

通胀数据后美股强势反弹：理由和展望

——海外宏观周专题

作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

► CPI 好于预期，三大股指本周大涨

本周美国最大的边际变化可能就来自于新的通胀数据。美国10月CPI同比增长3.2%，略低于预期3.3%，前值3.7%，环比增长0.0%，也低于预期。道琼斯指数本周上涨1.937%，标普500上涨2.237%，纳斯达克上涨2.373%。

► 服务通胀里面住房相关项是主要拖累，但或会继续下行

未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。但CPI住宅通胀跟随房租和房价下行继续缓慢回落或将持续。Zillow的房租数据10月已经回落到3.03%，房价指数同比增长1.75%，在7月达到最低点0.04%。

► 美股上行可能主要是两方面因素：利率下行+衰退尚远

本周10年期国债整体下行，较上周下行了17个基点。我们认为在美联储或不会加息的条件下，10年期国债10月份的高点可能就是本轮周期的高点。10年期国债作为风险资产定价之锚的见顶回落，对于股价的分母端是个利好。另一方面，美国衰退的概率还不高，根据纽约联储的模型估计最可能发生衰退的时间是在明年的2季度。

► 年底或是美股的好时候

从月度回报的角度来看，从70年代以来的数据中，在不控制任何其他变量的情况下，11月和12月三大股指的回报在全年的比较中算是比较高的。在美联储未来可能不再加息，而美国在2023年或还不会衰退的背景下，11月和12月的美国股票市场表现或值得期待。

► 中美元首会晤或有助稳定中美关系

外交上，很多时候形式即实质。中美元首会晤本身，就释放了中美关系的重要信号。从巴厘岛到旧金山，中美最高层再次对话本身就是中美关系缓和的重要成果之一。习近平主席在这次会晤中提出中美应该有新的愿景，共同努力浇筑中美关系的五根支柱，双方共达成6方面具体共识。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期，经济冷却速度超预期。

相关报告

- 1、《中美元首会晤或有助稳定中美关系：——海外政策时评》2023.11.18
- 2、《通胀或可如期回落，美联储或不再加息：——美国10月CPI数据点评》2023.11.16

1. CPI 好于预期，三大股指本周大涨

1.1 好于预期的 CPI 数据推动美国股市上行

1.1.1 总体通胀下行的趋势

我们认为本周美国最大的边际变化可能就来自于新的通胀数据。美国 10 月 CPI 同比增长 3.2%，略低于预期 3.3%，前值 3.7%，环比增长 0.0%，也低于预期。10 月核心 CPI 同比 4%，预期 4.1%，前值 4.1%，环比增长 0.2%，上月 0.3%。数据公布后美联储 12 月不加息概率上升至超过 9 成，我们认为美联储本轮加息或已到达终点。

图表1：近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比(%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2022年10月	7.7	10.9	17.6	6.3	0.5	0.7	1.7	0.3
2022年11月	7.1	10.6	13.1	6	0.2	0.6	1.4	0.3
2022年12月	6.5	10.4	7.3	5.7	0.1	0.4	3.1	0.4
2023年1月	6.4	10.1	8.7	5.6	0.5	0.5	2	0.4
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.4	0.6	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0	3.5	0.4
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.6	0.4
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	3.6	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.1	0.6	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0.1	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.6	0.2	5.6	0.3
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.5	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0	0.3	2.5	0.2

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

华尔街主要投行对 10 月 CPI 的预测主要集中在 3.3%，预期 3.2% 的不多，也有预期 3.4% 的，10 月 CPI 的数据应该属于略低于主要投行们的预期，能源通胀的下行以及服务通胀的继续放缓或是 CPI 通胀下行的主要驱动因素。

图表2：华尔街主要投行对CPI的预测

华尔街主要投行10月CPI预测				
投行名称	整体CPI同比	整体CPI环比	核心CPI同比	核心CPI环比
加拿大丰业银行	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
摩根士丹利	3.20%	0.00%	4.10%	0.30%
野村证券	3.30%	0.10%	4.20%	0.40%
富国银行	3.20%	0.10%	4.10%	0.30%
法国兴业银行	3.30%	0.10%	4.00%	0.30%
凯投宏观	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
美银美林	3.40%	0.20%	4.20%	0.30%
加拿大皇家银行	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
道明证券	3.30%	0.10%	4.20%	0.40%
汇丰	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
法国巴黎银行	3.30%	0.10%	4.20%	0.30%
巴克莱	3.30%	0.10%	4.20%	0.40%
花旗	3.20%	0.10%	4.10%	0.30%
劳埃德银行	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
桑坦德银行	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
丹麦丹斯克银行	3.30%	0.20%	4.10%	0.30%
摩根大通	3.30%	0.10%	4.00%	0.30%
德意志银行	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
综合预期	3.30%	0.10%	4.10%	0.30%
前值	3.70%	0.40%	4.10%	0.30%

