

宏观点评 20221013

美国通胀何时能解拜登和美联储的心结？

2022 年 10 月 13 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《9 月非农为何不惧大幅加息？》

2022-10-07

《假期市场又“嗨”了，这波反弹能持续多久？》

2022-10-06

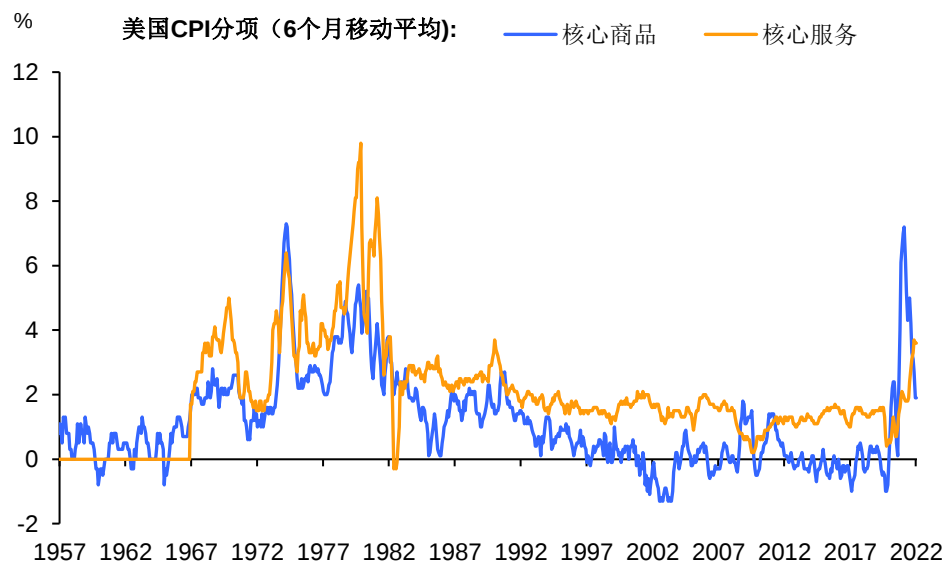
- 持续高涨的住房租金或将在 9 月推动美国核心 CPI 再创新高，我们的模型显示，2022 年 9 月核心 CPI 或将回升至 6.9%，在年末仍将处于超过 6% 的高位。10 月的通胀和就业数据发布在美联储 11 月议息会议后，因此本次通胀数据基本可以为 11 月加息幅度定调。我们的基本情景为美联储将在 11 月加息 75bp、12 月加息 50bp，年内政策利率上限升至 4.5%。为了压制通胀，我们预计 2023 年政策利率仍将在高位维持一段时间，这将使得现金相对于风险资产的吸引力进一步提高。
- 我们预计住房租金、食品和医疗将在 9 月继续推升美国通胀。具体来看：能源分项，7-8 月环比增速持续为负，我们预计 9 月环比增速仍有下行空间，而在年底或将趋平。食品分项，我们预计 9 月同比增速录得 10.6%。核心商品方面，虽然多数商品的供应条件有所改善，但汽车市场仍然紧俏，新车价格仍具支撑，不过二手车价格的显著下降或使 9 月核心商品 CPI 近乎持平于 8 月。
- 2022 年四季度至 2023 年，尽管美国经济的放缓将进一步体现，助力通胀回落，但此过程是缓慢的，因为住房租金和服务业薪资高涨大大增加了美国通胀的粘性。我们预计 11 月 CPI 将结束 7 至 10 月的下行，重新回升，一方面能源价格或将在四季度取暖季到来之际再次上行，另一方面住房租金推动下核心 CPI 的回落缓慢。我们更新后的预测模型显示，核心 CPI 将在 2022 年末回落至近 6.3%，并于 2023 年三季度回落至 4% 以内（图 4）。
- 住房租金对美国通胀的支撑将持续至 2023 年中。我们预计 9 月美国 CPI 住房租金分项同比增幅将升至 6.6%，环比增维持 0.7%。尽管住房市场已经降温，但房价对住房租金的传导存在滞后，CPI 住房租金分项的下降速度仍将非常缓慢。我们预计住房租金分项同比增速要等到 2023 年二季度才能回落至 5% 以下。
- 服务业薪资上涨动能缓解缓慢，9 月平均时薪同比增速仍高达 5%。各行业薪资增速的放缓存在分化，从年化环比增速来看，尽管私人行业总体的平均时薪在修匀后已降至 4.4%（3 个月移动平均），但增速的下降主要由采矿业和制造业等行业贡献，服务业薪资增速仍维持高位（图 7）。如图 8 所示，增速居首位的休闲和酒店业在 8-9 月薪资同比增速仍在 8% 左右，持平于 7-8 月。
- 总体来看，各经济指标显示三季度美国经济增长仍强劲，亚特兰大联储对三季度美国实际 GDP 环比增速的预测已被调升至 2.9%（图 9）。
- 因此，政策利率上行风险仍大于下行风险，并且利率将在一定时间内维持高位。美联储 9 月议息会议鹰派表态后，市场对于加息路径的预测进行了调整，2023 年末利率终值被上修至高于 2022 年末水平，但仍低于美联储的指引（图 10）。11 月的就业和通胀数据将在 12 月议息会议前发布，若二者连续两个月减速，12 月加息幅度有望降至 50bp。但根据表 2 中我们对美联储官员表态的观察，美联储加息打压通胀的决心没有松动迹象，因此尚不能排除 9 月点阵图对 2023 年加息至 4.6% 的预测被进一步上修的可能性。
- 美联储打压通胀的决心意味着其不会在加息后立即降息，而是倾向于在一定时间内将利率维持高位，在通胀下行趋势稳定后才考虑降息。
- 利率维持高位的情况下，现金相对于风险资产的吸引力也在提高。高涨的通胀驱动下，美联储正在以几十年以来最快的速度提高政策利率，7 月以来 10Y-2Y 美债收益率曲线持续倒挂，并将在未来的一段时间内维持。现金收益率升至近 15 年的高位，相对于波动性更高的长久期资产，现金的吸引力增加，资金从美股、长端美债等风险资产流入现金的趋势将在一定时间内持续（图 11-图 12）。由此看来，我们认为美股美债的回调将持续至 2023 年。
- 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

