0.1%，环比小幅回升 0.3%至-0.1%，主要系二手车价格回温拉动。二手车 CPI 环比回升 1.7%至-0.8%，对应 8 月 Manheim 二手车指数回升。向前看，领先 2 个月的 Manheim 指数 11 月再次回落，本轮二手车 CPI 增长或不会持续。

10 月住房价格同比回落至 6.7%，追平前月回落不足。 核心服务方面，住房对整体 CPI 贡献过半。10 月住房价格环比增长 0.3%，前值 0.6%，同比 6.7%，前值 7.2%。业主等价租金环比 0.4%，主要住所租金环比 0.5%，比前值有所回落。当前住房价格仍在高位，但 10 月环比下行趋势较快，追平 8-9 月住房价格回落速度慢于领先指标的幅度。若住房价格如期回落，核心服务通胀则有望顺利降温。

数据公布后，12 月不再加息的预期再次抬升，降息预期时点提前。 CPI 数据超预期回落，提振市场对美联储不会进一步紧缩的信心。数据公布后，美股上涨，美债收益率回落，市场对 12 月不再加息的预期一度抬升至 99.8%，降息时点预期由 6 月小幅提前至 5 月。尽管近期美联储 FOMC 成员近期频频放鹰，但其目的更多在于预期管理而非实际行动。10 月 CPI 数据回落降低了美联储加息的必要性，对市场释放积极信号。

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

10 月出口数据波动，进口超预期改善

2023.11.13

10 月通胀数据点评：价格修复阶段性放缓

2023.11.10

10 月美国非农点评：就业放缓不仅限于罢工影响

2023.11.09

目 录

1. 美国整体通胀超预期回落	4
2. 住房：下行趋势回归预期，核心服务 CPI 上行压力缓解	6
3. 能源：美国能源价格随国际油价回落	6
4. 核心商品：二手车价格回升或不可持续	7
5. 市场影响：预期 12 月不加息、降息时点提前	8
6. 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 9 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 10 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	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	6
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	6
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	6
图 11	2023 年原油日频价格 (美元/桶)	7
图 12	美国能源、机票与 WTI 原油价格同比 (%)	7
图 13	Manheim 二手车领先指标 10 月小幅回落	7
图 14	10 月美国 CPI 公布后 12 月加息预期回落, 降息预期时点提前	8

1. 美国整体通胀超预期回落

美国 10 月整体 CPI 通胀 3.2%，前值 3.7%；环比 0%，预期 0.1%，前值 0.4%。非核心方面，油价回落，能源通胀上行的担忧边际缓解。以汽油和燃油为主的能源商品为 10 月非核心 CPI 降温的主要拖累项。10 月能源 CPI 环比-2.5%，同比-4.5%；能源服务环比 0.5%，同比-2.3%；能源商品环比-4.9%，同比-6.2%。能源商品中，汽油环比-5%，同比-5.3%；燃油环比-0.8%，同比-21.4%。10 月食品环比小幅回升(+0.3%)，同比在基数效应下继续下行至 3.3%，对整体通胀影响较小。

美国 10 月核心 CPI 环比 0.2%，同比 4.0%。其中核心商品同比 0.1%，环比小幅回升 0.3%至-0.1%，主要系二手车价格回温拉动。二手车 CPI 环比回升 1.7%至-0.8%，对应 8 月 Manheim 二手车指数回升。向前看，领先 2 个月的 Manheim 指数 11 月再次回落，本轮二手车 CPI 增长或不会持续。其他核心商品分项中，新车价格环比回落 0.4%至-0.1%，同比 1.9%。总体来看，二手车仍为核心商品主要拖累项，10 月同比-7.1%，前值-8%。

住房虽为最大拉动项，但 10 月价格同比回落至 6.7%，追平前月回落不足。核心服务方面，住房对整体 CPI 贡献过半，对核心 CPI 贡献超 70%。10 月住房价格环比增长 0.3%，前值 0.6%，同比 6.7%，前值 7.2%。业主等价租金环比 0.4%，主要住所租金环比 0.5%，比前值有所回落。当前住房价格仍在高位，但 10 月环比下行趋势较快，追平 8-9 月住房价格回落速度慢于领先指标的幅度。若住房如期降温，核心服务通胀则有望顺利降温。

