

总量研究

通胀粘性持续走高，美联储加息步伐难放缓

——2022 年 9 月美国 CPI 数据点评

要点

事件：

美国 2022 年 9 月 CPI 同比增 8.2%，前值 8.3%，市场预期 8.1%；季调后 9 月 CPI 环比 0.4%，前值 0.1%，市场预期 0.2%；9 月核心 CPI 同比增 6.6%，前值 6.3%，市场预期 6.5%；季调后 9 月核心 CPI 环比增 0.6%，前值 0.6%，市场预期 0.4%。

超预期的通胀数据公布后，股债遭遇双杀，随后市场情绪逐步修复。截至 10 月 13 日收盘，10 年期美债收益率上行 6bp 至 3.97%，三大股指上涨，标普 500 指数涨 2.60%，纳斯达克指数涨 2.23%，道琼斯工业指数涨 2.83%。

核心观点：

美国 9 月 CPI 再度超市场预期，核心通胀压力继续抬升。季调后环比看，商品和服务通胀表现分化，其中，二手车价格明显回落，表明供应链持续好转，但住宅、医疗、交通服务价格涨幅扩大，显示劳动力市场供需紧张，正持续抬升美国通胀粘性，近期罢工事件也在推升潜在的工资-通胀螺旋风险。

数据公布后，市场迅速上调美联储加息预期。Fed Watch 数据显示，11 月加息 75bp 的概率为 96.3%、12 月加息 75bp 的概率为 71.5%；市场对年末美联储利率水平的预期，上升至 4.5%-4.75%。我们认为，四季度美国通胀将持续受地缘政治、劳动力短缺、房租价格高企问题扰动，年内美联储加息步伐难以放缓，预计 11 月议息会议中，美联储大概率加息 75bp。

核心 CPI 再创高位，通胀压力不减

9 月 CPI 环比涨幅扩大，主要在于能源价格跌幅收窄，租金、医疗、交通服务价格涨幅扩大，显示出核心通胀压力居高不下，通胀粘性进一步增加。其中，核心商品环比为 0%（前值 0.5%）；核心服务环比上行 0.8%（前值 0.6%）。

核心商品方面，随着消费需求回落、供应链持续改善，二手车、服装价格环比回落，新车价格环比涨幅收窄。核心服务方面，在消费需求转向服务业的背景下，劳动力市场供求紧张格局延续，加之前期房价上涨的滞后效应，9 月住宅、医疗价格环比维持高位，交通服务价格环比涨幅也出现跳升。

通胀粘性持续走高，预计美联储仍将维持激进加息

向前看，通胀将持续受地缘政治、劳动力短缺、房租价格高企问题扰动，抬升通胀粘性。尽管部分指标指向核心通胀或在筑顶阶段，例如，9 月服务业时薪增速小幅回落、三季度通胀预期调查指标高位回落，房价、租金等市场价格涨幅放缓。

但是驱动核心通胀的劳动力市场的供需关系仍旧紧张，尚未反映出货币政策收紧的效应，近期罢工事件也在推升潜在的工资-通胀螺旋风险。我们认为，过早放缓加息有可能无法有效抑制通胀，对长远经济不利，预计 11 月议息会议中，美联储大概率加息 75bp，12 月加息幅度维持 75bp 的概率也在持续加大。

风险提示：俄乌冲突持续发酵冲击经济预期；通胀发展超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022 年 9 月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

就业供需依旧紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

生产修复，需求仍弱，政策仍需发力——2022 年 9 月 PMI 点评

价格回落与库存去化，或继续制约盈利修复——2022 年 8 月工业企业盈利数据点评（2022-09-27）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评（2022-09-22）

政策护航融资，LPR 年内有望续降——2022 年 8 月金融数据点评（2022-09-09）

海外需求回落速度超预期——2022 年 8 月进出口数据点评（2022-09-07）

若伊核协议恢复，原油走向如何？——《大国博弈》第三十二篇（2022-09-04）

美国金融霸权如何攫取全球财富？——大国博弈系列之三十一（2022-08-31）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