表1: 美国 CPI 各分项数据

	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
	2022-08	2022-07	2022-06	2022-08	2022-07	2022-06
CPI	8.3	8.5	9.1	0.1	0.0	1.3
食品	11.4	10.9	10.4	0.8	1.1	1.0
家庭食品	13.5	13.1	12.2	0.7	1.3	1.0
非家用食品	8.0	7.6	7.7	0.9	0.7	0.9
能源	23.8	32.9	41.6	-5.0	-4.6	7.5
能源类商品	27.1	44.9	60.6	-10.1	-7.6	10.4
汽油 (所有种类)	25.6	44.0	59.9	-10.6	-7.7	11.2
燃油	68.8	75.6	98.5	-5.9	-11.0	-1.2
能源服务	19.8	18.8	19.4	2.1	0.1	3.5
电力	15.8	15.2	13.7	1.5	1.6	1.7
公共事业 (管道) 燃气服务	33.0	30.5	38.4	3.5	-3.6	8.2
核心CPI	6.3	5.9	5.9	0.6	0.3	0.7
商品, 不含食品和能源类商品	7.1	7.0	7.2	0.5	0.2	0.8
新汽车和卡车	10.1	10.4	11.4	0.8	0.6	0.7
二手汽车和卡车	7.8	6.6	7.1	-0.1	-0.4	1.6
服装	5.1	5.1	5.2	0.2	-0.1	0.8
医疗护理商品	4.1	3.7	3.2	0.2	0.6	0.4
服务, 不含能源服务	6.1	5.5	5.5	0.6	0.4	0.7
住所	6.2	5.7	5.6	0.7	0.5	0.6
运输服务	11.3	9.2	8.8	0.5	-0.5	2.1
医疗护理服务	5.6	5.1	4.8	0.8	0.4	0.7