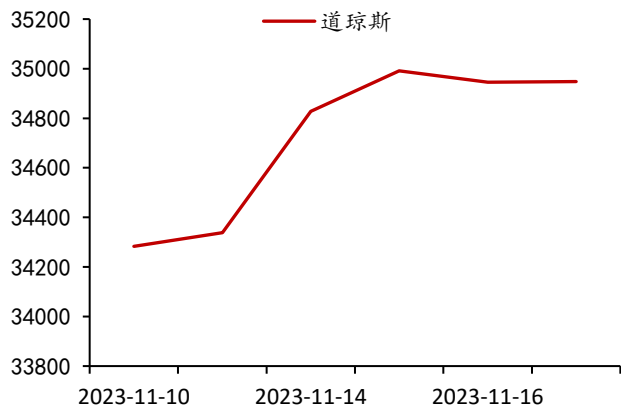
制表：华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

市场交易在通胀数据公布之后的变化或反映市场也认为美联储本轮加息或已到达终点，美国股市显著上行，利率下行，美元指数下行，黄金价格走高。

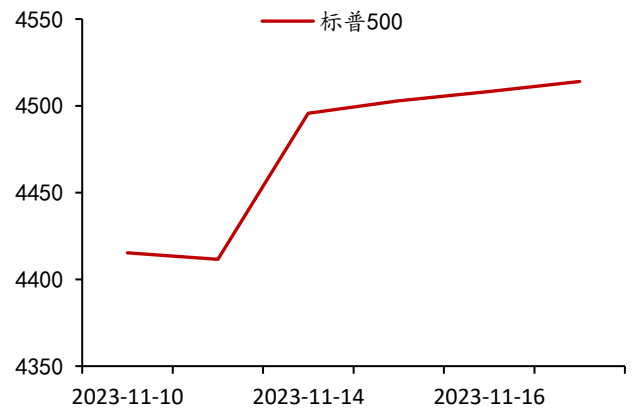
在对通胀的担忧下降，进而对美联储未来继续加息的担忧下降的背景下，三大股指本周都是上涨行情，其中道琼斯指数本周上涨 1.937%，标普 500 上涨 2.237%，纳斯达克上涨 2.373%。在从 2000 年以来的周回报历史数据中，本周的回报大概位于 80% 的分位数上。我们认为本周处于一个美联储加息或到终点，经济减速仅仅看到一些迹象，离衰退还有距离，这样一个对于风险资产较为有利的时间窗口，我们对未来美国股市的走势持乐观的态度。

图表3: 道琼斯指数



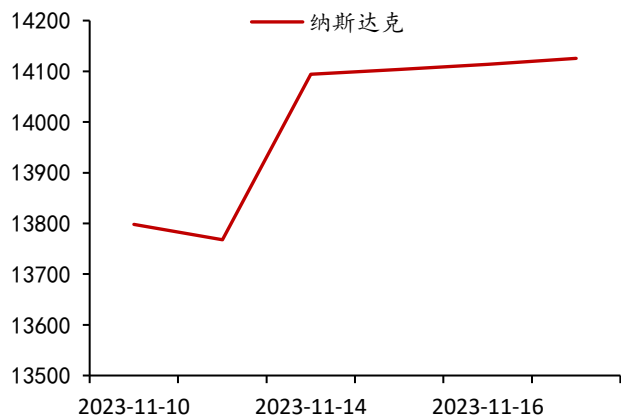
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 标普 500 指数



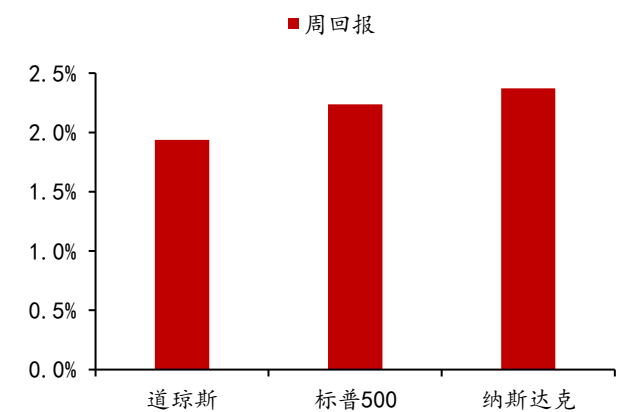
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 纳斯达克综合指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 三大股指周回报



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.1.1 服务通胀里面住房相关项是主要拖累，但或会继续下行

从通胀的结构上看，核心 CPI 的韧性主要体现在服务上，商品的通胀 10 月微升到 0.1%，服务的通胀同比增长 5.5%，较上月下降，环比增速回落到 0.3%，上月 0.6%。从 CPI 的权重来看，尽管商品通胀已经不是通胀的主要问题，但由于核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。

