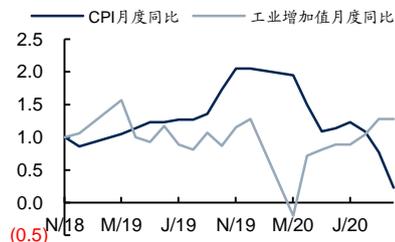


**CPI与工业增加值月度同比增速**

**宏观数据**

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.50

**相关研究报告:**

《宏观经济周报: 10月食品价格明显走弱, 工业品价格仍在上涨》——2020-10-26  
 《宏观经济周报: 国内经济增长维持良好态势》——2020-11-08  
 《宏观经济周报: 宏观扩散总指数连续三周上升, 经济增长向上趋势有所加强》——2020-11-16  
 《海外市场一周概览: 美国大选日渐落定, 新冠疫苗进展喜人》——2020-11-11  
 《宏观经济周报: 本周宏观扩散总指数再次明显上升, 经济增长态势向好》——2020-11-02

**证券分析师: 董德志**

电话: 021-60933158  
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

**联系人: 王艺熹**

电话: 021-60893204  
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

**宏观周报**

## 美国 CPI 不增反降缘由几何?

### ● 美国 10 月 CPI 同比不增反降, 主要原因有四点

上周美国 10 月 CPI 数据出炉, 1.2% 的当月同比增速低于前值 1.4%, 为今年 5 月达到低谷的 0.1% 后的首次下降。我们梳理后归结出以下几个主要原因: 1. 近期能源价格的进一步下跌使得 CPI 受到拖累; 2. 疫情对航空、服装等行业的消极影响还在蔓延; 3. 房地产市场了居民的收入, 但房价的抬升并未被 CPI 充分反映; 4. 高储蓄率使得通胀速度变慢

### ● 拜登内阁人选待定, 外媒给出候选人预测

按照惯例, 美国总统在获选后上任前的一段时期内会进行内阁组建的工作。我们梳理了外媒对于拜登内阁几个关键位置之候选人的猜测, 这个几个位置的归属将对美国经济运行和资本市场产生比较重大的影响。

国务卿主要负责外交政策, 主要候选人有苏珊·赖斯、安东尼·布林肯等。财政部长主要负责税收和财政政策, 主要候选人有伊丽莎白·耶伦和拉尔·布雷娜等; 商务部长负责支持美国企业和经济的发展, 主要候选人有梅格·惠特曼和特里·麦考夫等。

### ● 上周主要资产走势概览

美股受到两只疫苗相继传来的好消息的提振, 迎来了较大涨势。本周一, 道琼斯工业指数和标准普尔 500 指数均创下历史最高。

伦敦金价和美元指数走势较为震荡。美元指数从上周四开始, 一直保持下跌的态势, 而金价则与之相反, 从上周四过后, 除了本周一因为 Moderna 疫苗消息短线下跌以外, 都保持了稳定的涨势。

布伦特原油的价格经历了先涨再跌再涨的调整, 最低报 41.77 美元/桶, 最高报 45.18 美元/桶。伦敦铜价则维持之前上涨的态势。在过去的一周内, 伦敦铜最低报 6855 美元/吨, 最高报 7170.5 美元/吨。

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 内容目录

<b>美国 10 月 CPI 同比不增反降，主要原因有四点</b> .....	<b>4</b>
能源价格对 CPI 形成拖累 .....	4
新冠疫情对许多行业的影响仍在蔓延.....	4
房地产市场吸收了部分货币和财政政策的威力，但 CPI 不能准确反映房价上涨。 .....	6
高储蓄率使得通胀速度变慢 .....	6
<b>拜登内阁关键位置推测</b> .....	<b>7</b>
国务卿 .....	7
财政部长.....	8
商务部长.....	8
<b>上周主要资产走势概览</b> .....	<b>8</b>
美股 .....	8
美债 .....	9
伦敦金和美元指数 .....	10
布伦特原油和伦敦铜.....	10
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>12</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>12</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>12</b>

