美国经济

能源成本传导推动通胀超预期

刘泽晖
(852) 3761 8957
frankliu@cmbi.com.hk

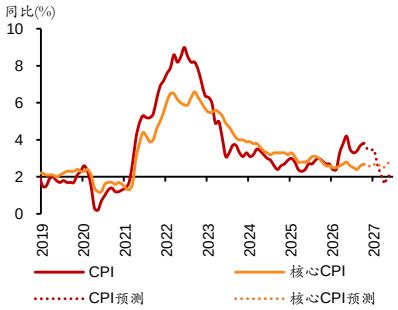
10 月整体通胀涨势放缓，但核心通胀黏性仍强。CPI 环比由 0.6%降至 0.4%，核心 CPI 连续第三个月上涨 0.3%，均高于市场预期。能源环比涨幅收窄是整体通胀降温的主要推动，但食品、除交通工具外核心商品、休闲服务和公共交通服务等价格涨幅扩大。价格压力正向更多分项扩散，背后可能是前期能源成本通过物流运输和服务运营等环节向终端传导。近期油价回落有望减轻后续通胀压力，但前期能源成本的滞后传导仍需观察。数据公布后市场完全计价 12 月加息可能，对 27 年底前加息幅度预期从 50bp 小幅升至 70bp。由于油价已率先回落，我们倾向于预计 12 月加息 25bp，并于明年暂停加息，因基数效应可能推动 CPI 同比增速在 27 年 3 月后快速降至 2%以下。

- **能源涨幅收窄，食品价格明显加速。**10 月 CPI 环比上涨 0.4%，低于 9 月的 0.6%，但高于市场预期的 0.3%。能源环比涨幅由 5.2%降至 0.7%，其中汽油由 9.1%降至 1.0%，显著减轻整体通胀上行压力。但电价上涨 0.9%，推动能源服务环比增速从 0.1%升至 0.6%。食品环比由 0%升至 0.5%，家庭食品和外出就餐上涨 0.4%和 0.5%，前期能源成本可能通过食品加工、冷链和运输等方式向终端传导。

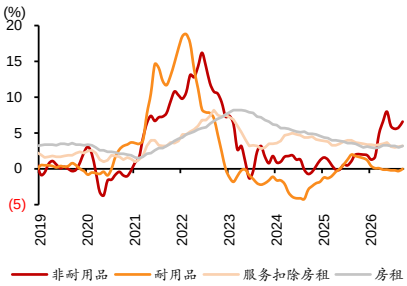
- **核心通胀保持较快增速，除汽车外商品价格反弹。**10 月核心 CPI 环比上涨 0.3%，与前两个月持平，高于市场预期的 0.2%，近三个月年化增速达 3.8%，明显高于 7 月的 1.6%。核心商品环比由 0.25%降至 0.16%，主要受二手车价格下降 1.2%推动，同时新车价格增速环比保持在 0.2%左右。剔除交通工具后，其他商品涨幅由 0.18%扩大至 0.46%，创 25 年 6 月以来新高。其中家具及家居用品从-0.16%上涨至 0.71%，医疗护理商品从-0.66%反弹至 0.52%，而信息技术产品、服装和休闲商品等则有所回落。

- **核心服务放缓，除住房外服务价格仍有黏性。**10 月核心服务环比由 0.37%降至 0.34%。其中房租 CPI 涨幅由 0.33%降至 0.29%，3 个月年化增速从 3.1%升至 3.3%，略高于疫情前平均水平。剔除住房后的核心服务环比仍上涨约 0.4%，与上月持平。能源成本传导使公共交通价格大幅上涨 2%，休闲娱乐服务也上涨 0.9%。酒店和机票等出行价格涨幅则放缓。展望未来，新租约租金执行 CPI 房租项仍有下行空间，趋势可能延续至明年二季度。能源成本回落可能推动机票和休闲服务等涨幅放缓。

