

报告日期：2022年11月11日

分析师

蒋飞 0755-83537175

Email:jiangfei@cgws.com

执业证书编号：S1070521080001

李相龙 0755-23820694

Email:lxlong@cgws.com

执业证书编号：S1070522040001

联系人（研究助理）：

仝焱炜 0086-13680337457

Email:tongyaowei@cgws.com

从业证书编号：S1070122040023

联系人（研究助理）：

贺昕煜 0086-13021212875

Email:hexinyu@cgws.com

从业证书编号：S1070122050027

相关报告

《核心通胀反弹，加息幅度还需提升——美国8月通胀数据点评》2022-9-14

《忘掉数据回落，警惕需求反扑——美国7月通胀数据点评》2022-08-11

《美国通胀突破9%，和我们预期基本一致——美国6月通胀数据点评》2022-07-14

《美国通胀难言见顶——美国5月通胀数据点评》2022-06-11

《美国通胀或将继续维持在8%以上——美国4月通胀数据点评》2022-05-12

通胀最严峻的时期已经过去

——美国10月通胀数据点评

结论

美国10月CPI同比7.7%，核心CPI同比6.3%。我们认为，美国CPI同比已经见顶，最严峻的时刻已经过去，但美联储降低通胀的压力依然存在。因为以现在0.4%的环比增速，通胀的同比增速也只能回落至5%左右，距离2%的通胀目标仍相距甚远。更重要的是，不仅是房价，也包括工资增速、消费支出等因素，虽然出现回落，但相较历史均值来看，都还处在高位。因此，美联储还需要继续加息以确保通胀中枢持续下行。

数据

美国10月CPI同比7.7%，前值8.2%，低于市场预期的8.0%。核心CPI同比6.3%，前值6.6%，低于市场预期的6.5%。

分项来看，房租同比6.9%，贡献2.24个百分点，服务同比4.2%，贡献1.66个百分点，商品同比5.1%，贡献1.05个百分点，食物同比10.9%，贡献1.53个百分点，能源同比17.6%，贡献1.32个百分点。

要点

美国10月CPI同比7.7%，环比正增0.4%。美国通胀超预期回落的原因一方面是去年高基数的影响。另一方面，商品价格增速回落超预期。10月CPI商品同比增速5.08%，远低于9月的6.63%和我们预测的5.77%。

房价对CPI房租项的推动作用将持续到2023年年中。除运输服务外，CPI服务价格增速全部回落。其中医疗服务增速下降最为明显。除娱乐用品和酒精饮料外，商品价格增速全部回落。其中二手汽车和卡车价格同比2%，较9月7.2%出现较大幅度下降，这可能是美国供应链逐步恢复正常，货运市场降温所导致。美国进口需求转弱，进口价格增速和核心PPI增速的降幅都十分显著，这也表明近期商品价格上涨压力将会有所缓解。国际油价处于回落趋势，CPI能源增速放缓。

由于美国CPI环比已经连续两个月处于低位，而且高基数因素也会导致CPI同比开始回落，这表明通胀最严峻的时期已经过去。不过一些粘性因素仍在抬升通胀的整体平台，CPI进一步下行的阻力会逐渐增强，主要表现在工资和房价两方面。如需回到2%的通胀目标区间内，美联储仍需继续加息至2023年一季度，并保持限制性利率水平一段时间。