图表7：近1年核心CPI商品和服务的价格变化（%）

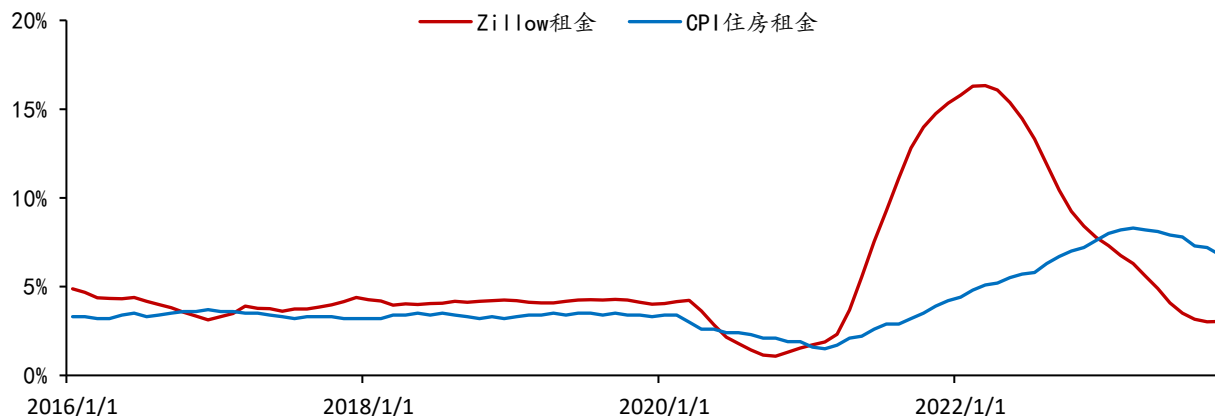
时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2022年10月	5.1	6.7	0.1	0.5
2022年11月	3.7	6.8	-0.2	0.5
2022年12月	2.2	7	-0.1	0.6
2023年1月	1.3	7.2	0.1	0.5
2023年2月	1	7.3	0	0.6
2023年3月	1.6	7.1	0.2	0.4
2023年4月	2.1	6.8	0.6	0.4
2023年5月	2	6.6	0.6	0.4
2023年6月	1.4	6.2	-0.1	0.3
2023年7月	0.9	6.1	-0.3	0.4
2023年8月	0.4	5.9	-0.1	0.4
2023年9月	0	5.7	-0.4	0.6
2023年10月	0.1	5.5	-0.1	0.3

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

住宅的通胀目前仍然是每月所有分项增长的最大贡献者，贡献7成。居所通胀仍处于高位，10月同比增长6.7%，但缓慢回落，上月7.1%；但另一方面房租和房价的同比都已经位于低位。从目前的趋势看，未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。但CPI住宅通胀跟随房租和房价下行继续缓慢回落或将持续。

如果对比住宅分项里面最主要的租房租金通胀和美国最大的房地产在线信息平台Zillow的租金数据，可以看到Zillow的数据10月已经回落到3.03%，这意味着房租其实已经下行，CPI的住房租金近未来大概率会跟随Zillow租金同比的回落趋势。

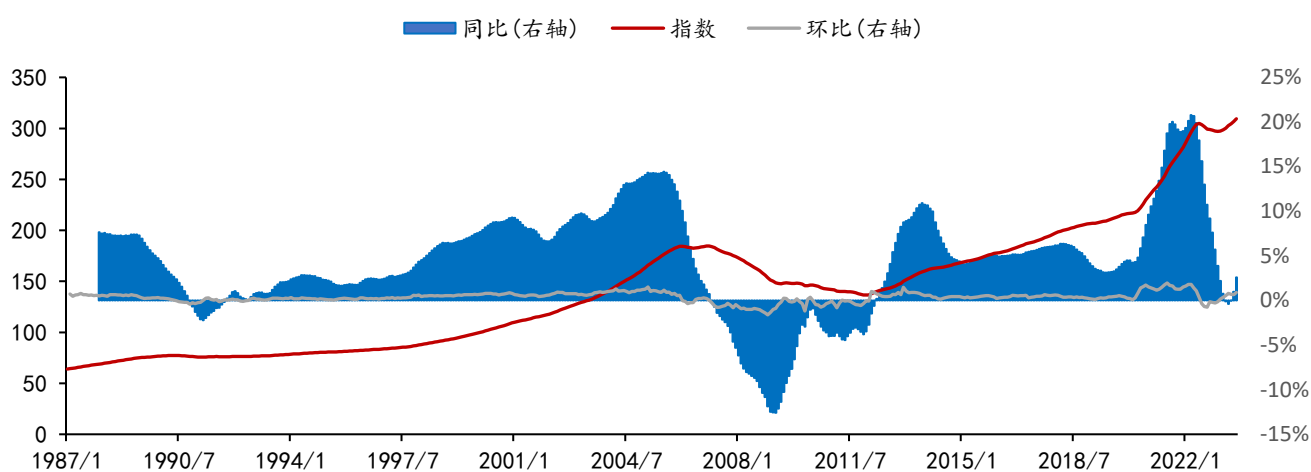
图表8：CPI住房租金通胀和Zillow租金同比(%)



资料来源：Wind，Zillow，国联证券研究所整理

而房价方面，房价增长也显著回落了。S&P/Case-Shiller 美国房价指数同比从4月开始负增长，5月同比负增长扩大到0.4%，但6月缩窄到不到0.1%，7月同比实现了正增长，8月同比增长扩大到2.59%。房价自2022年中的高点回落之后，最近又回到增长的轨道，环比增速在2月已经回正，增速不快，但略有增长。

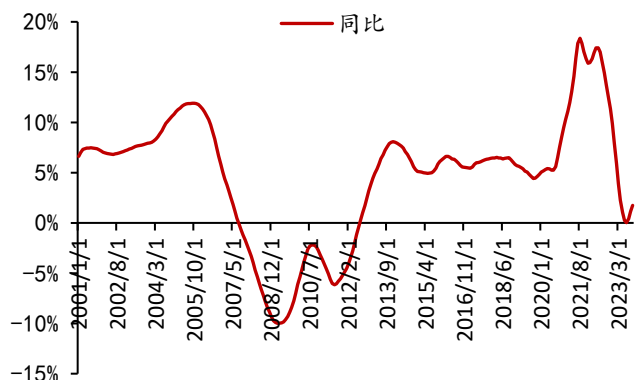
图表9: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