- **市场完全计价 12 月加息预期，油价回落将有利于后续通胀降温。**中期选举后中东局势缓和预期推动油价回落，若能持续，将通过能源商品和机票等减轻整体通胀压力。预计 11 月整体及核心 CPI 环比均有望放缓至 0%和 0.2%。但运输、保险及其他投入成本的调整通常滞后于原油，前期成本上涨仍可能推升部分商品和服务价格，后续关键在于能源价格回落能否持续。 预计联储将进一步收紧货币政策，目前市场对 12 月加息预期升至 100%，分歧在于是否需要加息 2 次。由于油价已率先回落，我们倾向于预计 12 月加息 25bp，并于明年暂停加息，因基数效应可能推动 CPI 同比增速在 27 年 3 月后快速降至 2%以下。



资料来源：Wind，招银国际环球市场



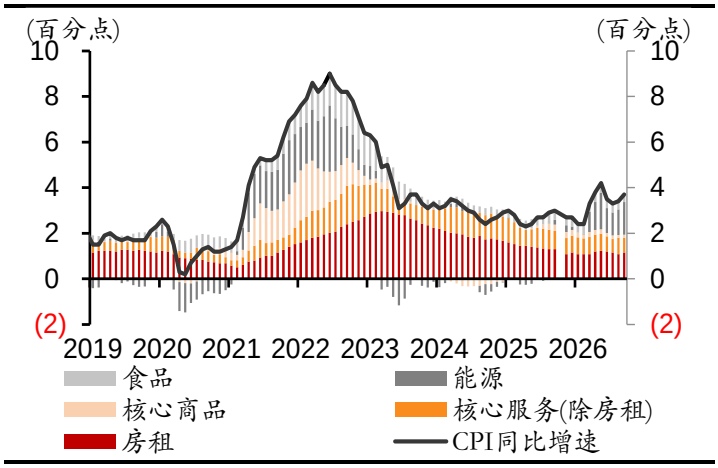
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 1: CPI 分项预测

		历史		预测				
	权重	9月	10月	11月	12月	27年1月	2月	3月
CPI		**0.65**	**0.35**	**(0.01)**	**0.12**	**0.29**	**0.03**	**0.14**
食品	13.45	0.05	0.47	0.22	0.39	0.27	0.21	0.21
居家食品	8.23	(0.07)	0.44	0.22	0.50	0.30	0.20	0.20
外出食品	5.31	0.23	0.52	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
能源	7.35	5.20	0.70	(2.81)	(0.90)	(0.40)	(2.73)	(0.18)
能源商品	4.04	9.30	0.80	(5.19)	(1.77)	(1.51)	(3.70)	(0.95)
能源服务	3.30	0.10	0.60	0.20	0.20	1.00	(1.50)	0.80
核心CPI	**79.11**	**0.33**	**0.30**	**0.21**	**0.18**	**0.36**	**0.25**	**0.16**
核心商品	18.84	0.25	0.16	0.16	0.10	0.31	0.20	0.03
新车	3.73	0.20	0.17	0.25	0.45	0.20	0.35	0.17
二手车	2.67	0.67	(1.22)	(0.60)	0.50	0.30	0.20	0.20
除交通工具外商品	12.44	0.18	0.46	0.30	(0.10)	0.35	0.15	(0.05)
核心服务	60.27	0.37	0.34	0.23	0.20	0.37	0.27	0.20
房租	33.56	0.33	0.29	0.25	0.24	0.25	0.25	0.23
除房租外服务	26.54	0.42	0.40	0.20	0.15	0.52	0.30	0.17
同比增速								
CPI		3.72	3.76	3.81	3.63	3.66	3.41	2.67
核心CPI		2.57	2.73	2.89	2.83	2.90	2.94	2.90