风险提示：国际局势恶化、国际大宗商品价格波动、美联储超预期加息、信用事件集中爆发。

目录

1. 美国 10 月 CPI 同比回落至 7.7%.....	4
2. 短期最严峻时期已经过去，但中期风险犹存.....	8
风险提示.....	10

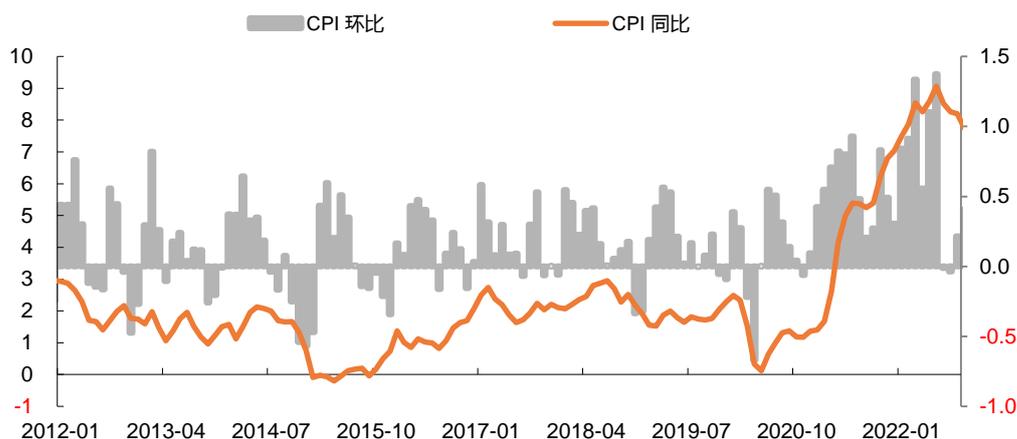
图表目录

图 1: 美国 10 月 CPI 同比 7.7%.....	4
图 2: 劳工成本领先核心 CPI 同比.....	4
图 3: 房价推动 CPI 房租.....	5
图 4: CPI 服务（不含能源、房租）细项.....	5
图 5: CPI 商品（不含食物、能源）细项.....	6
图 6: 美国核心 PPI、CPI 商品和进口价格指数.....	7
图 7: 美国 CPI 商品和进口增速.....	7
图 8: 国际油价、汽油零售价和 CPI 能源.....	8
图 9: 2023 年核心 CPI 预测.....	8
图 10: 工资增速和消费支出.....	9
表 1: 美国 10 月 CPI 分项.....	5

1. 美国 10 月 CPI 同比回落至 7.7%

美国 10 月 CPI 同比 7.7%，前值 8.2%，低于市场预期的 8.0% 和我们的预期 8.3%，也是 2022 年 1 月以来最低；CPI 环比增长 0.4%，前值 0.2%。同比大幅低于预期的原因一方面是去年高基数的影响。2021 年三季度，美国通胀短暂企稳在 5.4% 左右，而后加速上行，导致 10 月份通胀的同比基数较高。另一方面，商品价格增速回落超预期。10 月 CPI 商品同比增速 5.08%，远低于 9 月的 6.63% 和我们预测的 5.77%。

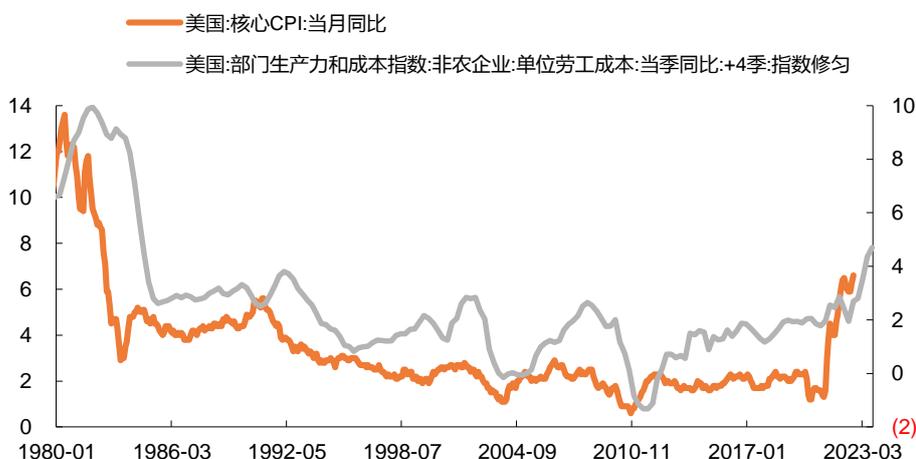
图 1: 美国 10 月 CPI 同比 7.7%



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

美国 10 月核心 CPI 同比 6.3%，前值 6.6%，低于市场预期的 6.5%，核心 CPI 环比增长 0.3%，前值 0.4%。9 月美国核心 CPI 同比创 40 年历史新高，虽然 10 月有所回落，但依然位于高位。另外根据工资领先核心 CPI 的关系来看，未来核心 CPI 同比有可能继续创新高。

图 2: 劳工成本领先核心 CPI 同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

从分项来看，CPI 房租同比 6.92%，贡献 2.24 个百分点，预计还将继续增长。CPI 服务同比 4.19%，贡献 1.66 个百分点。**CPI 商品同比 5.08%，前值 6.63%，大幅下降了 1.55 个百分点，是通胀超预期回落的主要原因。**CPI 食物同比 10.95%，近期国际农产品价格较为稳定，因此食品价格增速将会企稳。CPI 能源同比 17.63%，贡献 1.32 个百分点。

