

美国通胀回落不及预期，冬季或有反复

——美国9月CPI点评

2022年10月14日

宏观经济 事件点评

分析师 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国9月CPI环比0.4%，预期0.2%，前值0.1%；同比8.2%，预期8.1%，前值8.3%。

核心CPI环比0.6%，预期0.5%，前值0.6%；同比6.6%，预期6.5%，前值6.3%。

主要观点：

9月通胀回落不及预期，核心通胀同比创新高，美联储11月加息75bp几成定局，美股债强烈震荡最终受英国债市缓和而收涨。9月汽油价格下跌动能衰减，不能有效对冲集中于住宅、食品、医疗和教育等必选消费分项的价格上涨。冬季欧洲能源危机尚未解除，四季度通胀或有反复，而明年年初受基数影响，同比将有明显下降。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次，有效回落所需时间较长。高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免，相对于欧洲，美国或为温和衰退。因金价波动，美十债模型上限从3.75%~4%修正至4.1%~4.35%，但通胀高峰接近尾声，美十债位于4%上方的时间不会很长。维持美股长期中性，等待低点，维持纳斯达克至少回落至9000点的观点。

能源如期下降，但汽油价格下降动能减弱无法对冲其他分项上行。能源环比-2.1%，前值-5%，仍主要来自汽油价格-4.9%，前值-10.6%。其他能源分项环比继续上涨，但增幅低于上月：电力0.4%，前值1.5%，之前连续四月增加超过1.3%；天然气2.9%，前值3.5%。同比方面，能源同比19.8%，前值23.8%，继续下降，其中汽油18.2%，燃料58.1%，天然气33.1%，电力15.5%。原油期货价格9-10月略有上涨，考虑到欧洲冬季能源危机仍存，4季度能源价格加速下跌概率较小，原油价格在4季度或无法对冲其他分项通胀。而考虑到基数效应，明年1-5月能源同比或可继续下降。

食品通胀再超预期，但同比见顶略有回落。食品环比与上月持平，增0.8%，为2021年12月以来环比增速最小月份；而同比11.2%，前值11.4%，上月为1979年5月以来最大涨幅。居家食品连续3月维持在0.7%，6大分项均上涨，环比超过上月的有果蔬1.6%、非酒精饮料0.6%；其他环比持平或下降，谷物烘焙0.9%、其他居家食品0.5%、肉类鸡蛋0.6%、日常食品0.3%。外卖0.9%，与上月持平，其中员工和学校站点食品环比上涨44.9%，反映出部分学校免费午餐项目到期。

本轮食品环比加速路径为肉类、鸡蛋、黄油等其他居家食品，饮料，到谷物烘焙和水果。从期货价格看，牛肉价格从去年12月开始一直在高位震荡，并未继续上涨，反映在肉类同比加速回落。肉类价格为本轮食品上涨先锋，其价格持续稳定，随着扩散效应进入尾部加速阶段，食品价格同比接近见顶。

核心通胀环比需更长时间才能有效回落。与前两月月一致，核心通胀环比0.6%仍主要来自住宅0.7%、医疗0.8%、家庭装修0.5%、新车0.7%、车险1.6%以及教育0.4%，环比下降的有服装-0.3%、通信-0.1%、二手车-1.1%。住宅环比与上月持平，对核心通胀贡献率为40%。因无法如6、7月外宿价格大幅下降而保持环比稳定，导致住宅连续3个月环比上涨0.7%。其中，租金和等价租金均上涨0.8%，前值0.7%；外宿-0.1%。等价租金环比为1990年以来最大单月涨幅。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计房价年内高位震荡；而随着夏季租房合约高峰过去，租金上涨速度将有所下降，预计住宅分项同比接近见顶。

