

聚焦美国通胀

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

海伴随着美国 9 月通胀数据的公布，基本确认 6 月为本轮通胀至高点，即通胀已见顶。但市场仍在继续炒作美联储激进加息的预期，原因在于核心通胀。9 月，核心通胀同比增长 6.7%，为 1982 年以来最高水平。

无论是同比值还是贡献程度，服务项已完全是核心通胀的主导。从环比大项来看，9 月 CPI 环比上涨 0.4%，均由核心服务项撑起。

核心服务项中最大的问题则来自于房租。市场化租金向 CPI 的传导时滞可长达 4 个季度，按照这个结论，那么 CPI 房租分项见顶将出现在明年一季度。

好消息是从数据来看，去年 10-12 月，无论是同比还是环比，美国通胀基数均较高，意味着今年四季度，基数作用下，通胀压力能得到一定缓解。

风险提示：疫情及政策不确定性 海外通胀、流动性演变

目录

第 1 章	聚焦美国通胀	3
1.1.	核心通胀较为顽固	3
1.2.	服务分项成主力	4
1.3.	房租滞后期延长	5
1.4.	基数作用一定程度缓解通胀忧虑	6
免责声明		8

第1章 聚焦美国通胀

1.1. 核心通胀较为顽固

伴随着美国9月通胀数据的公布，通胀见顶预期基本成为现实。尽管通胀同比总体再超预期，但从6月（9.1%）、7月（8.5%）、8月（8.3%）以及9月（8.2%）的数据来看，连续3个月回落已成定局，如无意外，基本确认6月为本轮通胀至高点。

但目前市场上关于通胀拐点的言论甚少，市场仍在继续炒作美联储激进加息的预期，原因在于核心通胀。9月，核心通胀同比增长6.7%，为1982年以来最高水平。环比来看，核心通胀大幅增长0.4%，经季调后的数据则高达0.6%，延续8月的高增速。

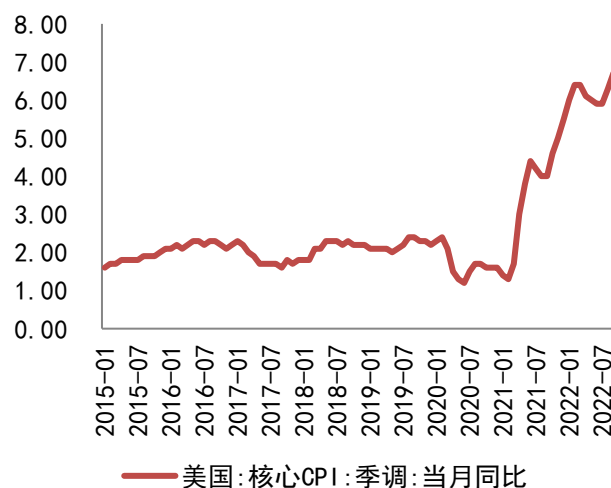
我们知道CPI与核心CPI的统计口径区别在于是否包含能源和食品。从目前来看，能源价格回落为主因，9月能源价格同比上涨19.9%，较8月回落4个百分点。而食品项同比上涨11.2%，较8月回落0.2个百分点。但我们知道伴随着OPEC+的减产以及美国需求端一定程度的复苏，10月原油价格有所回升，因此能源分项贡献逐渐走弱的态势可能在10月有一定反转。

图 1.1.1: 美国 CPI 连续 3 个月回落 (%)



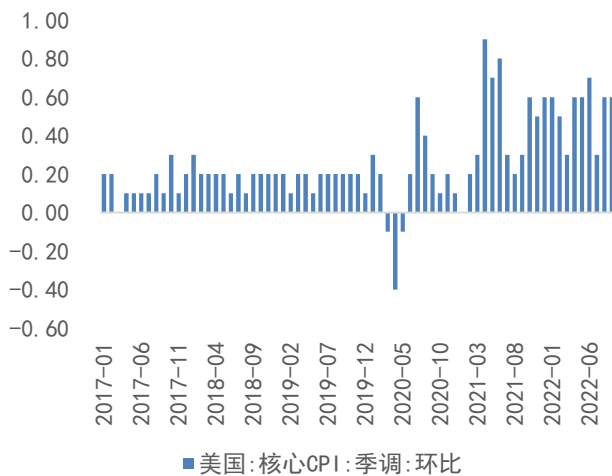
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: 美国核心通胀再创新高 (%)



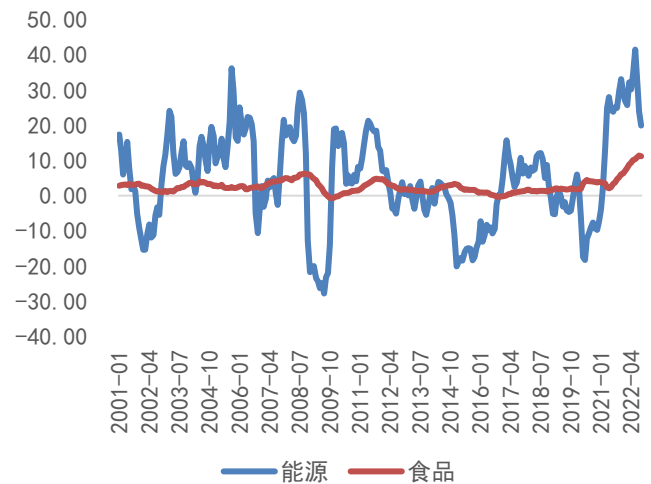
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.3：核心通胀环比持续高位（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：能源项回落较为明显（%）