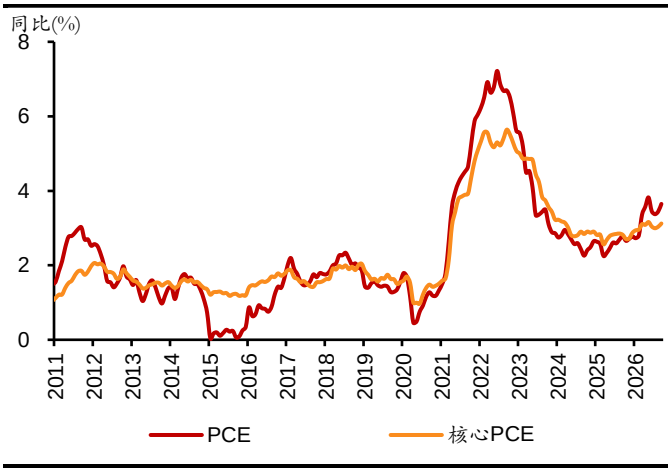
资料来源：Wind，招银国际环球市场预测

图 2: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



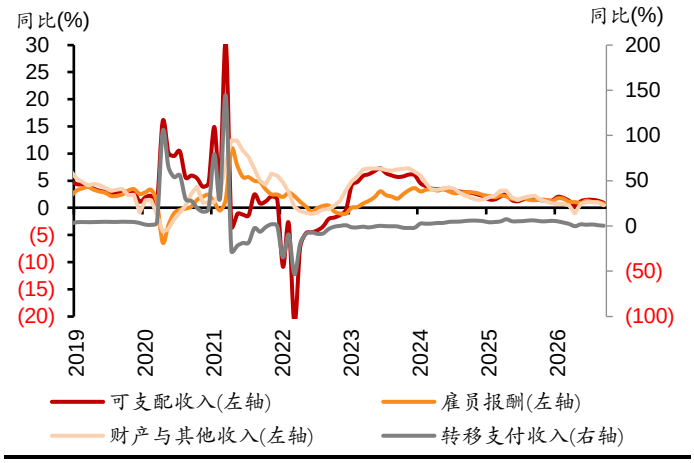
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



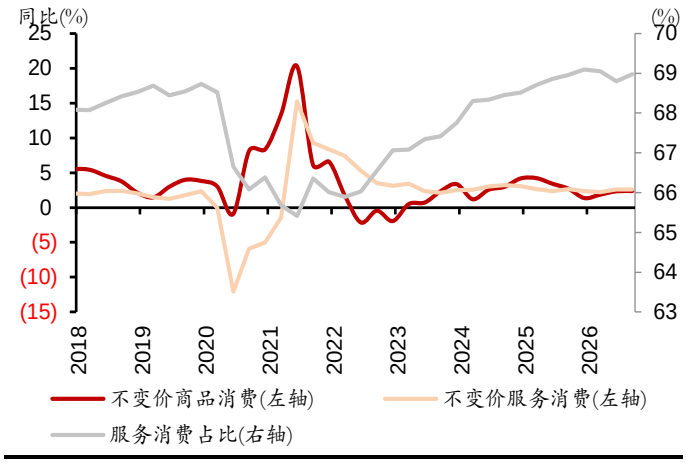
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 美国不变价收入增速



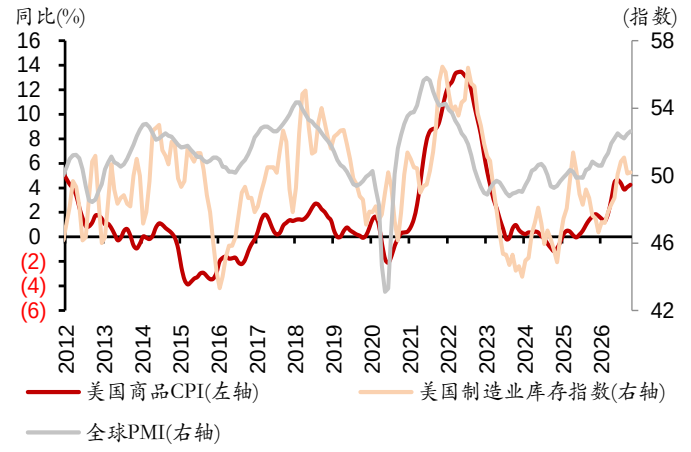
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5: 美国家庭商品与服务消费