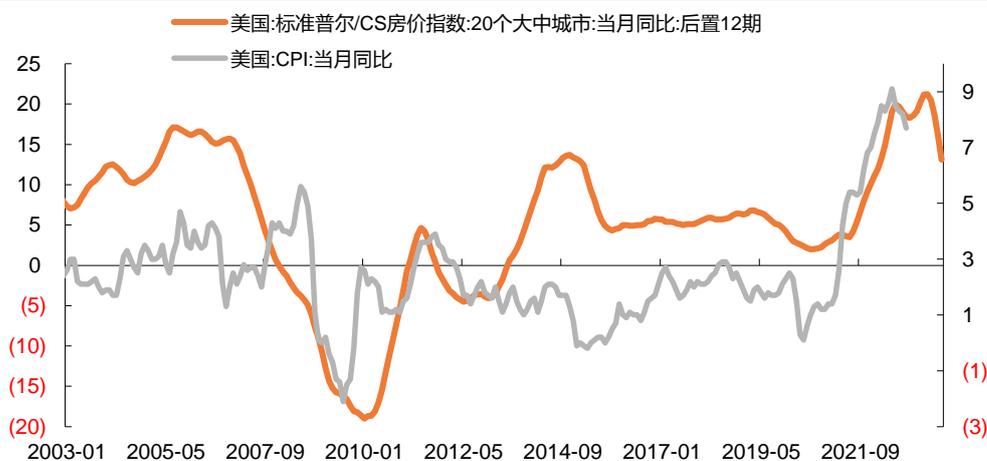
表 1: 美国 10 月 CPI 分项

	10 月同比	10 月贡献	长城证券预测值(误差)	9 月同比	9 月贡献
CPI	7.75%			8.20%	
CPI:房租	6.92%	2.24	6.97% (+0.05%)	6.59%	2.26
CPI:服务:不含能源、房租	4.19%	1.66	4.15% (-0.04%)	4.62%	1.59
CPI:商品:不含食物、能源	5.08%	1.05	5.77% (+0.69%)	6.63%	1.37
CPI:食物	10.95%	1.53	11.18% (+0.23%)	11.24%	1.57
CPI:能源	17.63%	1.32	18.53% (+0.90%)	19.79%	1.45

资料来源: IFIND、长城证券研究院

房价对 CPI 房租项的推动作用将持续到 2023 年年中。美联储持续加息之后，利率大幅提升，美国房地产市场已经降温，房价开始拐头向下。但是房价领先房租一年左右，因此即使房价增速在 5 月出现拐点，对 CPI 的缓解也将延后至 2023 年 5 月之后。住房成本占 CPI 的权重高达 32.7%，其对通胀的拉升作用不容小觑。