## 图表目录

图 1: 美国通货膨胀指标与联邦基金目标利率走势图 (单位: %)	4
图 2: 美国 PPI 分项: 运输业	5
图 3: 美国成屋 (万套) 与新建住房 (千套) 销售量	6
图 4: 美国成屋与新建住房销售价 (美金)	6
图 5: 美国 M2-M1 储蓄存款总额(季调)	7
图 6: 11 月 10-16 日标普 500 指数走势	9
图 7: 11 月 10-16 日道琼斯工业指数走势	9
图 8: 11 月 10-16 日纳斯达克综合指数走势	9
图 9: 11 月 10-16 日美国 10 年期国债收益率走势	10
图 10: 11 月 10-16 日美国 2 年期国债收益率走势	10
图 11: 11 月 10-16 日伦敦金价与美元指数走势 (伦敦金: 美元/盎司)	10
图 12: 11 月 10-16 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	11
图 13: 11 月 10-16 日伦敦铜走势 (美元/吨)	11
表 1: 美国 2020 年 10 月 CPI 分项同比值 (单位: %)	5
表 2: 美国国务卿候选人推测	8
表 3: 美国财政部长候选人推测	8
表 4: 美国商务部部长候选人推测	8

## 美国 10 月 CPI 同比不增反降，主要原因有四点

美联储的长期目标包括两项，其一是最大化的就业，其二是长期 2% 的目标通货膨胀率。作为理解经济整体状况的重要指标，CPI 的走势无疑备受各界瞩目。上周美国 10 月 CPI 数据出炉，1.2% 的当月同比增速低于前值 1.4%，为今年 5 月达到低谷的 0.1% 后的首次下降。

疫情后，在美国财政与货币政策持续为经济复苏提供动力的情况下，CPI 不增反降的原因是什么呢？

图 1：美国通货膨胀指标与联邦基金目标利率走势图（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们梳理后总结出以下几个主要原因：1. 近期能源价格的进一步下跌使得 CPI 受到拖累；2. 疫情对航空、服装等行业的消极影响还在蔓延；3. 美国疫情后的储蓄率较高，吸收了本该用于消费的居民收入；4. 房地产市场吸收了居民的收入，但房价的抬升并未被 CPI 充分反映；5. 高储蓄率使得通胀增长的速度变慢。具体来看：

### 能源价格对 CPI 形成拖累

CPI 中计算的能源类主要包括汽油、电力和天然气，能源价格在美国 CPI 中的权重约为 6%。通过研究从 CPI 分项数据，可以发现汽油价格同比下降幅度非常大，达到了 18%。

就算是看环比数据，也会发现，汽油类价格比上月下降了 1.5%、电力价格下降了 1.3%。能源类价格对 CPI 的拖累是明显的。

但是，我们也可以看到，剔除了食品和能源价格的核心 CPI 的同比值在这个月也比上个月减少了 0.1%。这说明，还有能源价格以外的因素在驱使 CPI 同比值下降。

### 新冠疫情对许多行业的影响仍在蔓延

去除了食品类和能源类的核心 CPI 分项里，同比下降最多的是服饰类 (-5.5%) 和交通服务类 (-5.1%)。

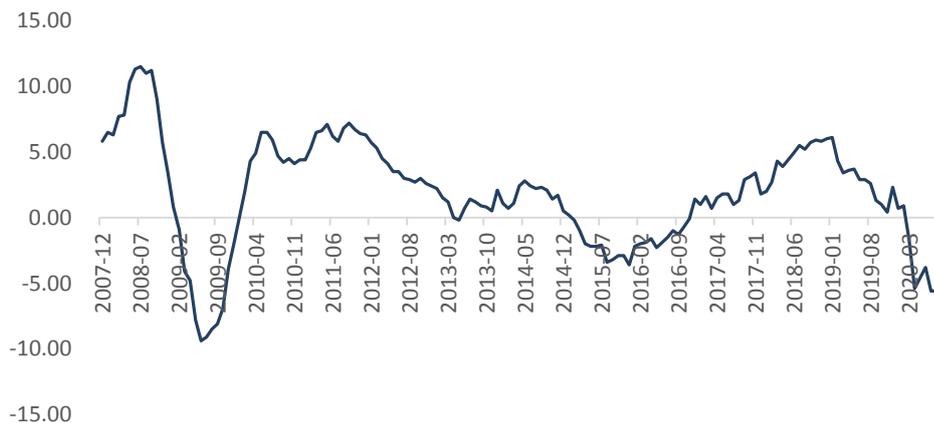
表 1: 美国 2020 年 10 月 CPI 分项同比值 (单位: %)

