

海外宏观周报

美国 10 月通胀超预期回落

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **海外经济政策：**1) 美国 10 月 CPI 同比增速超预期回落至 3.2%；能源、汽车卡车和住房分项的通胀压力均有所缓解，但食品和交通运输服务分项通胀压力犹存；10 月通胀数据公布后，市场预期本轮加息周期已经结束，并押注最快明年 5 月开始降息；美债利率和美元指数下跌，美股三大指数飙涨；基准假设下，预计年底美国 CPI 同比或在 3.4% 左右，通胀率难以明显改善。2) 近一周多位美联储官员发声，抗通胀进展持续，但仍有回升风险，不排除再次加息的可能。3) 美国 10 月零售销售额环比增速为 -0.1%，连续六个月后首次转负，杂货店、汽车和运动产品等零售环比收缩。4) 受加州递延税制影响，美国 10 月政府预算赤字大幅缩减，但公共债务利息同比上涨 87%。5) 美国总统拜登签署“分段式”临时拨款法案，暂时避免政府停摆。6) 美国 10 月 PPI 同比增速意外回落至 1.3%。7) 美国最新续请失业金人数上涨至 2021 年 12 月以来新高。8) 英国 CPI 同比增速大幅回落至 4.6%，食品和非酒精饮料、住房和家庭服务与住宿和餐饮通胀压力大幅回落。9) 日本三季度实际 GDP 环比折年率为 -2.1%。
- **全球大类资产：**1) 股市：全球股市普涨，欧日股市涨幅靠前。美股方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别上涨 2.4%、2.2% 和 1.9%，其中纳指创今年 7 月以来新高，逼近今年全年高位。宏观层面，最新通胀、零售和就业市场数据令市场押注美联储本轮加息周期结束，投资者风险偏好增加，对美股有所支持。微观层面，微软股价本周续创历史新高；尽管沃尔玛本季财报向好，但对消费前景更谨慎，预示消费需求或将陷入低迷，股价本周暴跌 6.5%。2) 债市：各期限美债收益率回落。10 年美债收益率整周下跌 17BP 至 4.44%，其中 10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下跌 13BP 至 2.16%，隐含通胀预期整周下跌 4BP 至 2.28%。截至本周，10 年与 2 年美债利率倒挂幅度扩大 1BP 至 44BP。3) 商品：油价持续回落，多数金属价格上涨。原油方面，布伦特油价整周下跌 1%，至 80.6 美元/桶；WTI 原油价格整周下跌 1.7%，至 75.9 美元/桶。美国和亚洲数据疲软，投资者担心全球石油需求下降，拖累本周油价表现。4) 外汇：美元指数整周下跌 1.9%，收至 103.82；非美货币普遍升值。美国方面，最新通胀、零售和就业数据令市场押注美联储本轮加息周期结束，推动美债利率回落，美元汇率承压。欧元兑美元整周上涨 2.15%；英镑兑美元整周上涨 1.95%；日元兑美元整周上涨 1.28%。
- **风险提示：**美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

一、海外经济政策

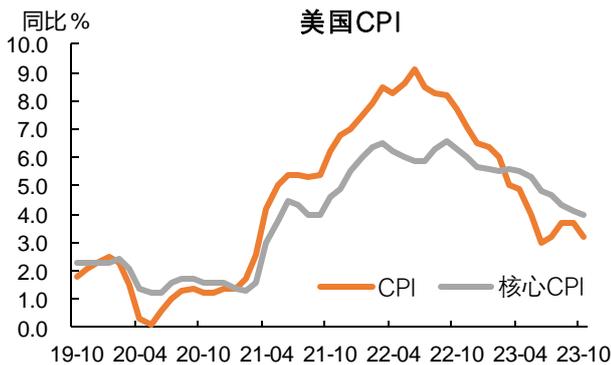
1.1 美国：通胀、零售销售回落，失业人数创新高

美国 10 月 CPI 同比增速超预期回落至 3.2%。美国 10 月 CPI 同比增速为 3.2%，预期为 3.3%，前值为 3.7%；CPI 环比增速为 0%，预期为 0.1%，前值为 0.4%。核心 CPI 同比增速为 4%，预期和前值为 4.1%，创 2021 年 9 月以来新低；核心 CPI 环比增速为 0.2%，前值为 0.3%。