目 录

1、核心 CPI 再创高位，通胀压力不减	3
2、通胀粘性持续走高，美联储仍将维持激进加息	7
3、风险提示.....	8

图目录

图 1：9 月 CPI 环比增速上行，同比增速回落幅度不及预期	3
图 2：9 月核心 CPI 环比维持高位，同比超预期上行	3
图 3：9 月家庭食品环比增速持平，同比增速触顶回落.....	4
图 4：9 月粮农组织披露的食品价格同比增速普遍回落.....	4
图 5：9 月非家庭食品同比增速持续上行.....	4
图 6：9 月服务业时薪同比增速小幅回落.....	4
图 7：6 月中旬以来，油价下跌与金融属性弱化密切相关	5
图 8：9 月下旬后，美国汽油和柴油零售价开始反弹	5
图 9：8 月美国汽车产量提升，库存低位回升	6
图 10：ISM 制造业 PMI 数据显示，9 月供应链问题好转	6
图 11：Apartment List 房租指数环比连续三个月回落	6
图 12：房屋价格上涨对租金的传导仍在持续	6
图 13：11 月、12 月分别加息 75bp 预期抬升	7
图 14：粘性 CPI 与截尾 CPI 同比均显示价格普遍上涨的压力	7
图 15：三季度长期通胀预期走平或小幅回落	8
图 16：9 月非农时薪同比增速小幅回落，但仍在高位	8

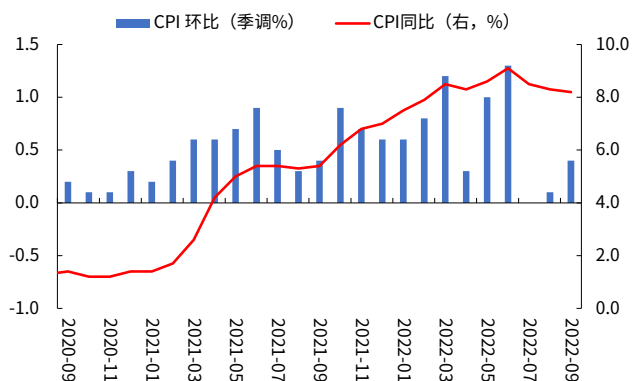
表目录

表 1：2022 年 7 月-2022 年 9 月 CPI 同比和环比分项	3
---	---

1、核心CPI再创高位，通胀压力不减

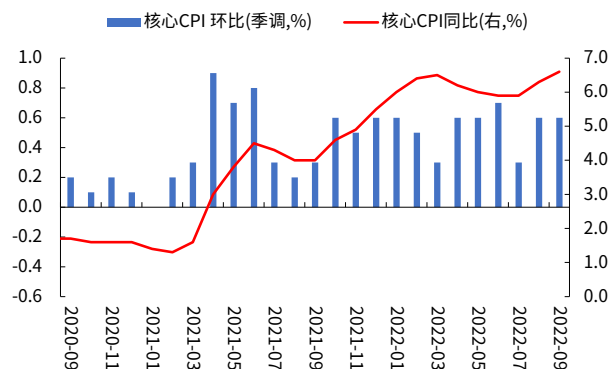
9月CPI同比增8.2%，前值8.3%，市场预期8.1%；季调后9月CPI环比0.4%，前值0.1%，市场预期0.2%；9月核心CPI同比增6.6%，前值6.3%，市场预期6.5%；季调后9月核心CPI环比增0.6%，前值0.6%，市场预期0.4%。