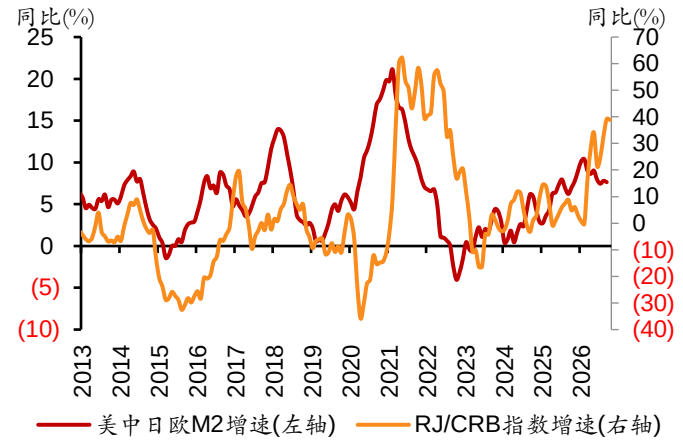
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



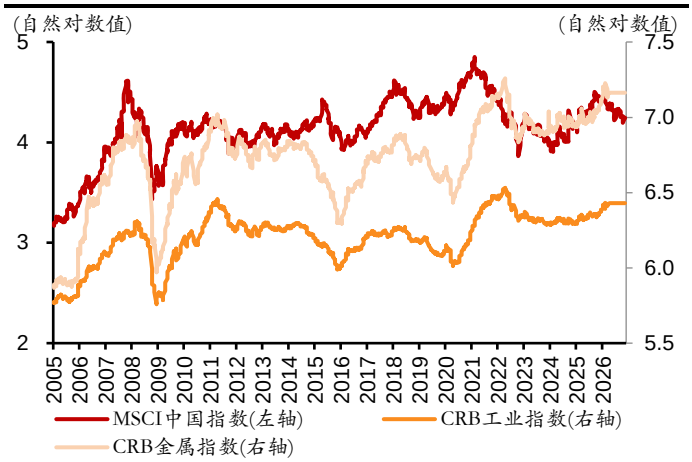
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 7: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



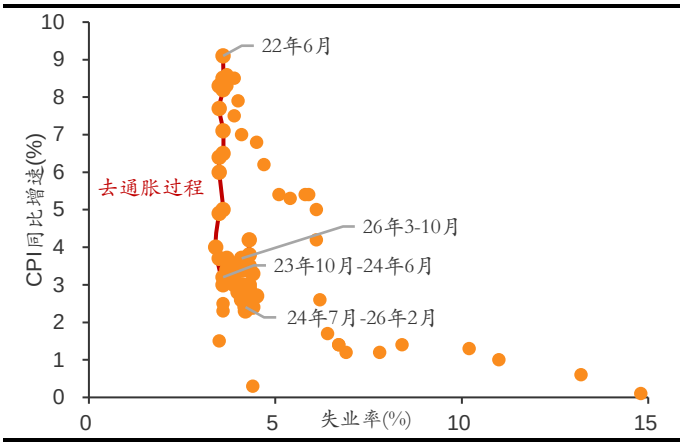
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 中国股市与全球工业、金属价格周期



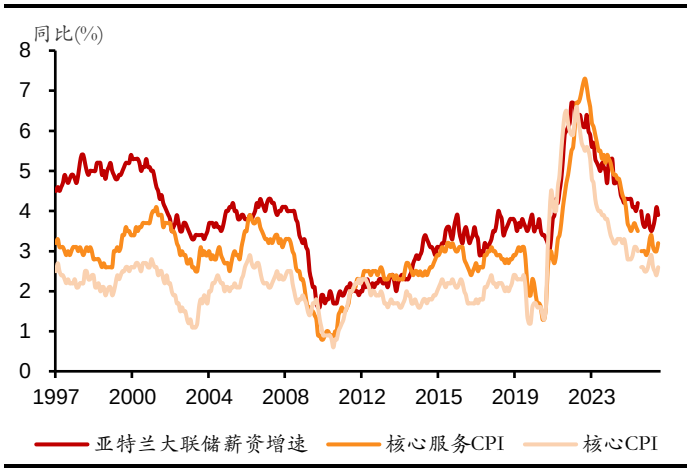
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: 美国菲利普斯曲线