能源、汽车卡车和住房分项的通胀压力均有所缓解。1) 受益于地缘冲突的市场影响消退，能源环比增速为-2.5%，结束连续四个月上涨；从 CPI 同比拉动来看，能源的拖累扩大至 0.32%，前值为 0%。2) 二手车卡车环比增速为-0.8% (对 CPI 同比拖累 0.2%)，并且新车卡车环比增速转跌至-0.1%，带动核心商品价格回落。3) 住房租金环比增速腰斩至 0.3%，同比为 6.7%；从 CPI 同比拉动来看，住房租金对 CPI 的拉动回落至 2.4%，创去年 10 月以来新低。

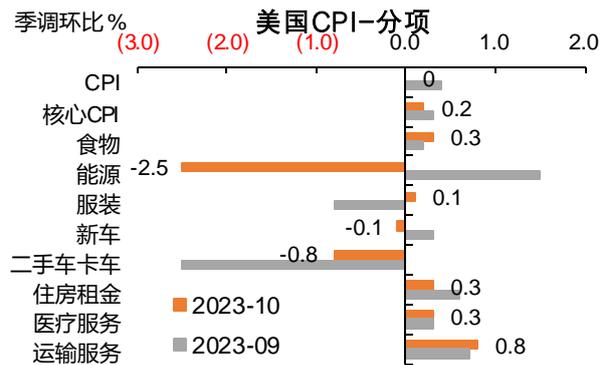
食品和交通运输服务分项通胀压力犹存。1) 交通运输服务环比增速为 0.8%，其中机动车保险环比上涨 1.9%，不过机票环比大幅回落至-0.9%；从 CPI 同比拉动来看，运输服务的拉动为 0.5%，持平于前值。2) 食品价格环比增速上升至 0.3%；从 CPI 同比拉动来看，食品的拉动较上月回落 0.1 个百分点至 0.4%。

图表1 美国 10 月 CPI 同比增速回落至 3.2%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表2 能源、汽车卡车和住房分项通胀压力有所缓解

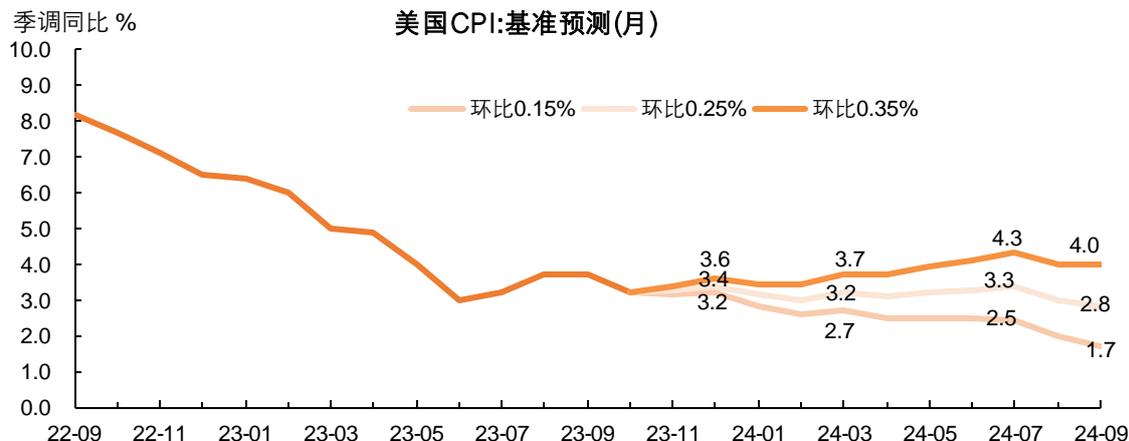


资料来源：BLS,平安证券研究所

10月通胀数据公布后，市场预期本轮加息周期已经结束，并押注最快明年 5 月开始降息；美债利率和美元指数下跌，美股三大指数飙涨。11 月 14 日，根据 CME FedWatch 显示，12 和明年 1 月暂停加息的概率分别由前一天的 85.5%和 74.9%，上升至 99.8%和 97.8%；2024 年 5 月加权平均利率预期由前天下跌 15BP 至 5.05%。美债利率全线收跌，其中 10 年期美债利率整日下跌 19BP 至 4.44%；美元指数全日下跌 1.5%，收至 104.08；美股三大指数高开高走，整日涨幅在 1.4%-2.3%之间。