同比方面，核心通胀升6.6%，是1982年8月以来的最大涨幅。其中住宅升6.6%，贡献了核心通胀的40%，其他显著上升的有医疗6%，家装9.3%，新车9.4%，二手车7.2%。我们一直强调与08年地产泡沫破裂后低利率无法刺激地产市场不同，本轮宽松刺激了地产市场的加速恢复，这是本轮通胀走势偏离原油走势的重要原因之一。而租金明显上涨始于去年下半年疫情期间租金管控结束之后，管控措施抑制了去年租金的通胀表现，原本去年的租金通胀集中体现在了今年。扣除住宅的核心通胀同比有明显回落。

9月通胀回落幅度继续不及预期，且核心通胀再起，通胀良性回落最佳时间窗口数据表现不佳。我们对始于疫情的通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近。本轮通胀已

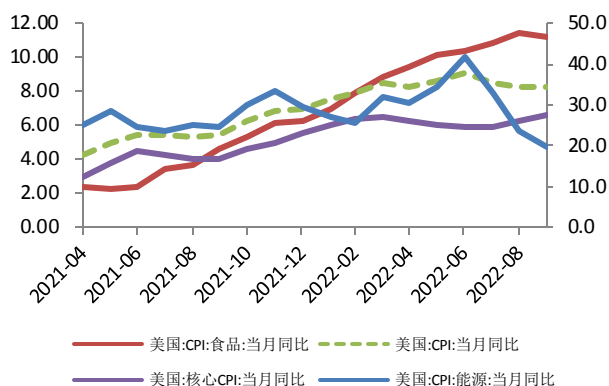
脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此需要更长时间回落。在薪资增速同比没有降至 4% 以下前，服务类价格较难有效回落。考虑到 4 季度欧洲能源危机或导致能源价格再次走高，3 季度为通胀良性回落的最佳窗口期，4 季度通胀大概率维持在高位，明年年初受基数以及地产降温影响，同比将有明显下降。

通胀集中在必选消费，可选消费上涨动能不足。此次通胀主导均为必需消费品如住宅、医疗和食品，可选消费如服装、休闲服务等同比动能均出现衰减，扣除住宅的核心通胀同比已经明显回落。当前经济状态较为特殊，从非农数据来看，目前经济处于疫情管控结束对经济的正向持续作用与高通胀对消费的反向作用共存期，前者体现为居家办公人数明显降至 5.2% 以及餐饮就业的持续恢复，后者体现为科技头部公司的暂缓招聘以及可选消费价格走势温和。因此，从宏观总量上，经济尚可。但我们一直强调，高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免。相比欧洲，美国衰退或较为温和。

11 月加息 75bp 几成定局，修正美十债上限至 4.1%~4.35%，维持美股中性等待低点。结合近期美联储官员的讲话，11 月加息 75bp 几成定局。我们认为在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。美债方面，因黄金价格跌势，美十债上限从 3.75%~4% 修正至 4.1~4.35%。此次修正并非因为通胀或加息路径预期的变化，而是 9 月美元指数上升导致的金价下跌，我们在模型预测时对金价变动预期不足导致。该模型只能提供正常情景下与宏观经济环境相匹配的美债合理区间，不能预测极端情况，例如资产抛售引起流动性短缺导致的利率上升。美股方面，受英国国债市场提振，美国股债昨日收涨。我们仍维持美股长期中性，等待低点，维持纳斯达克至少回落至 9000 点的观点。此外，欧洲冬季能源危机靴子落地时间节点在 11 月左右，届时或为市场避险情绪的拐点之一（中性，引发危机则为负面；有惊无险则为正面）。