美联储关注的除住房外的核心服务指数稳步回落至 3.79%。除住房外的核心服务 10 月环比 0.34%，比前值 0.46%有所回落。10 月美国劳动力市场明显放缓，对应与劳动力市场相关的核心服务通胀还有继续回落的空间。

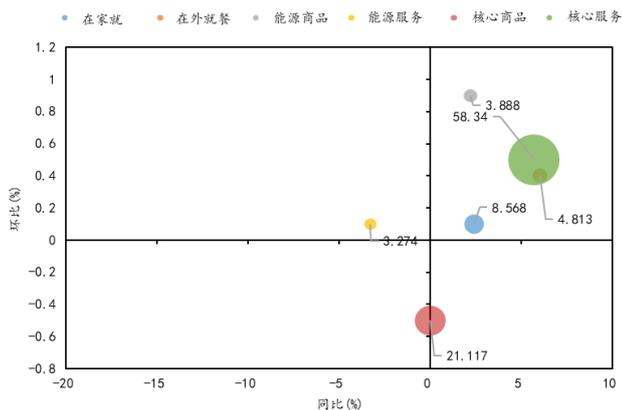
10 月 CPI 公布后，12 月不再加息的预期再次抬升，降息预期时点提前。CPI 数据超预期回落，提振市场对美联储不会进一步紧缩的信心。数据公布后，美股上涨，美债收益率回落，市场对 12 月不再加息的预期一度抬升至 99.8%，降息时点预期由 6 月小幅提前至 5 月 (-25bps)。尽管近期美联储 FOMC 成员频频放鹰，但市场大多认为其目的更多在于预期管理而非实际行动。10 月 CPI 数据超预期回落增加了美联储倾向暂停加息的可能性，对市场释放积极信号。

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)					
			Oct. 2023	Sep. 2023	Aug. 2023	Jul. 2023	Jun. 2023	May2023		Oct. 2023	Sep. 2023	Aug. 2023	Jul. 2023	Jun. 2023	May2023
100.00%	CPI		0.0	0.4	0.6	0.2	0.2	0.1		3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0
13.37%	食品		0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2		3.3	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7
8.55%	在家就餐		0.3	0.1	0.2	0.3	0.0	0.1		2.1	2.4	3.0	3.6	4.7	5.8
4.82%	在外就餐		0.4	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5		5.4	6.0	6.5	7.1	7.7	8.3
7.19%	能源		-2.5	1.5	5.6	0.1	0.6	-3.6		-4.5	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7
3.92%	能源商品		-4.9	2.3	10.5	0.3	0.8	-5.6		-6.2	2.2	-4.2	-20.3	-26.8	-20.4
3.63%	汽油		-5.0	2.1	10.6	0.2	1.0	-5.6		-5.3	3.0	-3.3	-19.9	-26.5	-19.7
0.14%	燃油		-0.8	8.5	9.1	3.0	-0.4	-7.7		-21.4	-5.1	-14.8	-26.5	-36.6	-37.0
3.27%	能源服务		0.5	0.6	0.2	-0.1	0.4	-1.4		-2.3	-3.3	-2.7	-1.1	-0.9	1.6
2.56%	电力		0.3	1.3	0.2	-0.7	0.9	-1.0		2.4	2.6	2.1	3.0	5.4	5.9
0.71%	天然气		1.2	-1.9	0.1	2.0	-1.7	-2.6		-15.8	-19.9	-16.5	-13.7	-18.6	-11.0
79.44%	核心CPI		0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4		4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3
20.95%	核心商品		-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.6		0.1	0.0	0.2	0.8	1.3	2.0
4.24%	新车		-0.1	0.3	0.3	-0.1	0.0	-0.1		1.9	2.5	2.9	3.5	4.1	4.7
2.56%	二手车		-0.8	-2.5	-1.2	-1.3	-0.5	4.4		-7.1	-8.0	-6.6	-5.6	-5.2	-4.2
2.56%	服饰		0.1	-0.8	0.2	0.0	0.3	0.3		2.6	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5
1.46%	医疗商品		0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6		4.7	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4
58.49%	核心服务		0.3	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4		5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6
34.86%	住房		0.3	0.6	0.3	0.4	0.4	0.6		6.7	7.2	7.3	7.7	7.8	8.0
5.97%	交通		0.8	0.7	2.0	0.3	0.1	0.8		9.2	9.1	10.3	9.0	8.2	10.2
6.32%	医疗		0.3	0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1		-2.0	-2.6	-2.1	-1.5	-0.8	-0.1