基准假设下，预计年底美国 CPI 同比或在 3.4%左右，通胀率难以明显改善。综合考虑美国经济下行与通胀黏性，我们的中性假设是，未来一段时间美国 CPI 环比增速平均或在 0.25%左右，低于 2023 年 7-10 月 (0.3%) 和上半年 (0.28%) 的平均增速，但仍高于 2015-2019 年平均增速 (0.15%)；偏弱假设为 0.15%，即考虑美国需求走弱的影响更大；偏强假设为 0.35%，即考虑美国通胀黏性更强或发生新的供给冲击等。更新后的基准预测显示，在环比增速为 0.15%、0.25%和 0.35% 的假设下，今年 12 月，CPI 同比分别为 3.2%、3.4%和 3.6%；明年 6 月，CPI 同比分别为 2.5%、3.3%和 4.3%。

图表3 基准假设下，预计未来一年美国CPI通胀率在3%左右波动



资料来源：同花顺,平安证券研究所

近一周（截至11月18日）多位美联储官员发声，抗通胀进展持续，但仍有回升风险，不排除再次加息的可能。抗通胀取得较大进展，但是多位官员提示未来通胀回升风险仍存。例如，11月15日，里士满联储主席巴尔金表示，由于住房通胀压力仍处于历史高点，尽管抗通胀得到实质性进展，但是不相信抗通胀道路会如此平顺。因此，本轮加息周期或不如市场预期那样已经结束。例如，11月15日，芝加哥联储主席戴利表示，近期通胀数据回落并不意味着美联储本轮加息周期已经结束，我们还不确定货币政策是否有足够的限制性令通胀回落2%的目标水平。但是，巴尔则重申美联储的政策利率可能正处于或接近具有“充分限制性”的水平，近期通胀和失业数据均印证这一点。

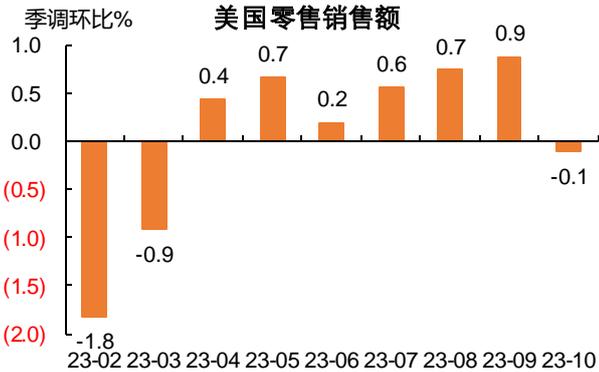
图表4 近一周美联储官员讲话主要观点

时间	人物	主要观点
11月14日	美联储副主席 Jefferson	在尚不清楚高通胀可能持续多久的情况下，货币政策制定者可能需要采取比其他措施更有力的行动来稳定通胀预期。
11月14日	芝加哥联储主席 Goolsbee	抗通胀进展持续，但仍有很长的路要走。随着商品通胀已经回落，且非住房服务通胀调整缓慢，住房通胀走向将会决定未来抗通胀的进展。
11月15日	里士满联储主席 Barkin	尽管抗通胀得到实质性进展，但是不相信抗通胀道路会如此平顺。住房通胀压力仍处于历史高点。
11月15日	芝加哥联储主席 Daly	最近数据显示美国通胀大幅回落，令人非常鼓舞，同时证实美联储的政策是有效的。但是，这并不意味着美联储本轮加息周期已经结束，我们还不确定货币政策是否有足够的限制性令通胀回落2%的目标水平。
11月16日	美联储理事 Cook	由于通胀回落和就业市场强劲，美国经济“软着陆”是可能的。但风险是双面的，美联储必须在做得太少的风险和抗通胀过头的风险之间取得平衡。鉴于全球其他主要央行在过去几年中也迅速收紧了货币政策，这项任务变得尤为棘手。
11月17日	芝加哥联储主席 Goolsbee	美联储会继续采取必要措施抗击通胀，以达到长期2%的水平。如果房租如期回落，通胀将会如期回落。
11月17日	美联储副主席 Barr	美联储的政策利率可能正处于或接近具有“充分限制性”的水平，以确保通胀回落至2%左右。
11月17日	波士顿联储主席 Collins	美联储可能可以在抗击通胀的同时，而不对就业市场产生负面影响。但是，美联储仍需在抗击道路上保持耐心，不能排除进一步加息的可能性。

