

宏观点评

美国通胀即将迎来拐点——兼评 11 月美国 CPI

事件：北京时间 12 月 10 日 21:30，美国公布 11 月 CPI 数据。

核心结论：美国通胀可能在 12 月或 1 月出现拐点，随后美联储加息预期可能降温。

1、美国 11 月 CPI 同比继续上行，能源价格仍是最大的驱动因素。

>整体表现：美国 11 月末季调 CPI 同比 6.8%，符合预期，高于前值 6.2%，创 1983 年来最高；核心 CPI 同比 4.9%，符合预期，高于前值 4.6%，创 1992 年来最高。

>分项来看：能源和二手车依然是涨幅最大的两个分项，分别同比上涨 33.5%、31.4%，较前值分别提高 3.5、5.0 个百分点；食品分项同比上涨 6.1%，较前值提高 0.8 个百分点；服务分项同比上涨 3.4%，较前值提高 0.1 个百分点。

2、为何通胀创新高，美元指数与美债收益率却在下行？

自 2021 年初以来，几乎每个月的美联储 CPI 同比都高于市场预期，且不断创下过去数十年新高，导致通胀恐慌情绪不断加剧。在此背景下，“符合预期”即“不及预期”，也就是说，即使通胀仍在上行，但只要没有超预期，市场就会认为通胀压力即将缓解。典型代表是今年 7-9 月，实际 CPI 数据与市场一致预期差别不大，通胀担忧暂时缓解，10Y 美债收益率由 1.5% 降至 1.2%。但自 10 月初以来，由于 OPEC+ 不扩大增产和欧洲天然气危机，能源价格持续大幅上涨，导致通胀担忧再度加剧。

本次美国 CPI 数据公布后，美元指数由 96.4 快速下跌至 96.0 左右；10Y 美债收益率由 1.52% 一度下行至最低 1.45%，最终收盘在 1.49%；联邦基金利率期货隐含的 2022 年加息次数由 2.9 次回落至 2.66 次。资产价格和加息预期的这一表现，正是反映了“符合预期”即“不及预期”这一逻辑。

3、要判断通胀的影响，需厘清实际通胀、通胀预期、加息预期之间的关系。

概况而言，通胀预期和加息预期均跟随实际通胀变化，但二者均是只反映了即期通胀，没有包含对长期通胀走势的判断。不论美债隐含的市场通胀预期（美债与 TIPS 利差），还是纽约联储调查的消费者通胀预期，均与美国 CPI 同比走势高度一致。同时，利率期货隐含的加息预期与美债隐含的通胀预期走势高度一致。

实际上，彭博最新的一致预期显示，市场预计 2022Q4 美国 CPI 同比将降至 2.6%，PCE 通胀将降至 2.3%，核心 PCE 通胀将降至 2.5%，这与我们年度海外报告中的测算较为接近。若认为通胀会持续回落至仅略高于美联储的政策目标，则不应预期 2022 年会加息接近 3 次。这反映出，利率期货隐含的加息预期更多反映了即期通胀表现，一旦通胀开始回落，加息预期也将开始降温。

4、美国通胀可能在 12 月或 1 月出现拐点，随后美联储加息预期将有所降温。

>美国通胀走势：在前期报告中我们曾多次指出，美国通胀是“能源分项决定方向，其他分项决定幅度”，此外，原油价格同比领先 CPI 能源分项同比 1-2 月。根据我们在海外年度报告《反转之年——2022 年海外宏观展望》中的分析，2022 年原油价格大概率下跌，实际上自 11 月初以来油价已经下跌了超过 13%，以 12 月至今的价格计算，油价同比已由 10 月的 101.7% 回落至 44.3%。因此，美国通胀可能在 12 月或明年 1 月出现拐点，随后持续回落，到 2022 年底预计将降至 2-3%。

>美联储货币政策：从近期鲍威尔和其他美联储官员表态来看，美联储很有可能会在 12/16 的 FOMC 会议上宣布加快 Taper，从明年 1 月开始将缩债规模从 150 亿提高到 300 亿，从而将于 2022 年 3 月结束购债。但我们认为这并不意味着加息节奏会进一步加快，随着美国通胀见顶回落、经济持续放缓，叠加 Omicron 病毒的冲击，我们的中性预期仍是 2022 年加息 1 次，若通胀回落较为缓慢同时就业状况超预期改善，不排除可能加息 2 次，相比之下，目前市场对加息超过 2 次的定价有些过高。等到美国通胀出现拐点后，市场加息预期大概率会有所降温。