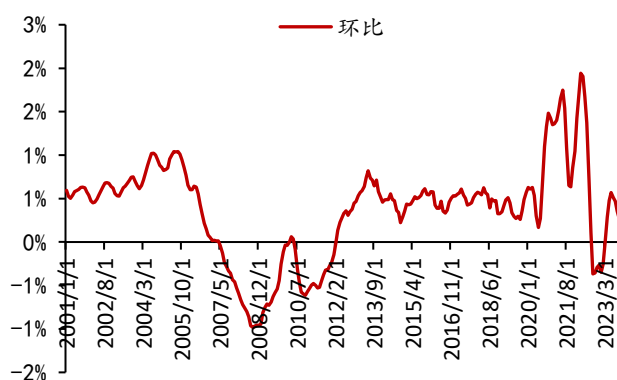
Zillow 房价指数显示的趋势是类似的。10月 Zillow 房价指数同比增长 1.75%，同比增长在7月达到最低点 0.04%，最近开始略微回升；环比增长 0.26%，较9月下降 0.9%。

图表10: Zillow 房价指数同比 (%)



资料来源: Zillow, 国联证券研究所

图表11: Zillow 房价指数环比 (%)



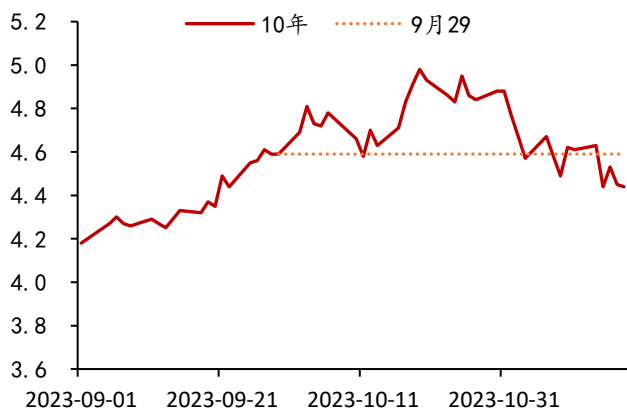
资料来源: Zillow, 国联证券研究所

1.1 美国股市上行可能主要是两方面因素

1.1.1 利率下行+衰退尚远

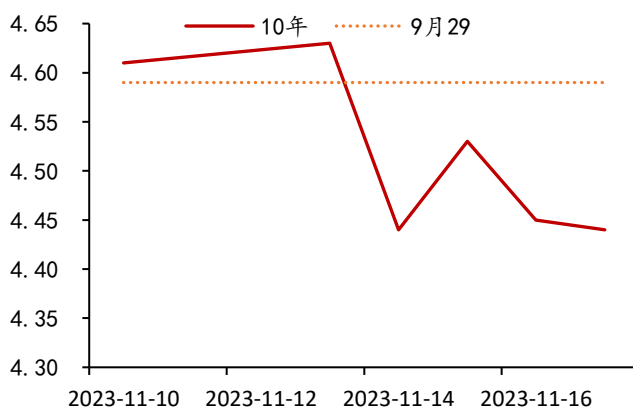
一方面, 在好于预期的 CPI 通胀数据公布以后本周 10 年期国债整体下行, 本周较上周总共下行了 17 个基点。如果从 9 月底观察, 10 年期国债在 10 月中达到高点, 到 11 月初基本上回到了 9 月底的位置, 现在已经低于 9 月底的水平。我们认为在美联储或不会加息的条件下, 10 年期国债 10 月份的高点可能就是本轮周期的高点。10 年期国债作为风险资产定价之锚的见顶回落, 对于股价的分母端是个利好。

图表12: 9月以来10年前国债利率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 近一周10年前国债利率 (%)