图1：9月CPI环比增速上行，同比增速回落幅度不及预期



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期2022年9月

图2：9月核心CPI环比维持高位，同比超预期上行



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期2022年9月

表1：2022年7月-2022年9月CPI同比和环比分项

指标名称	2022年9月 相对权重	2022年9月 年同比 (%)			2022年9月 月环比 (季调, %)		
		2022/07	2022/08	2022/09	2022/07	2022/08	2022/09
食品	13.6	10.9	11.4	11.2	1.1	0.8	0.8
家庭食品	8.5	13.1	13.5	13.0	1.3	0.7	0.7
谷物和烘焙制品	1.1	15.0	16.4	16.2	1.8	1.2	0.9
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	10.9	10.6	9.0	0.5	0.5	0.4
乳制品及相关制品	0.8	14.9	16.2	15.9	1.7	0.3	0.3
水果和蔬菜	1.4	9.2	9.4	10.4	0.5	0.5	1.6
无酒精饮料和饮料原料	1.0	13.8	13.4	12.9	2.3	0.5	0.6
其他家庭食品	2.3	15.8	16.6	15.7	1.8	1.1	0.5
非家庭食品	5.2	7.6	8.0	8.5	0.7	0.9	0.9
能源	8.2	32.9	23.8	19.8	-4.5	-5.0	-2.1
能源类商品	4.6	44.9	27.2	19.7	-7.6	-10.1	-4.7
燃油	0.2	75.6	68.8	58.1	-11.0	-5.9	-2.7
发动机燃料	4.3	44.5	26.2	18.8	-7.6	-10.5	-4.8
汽油（所有种类）	4.2	44.0	25.6	18.2	-7.7	-10.6	-4.9
能源服务	3.7	18.9	19.9	19.8	0.1	2.1	1.1
电力	2.7	15.2	15.8	15.5	1.6	1.5	0.4
公共事业（管道）燃气服务	1.0	30.5	33.0	33.1	-3.6	3.5	2.9
所有项目，除食品和能源	78.1	5.9	6.3	6.6	0.3	0.6	0.6
商品，不含食品和能源类商品	21.3	6.9	7.0	6.6	0.2	0.5	0.0
服装	2.4	5.1	5.1	5.5	-0.1	0.2	-0.3
新车	4.0	10.4	10.1	9.4	0.6	0.8	0.7
二手车和卡车	4.0	6.6	7.8	7.2	-0.4	-0.1	-1.1
医疗护理商品	1.5	3.7	4.1	3.7	0.6	0.2	-0.1
酒精饮料	0.9	4.2	4.3	4.1	0.5	0.4	0.0
烟草和烟草制品	0.5	7.7	8.8	8.2	0.3	1.1	0.2
服务，不含能源服务	56.8	5.6	6.1	6.7	0.4	0.6	0.8
住所	32.5	5.7	6.3	6.6	0.5	0.7	0.7
主要居所租金	7.3	6.3	6.7	7.2	0.7	0.7	0.8
业主等价租金	23.8	5.8	6.3	6.7	0.6	0.7	0.8
医疗护理服务	6.9	5.1	5.6	6.5	0.4	0.8	1.0
医疗服务	1.8	0.8	1.1	1.8	0.3	0.2	0.5
医院服务	2.1	3.9	4.0	3.8	0.5	0.7	0.1
交通服务	5.9	9.5	11.4	14.6	-0.5	0.5	1.9
机动车维修保养	1.1	8.1	9.1	11.1	1.1	1.7	1.9
机动车保险	2.4	7.4	8.7	10.3	1.3	1.3	1.6
机票	0.6	27.7	33.4	42.9	-7.8	-4.6	0.8