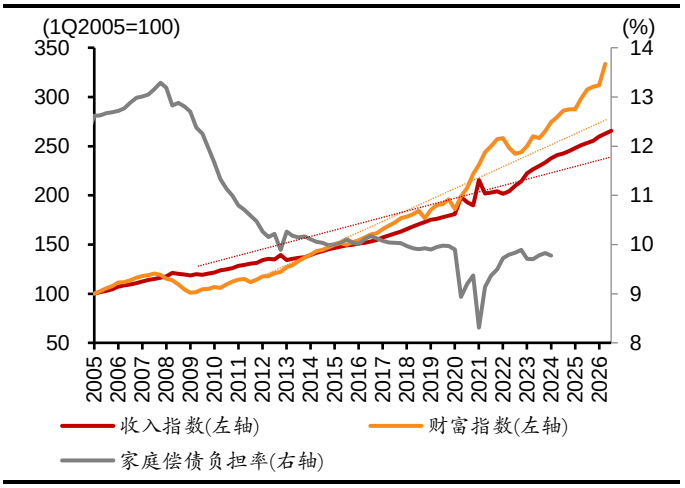
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 10: 美国薪资增速与核心通胀



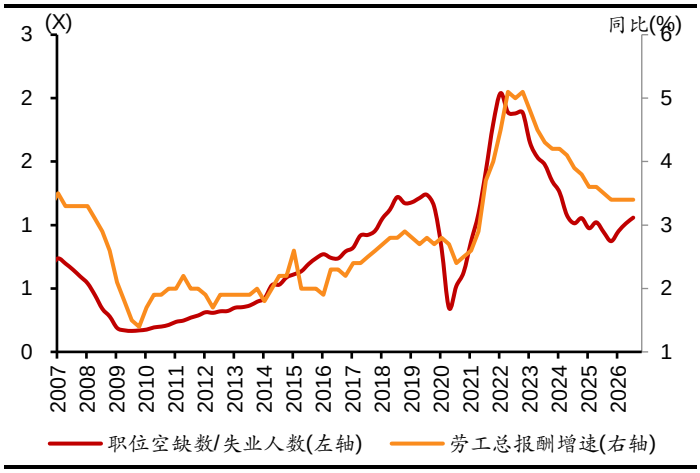
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 11: 美国家庭财富与偿债负担率



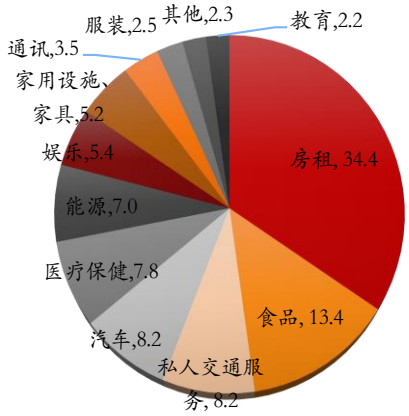
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 12: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



