

宏观跟踪报告

报告日期：2022 年 10 月 14 日

铁路罢工后遗症初现，密切关注扩散压力

——9 月美国 CPI 数据传递的信号

核心观点

核心 CPI 连续 2 个月反弹超市场预期，服务分项中运输服务分项大幅反弹充分反映铁路罢工以及劳资协定衍生的涨薪压力对通胀的影响。未来需密切关注罢工风险是否会在全美出现扩散，教师、护工均是重点关注行业。通胀压力下金融稳定风险苗头暂不足以制约联储，11 月预计继续维持鹰派立场并加息 75BP。

□ 核心 CPI 连续 2 个月反弹超市场预期，服务尤其是运输分项上行压力再起

8 月美国 CPI 同比增速 8.2%，环比增速 0.4%，高于市场预期。非核心项方面，食物分项环比上涨 0.8%、能源分项环比-2.1%，基本和高频数据反映的趋势一致符合预期。核心 CPI 本月环比增速 0.6%，环比持平前值；同比增速 6.6%，连续两个月反弹（前值 6.3%）。核心 CPI 中的压力主要来自服务分项（剔除能源服务）：

一是房租分项本月环比增速 0.7%，持平上月；同比增速 6.6%，相较 8 月明显回落。从 Realtor 的房租高频数据看，房租环比自 8 月起已呈明显见顶回落态势（最新房租中位数 1771 美元，前值 1879 美元）。对于房租分项，我们维持前期观点，从房租到房价的领先关系以及高频数据来看，年内房租分项同环比将继续回落。

二是运输服务分项 8 月大幅反弹，本月环比 1.9%，前值 0.5%，也是环比反弹幅度最强的核心分项。我们最早曾于 8 月通胀数据报告《关注美国铁路罢工风险或增强紧缩预期》中指出，全美铁路罢工以及其衍生的薪资上升压力可能抬升通胀上行风险，增强紧缩预期。这一观点在本月通胀数据中得到兑现，我们认为 10 月非农数据的薪资数据可能继续反映这一压力（非农数据采集时间点为 12 日当周，铁路劳资协议达成时间为 16 日，并未充分反映）。

核心 CPI 数据的反弹大幅增强紧缩预期，隔夜美股先是整体下挫，交易紧缩预期；而后大幅反弹；我们认为可能转向反映了市场预期核心 CPI 大幅冲高后见顶的乐观情绪，对此我们认为后续仍应保持适当谨慎（详见下文分析）。美元跳升，美元指数再次上至 113.6 一线，带动离岸人民币汇率下挫；美债利率持续上行，10 年期美债利率再次突破 4%，2 年期美债利率突破 4.5%，充分定价年内加息至 4.25%-4.5%的预期。叠加近期联储官员的鹰派指引，我们前期报告《谨慎联储短期纠偏宽松预期》中的观点基本兑现。

□ 未来密切关注罢工风险是否会在全美出现扩散，教师、护工均是重点关注行业

本月通胀数据的分项压力已验证我们前期的判断，在 9 月美国铁路罢工并大幅提升工人薪资后，我们认为依然需要密切关注未来的薪资上行风险。

对于全美铁路罢工事件，虽然 9 月 16 日劳资双方达成协议避免罢工，但协议主要内容包括提高工人工资 24%，一次性发放 5000 美元奖金等，对于劳方而言收益较为显著。在此背景下，我们持续提示未来需要警惕 9 月铁路罢工事件对全美劳工形成的恶性示范效应。

根据 BLS 统计，今年 8 月全美共有 4 轮涉及停工人数千人以上的大规模罢工，是过去 10 年的最高水平；根据康奈尔大学统计，2022 年全美范围曾累计爆发罢工 298 起。如果未来其他强势工会也效仿铁路工会主导罢工并要求提薪，工资上行可能对未来通胀构成上行风险。从强势工会的构成来看，我们认为存在涨薪风险的行业主要分布于：一是教育行业，对应全国教育协会是全美最大的单一行业协会；二是护士等保健工作行业，对应服务业国际联盟是全美第四大工会；三是运输司机行业，对应国际运输司机协会是全美第六大工会（此前的铁路行业罢工便有部分成员隶属于该工会）。四是食品、汽车、钢铁等也需关注（对应联合食品和商业工人协会、联合汽车工人工会、联合钢铁工人工会均是全美的前 10 大工会）。

□ 通胀压力下金融稳定风险苗头暂不足以制约联储，年内预计按 9 月点阵图加息

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

通胀方面，美国罢工潜在的扩散风险、OPEC 减产压力以及俄乌冲突对全球供应链构成的不确定性依然会对美国通胀构成上行压力（详细请参考前期报告《谨慎联储短期纠偏宽松预期》）。**美联储方面**，11 月联储议息会议位于中选前，前者 and 后者时间分别为美国时间 11 月 2 日及 8 日。在当下美国民众对通胀压力高度关切背景下，联储立场将持续维持鹰派。

在此背景下，虽然全球范围内已经出现金融稳定问题的风险苗头（诸如英国养老金问题），但我们认为暂不足以对联储形成制约，年内美联储按 9 月点阵图进一步加息的概率较大（即 11 月加息 75BP，12 月加息 50BP）。

□ 美债利率和美元短期仍可能进一步冲高

美债方面，当前 10 年期美债利率已突破 4%，2 年期已触及 4.5%，9 月点阵图的加息预期已充分定价。考虑到通胀压力下市场可能进一步计价紧缩加码的预期，10 年美债利率可能进一步上攻 4.2%-4.3% 区间。