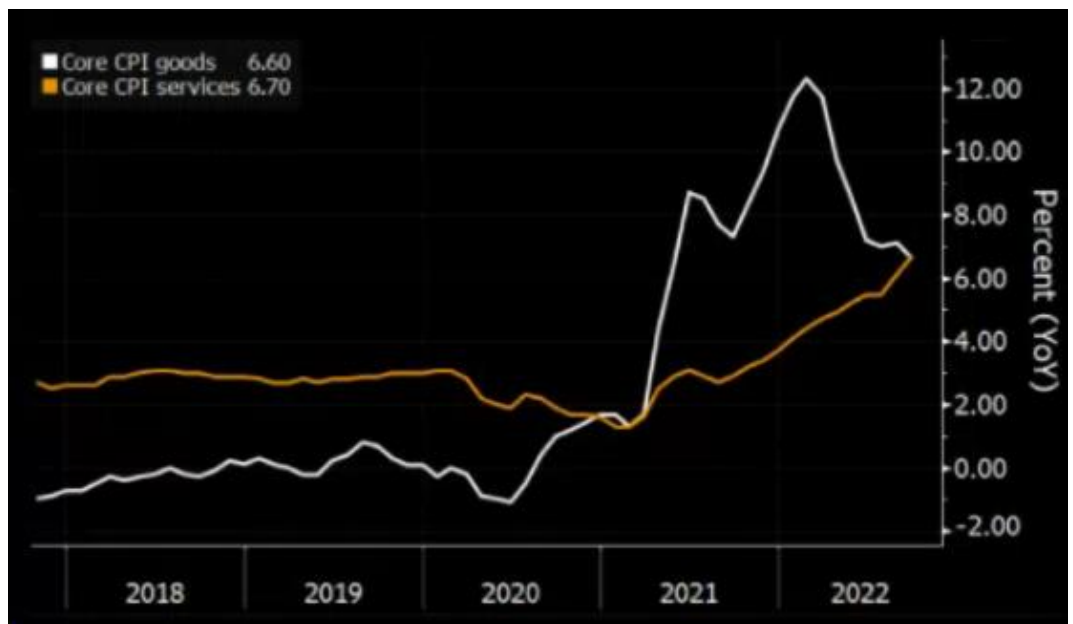


数据来源：Wind 南华研究

1.2. 服务分项成主力

在 9 月之前，尽管商品分项一直处于回落阶段，但总体同比涨幅依然高于服务项。然而在服务项持续上行，商品项同比持续走弱下，9 月劳工部数据表明，二者一致了，同比均上涨 6.7%。由于商品分项权重仅为 21.3%，而服务项权重高达 56.8%，因此当月服务项同比贡献（3.79%）远高于商品项（1.42%）。因此，无论是同比值还是贡献程度，服务项已完全是核心通胀的主导。

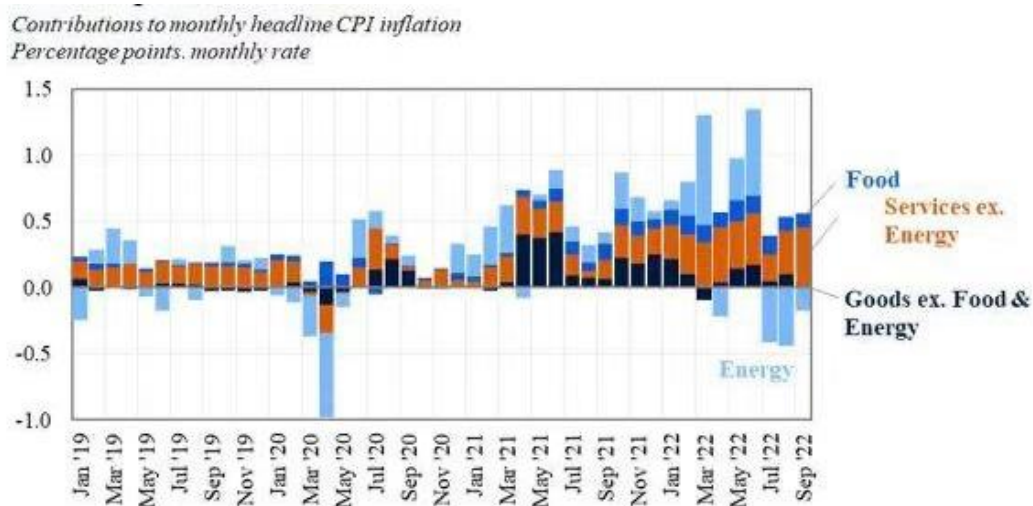
图 1.2.1：服务项接力商品项



资料来源：Bloomberg 南华研究

从环比大项来看，9月核心商品通胀环比持平，因此环比贡献为零。而食品项环比上涨0.8%，环比贡献为0.11%，能源项环比下降2.1%，环比贡献为-0.17%，因此除核心服务项外，其余大项环比贡献为-0.06%。数据上看，9月CPI环比上涨0.4%，也就是说这0.4%均由核心服务项撑起。

图 1.2.2: 核心商品价格环比持平，贡献为零



资料来源：CEA 南华研究

1.3. 房租滞后期延长

核心服务项最大的问题在于粘性，一旦形成会趋势性走高，而回落也需要相对较长的时间。核心服务中最大的问题则来自于房租，房租的权重很高，9月为32.47%，而整个服务分项的权重也仅为56.83%。

由于市场化租金向CPI的传导时滞很长，之前市场普遍预计在6个月左右，但是我们看到市场化租金，也就是前瞻指标——Zillow房租指数已经于今年2月触顶，且在4月后开启快速回落之路，但当前房租分项依然在上升通道，可知此次时滞已不同于历史一般情形。根据美国劳工部一篇工作论文的结果，滞后期可长达4个季度，按照这个结

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_47689