资料来源：美联储,平安证券研究所

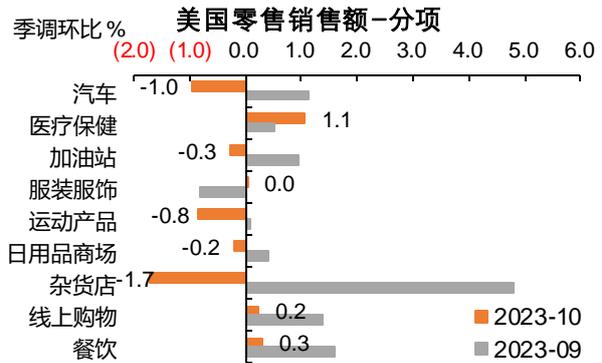
美国 10 月零售销售额环比增速为-0.1%，连续六个月后首次转负，杂货店、汽车和运动产品等零售环比收缩。11 月 15 日，美国商务部数据显示，美国 10 月零售销售额环比增速为-0.1%，预期为-0.3%，前值由 0.7%上调至 0.9%，且为连续六个月后首次转负；剔除汽车及零部件，零售销售额环比增速为 0.1%，前值为 0.8%。结构上，杂货店、汽车和运动产品等零售销售额环比下跌，其中汽车销售额环比增速-1%，反映汽车工人罢工导致供应不畅，继而影响零售销售；医疗保健零售表现强劲，销售额环比增速为 1.1%；线上购物和餐饮零售销售额环比增速放缓，但销售额仍保持正增长。

图表5 美国 10 月零售销售额环比增速为-0.1%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表6 杂货店、汽车和运动产品等零售环比收缩



资料来源：同花顺,平安证券研究所

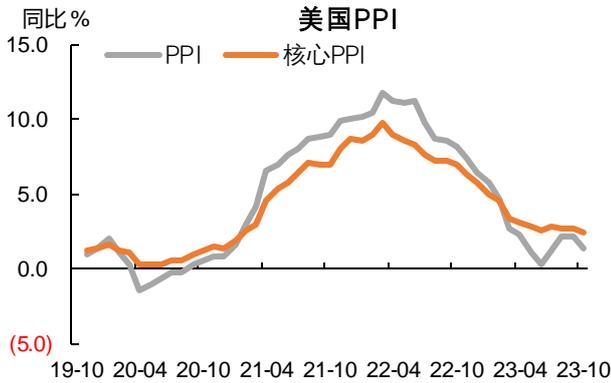
受加州递延税制影响，美国 10 月政府预算赤字大幅缩减，但公共债务利息同比上涨 87%。11 月 13 日，美国财政部公布数据显示，美国 10 月政府预算赤字为 666 亿美元，预期为 650 亿美元，前值为 1707 亿美元。结构上，美国 10 月公共债务利息为 889 亿美元，较 2022 年 10 月上涨 87%，表明美国政府因美债利率飙升而付出的成本负担大幅增加。尽管利息支出激增，但是 10 月财政赤字仍较上月大幅缩减，主因加州递延税款令美国 10 月财政收入大幅上升。

美国总统拜登签署“分段式”临时拨款法案，暂时避免政府停摆。11 月 17 日，美国总统拜登签署“分段式”临时拨款法案。该临时法案设置“梯形”时限，按现有开支水平向军事建设、退伍军人福利、交通、住房和能源部等拨款至明年 1 月 19 日，向其他未涵盖的部分拨款至明年 2 月 2 日，并在两党支持下通过参众两院，暂时避免政府停摆。一方面，民主党再次在援助乌克兰方面作出妥协；另一方面，尽管共和党保守派一开始主力推动“分段式”方法解决本次政府关门危机，但他们仍不满意本法案内容，因为该法案并未削减任何开支。