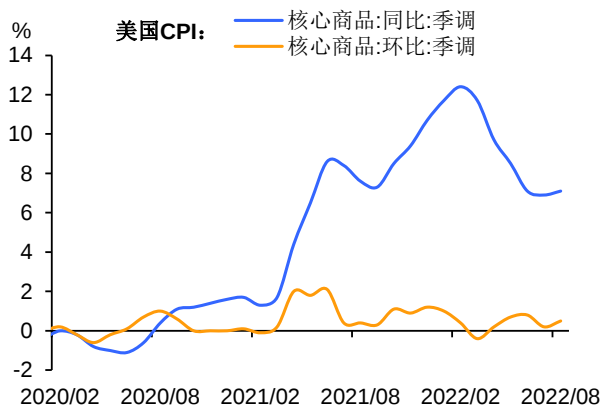
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 尽管 CPI 核心商品走势下行, 但核心服务仍在跳升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 美国 CPI 核心商品分项



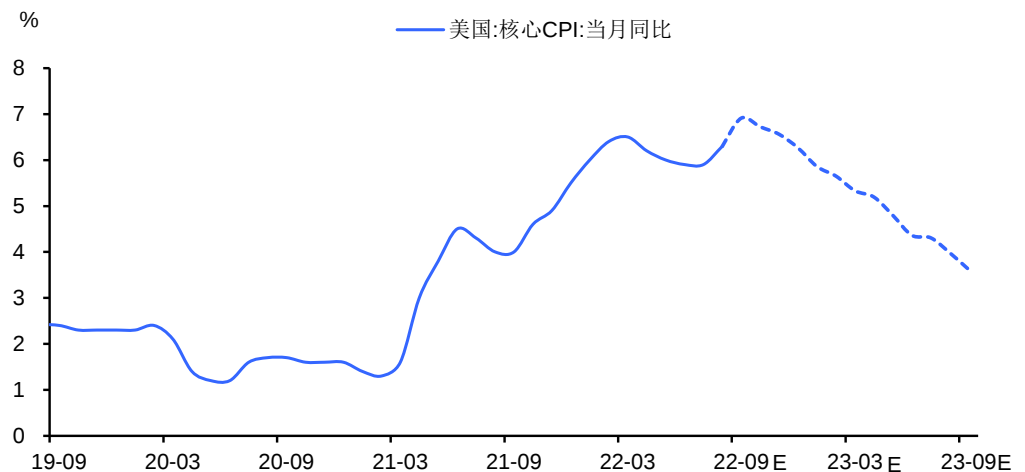
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022 年 9 月, 二手车价格指数大幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