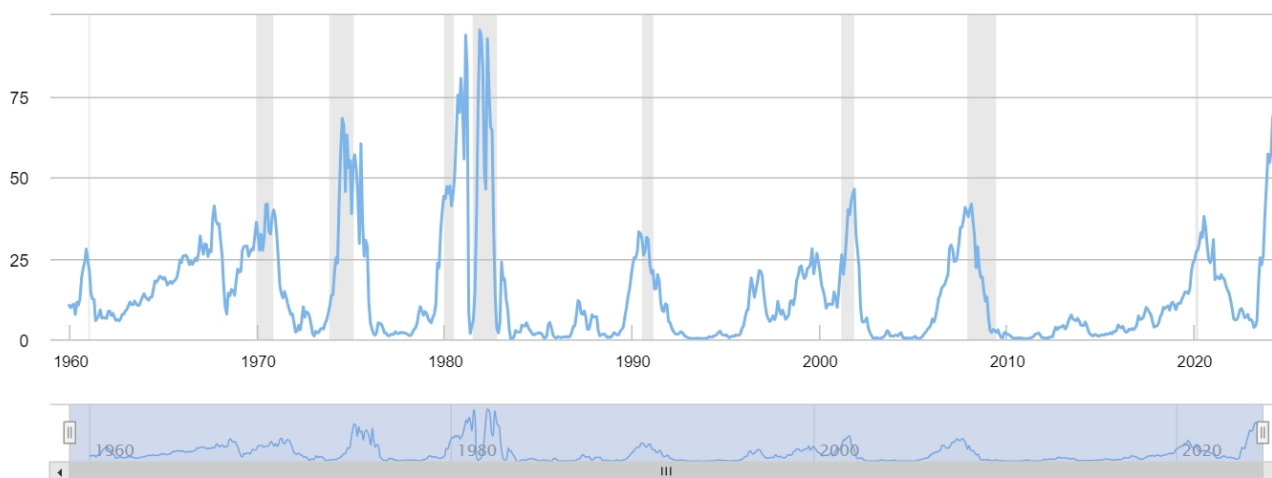
资料来源: Wind, 国联证券研究所

同时另一方面，美国衰退的概率还不高，根据纽约联储的模型估计最可能发生衰退的时间是在明年的 2 季度。在衰退还并不迫在眉睫的条件下，分子端的未来变化或不是本周市场主要的关注点和驱动动力。

图表14：美联储模型估计的美国经济衰退概率

Probability of U.S. Recession, Twelve Months Ahead of Term Spread Readings

Percent (monthly average)



Sources: Board of Governors of the Federal Reserve; National Bureau of Economic Research; authors' calculations.

Notes: Parameters estimated using data from January 1959 to December 2009; recession probabilities predicted using data through July 2019. The parameter estimates are $\alpha = -0.5333$, $\beta = -0.6330$. The shaded areas indicate periods designated as recessions by the National Bureau of Economic Research.

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

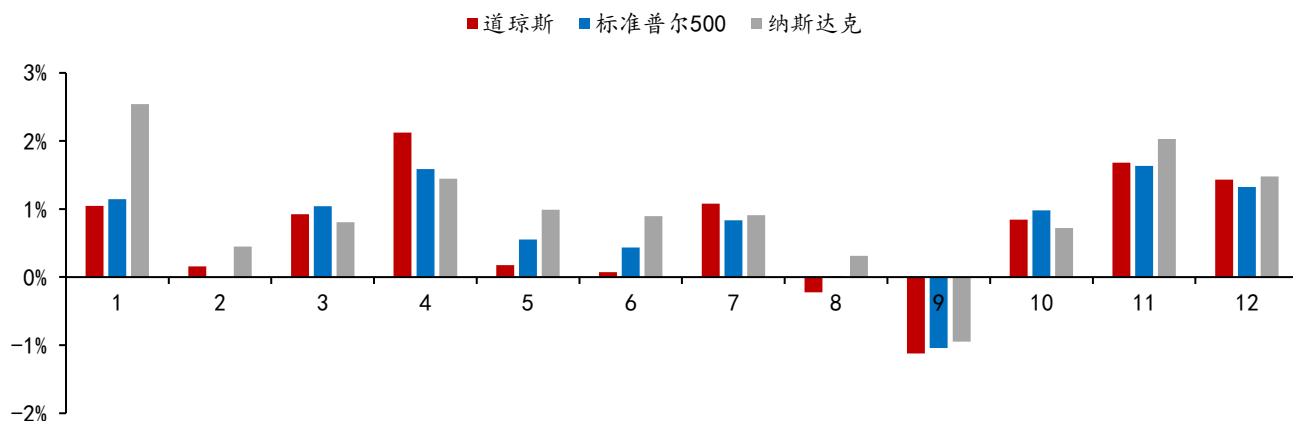
1.1.1 年底或是美国股市的好时候

从月度回报的角度来看，从 70 年代以来的数据中，在不控制任何其他变量的情况下，11 月和 12 月三大股指的回报在全年的比较中算是比较高的，平均回报较低且为负的月份是 9 月。

美国著名作家马克吐温有个关于股市的名言：“十月是股市最危险的月份之一。其他危险的月份是七月、一月、九月、四月、十一月、五月、三月、六月、十二月、八月和二月。”¹从上面的数据来看，或许可以把马克吐温的名言做一点修改，至少可以把 10 月和 9 月的位置交换一下。