美国 10 月 PPI 同比增速意外回落至 1.3%。11 月 15 日，美国劳工统计局数据显示，美国 10 月 PPI 同比增速为 1.3%，预期为 1.9%，前值为 2.2%；核心 PPI 同比增速为 2.4%，预期和前值为 2.7%，创 2021 年 1 月以来新高。结构上，受益于国际油价大幅回落，能源环比暴跌 6.5%，前值为 3.1%。

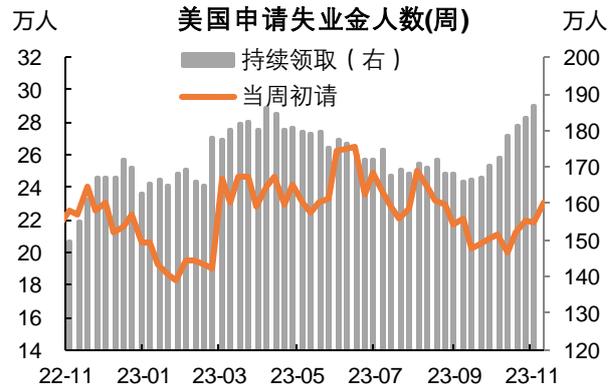
美国最新续请失业金人数上涨至 2021 年 12 月以来新高。11 月 16 日，美国劳工部公布，截至 11 月 10 日当周，美国初请失业金人数为 23.1 万人，预期为 22 万人，前值由 21.7 万人上修至 21.8 万人，创今年 8 月以来新高；截至 11 月 3 日当周，美国续请失业金人数为 186.5 万人，预期为 184.7 万人，前值由 183.4 下修至 183.3 万人，创 2021 年 12 月以来新高，可见美国就业市场持续降温。

图表7 美国 10 月 PPI 同比增速回落至 1.3%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表8 美国续请失业金人数创 2021 年 12 月以来新高



资料来源：同花顺,平安证券研究所

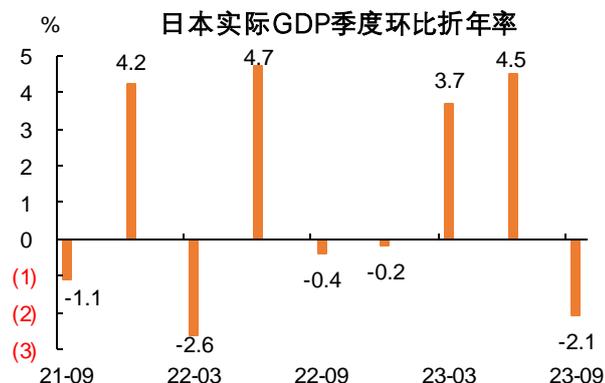
1.2 欧洲：英国通胀回落

英国 CPI 同比增速大幅回落至 4.6%，食品和非酒精饮料、住房和家庭服务与住宿和餐饮通胀压力大幅回落。11 月 15 日，英国国家统计局数据显示，英国 CPI 同比增速为 4.6%，预期为 4.8%，前值为 6.7%，创 2021 年 10 月以来新高；核心 CPI 同比增速为 5.7%，预期为 5.8%，前值为 6.1%。结构上，食品和非酒精饮料、住房和家庭服务与住宿和餐饮通胀压力大幅回落，其中住房和家庭服务环比下跌 0.3%，住宿和餐饮环比持平。