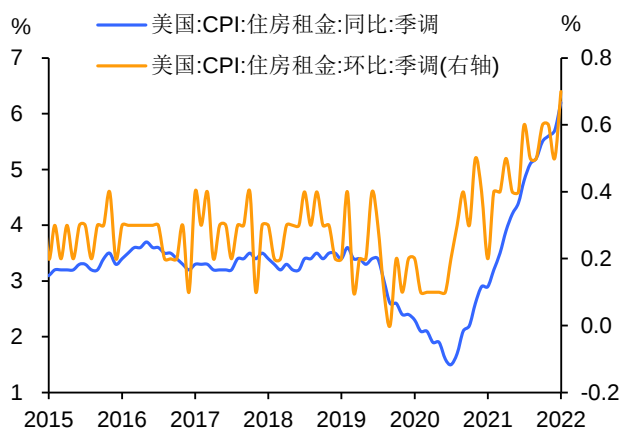
图4: 美国通胀数据预测



注: 虚线为预测值

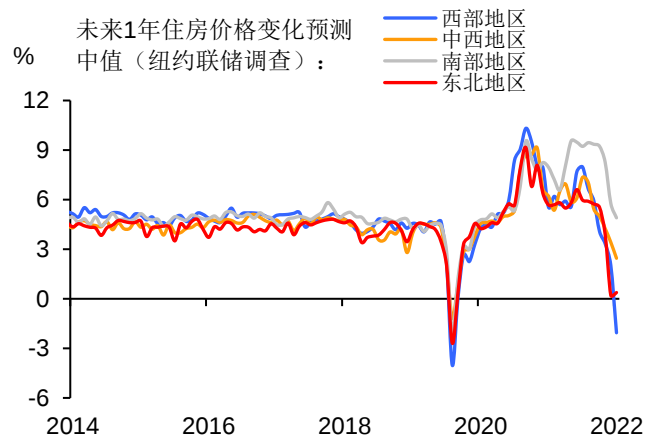
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图5: 美国 CPI 住房租金分项



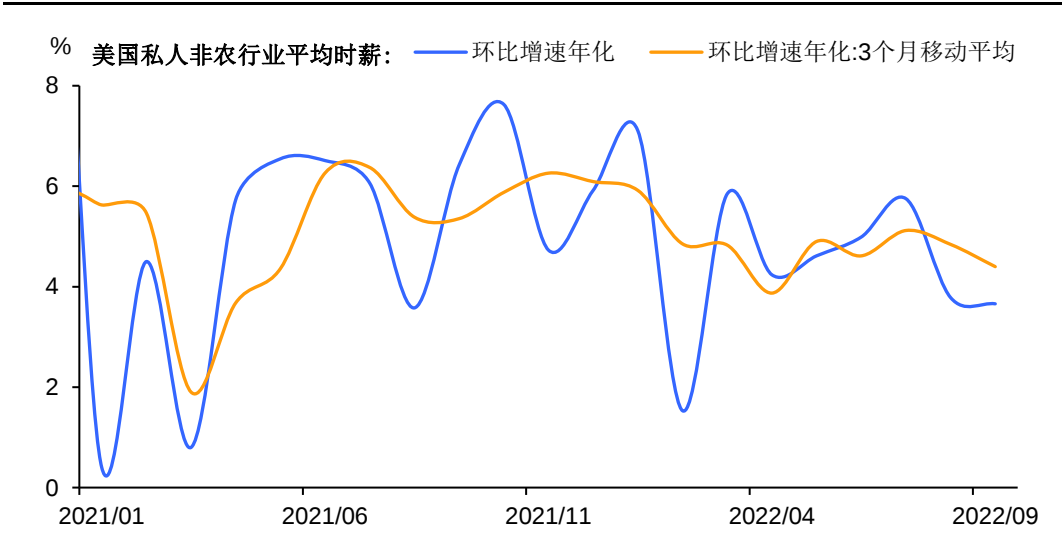
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国消费者预测未来一年住房价格增速下降