类别	2019/10-2020/10	2020/9-2020/10	权重
食品	3.9	0.2	14.084
麦片及面包	3	0.1	1.004
肉蛋类	6.1	0.2	1.743
奶制品类	3.8	-0.7	0.789
新鲜蔬果类	2.6	0.9	1.341
无酒精饮料	4.4	0.3	0.933
其它家庭食品	3.4	0.2	1.972
家庭外食品	3.9	0.3	6.304
能源	-9.2	-1.2	6.182
能源商品 (汽油)	-18.1	-1.5	3.034
电力	1.3	-1.3	2.472
天然气	1.8	0.2	0.676
除食品能源外所有	1.6	0.1	79.734
服饰	-5.5	-0.2	2.78
新车	1.5	0.4	3.716
旧车及卡车	11.5	1	2.788
医疗物品	-0.8	-0.7	1.603
酒精饮料	2.3	0.5	1.032
烟草	4.5	0.2	0.601
住所	2	0	33.281
医疗服务	3.7	-0.3	7.337
交通服务	-5.1	0.6	5.066
汽修	3.2	0.1	1.093
汽车保险	-7.1	-1.7	1.585
航空服务	-20	9.4	0.607

资料来源: BLS、国信证券经济研究所整理

运输、旅行行业是受疫情影响最为严重的行业。其中，航空服务价格同比下跌达到 20%。虽然随着美国假日季的来临，对交通服务的需求有可能会小幅复苏，但是，美国新一波疫情迟迟得不到控制，确诊病例数越来越多，这意味着运输和旅游业的复苏道阻且长。

图 2: 美国 PPI 分项: 运输业同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

除此之外，服饰产业受到疫情的影响也非常显著，且服饰类不仅是同比数值有明显下滑，该数值从环比来看也下降了 0.2%。这可能是由于人们的社交需求减少，对服装的要求减少。而且为了应对未来可能的第二波失业潮，人们现在正竭力避免不必要的花费。

值得一提的是，耐用品的分项 CPI 同比增长达到了 3.4%，环比增长为 0.3%。

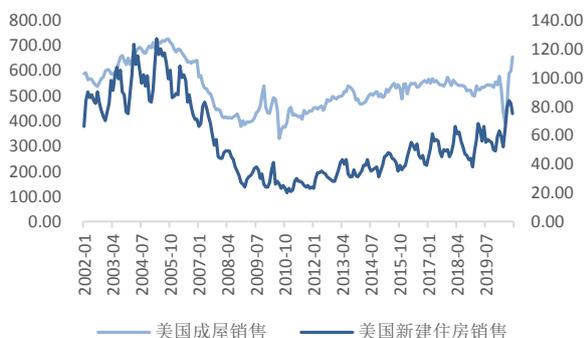
相比之下，非耐用品的 CPI 下降了 1%。许多的家庭设备被归在耐用品一类，如电视、游戏机等。由于疫情以来消费者在家消耗的时间变长，对此类产品的需求变大。但人们却不愿意花不必要的钱买太多易耗品。

### 房地产市场吸收了部分货币和财政政策的威力，但 CPI 不能准确反映房价上涨。

今年夏秋季，美国房地产市场各位火热。新冠疫情使人们意识到了拥有独立居所的重要性。而且，这段时间房贷利率低廉，成交非常划算。根据房地美的数据，美国 30 年房贷利率从去年的 3.75% 下降到了今年的 2.78%。这两个原因共同造成了房地产市场的火热。

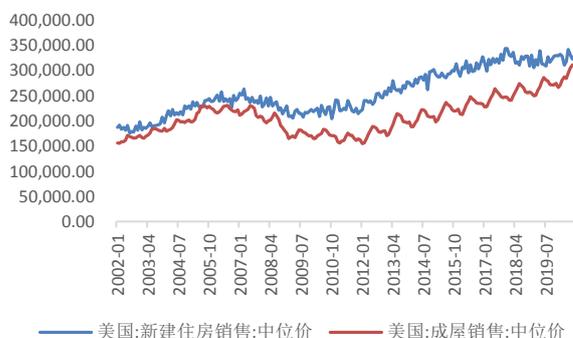
因此，美国所有地区的房价都迎来了幅度不小的上涨。据美国房产经纪协会报道，全美独栋房屋售价中位数同比上涨了 12%，有些地区房价的上涨超过 20%。另外，今年 9 月的全美房屋销售量达到了十四年的峰值。

图 3：美国成屋（万套）与新建住房（千套）销售量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：美国成屋与新建住房销售价（美金）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美国房市需求的火热带来了房价的攀升。然而，美国 CPI 指数的构建中，房价并不被包括在内。这是因为房屋被视为投资，而不是消费的一部分。为了反映居住成本，CPI 的计算中包含了“同等租房成本”(rental equivalence) 这一项。CPI 数值对房价的变化是不敏感的。疫情以来，美国有相当一部分的资金进入了房地产市场，但这部分资金给房价带来的抬升并不被 CPI 所反映。