1.3 日本：三季度 GDP 降幅超预期

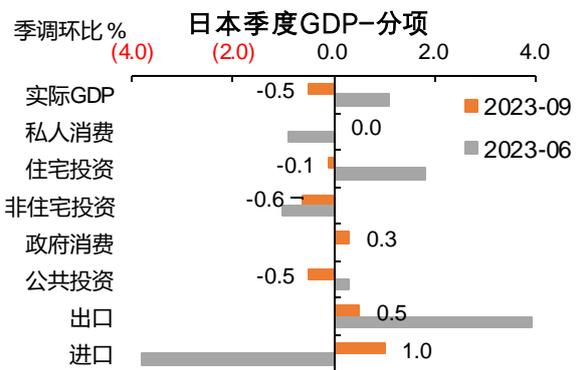
日本三季度实际 GDP 环比折年率为-2.1%。11 月 15 日，日本内阁府公布数据显示，日本三季度实际 GDP 环比折年率为-2.1%，预期为-0.6%，前值为 4.5%，创 2022 年 3 月以来最大跌幅。结构上，由于鱼肉物价走高，消费需求低迷，私人消费较二季度环比持平；私人投资同样走弱，其中住宅投资连续四个季度后首次转跌，且非住宅投资连续两个季度收缩；由于三季度访日外国游客消费出现负增长，出口环比增速放缓至 0.5%。

图表9 日本三季度实际 GDP 环比折年率为-2.1%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表10 三季度出口环比增速大幅回落



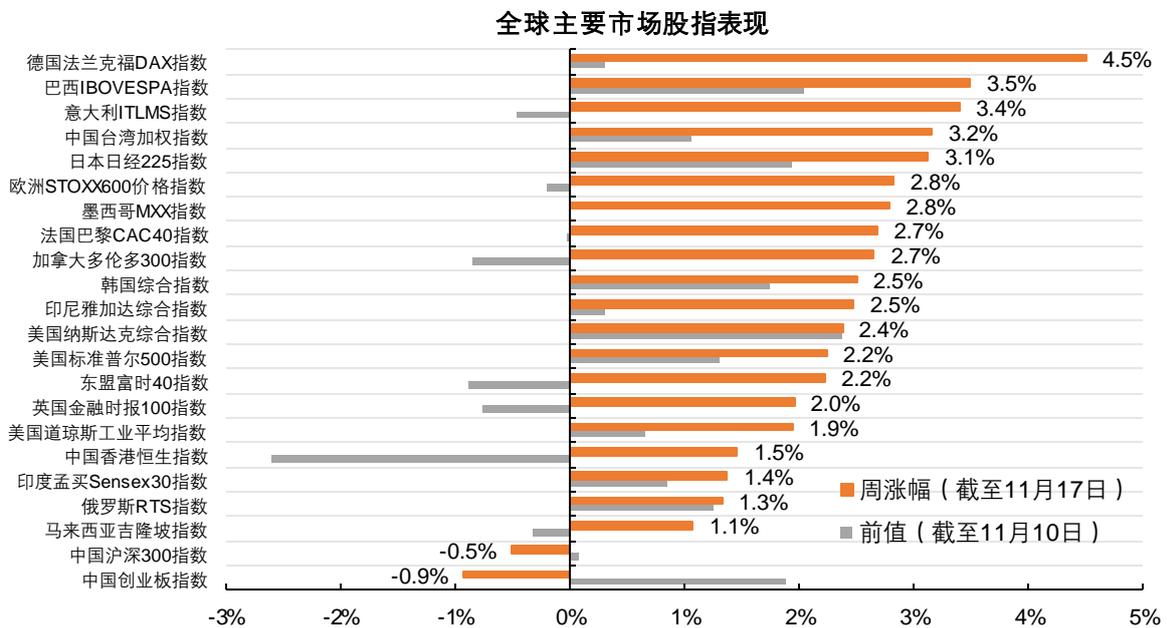
资料来源：同花顺,平安证券研究所

二、全球大类资产

2.1 股市：全球股市普涨

近一周（截至 11 月 17 日），全球股市普涨，美国三大指数涨幅在 1.9%-2.4%之间，欧日股市涨幅靠前。美股方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别上涨 2.4%、2.2%和 1.9%，其中纳指创今年 7 月以来新高，逼近今年全年高位。宏观层面，最新通胀、零售和就业市场数据令市场押注美联储本轮加息周期结束，投资者风险偏好增加，对美股有所支持。微观层面，微软股价本周续创历史新高；尽管沃尔玛本季财报向好，但对消费前景更谨慎，预示消费需求或将陷入低迷，股价本周暴跌 6.5%。欧洲股市方面，欧洲 STOXX600 指数、德国 DAX 指数、法国 CAC 指数和英国金融时报 100 指数整周分别上涨 2.8%、4.5%、2.7%和 2%。亚洲股市方面，日本日经 225 整周上涨 3.1%。11 月 17 日，日本央行行长植田和男表示，虽然日元疲软抬高了进口价格，放大了对经济的负面影响，但它也有助于促进包括访日旅客消费支出在内的出口，并提高全球型企业的利润，很难说当前日元疲软对经济不利，暗示目前仍有继续实施宽松货币政策的空间。