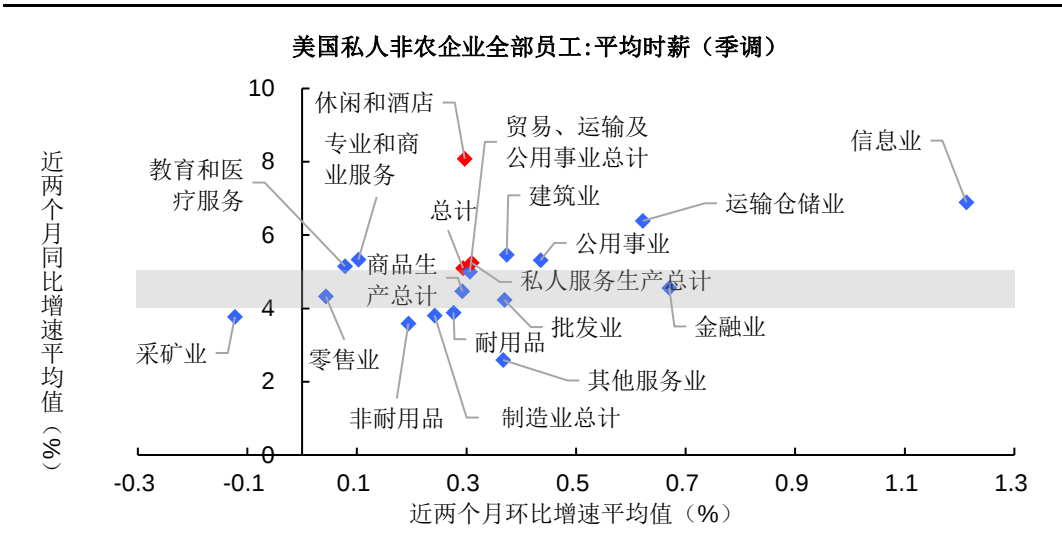
数据来源: 纽约联储, 东吴证券研究所

图7：美国私人非农行业总体平均时薪年化增速



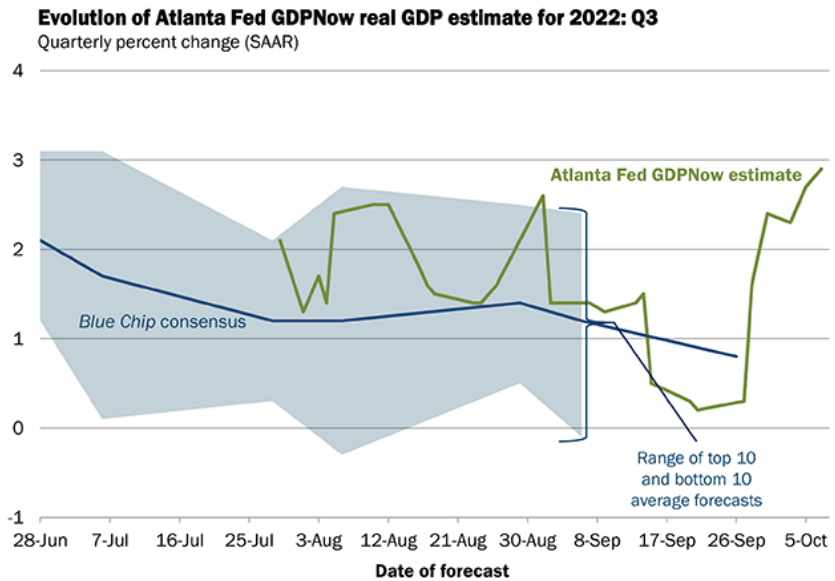
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：各行业平均时薪增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

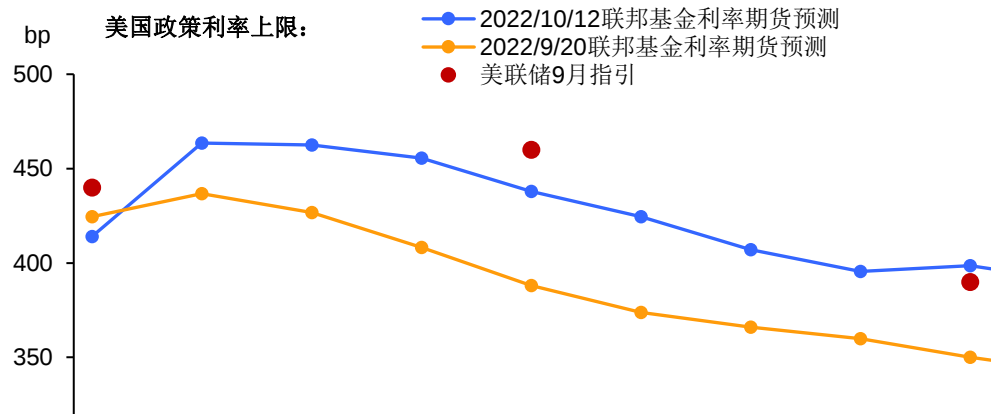
图9：亚特兰大联储预测美国三季度实际 GDP 增速为 2.9%



注：GDP 增速为年化环比增速

数据来源：亚特兰大联储，东吴证券研究所

图10：联邦基金利率期货隐含的市场对于美国政策利率上限的预测



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_47268

