

美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早

金晓雯，PhD，CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023 年 10 月 13 日

浦銀國際

数据点评

美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早

美国核心通胀 9 月环比继续上升，但同比继续下行。从环比来看，核心通胀加快 0.04 个百分点到 0.32%，略高于市场预期(0.3%)。8-9 月连续两个月的核心通胀环比上升符合我们此前核心通胀可能会反弹的判断。美国整体 CPI 环比增速因为能源价格上升趋缓而略有回落(9 月:0.40%，8 月:0.63%)，但仍高于市场预期(0.3%)。按同比看，美国整体 CPI 维持在 3.7%，核心 CPI 因去年高基数再下跌 0.2 个百分点到 4.1% (图表 2)。

从环比细分数据看，住房价格意外上行是核心通胀上升的主要推动力，除住房外核心服务价格也继续坚挺 (图表 1)：

- **核心商品 CPI 跌幅扩大 (9 月: -0.39%，8 月: -0.10%)。** 服装、家居、医疗护理和二手车价格均有所下降。然而从曼海姆 (Manheim) 二手车价格指数的近期走势来看，二手车价格的下降或难以维持 (图表 3)。此外，虽然能源价格被排除在核心通胀的计算中，但是油价上涨可能会影响相关商品以及机票价格，对核心通胀依然有一定的溢出效应。正在进行的巴以冲突或对油价有上行风险。如果冲突不再升级，那么作为一个区域性地缘政治事件，对油价影响或不会很大。但如果冲突继续升级，波及到一些重要原油出口国，那么原油价格可能会显著上行。从中期来看，近期商品需求的恢复可能也会推动核心商品价格上涨 (图表 4)。
- **住房价格环比增速显著加快至 0.65% (8 月: 0.29%)，是此次通胀数据最大的意外。** 除了外宿 (酒店) 价格的上升之外，更关键的是业主等价租金的逆势反弹。住房类 CPI 通常滞后反映房价变化 9 个月至 1 年，而今年以来的业主等价租金 CPI 却对去年的房价下跌反映有限，是此后仍需关注的一个风险点 (图表 5)。从中期来看，住房类 CPI 更有可能随今年年初开始的房价上行而上升。
- **除住房外核心服务价格仍较为坚挺 (9 月: 0.46%，8 月: 0.53%)。** 运输服务价格环比增幅有所收窄，主要是由于机票价格的增幅收窄。虽然油价继续上行，但是部分被暑假后需求的减少所抵消 (图表 6)。然而，除了运输价格之外，其余大多数服务业价格环比增速扩大。除了劳动力市场仍偏紧之外，数据也部分受到了近期的一系列罢工涨薪事件的影响。



扫码关注浦银国际研究

与此同时，9月数据显示劳动力市场不仅没有继续放松，反而有所收紧。此前，我们就对8月数据所体现的劳动力市场放松的可持续性持怀疑态度，9月数据恰好印证了我们的预测。9月非农新增就业人数跃升到33.6万人（图表8），远超预期，8月数据也被上修至22.7万（此前为18.7万）。9月失业率和8月JOLT职位空缺和失业人数比例均和上月大致持平（图表9、图表10），没有进一步改善。虽然时薪增速继续放缓至同比4.1%（8月：4.3%，图表11），但是在新增就业仍然强劲的情况下，要进一步放缓到4%以下、从而帮助拉低非住房类服务业CPI通胀率将变得较为困难。

尽管美联储近期表态较为鸽派，从数据来看我们仍然维持加息周期还未结束的基本观点。连续两个月核心通胀环比的上涨印证了我们认为核心通胀的下行道路或并不平坦的观点。短期内通胀将继续受压于居高不下的劳动力成本以及潜在油价因地缘政治事件的上行风险。中期又有来自商品需求回升和住房价格反弹的潜在压力。近期美国10年期国债收益率飙升，一些美联储官员暗示由国债收益率高企引起的金融条件收紧或可以替代加息。然而从9月的劳动力市场和通胀数据（包括之前超预期的PPI）所代表的经济基本面来看，现在就判断加息周期已经结束或为时过早。我们因此依然维持自6月初年中展望发布以来一贯的观点——离加息周期结束还有一次25个基点加息。但出于对过高国债收益率的担忧，时间点可能更倾向于12月（此前为11月）。

降息或需等到明年下半年。虽然目前经济数据显示三季度经济增速可能进一步加快，但是我们仍认为不应该低估加息周期对经济活动的滞后影响。我们估计美国经济将于明年二季度陷入温和衰退（30%的概率衰退会再被推迟或避免）。鉴于货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，以及美联储在9月经济预测中暗示明年的降息幅度从100个基点减少到50个基点，我们认为降息或许至少要等到明年三季度。