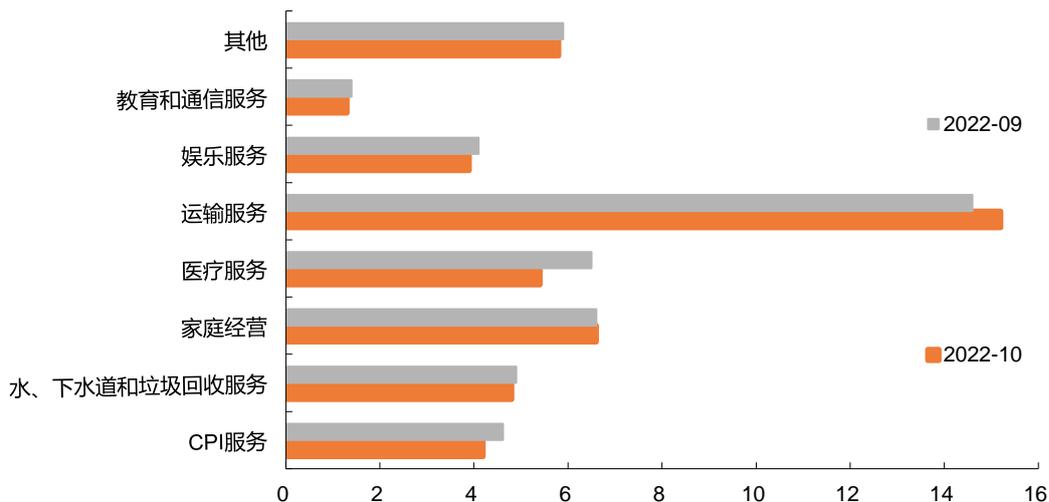
图 3: 房价推动 CPI 房租



资料来源: IFIND、长城证券研究院

除运输服务外，服务价格增速全部回落。10 月美国 CPI 服务（不含能源、房租）回落，其中医疗服务增速下降最为明显。10 月 CPI 服务中的健康保险费用同比 20.6%，前值 28.2%。这与美国政府 9 月出台的“2022 年通胀削减法案”中延长平价医疗补贴，减少健康保险保费的政策有关。运输服务增速继续上涨，主要是由于机动车保险费用和公共交通费用上涨。

图 4: CPI 服务（不含能源、房租）细项

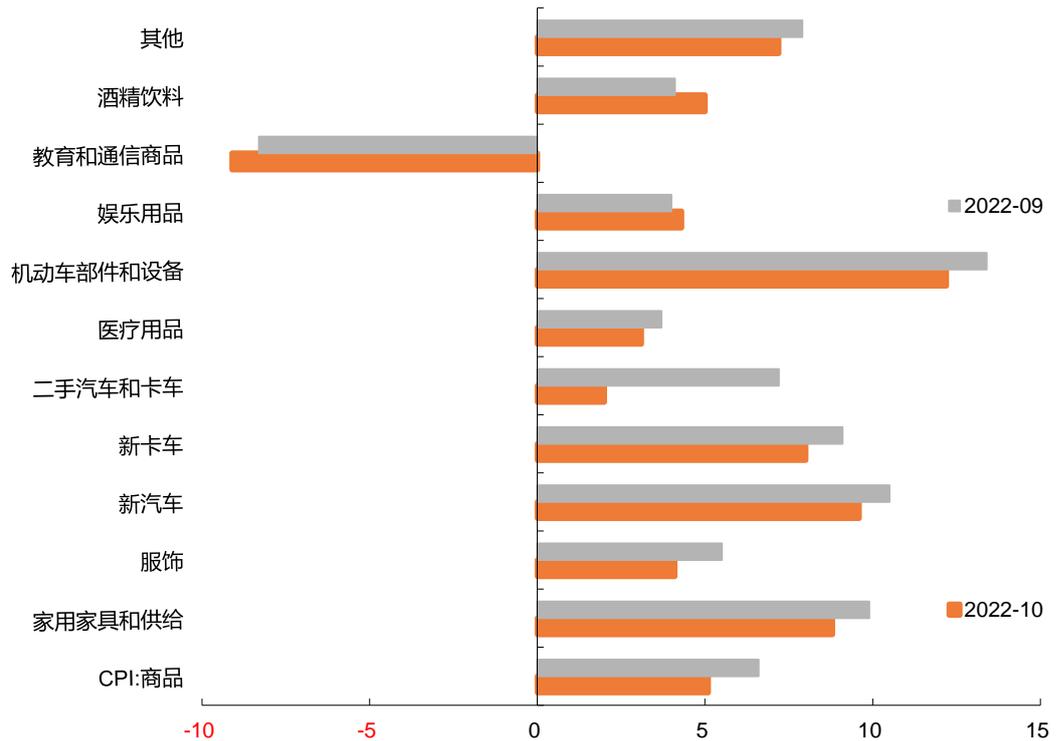


	CPI服务	水、下水道和垃圾回收服务	家庭经营	医疗服务	运输服务	娱乐服务	教育和通信服务	其他
2022-09	4.6	4.9	6.6	6.5	14.6	4.1	1.4	5.9
2022-10	4.2	4.8	6.6	5.4	15.2	3.9	1.3	5.8

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

除娱乐用品和酒精饮料外，商品价格增速全部回落。往往经济萧条时期，娱乐和酒水等即时消费型需求反而增加，价格上涨，这可能是美国经济底层已经开始衰退的征兆。10月二手汽车和卡车价格同比2%，较9月7.2%出现较大幅度下降，而该项占CPI权重的3.83%。我们认为，这可能是美国供应链逐步恢复正常之后，货运市场降温所导致。根据季节性特征，临近12月商品价格环比都会下降，而且目前美国零售商正处于去库存阶段，商品价格可能进一步降低。