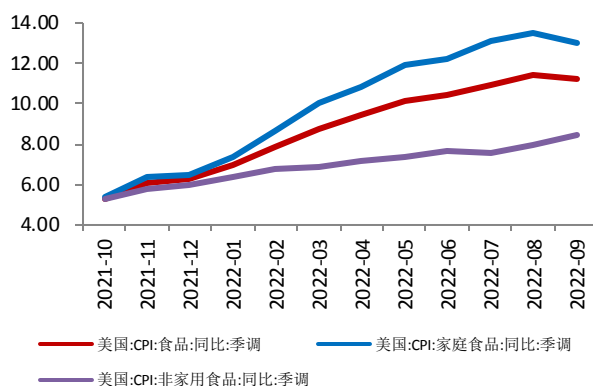
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1：CPI、核心 CPI、食品和能源价格同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：居家食品持续上涨带动食品分项，但同比见顶



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：食品分项全面上涨，预计将持续数月

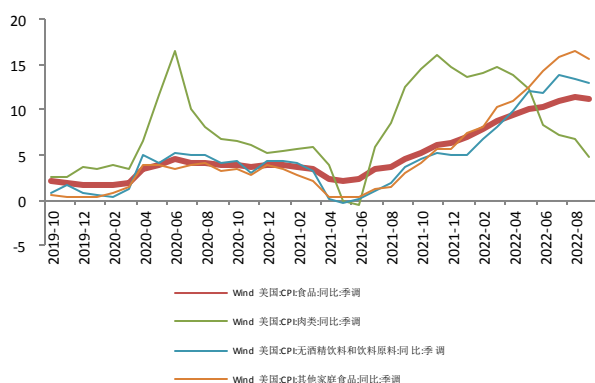
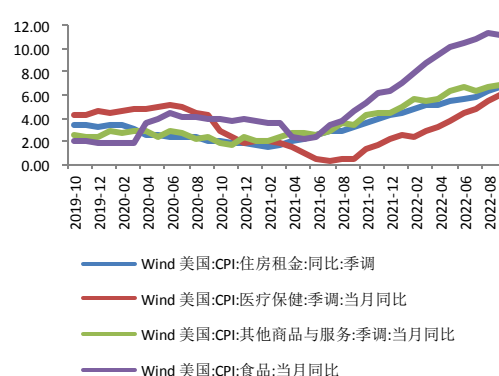
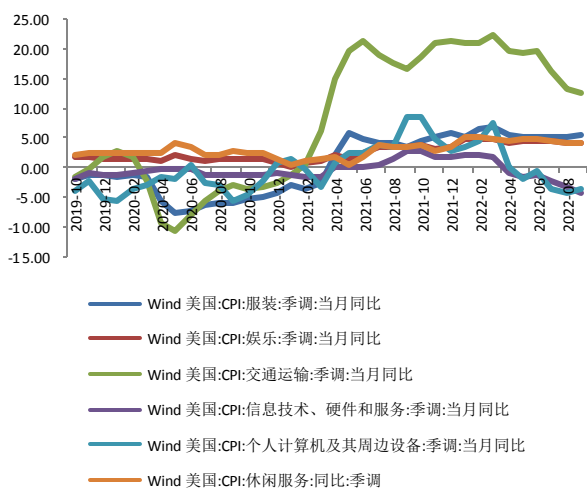


图4：引领通胀上涨的分项（同比）



资料来源: wind, 东兴证券研究所

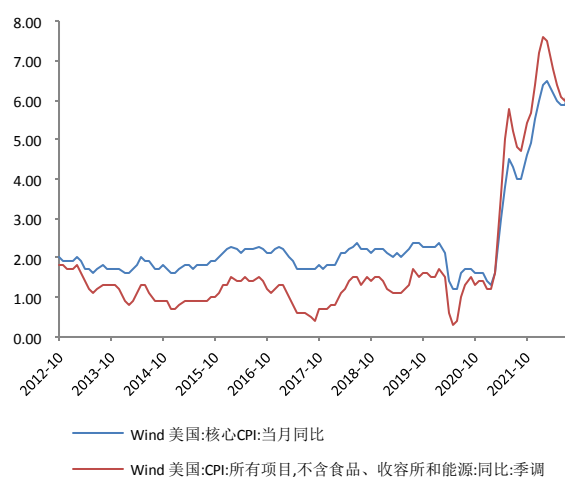
图5: 可选消费通胀温和(同比)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