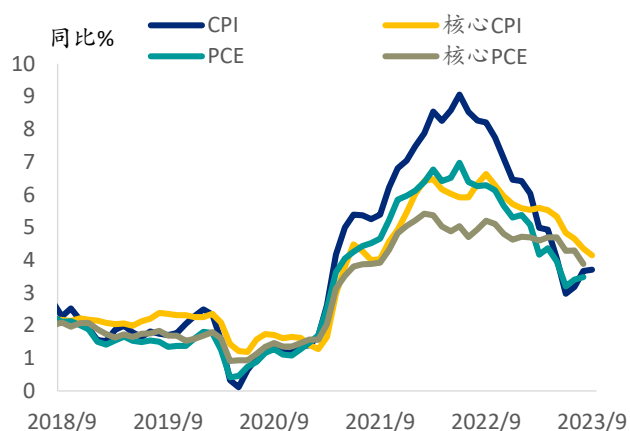
风险提示：巴以冲突升级、美联储紧缩周期引发全美金融危机、美国核心通胀数据接下来迅速下行、美国经济迅速降温。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	23 年 9 月	23 年 8 月	23 年 7 月		
CPI	0.40	0.63	0.17	100.0	0.40
食品	0.23	0.24	0.24	13.4	0.03
能源	1.52	5.58	0.11	7.2	0.11
核心 CPI	0.32	0.28	0.16	79.4	0.26
- 商品	-0.39	-0.10	-0.33	21.0	-0.08
家用家具和供给	-0.28	0.32	-0.35	4.3	-0.01
服装	-0.76	0.20	-0.03	2.6	-0.02
运输	-0.88	-0.29	-0.54	7.5	-0.07
医疗护理	-0.29	0.56	0.51	1.5	0.00
娱乐商品	0.29	-0.44	-0.78	2.3	0.01
教育和通讯商品	0.33	-0.70	-1.25	0.9	0.00
酒精饮料	0.81	-0.01	0.12	0.8	0.01
其它	0.48	0.12	0.30	1.2	0.01
- 服务	0.57	0.39	0.35	58.5	0.33
住房	0.65	0.29	0.44	34.9	0.23
主要居所租金	0.49	0.48	0.42	7.6	0.04
外宿	3.65	-2.97	-0.34	1.2	0.04
业主等价租金	0.56	0.38	0.49	25.7	0.14
核心服务扣除住房	0.46	0.53	0.22	23.6	0.11
医疗护理	0.32	0.06	-0.40	6.3	0.02
运输	0.69	1.96	0.34	6.0	0.04
娱乐	0.50	-0.07	0.77	3.1	0.02
教育和通讯商品	0.07	0.08	0.29	4.8	0.00
其它个人服务	1.10	0.91	-0.53	0.9	0.01

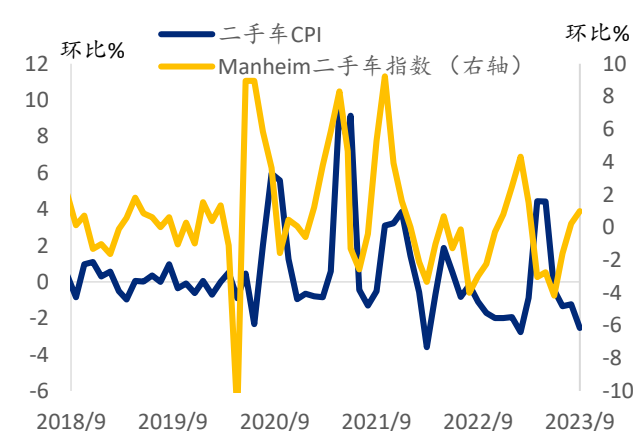
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 核心 CPI 同比继续下行, 整体 CPI 持平



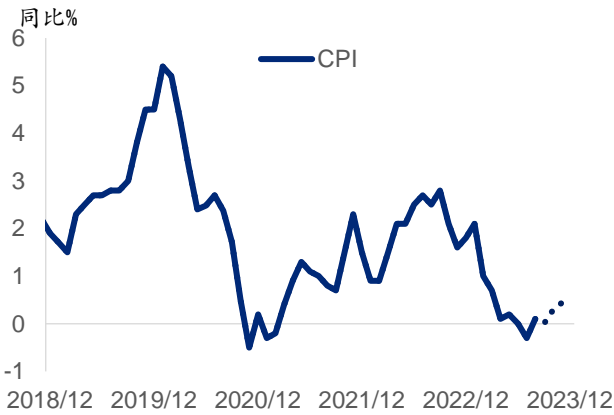
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 二手车价格指数近期持续上升, 相关 CPI 下行或难持久