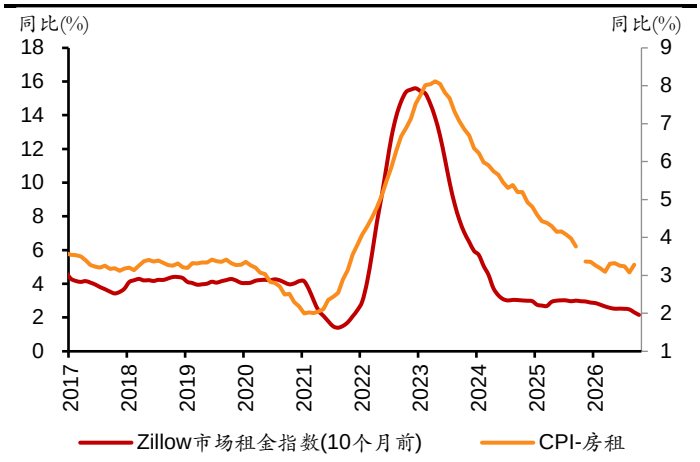
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 13: 美国 CPI 中主要项目权重



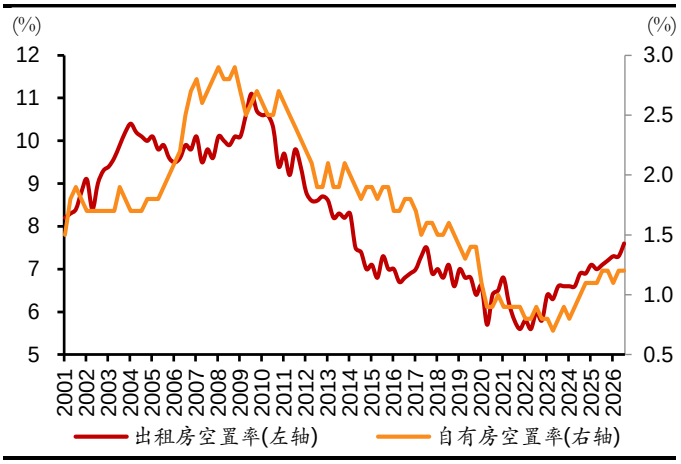
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 14: Zillow 房租指数与 CPI 房租



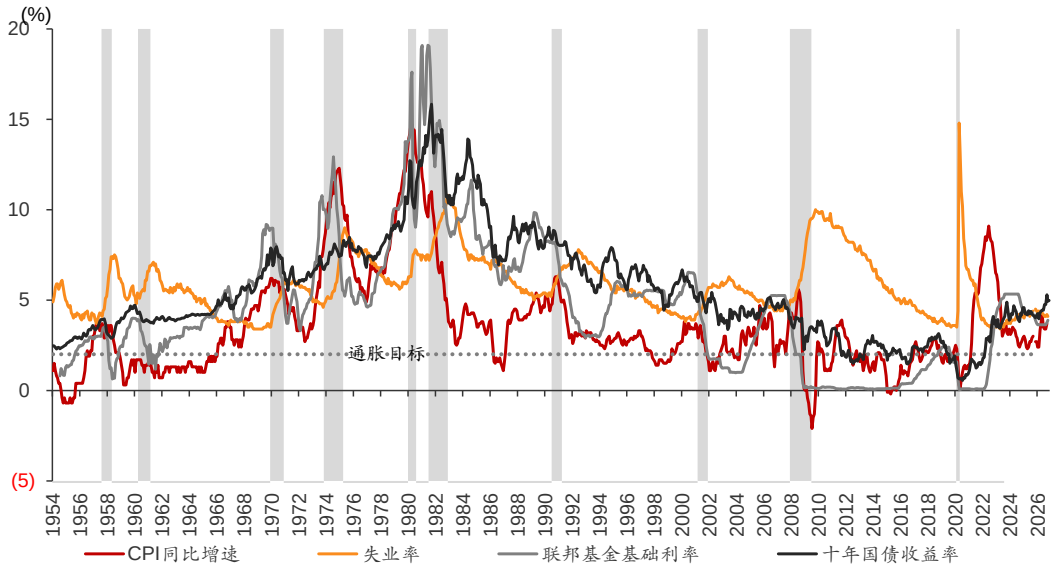
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 15: 美国住房空置率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 16: 美国历史 CPI、失业率与联邦基金利率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话: (852) 3900 0888** **传真: (852) 3900 0800**

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。