图表 11 全球多数股市向好，美国三大指数涨幅在 1.9%-2.4%之间，欧日股市涨幅靠前

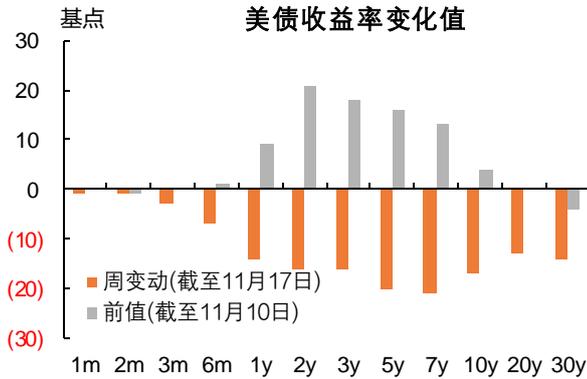


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.2 债市：美债利率回落

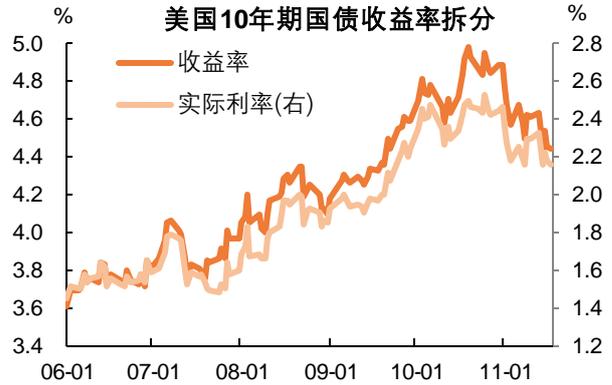
近一周（截至 11 月 17 日），各期限美债收益率回落。10 年美债收益率整周下跌 17BP 至 4.44%，其中 10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下跌 13BP 至 2.16%，隐含通胀预期整周下跌 4BP 至 2.28%。截至本周，10 年与 2 年美债利率倒挂幅度扩大 1BP 至 44BP。最新通胀和零售数据放缓，续请失业金人数飙升，市场押注美联储本轮加息周期结束，推动美债利率回落。此外，海外投资者抛售美债的趋势未减，对美债利率或存在一定支持。11 月 16 日，美国财政部公布数据显示，外资 9 月持有的美债规模减少了 1016 亿美元，降至今年 5 月以来新低，其中中日两国（海外前两大美债持有国）共抛售 558 亿美元，或与美元指数快速升值有关。

图表12 各期限美债收益率回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 10年美债名义、实际利率齐跌