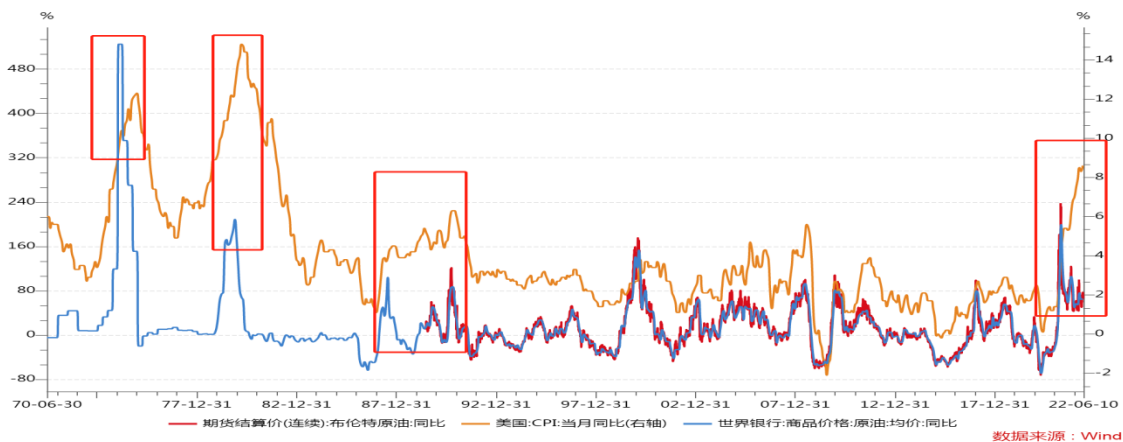
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6: 扣除住宅的核心通胀回落明显(同比)



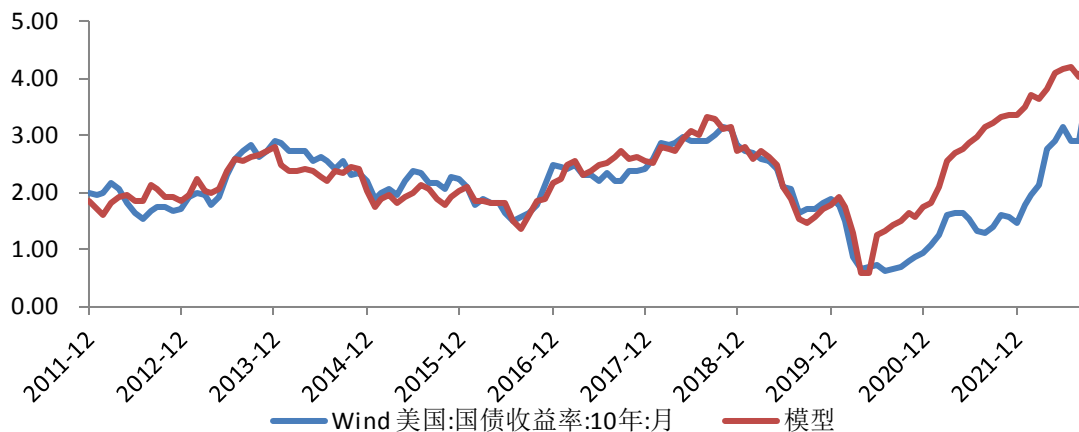
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7: 本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图8: 美十债模型



资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农略超预期, 11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储 9 月加息 75bp, 加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农仍旧强劲, 9 月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储 9 月加息 75bp 概率提升, 并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落超预期, 8 月将继续回落	2022-08-11
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国就业增长广泛, 不阻碍加息步伐	2022-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀再创新高, 下月或小幅回落	2022-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国就业市场仍旧强劲	2022-07-11
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀再创新高, 扭转市场预期	2022-06-12

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_47305