图 5: CPI 商品（不含食物、能源）细项



	CPI:商品	家用家具和供给	服饰	新汽车	新卡车	二手汽车和卡车	医疗用品	机动车部件和设备	娱乐用品	教育和通信商品	酒精饮料	其他
2022-09	6.6	9.9	5.5	10.5	9.1	7.2	3.7	13.4	4.0	-8.3	4.1	7.9
2022-10	5.1	8.8	4.1	9.6	8.0	2.0	3.1	12.2	4.3	-9.1	5.0	7.2

资料来源: IFIND、长城证券研究院

美国进口需求转弱，推动商品价格增速回落。美国9月进口金额同比14.26%，较3月时27.49%的年内高点已经明显下降。9月美国核心PPI同比7.5%，前值8.1%，降低了0.6个百分点；美国进口价格指数（不含石油）同比3.67%，前值4.34%，降低了0.67个百分点。进口价格增速和核心PPI增速的降幅都十分显著，这也表明近期商品价格上涨压力将会有所缓解。

图 6: 美国核心 PPI、CPI 商品和进口价格指数



资料来源: IFIND、长城证券研究院

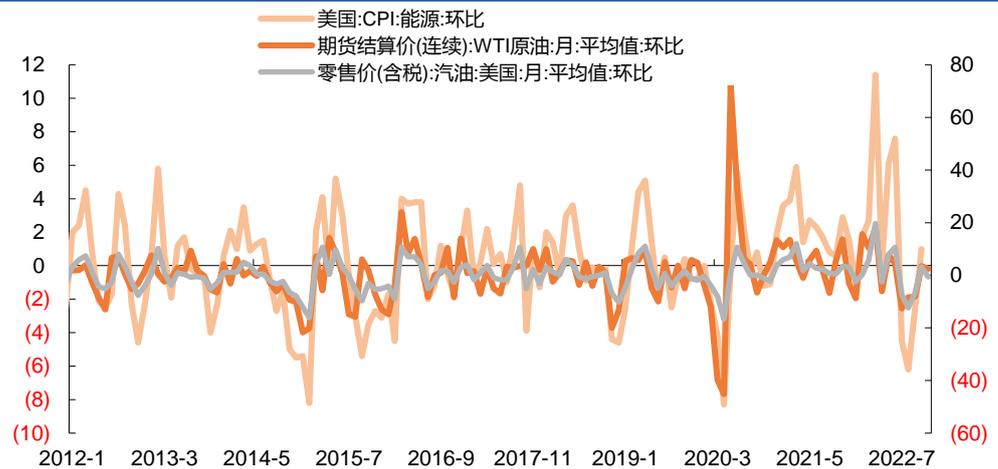
图 7: 美国 CPI 商品和进口增速



资料来源: IFIND、长城证券研究院

国际油价处于回落趋势，CPI 能源增速放缓。从历史数据来看，国际油价、美国汽油零售价和 CPI 能源的变化方向基本一致。10 月 OPEC 宣布减产 200 万桶/日后，国际油价小幅反弹，但不改变需求转弱后油价回落的长期趋势。11 月 10 日，WTI 原油期货结算价 86.47 美元/桶。在《十月大类资产月报》中，我们认为“四季度国际油价将在经济衰退、需求转弱的影响下继续回落，或将跌破 80 美元/桶。”