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为2022年9月；权重单位为%。

9 月 CPI 环比涨幅扩大，主要在于能源价格跌幅收窄，医疗、交通服务价格涨幅扩大，显示出核心通胀压力居高不下，通胀粘性进一步增加。

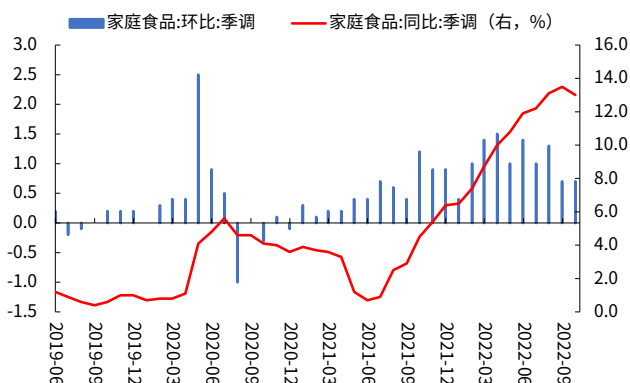
1) 食品价格上涨趋势延续，外出就餐价格环比涨幅收窄

9 月食品价格环比升 0.8%，与上月持平。其中，家庭食品价格环比升 0.7%，非家庭食品价格环比升 0.9%，均持平于上月。

家庭食品价格方面，谷物、肉蛋类价格环比涨幅收窄，水果蔬菜价格环比涨幅扩大，整体环比涨幅与上月持平，显示供需关系依旧偏紧。

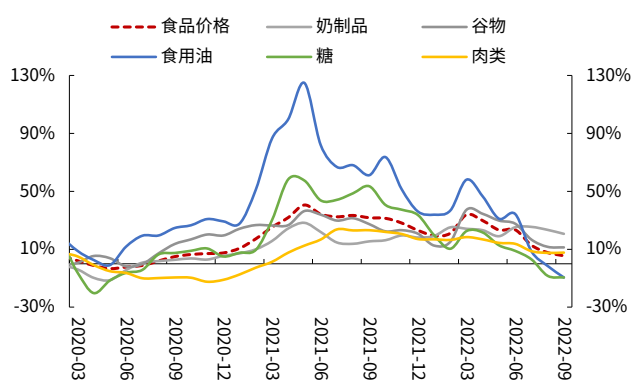
非家庭食品价格方面，全餐、有限服务价格环比均出现回落，分别自上月的 0.8%、0.7%回落至 0.4%、0.6%，显示出餐饮业劳动力供需紧张状态或有所缓解，与 9 月服务业时薪同比增速回落趋势相一致。

图 3：9 月家庭食品环比增速持平，同比增速触顶回落



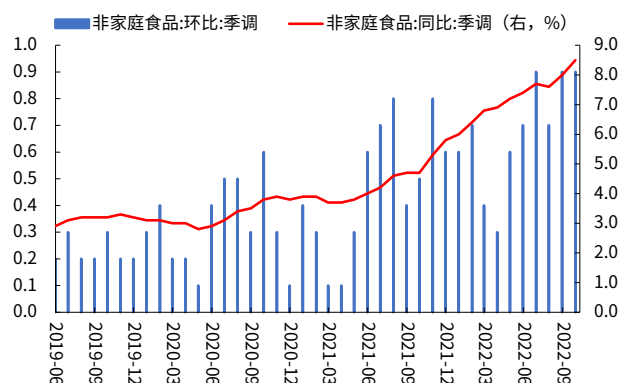
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2022 年 9 月

图 4：9 月粮农组织披露的食品价格同比增速普遍回落



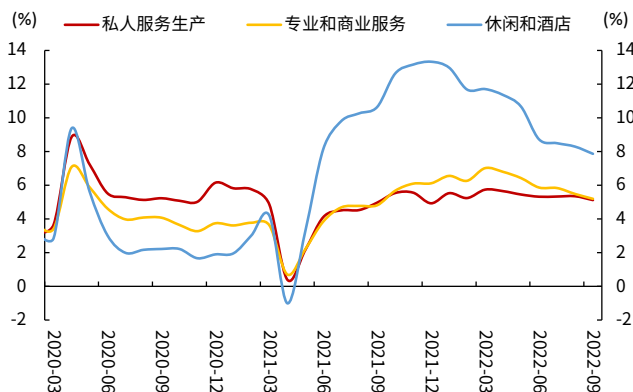
资料来源：FAO，光大证券研究所 注：数据截止日期 2022 年 9 月

图 5：9 月非家庭食品同比增速持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2022 年 9 月

图 6：9 月服务业时薪同比增速小幅回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2022 年 9 月