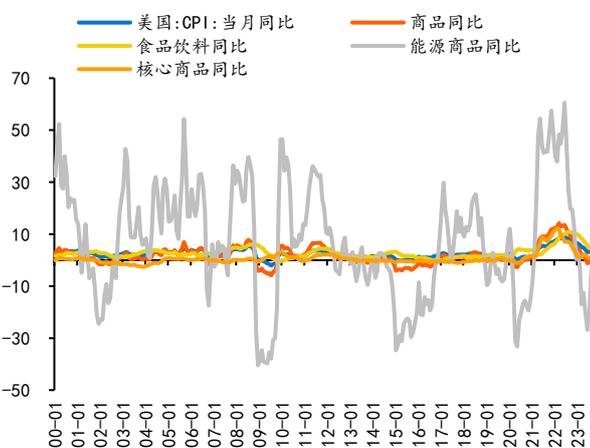
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图2 美国 9 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (%，NSA)



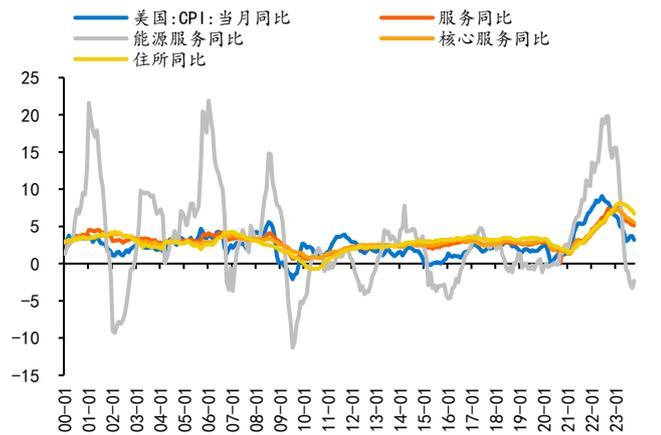
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



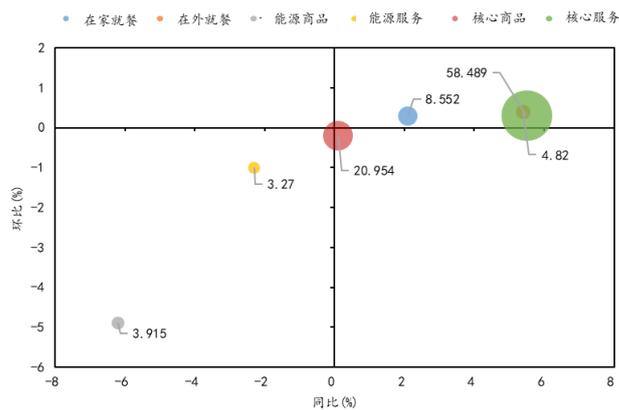
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图6 美国服务 CPI 及其分项同比 (%)



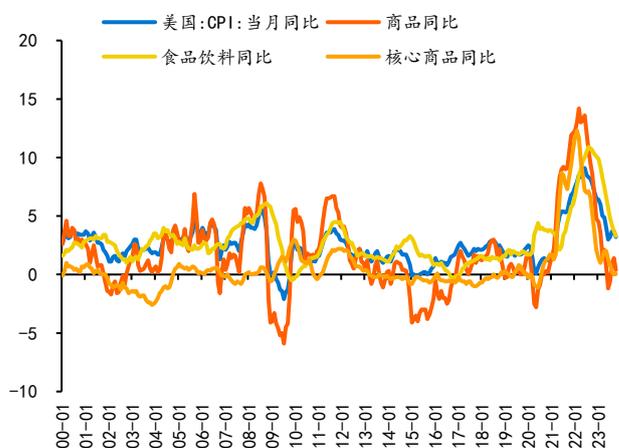
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图3 美国 10 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (%，NSA)