¹ <http://www.twainquotes.com/StockMarket.html>

图表15：三大股指月度平均回报 1971-2023

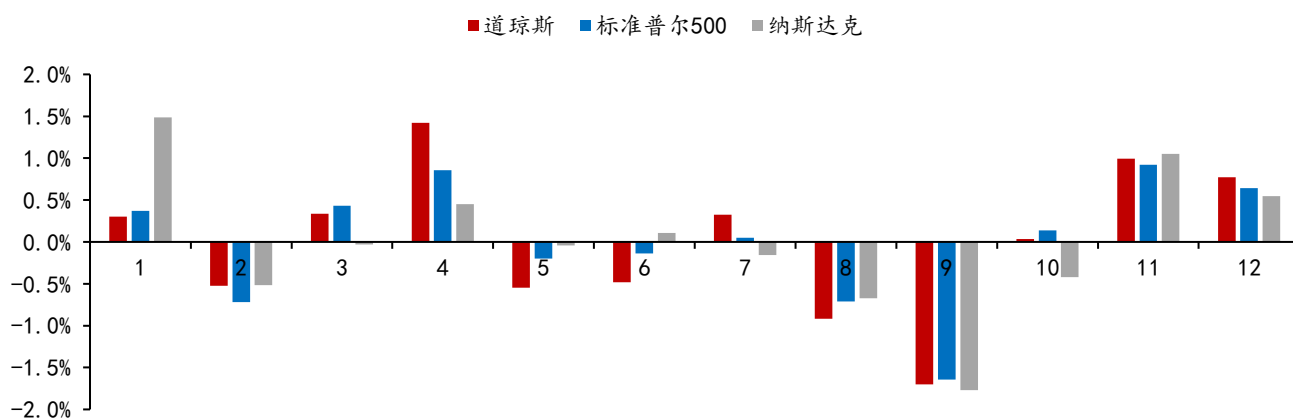


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

如果我们简单控制美联储政策利率变动的影 响，我们发现如果控制当月的美联储政策利率变化，总体来看，当月美联储加息 1 个百分点将使得股市下跌 0.4-0.5% 左右。不过即便考虑了美联储加息的影响之后，11 月和 12 月似乎仍然可以录得 1% 到 0.5% 的月回报。

如果看 12 月，加息的可能使得道琼斯的月回报减少了 0.66%，标普减少了 0.68%，纳斯达克减少了 0.93%。而本轮周期 12 月可能不会有美联储的加息。

图表16：三大股指控制当月美联储政策利率变动后的月度平均回报 1971-2023



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

如果控制未来 1 个月或者 3 个月的美联储政策利率变化，得到的月度平均回报率变化不大，但是未来 1 个月或者 3 个月的美联储政策利率变化都没有对股指月回报有显著的负影响。

总结起来，根据以上的所有分析在美联储未来可能不再加息，而美国在 2023 年或还不会衰退的背景下，11 月和 12 月的美国股票市场表现或值得期待。

2. 从巴厘岛到旧金山，中美元首再次会晤

2.1 元首会晤释放积极信号

2.1.1 五根支柱

当地时间 11 月 15 日，国家主席习近平在美国旧金山斐洛里庄园同美国总统拜登举行中美元首会晤。两国元首就事关中美关系的战略性、全局性、方向性问题以及事关世界和平和发展的重大问题坦诚深入地交换了意见。

习近平主席指出“这个地球容得下中美两国，我们各自的成功是彼此的机遇。”拜登在新闻发布会上也表示不希望看到中美之间的竞争演化为冲突、对抗。中美之间的关系是世界上最重要的双边关系，中美两个大国不打交道是不行的，想改变对方是不切实际的，冲突对抗的后果是谁都不能承受的。

习近平主席在这次会晤中提出中美应该有新的愿景，共同努力浇筑中美关系的五根支柱。一是共同树立正确认知。二是共同有效管控分歧。三是共同推进互利合作。四是共同承担大国责任。五是共同促进人文交流。

2.1.2 六方面共识

外交上，很多时候形式即实质。元首会晤本身，就释放了中美关系的重要信号。从巴厘岛到旧金山，不管对话内容如何，中美最高层再次对话本身就是中美关系缓和的重要成果之一。

本次中美元首的会晤同时还达成了一系列具体共识，这些共识有望进一步得到落实。对比中美双方的通稿，共识的顺序略有不同，但是这 6 个方面都可以预期看到比较具体的变化。

图表17：中美会谈的6个方面重要共识

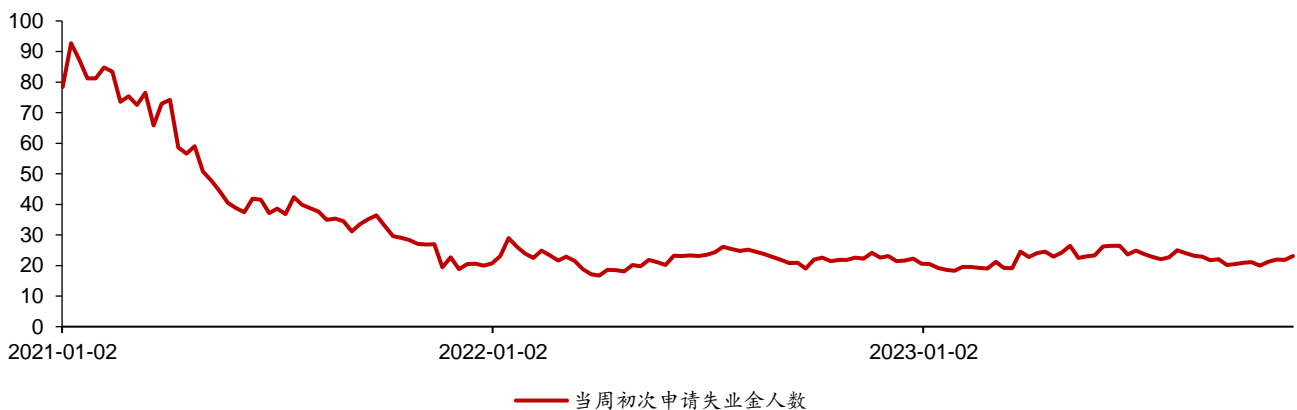
新华社通稿	白宫通稿
建立人工智能政府间对话	恢复双边禁毒合作，打击全球非法药物制造和贩运，包括芬太尼等合成药物，并成立一个工作组，就禁毒问题进行持续沟通和执法协调
成立中美禁毒合作工作组，开展禁毒合作	恢复两军高层沟通、中美国防部工作会晤、中美海上军事安全磋商机制会议，开展中美两军战区领导通话
在平等和尊重基础上恢复两军高层沟通、中美国防部工作会晤、中美海上军事安全磋商机制会议，开展中美两军战区领导通话	有必要通过美中政府会谈解决先进人工智能系统的风险，提高人工智能安全性
同意明年早些时候进一步大幅增加航班	努力在明年初大幅增加定期客运航班，以支持两国之间的交流
扩大教育、留学生、青年、文化、体育和工商界交流	鼓励扩大教育、学生、青年、文化、体育和商业交流。
强调在当下关键十年中美共同加快努力应对气候危机的重要性	在这关键的十年里加快应对气候危机的努力