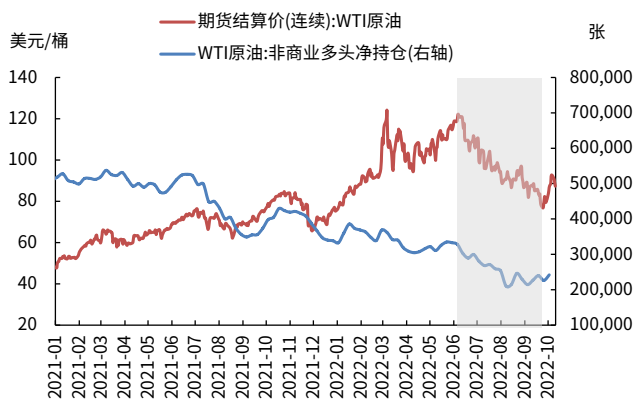
2) 能源价格跌幅收窄，往后看，四季度能源价格大概率维持高位，减缓 CPI 回落速度

9 月能源价格季调后环比降 2.1%（7 月、8 月环比降幅分别为 4.5%、5.0%），主要受燃油、汽油价格跌幅收窄影响。

三季度，在美联储激进加息、地缘风险转弱、欧美经济放缓的背景下，原油价格持续回落，WTI 原油价格自 6 月中旬的 120 美元/桶高位，一路下跌至 9 月下旬的 80 美元/桶下方。整体而言，供给短缺风险缓和、需求预期回落，成为导致三季度油价回落的主因。

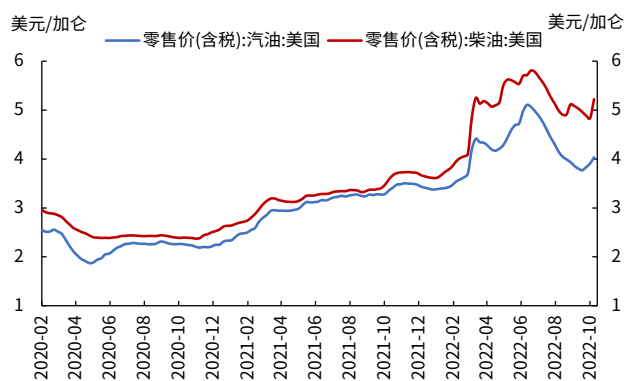
但 9 月末以来，俄乌局势愈加严峻，西方国家与俄罗斯在能源领域的博弈加大，供给短缺风险再度抬升，带动 WTI 原油价格回升至 90 美元/桶附近。一方面，OPEC+再度形成减产联盟，10 月 5 日，宣布自 11 月起将超预期减产 200 万桶/日，对油价形成底部支撑。另一方面，10 月 6 日，欧盟批准对俄实施油价上限，若 12 月初顺利落地，俄罗斯大概率将减少石油出口以进行反击，将进一步抬升供给短缺风险。总而言之，地缘冲突背景下，四季度能源紧缺风险将再度抬升，能源价格维持高位概率较大，将减缓 CPI 回落速度。

图 7：6 月中旬以来，油价下跌与金融属性弱化密切相关



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2022 年 10 月 13 日

图 8：9 月下旬后，美国汽油和柴油零售价开始反弹



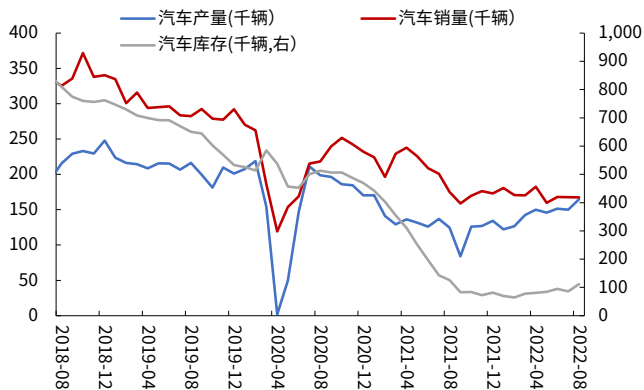
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2022 年 10 月 10 日