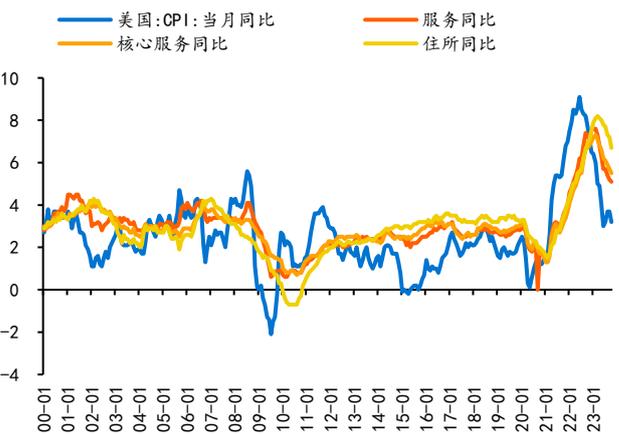
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (%，不含能源)



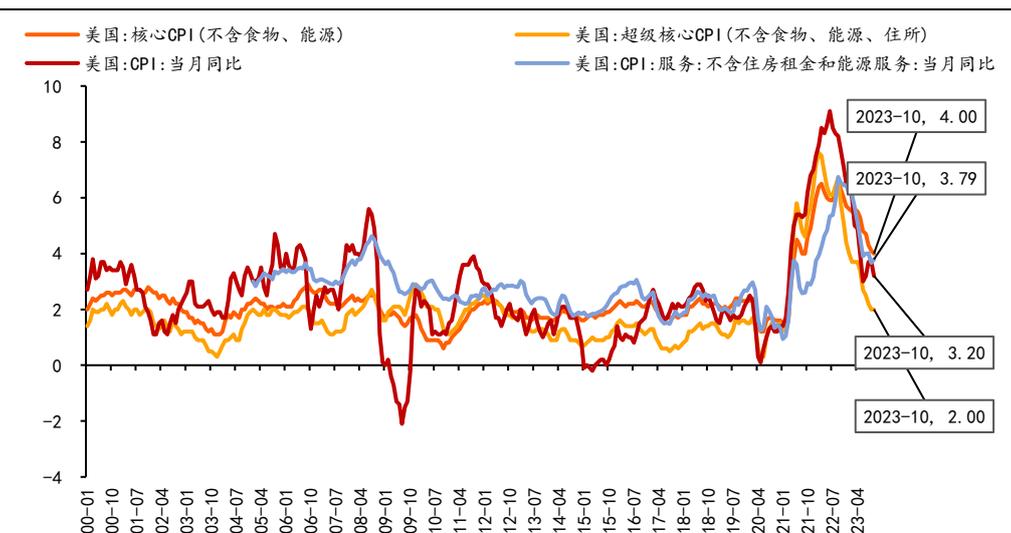
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

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

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)



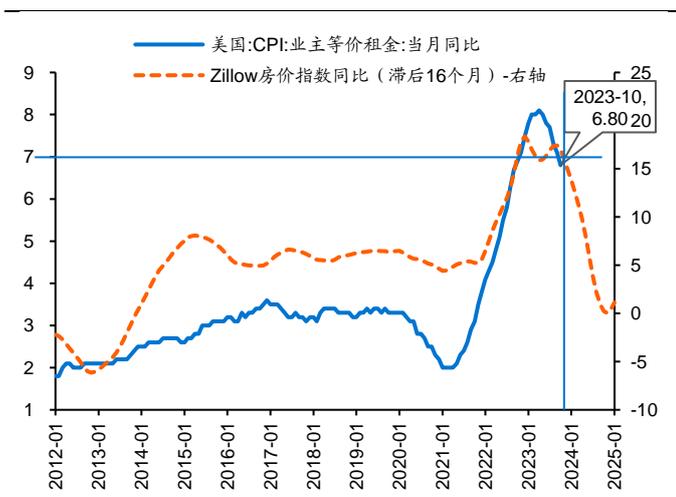
资料来源: BLS, 联储证券研究院

2. 住房: 下行趋势回归预期, 核心服务 CPI 上行压力缓解

住房价格回落基本符合领先指标预期路径。10月核心服务环比回落至0.3% (前值0.6%), 同比5.5% (前值5.7%), 其中住房贡献绝大部分增长。10月住房价格环比回落至0.3% (前值0.6%), 同比6.7% (前值7.2%)。