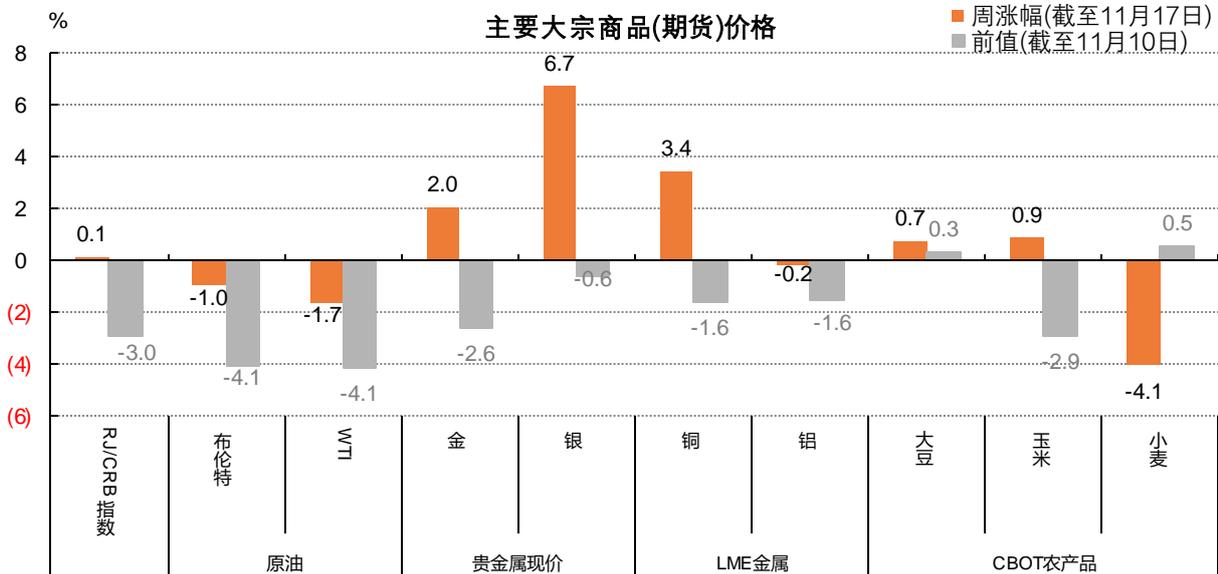


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 商品：油价回落

近一周(截至11月17日), 油价持续回落, 多数金属价格上涨。原油方面, 布伦特油价整周下跌1%, 至80.6美元/桶; WTI原油价格整周下跌1.7%, 至75.9美元/桶。美国和亚洲数据疲软, 投资者担心全球石油需求下降, 拖累本周油价表现。贵金属方面, 金价整周上涨2%, 至1981.1美元/盎司; 银价整周上涨6.7%。金属方面, LME铜价整周上涨3.4%, 而铝价整周微跌0.2%。农产品方面, CBOT大豆和玉米价格整周分别上涨0.7%和0.9%, 而小麦价格整周下跌4.1%。

图表14 油价持续回落, 多数金属价格上涨



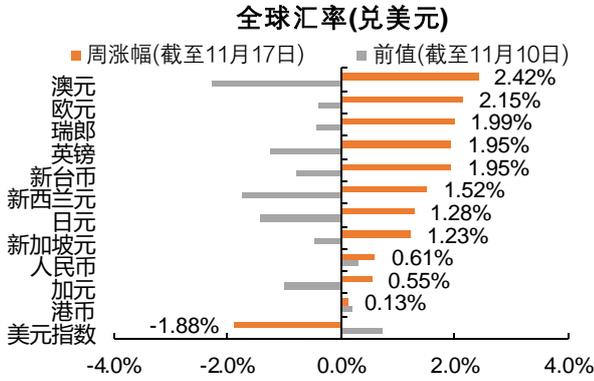
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇：非美货币普遍升值

近一周(截至11月17日), 美元指数整周下跌1.9%, 收至103.82; 非美货币普遍升值。美国方面, 最新通胀、零售和就

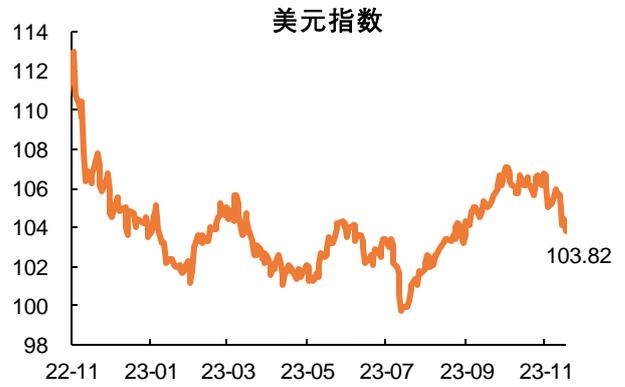
业数据令市场押注美联储本轮加息周期结束，推动美债利率回落，美元汇率承压。欧元区方面，欧元兑美元整周上涨 2.15%。英国方面，英镑兑美元整周上涨 1.95%。日本方面，日元兑美元整周上涨 1.28%。11月14日，日本财务大臣铃木俊一表示，汇率过度波动不可取，政府将继续采取适当措施应对汇率波动。

图表15 非美货币普遍升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 美元指数收至 103.82



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国金融风险超预期上升, 美国经济超预期下行, 美联储降息超预期提前等。

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