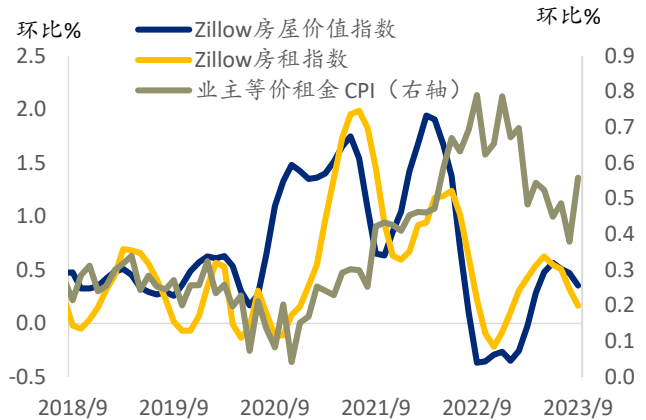
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 近两个月商品消费开始回升, 代表着商品需求或已见底反弹



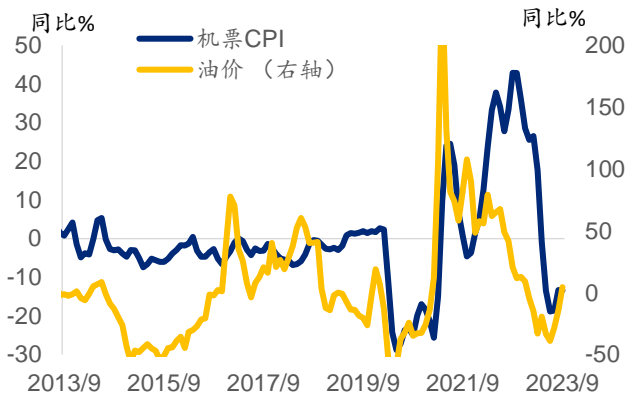
资料来源: CEIC, Zillow, 浦银国际

图表 5: 租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年, 但近期价格意外反弹



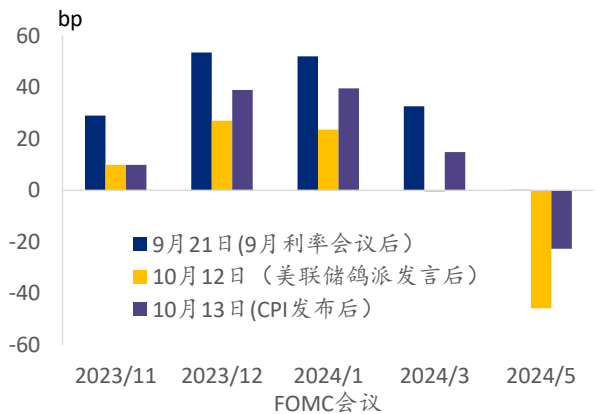
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 潜在油价上行压力或影响相关商品和机票价格



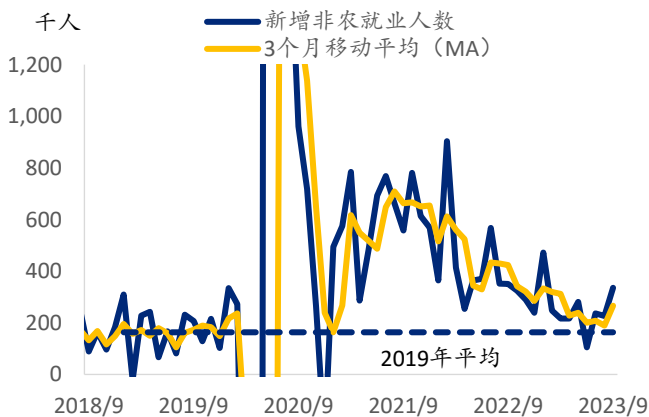
资料来源: CEIC, Zillow, 浦银国际

图表 7: 隐含加/降息幅度显示加息预期在美联储鸽派讲话后下降, 但在通胀数据发布后又上升



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 9 月非农新增就业人数跃升到 33.6 万人, 远超预期



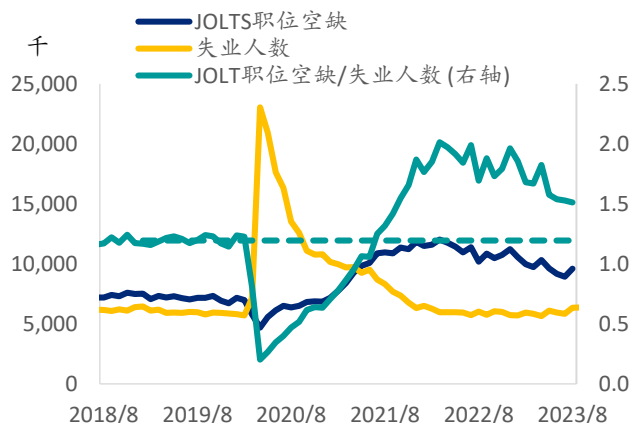
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 9 月失业率维持在 3.8%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 8 月 JOLT 职位空缺和失业人数比例和上月大致持平, 职位空缺有所抬头



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 虽然时薪增速继续放缓至同比 4.1%, 但是在新增就业仍然强劲的条件下, 较难继续放缓



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息, 高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹, 四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息, 但并不意味着结束加息
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息, 加息周期未必已结束
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