黄金方面，我们认为黄金中期配置价值不改，本轮利率和美元（尤其是实际利率）冲高完毕后黄金依然具有较高配置价值，欧洲潜在的债务风险同样利多黄金。

美股方面，预计将在 Q4 完成筑底并逐步反弹。短期之内利率上行仍会对美股估值端施加下行压力。

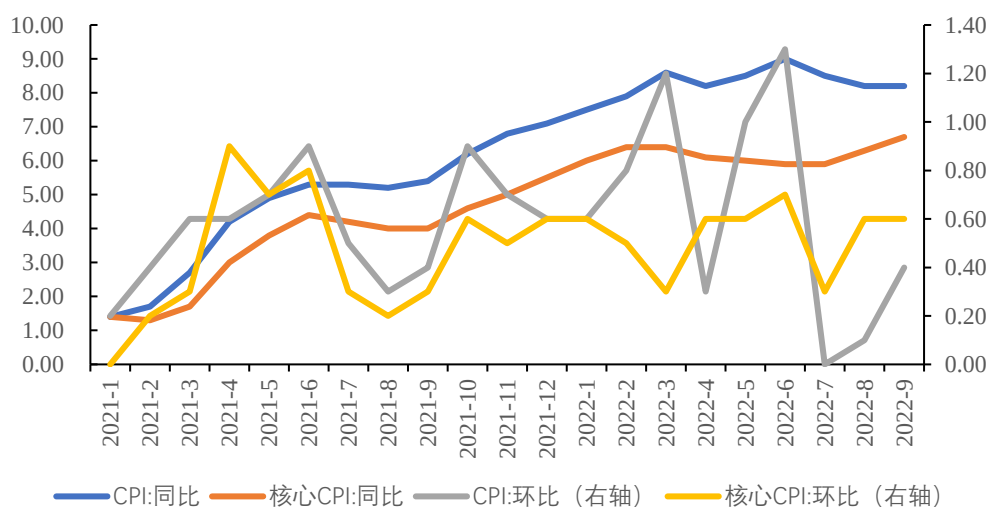
美元方面，在美联储纠偏宽松预期和欧洲债务压力加剧的双重推动下，美元可能进一步冲高至 115 附近。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

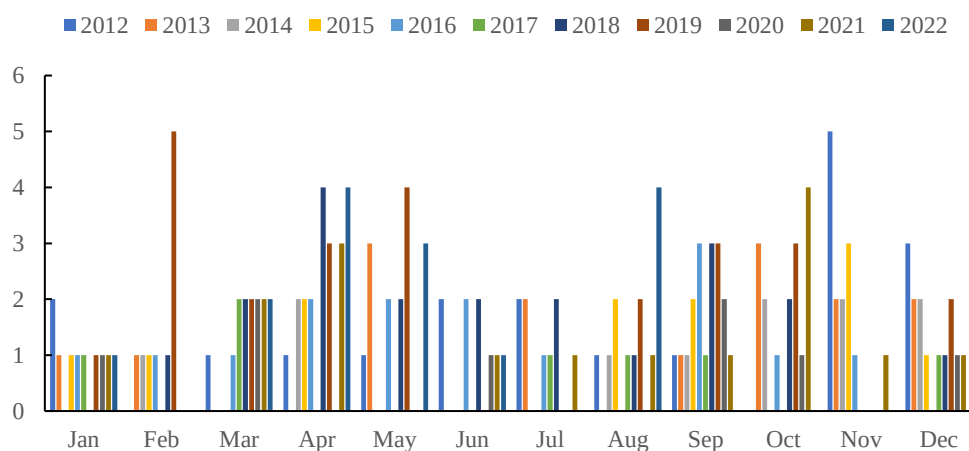
1.重要图表

图1: 美国核心 CPI 连续 2 个月反弹 (%)



资料来源: Critical Threats, 浙商证券研究所

图2: 美国停工人次涉及千人以上的罢工次数统计 (次)



资料来源: BLS, 浙商证券研究所

表 1：美国核心工会情况

中文名称	成员人数	成员描述
美国劳工联合会和工业组织大会	12,500,000	58 个不同行业的工会组成的联盟
战略组织中心	4,000,000	服务业雇员国际工会 (SEIU)、国际卡车司机协会 (IBT)、美国通信工人工会 (CWA) 和美国农场工人工会 (UFW)组成的联盟
全国教育协会	3,000,000	公立学校员工，包括但不限于教师、教育支持专业人员、自助餐厅工作人员、公交车司机、辅导员、护士、行政助理、秘书、心理学家和图书馆员。
服务业雇员国际联盟	1,901,161	注册护士、专业、技术和非专业卫生保健工作者；公职人员；门卫和保安人员。
美国州、县和市雇员联合会	1,459,511	州、县和市政府的雇员。
国际卡车司机协会	1,400,000	卡车司机；仓库工人；杂项交易。
联合食品和商业工人	1,300,000	零售店和分销员工。
联合汽车工人	990,000	汽车、卡车、农用设备和建筑设备制造工人。
联合钢铁工人	860,264	钢厂工人；相关交易。
美国教师联合会	828,512	公立学校教师、注册护士、专业、技术和非专业卫生保健工作者。

资料来源：Wikipedia，浙商证券研究所

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_47254