>资产价格展望：维持我们海外年度报告的观点：2022 年美元指数大概率上涨，高点可能破 100；美债名义利率更有可能温和下行，但实际利率可能上行；美国通胀出现拐点后，黄金大概率重回下跌通道；美股以震荡调整为主，难持续大幅上涨。

风险提示：美国通胀持续超预期，美联储政策立场超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《外汇存款准备金率再上调，怎么看人民币汇率？》

2021-12-10

2、《变局与破局——2022 年宏观经济与资产配置展望》

2021-11-29

3、《反转之年——2022 年海外宏观展望》2021-11-12

4、《Taper 终官宣，鹰还是鸽？——美联储 11 月议息会议点评》2021-11-4

5、《9 月非农略弱，不影响 Taper 和加息路径》

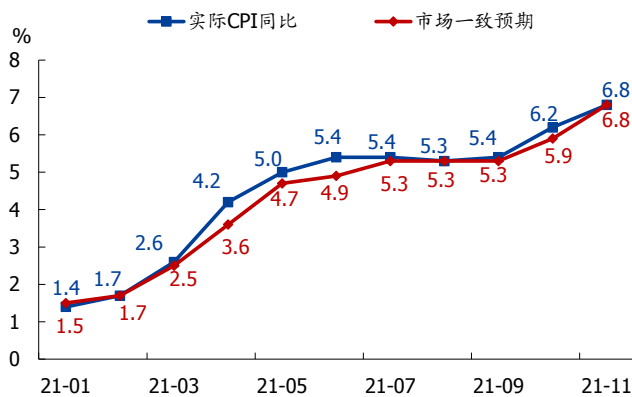
2021-10-9

图表1: 美国CPI及主要分项表现

	季调后环比			季调后同比		
	21-09	21-10	21-11	21-09	21-10	21-11
整体CPI	0.4	0.9	0.8	5.4	6.2	6.9
食品	0.9	0.9	0.7	4.6	5.3	6.1
家庭食品	1.2	1.0	0.8	4.5	5.4	6.4
非家庭食品	0.5	0.8	0.6	4.7	5.3	5.8
能源	1.3	4.8	3.5	24.8	30.0	33.5
能源类商品	1.3	6.2	5.9	41.7	49.5	57.5
汽油	1.2	6.1	6.1	42.1	49.6	58.1
燃油	3.9	12.3	3.5	42.6	59.1	59.3
能源类服务	1.2	3.0	0.3	8.6	11.2	10.6
电力	0.8	1.8	0.3	5.2	6.5	6.5
燃气	2.7	6.6	0.6	20.6	28.1	25.1
核心CPI	0.2	0.6	0.5	4.0	4.6	5.0
除能源和食品的商品	0.2	1.0	0.9	7.3	8.5	9.4
新车	1.3	1.4	1.1	8.7	9.8	11.1
二手车	-0.7	2.5	2.5	24.4	26.4	31.4
服装	-1.1	0.0	1.3	3.4	4.3	5.0
医疗护理商品	0.3	0.6	0.1	-1.6	-0.4	0.2
除能源的服务	0.2	0.4	0.4	2.9	3.3	3.4
住宅	0.4	0.5	0.5	3.2	3.5	3.9
交通运输	-0.5	0.4	0.7	4.4	4.5	3.9
医疗护理服务	-0.1	0.5	0.3	0.9	1.7	2.1

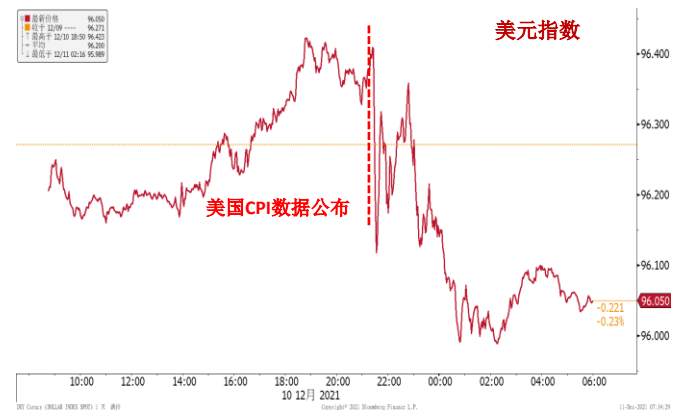
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 表格中均为季调后数据, 与公布的未季调数据有略微差异