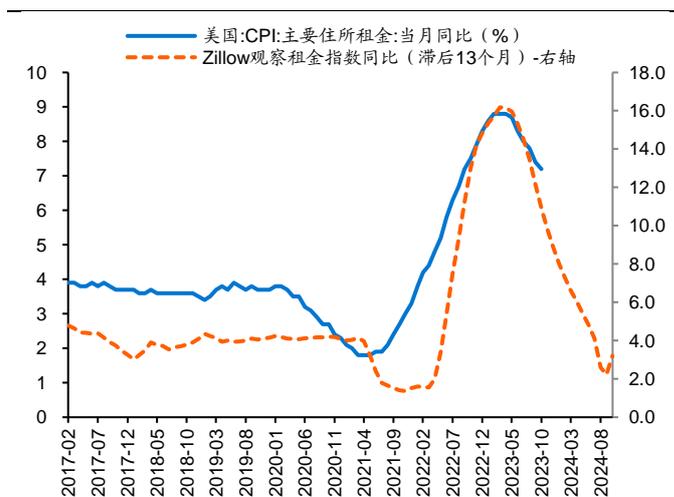
住房下分项中, 业主等价租金 (OER) 环比+0.4%, 前值0.6%, 回落趋势符合 Zillow 房价指数下行路径。按 Zillow 对应领先指标预测, 10月 OER 同比应在7%左右, 实际为6.8%, 与预测基本一致。由于 OER 占比较高 (25.7%), 因此仍贡献大部分10月 CPI 增长。另一分项主要住所租金 (RPR) 10月环比持平上月 (+0.5%), 同比回落趋势略缓于领先指标 Zillow 观察租金指数。RPR 同比应在6%左右, 实际为7.2%, 高于预测值。近期住房价格领先指标回升, 但由于 CPI 和领先指标时间差较大 (13-16个月), 其尾部回升暂时不会给 CPI 数据造成向上压力, 未来住房分项预计依趋势回落, 核心服务通胀将继续缓解。

图9 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10 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: 美国能源价格随国际油价回落

10月美国能源通胀环比回落是整体CPI读数回落的主要原因之一。10月能源CPI环比-2.5%，前值1.5%，能源商品中汽油（-5%）、燃油（-0.8%）为主要拖累项。电力服务（+0.3%）环比虽为正，但较上月有所放缓。天然气服务（+1.2%）环比小幅回升。日频数据显示，10月2日至31日布伦特原油期货价格跌幅约为-3.38%（-\$3.06美元/桶），WTI跌幅约为-8.01%（-\$7.1美元/桶）。10月美国汽油零售价（周频）亦回落约8%。油价下跌放缓能源CPI通胀压力。

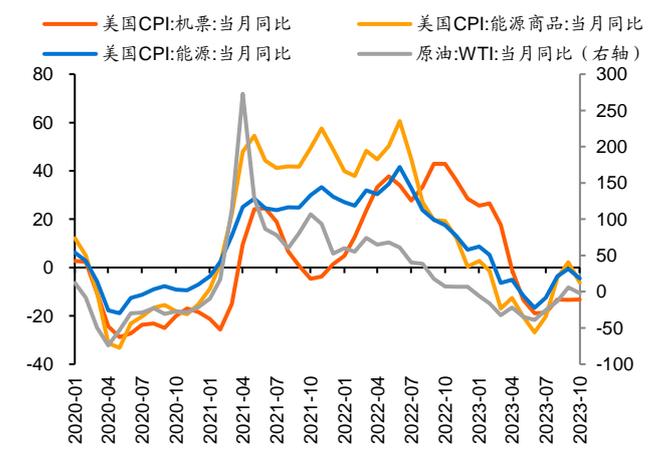
向前看，能源CPI有望进一步缓解。截至11月15日，布伦特、WTI原油价格均继续下行，10月底至今布伦特油价下跌-7.26%，WTI下跌-6.07%。美国因其本土页岩油产量在全球原油市场占比逐步升高，对油价主导性较强，本土汽油价格有望比国际油价更快回落。预计11月能源CPI将随着油价回落进一步下行，为整体通胀降温做出贡献。