3) 核心通胀压力不减，尽管商品供应链改善，但住房、服务成本持续抬升

9 月核心 CPI 超预期上行，同比增 6.6%，高于上月的 6.3%，季调后环比升 0.6%（前值为 0.6%）。其中，核心商品环比为 0%（前值 0.5%）；核心服务环比上行 0.8%（前值 0.6%）。

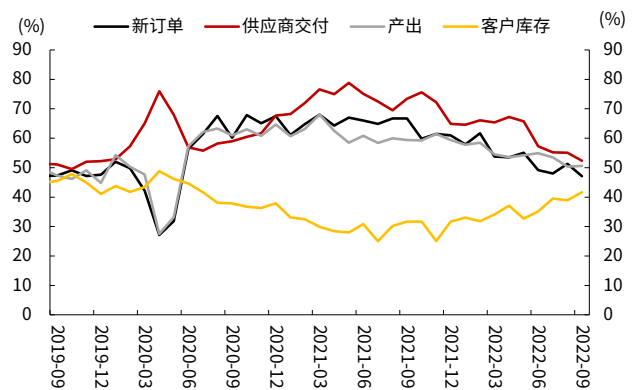
核心商品方面，随着消费需求回落、供应链持续改善，二手车、服装价格回落，新车价格涨幅收窄。9 月二手车和卡车价格环比为 -1.1%（上月为 -0.1%）、服装价格环比为 -0.3%（上月为 0.2%）、新车价格环比为 0.7%（上月为 0.8%）。美国 BEA 数据显示，8 月汽车产量明显提升，库存也进入回补通道。9 月 ISM 制造业 PMI 数据显示，供应商交付指数（指数越低表示交付越快），自 8 月的 55.1%回落至 9 月的 52.4%，显示供应链问题进一步好转。

图 9：8 月美国汽车产量提升，库存低位回升



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据截至 2022 年 8 月

图 10：ISM 制造业 PMI 数据显示，9 月供应链问题好转



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据截至 2022 年 9 月

核心服务方面，在消费需求转向服务业的背景下，劳动力市场供求紧张格局延续，加之前期房价上涨的滞后效应，9 月住宅、医疗价格环比维持高位，交通服务价格涨幅也出现跳升。

季调后环比看，住宅（+0.7%，前值 0.7%）、医疗护理服务（+1.0%，前值 0.8%）、交通服务（+1.9%，前值 0.5%）为主要贡献项。

由于住宅、医疗价格是 CPI 中最具黏性的部分，其上涨持续性高于商品价格，价格调整滞后于总需求，因此核心服务价格的持续抬升，意味着未来通胀难有明显回落。整体看，核心服务价格取决于劳动力市场的情况，当前美联储持续加息对劳动力市场的调节效果较慢，9 月非农数据显示，薪资同比增速虽小幅回落，但仍保持高位，抬升各类服务成本。

此外，尽管美国房地产市场已在降温，但由于房屋价格对 CPI 传导相对滞后，住宅项通胀仍然表现出高粘性特征。9 月，租金环比升 0.8%，高于上月的 0.7%；业主等价租金升 0.8%，高于上月的 0.7%。尽管房贷利率持续上行，导致下半年房地产销售转弱，房屋价格涨幅放缓。但由于购房成本抬升，导致部分买房需求转移至租房需求，在出租房空置率较低的背景下，导致租金价格仍维持高位。

9 月全国房租价格指数显示，新签房租价格环比连续三个月减速，自 8 月的 0.4% 进一步回落至 9 月的 -0.2%，后续关注 CPI 租金价格环比何时回落。

图 11：Apartment List 房租指数环比连续三个月回落

图 12：房屋价格上涨对租金的传导仍在持续

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_47310