图表2: 年初以来美国CPI频频超出市场预期



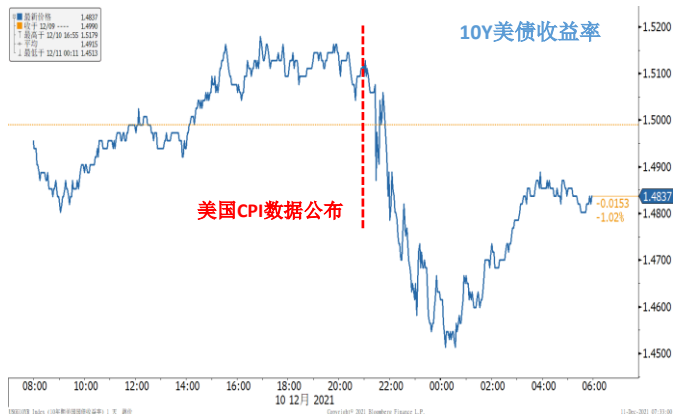
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表3: 美国CPI数据公布后, 美元指数快速下跌



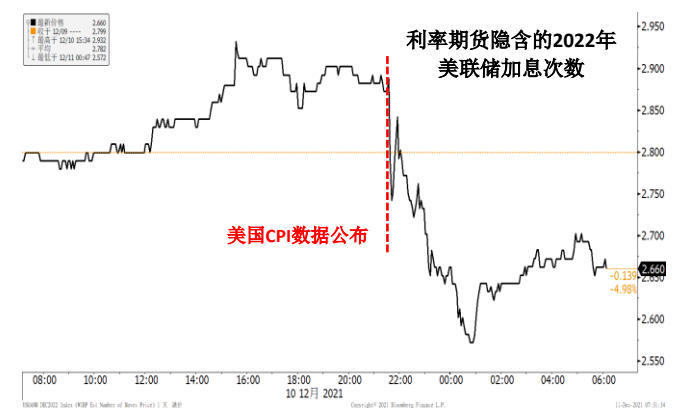
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表4: 美国CPI数据公布后, 10Y美债收益率快速下行



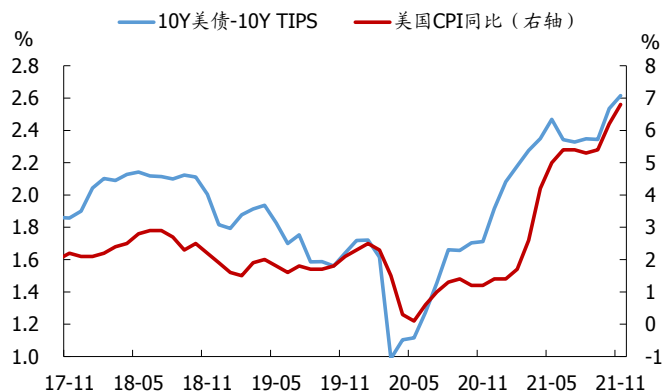
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表5: 美国CPI数据公布后, 市场加息预期有所降温



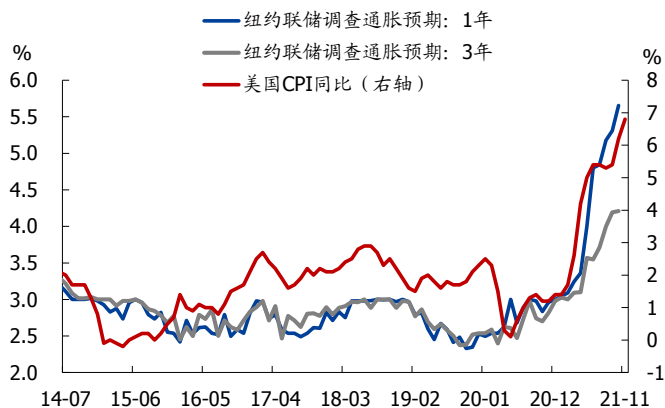
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表6: 美债隐含的通胀预期与美国CPI同比走势高度一致



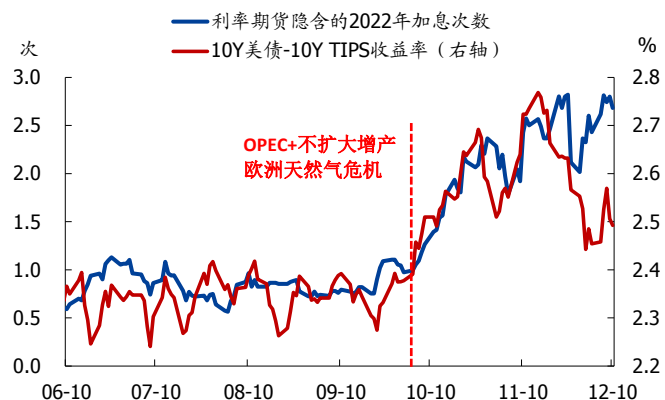
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 纽约联储调查的消费者通胀预期与美国CPI同比走势高度一致