资料来源：新华社，白宫，国联证券研究所整理

3. 其他的一些数据追踪

本周新公布的当周初次申领失业金的人数 23.1 万人，较上周增加了 0.3 万人，高于市场预期的 22.2 万人。

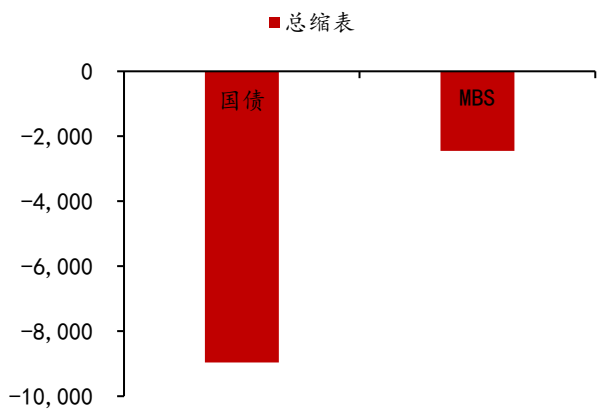
图表18：当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

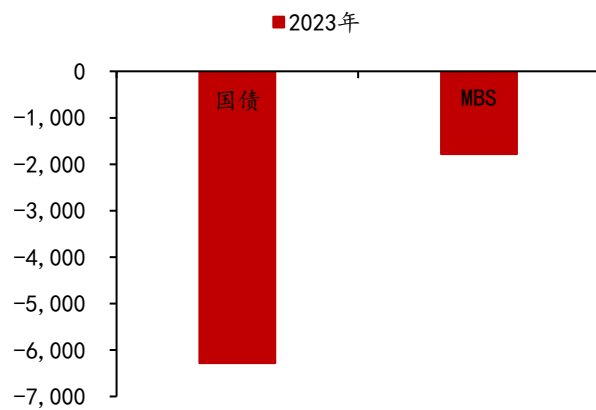
美联储从 2022 年 6 月起开始缩表，到 2023 年 11 月 15 日为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 11713 亿，其中今年以来缩表 8366 亿。

图表19: 总缩表规模(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

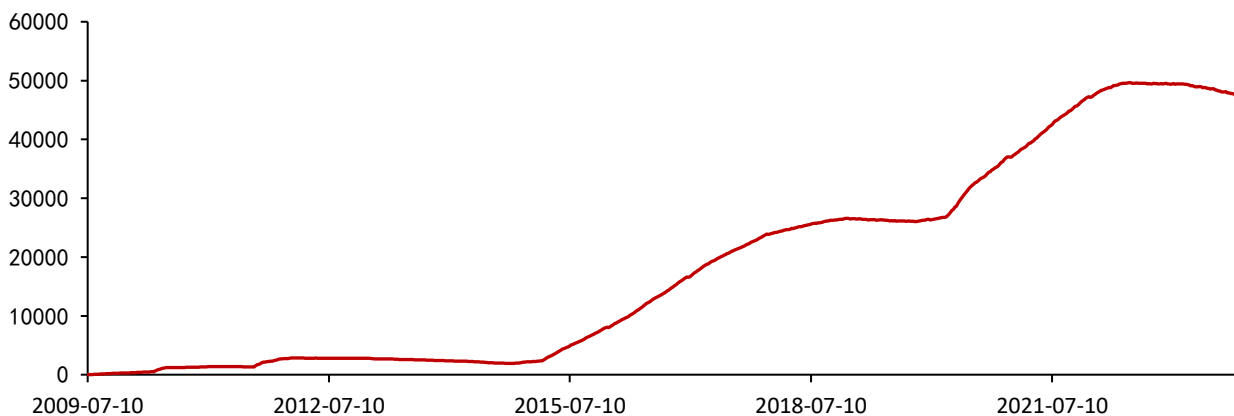
图表20: 2023 年缩表规模(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

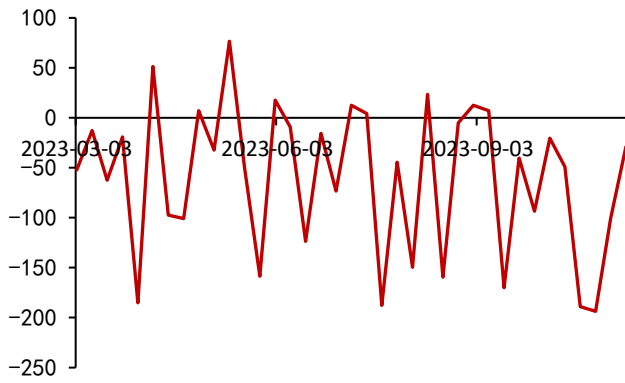
欧洲央行也已经开始缩减其持有的证券, 到目前为止, 欧洲央行持有的证券较峰值下降了 2212 亿欧元。