图11 2023年原油日频价格（美元/桶）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图12 美国能源、机票与WTI原油价格同比（%）

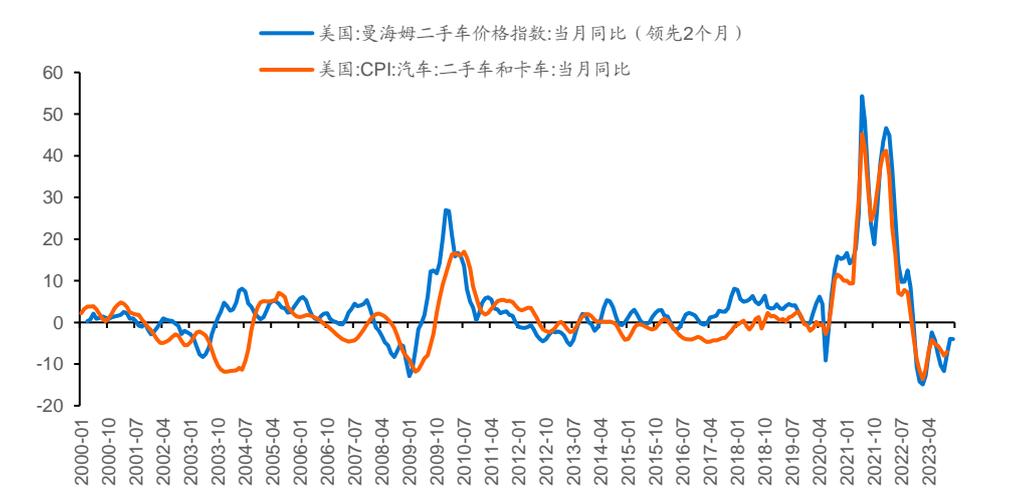


资料来源：同花顺，联储证券研究院

4. 核心商品：二手车价格回升或不可持续

美国10月核心商品价格回升主要系二手车价拉动。近期美国汽车业罢工或为新车、二手车市场频受扰动的原因之一。然而，本次汽车工人罢工已于10月30日结束（历时46天），预计罢工影响将逐步淡化。从领先指标来看，领先CPI 2个月的Manheim二手车价格指数也于10月小幅回落，指示本次二手车价格回升或不可持续。

图13 Manheim二手车领先指标10月小幅回落



资料来源：同花顺，联储证券研究院

5. 市场影响：预期 12 月不加息、降息时点提前

美国通胀读数明显放缓，市场重振美联储暂停紧缩的预期。10 月能源上行压力缓解，住房下行回归正轨，尽管核心商品小幅反弹，但总体超预期回落。数据公布后，美股收涨，美债收益率回落，市场对 12 月加息预期一度回落至 0.2%，降息时点预期小幅提前至 2024 年 5 月（此前为 6 月）。10 月通胀、非农双双降温进一步降低了 12 月再次加息的必要性。向后看，应谨慎看待明年美联储货币政策宽松预期。尽管本次 CPI 公布后降息时点预期 2024 年 5 月即降息 25bps、7 月再降 25bps，但当前美国经济距离美联储设定的 2% 的通胀目标仍有距离。若通胀中枢上行，则美国将长期处在“higher for longer”的政策条件下。因此，我们仍然预计美国或在 2024 年下半年开始降息。

美联储加息尾部预期管理下，“鹰派”表态和“鸽派”政策的博弈或将持续。近期 FOMC 投票成员相继放鹰。鲍威尔在 IMF 会议上发言称，“如果收紧政策变得适当（appropriate），美联储会毫不犹豫地选择加息”。在此之前，理事鲍曼、票委卡什卡利也曾相继放鹰。美联储发言偏鹰而动作偏鸽意在收紧预期，而此举会持续造成市场波动。美联储鹰派发言后，CME 12 月加息预期走高至 15%，而 CPI 数据公布后加息预期再次放缓至约 4%。未来美联储若继续“谨慎”行事，则因表态和政策相悖造成的市场预期波动还会反复出现，可能对各类资产价格带来短暂扰动。

图14 10 月美国 CPI 公布后 12 月加息预期回落，降息预期时点提前

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

6. 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