资料来源: Wind, 纽约联储, 国盛证券研究所

图表8: 美联储加息预期与美债隐含的通胀预期走势高度一致



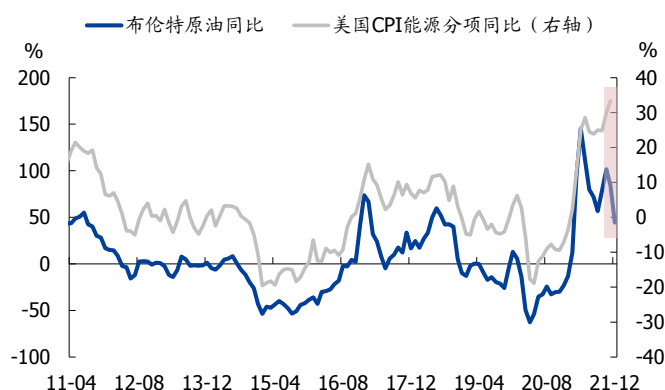
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表9: 彭博调查的市场对美国通胀的一致预期(单位%)

	CPI同比	PCE同比	核心PCE同比
2021Q1	1.9	1.8	1.7
2021Q2	4.9	3.9	3.4
2021Q3	5.4	4.3	3.6
2021Q4	6.0	4.8	4.0
2022Q1	5.6	4.5	4.0
2022Q2	4.0	3.5	3.1
2022Q3	3.2	2.7	2.6
2022Q4	2.6	2.3	2.5

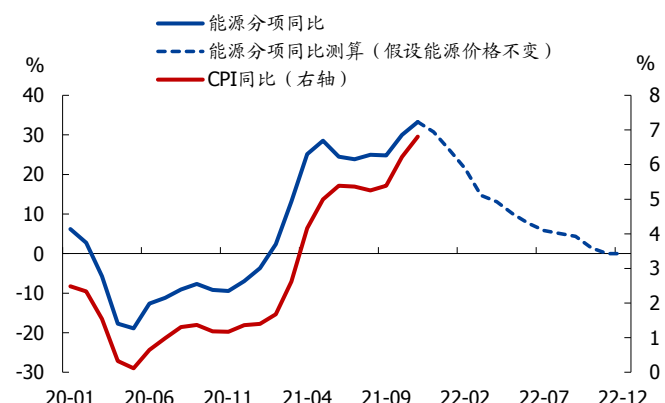
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表10: 油价同比领先美国CPI能源分项同比1-2个月



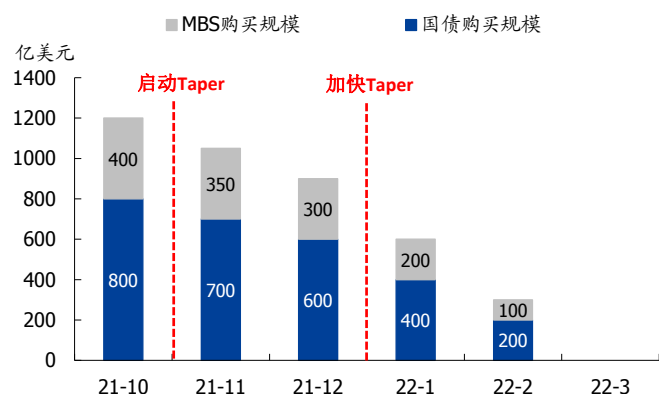
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 能源分项同比回落将带动美国CPI同比回落



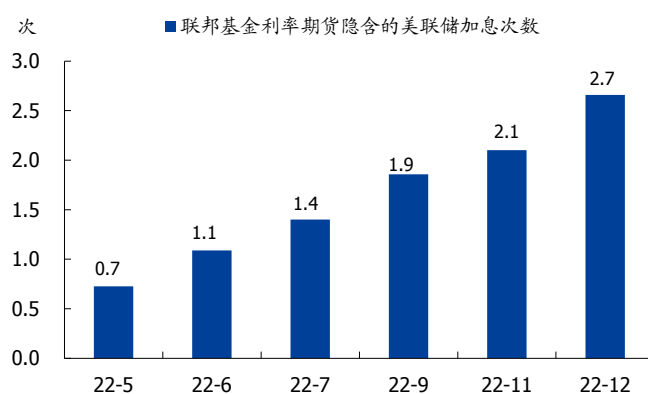
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 若从明年 1 月加快 Taper, 美联储将在 2022 年 3 月结束购债



资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 13: 截至 12 月 10 日, 市场预期 2022 年美联储将加息 2.7 次



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

风险提示

美国通胀持续超预期, 美联储政策立场超预期变化。

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_31078