图表21: 欧洲央行为货币政策目的持有的证券(亿欧元)



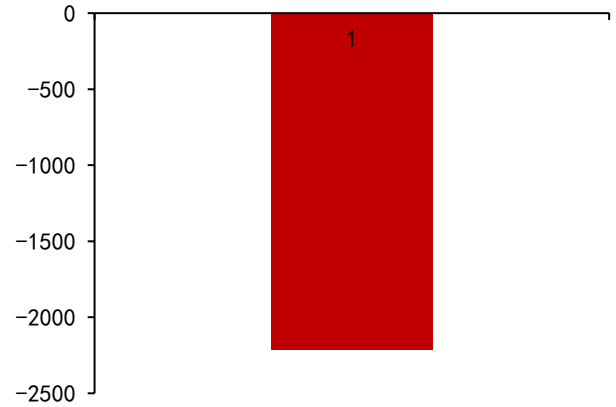
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表22: 欧洲央行为货币政策目的持有的证券周变化(亿欧元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

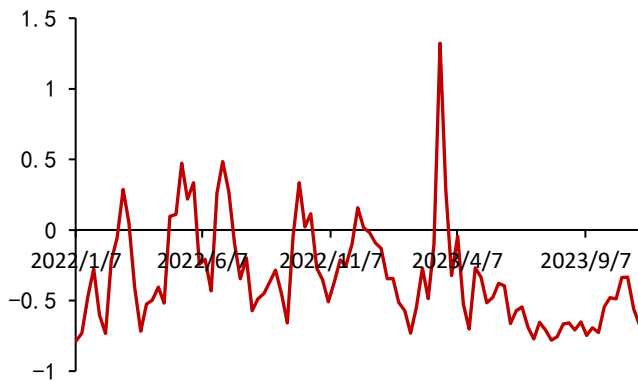
图表23: 欧洲央行持有的证券总下降规模(亿欧元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

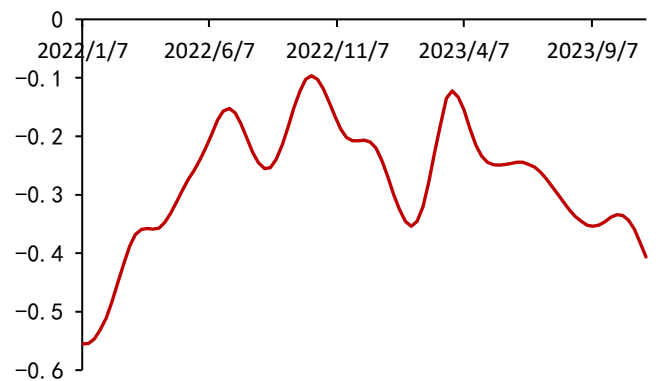
美国金融压力状况目前仍处于负数区间, 金融压力仍较小。

图表24: 圣路易斯联储金融压力指数(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

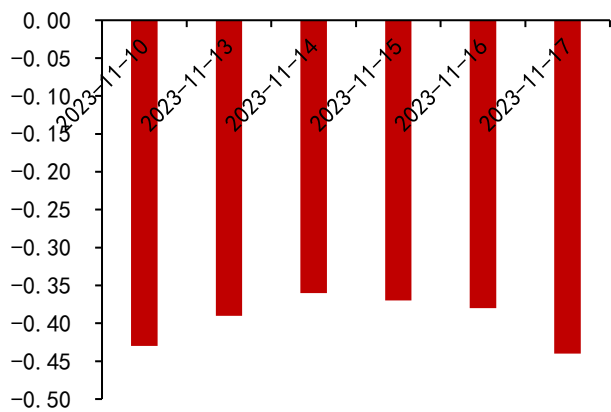
图表25: 芝加哥联储金融压力指数



资料来源: FRED, 国联证券研究所

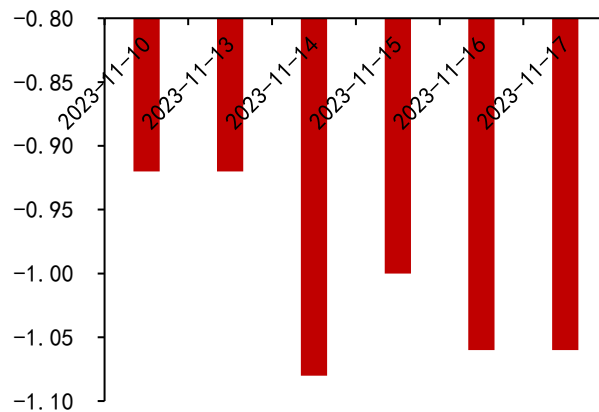
美国 10 年期和 3 个月的利差走阔。

图表26: 近一周美国10年-2年国债利差(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: 近一周美国10年-3个月国债利差



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 风险提示

美联储鹰派超预期, 通货膨胀超预期, 经济冷却速度超预期。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