### 高储蓄率使得通胀速度变慢

与房产市场吸收货币类似，许多消费者选择将收入存在银行，以应对可能卷土重来的大规模失业潮，而不是像他们往来的习惯一样，用于即时消费。下图可以看出，美国居民储蓄水平远高于疫情前水平。

图 5: 美国 M2-M1 储蓄存款总额(季调)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

总结而言, 美国 10 月 CPI 同比增速下降的原因有几个方面。一是能源价格的下降对其造成拖累; 二是受疫情影响最大的行业目前还在持续的低迷中, 甚至没有达到最低部; 三是房地产吸收了大量资金, 但这些资金不被反映在 CPI 指数当中; 四是大量居民收入被存入了银行, 而不是流通在市场上。

## 拜登内阁关键位置推测

按照惯例, 美国总统在获选后上任前的一段时期内会进行内阁组建的工作。我们梳理了外媒对于拜登内阁几个关键位置之候选人的猜测, 这个几个位置的归属将对美国经济运行和资本市场产生比较重大的影响。

由于内阁人选需要参议院通过, 而本届参议院大多数席位大概率属于共和党, 所以内阁人选的最终确定将取决于两党之间周旋和妥协的结果。在这样的情况下, 政治立场不偏激的中间派候选人更容易获选。另外, 由于拜登承诺, 本届政府的内阁将以背景多元化为特色, 所以少数族裔和女性是名单中值得注意的候选人。

### 国务卿

美国国务卿是美国庞大国家系统中行政分支的首长和内阁会议的首席成员, 主要负责总统外交策略的建议以及制定, 其政治立场对于美国接下来的外交策略有关键影响。美国国务卿的职责包括代表美国在国际组织中进行谈判、与他国制定和协商贸易合作项目、指派外交官员等。美国国务院也负责管理部分内政事务。

美国现任国务卿为迈克·蓬佩奥。目前较有可能当选下一任国务卿的候选人如下图。

**表 2：美国国务卿候选人推测**

英文名	姓名	简介
Susan Rice	苏珊·莱斯	外交家、曾任美国国家安全顾问奥巴马时期曾任国务卿副手，目前是卡耐基国际和平基金会主席
William Burns	威廉·伯恩斯	康涅狄克州参议员
Chris Coons	克里斯·库恩	前国务卿副手、拜登竞选团队外交顾问、前任国家安全顾问副手
Antony Blinken	安东尼·布林肯	康涅狄格州参议员、前任康涅狄格州众议员
Sen. Chris Murphy	克里斯·墨菲	

资料来源:Politico、WSJ、NYTimes、国信证券经济研究所整理

### 财政部长

美国财政部长是专门负责经济问题的总统内阁成员，是总统最重要的经济顾问。财长参与决策美国的财政收支、税收政策以及国债发行事务。财政部负责统领的部门包括公共债务局、国税局、烟酒贸易局等。

美国现任财长为史蒂芬·姆努钦。目前较有可能当选的财政部长候选人如下图。

**表 3：美国财政部长候选人推测**

英文名	姓名	简介
Lael Brainard	拉尔·布雷娜	美联储理事，曾在奥巴马时期供职于财政部
Roger Ferguson	罗杰·弗谷森	TIAA-CREF 主席与 CEO，美联储前任副主席、理事
Sarah Bloom Raskin	莎拉·拉斯金	前任副财长、前任美联储理事
Elizabeth Warren	伊丽莎白·沃伦	麻省诸州参议员
Melody Hobson	梅洛迪·何伯森	Ariel 投资公司主席和兼任 CEO
Raphael Bostic	拉法耶·伯斯提	亚特兰大地方联储主席

资料来源: Politico、WSJ、NYTimes、国信证券经济研究所整理

### 商务部长

美国商务部部长负责管理和支持美国的企业和经济活动。美国负责重要宏观经济数据的统计、发布和研究的经济分析局和普查局都属美国商务部管辖。商务部还负责实施国际贸易策略、投资科技研发项目等。改善和维持居民就业情况也是商务部肩负的重大职责之一。

美国现任商务部长为威尔伯·罗斯。目前较有可能当选的商务部长候选人如下图。

**表 4：美国商务部长候选人推测**

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_1353](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1353)