图 8: 国际油价、汽油零售价和 CPI 能源

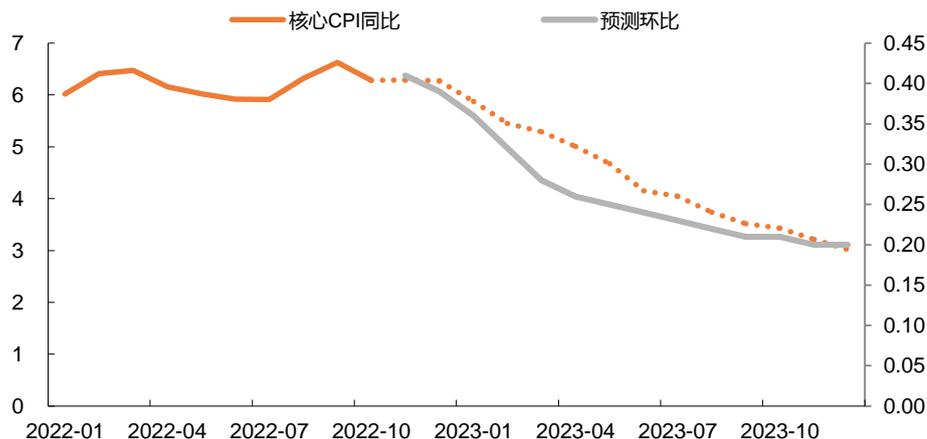


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2. 短期最严峻时期已经过去，但中期风险犹存

由于美国 CPI 环比已经连续两个月处于低位，而且高基数因素也会导致 CPI 同比开始回落，这表明通胀最严峻的时期已经过去。根据我们测算，明年 CPI 同比会逐渐回落到 3%，环比会逐渐回落到 0.2%。但是需求反弹的基础仍然较为顽固，劳动力市场依然坚韧，当前制造业 PMI 指数仍在 50% 以上，三季度 GDP 增速大幅反弹至 2.6%。美国降低通胀并非一帆风顺，如果让 CPI 同比进入 2% 以内，至少要让环比处于 0.15% 以下，目前来看依然坚韧的经济需求难以满足这个条件。一些粘性因素仍在抬升通胀的整体平台，CPI 进一步下行的阻力会逐渐增强，主要表现在工资和房价两方面。如需回到 2% 的通胀目标区间内，美联储仍需继续加息至 2023 年一季度，并保持限制性利率水平一段时间。

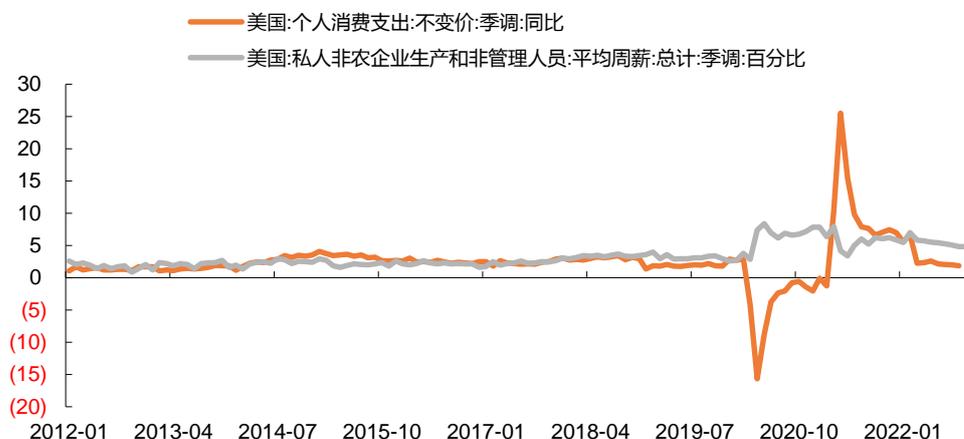
图 9: 2023 年核心 CPI 预测



资料来源: IFIND, 长城证券研究所

工资增速虽然有所回落, 但距离解除工资-通胀螺旋上升链条还有一段路程。美国三季度非农企业单位劳工成本同比 6.1%, 已经较二季度 7.6% 的增速有所回落, 但指数修匀后的工资增速仍呈上升趋势。美国 9 月平均时薪同比增速 4.73%, 不仅高于 2021 年通胀加速上行时期平均 4.27% 的工资增速, 也远高于 2010 年-2019 年 2.36% 的历史均值。美国工资增速必须回落至 3% 以内, 通胀中枢才能够回归至 2% 的目标。

图 10: 工资增速和消费支出



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

我们认为, 美国 CPI 同比已经见顶, 最严峻的时刻已经过去, 但美联储降低通胀的压力依然存在。因为以现在 0.4% 的环比增速, 通胀的同比增速也只能回落至 5% 左右, 距离 2% 的通胀目标仍相距甚远。更重要的是, 不仅是房价, 也包括工资增速、消费支出等因素, 虽然出现回落, 但相较历史均值来看, 都还处在高位。因此, 美联储还需要继续加息以确保通胀中枢持续下行。

风险提示

国际局势恶化、国际大宗商品价格波动、美联储超预期加息、信用事件集中爆发。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>