

总量研究

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？

——光大宏观周报 20211212

要点

本周关注：

美国 11 月 CPI 同比增 6.8%，前值 6.2%，市场预期 6.7%；CPI 环比增 0.8%，前值 0.9%，市场预期 0.7%；核心 CPI 同比增 4.9%，前值 4.6%，市场预期 4.9%；核心 CPI 环比增 0.5%，前值 0.6%，市场预期 0.5%。截至 12 月 10 日收盘，10 年期美债收益率小幅下行 1bp，股指全线上扬，标普 500 指数涨 0.95%，纳斯达克指数涨 1.1%，道琼斯工业指数涨 0.6%。

核心观点：

美国 11 月 CPI 符合预期，食品、能源、住所、新车、二手车和卡车为主要贡献项。虽然 CPI 同比持续上行，但环比边际趋弱，或是供应链问题边际缓解所致。

美联储将于 12 月 14-15 日召开议息会议，我们预计鲍威尔将宣布加速 Taper，但对于何时加息不会有过多涉及，原因有三。第一，鲍威尔 11 月 30 日的听证会发言，有效地安抚了市场对通胀的担忧，为美联储提供喘息机会。第二，通胀上行压力明年上半年大概率趋缓，降低加息紧迫性。第三，美国劳动力市场修复仍需时日，叠加明年 11 月中期选举，美联储大概率不会早于 2023 年加息。

基于以上判断，我们认为，中国货币政策有重启逆周期调控的空间和时间，对冲经济下行压力。

食品价格持续走高，但未来上行空间有限。现阶段，全球居民最常用的食品类别价格都出现触顶回落迹象，虽然还未完全回到疫情前水平，但价格上行最快阶段已经过去。向前看，食品价格上行空间有限。

劳动力短缺持续带动服务业价格上行。11 月非家用食品（外出餐饮）价格环比上涨 0.6%，连续第 4 个月上行。服务业劳动力短缺是抬高线下消费成本、带动外出餐饮价格上行的主要因素。向前看，服务业离职率已开始触顶回落，其对薪资水平的拉动也将趋于收敛，缓解服务消费价格上行压力。

供需偏紧格局拉动新车和二手车价格，但供应链紧缩问题有趋好迹象。11 月新车价格延续上行走势，环比升 1.1%，同比升 11.1%，同比增速为 1975 年 5 月以来最大涨幅。二手车价格环比升 2.5%，同比升 31.4%。芯片短缺和供应链问题持续限制汽车产量，抬升价格。但需要注意，供应链紧缩问题有趋好迹象。向前看，若高频数据持续趋好，新车和二手车价格上行的时间和空间都将有限。

住所项价格延续上行态势，主要受需求走强供给偏弱拖累。房屋供需仍然偏紧，但房屋供应已有触底反弹迹象，显示供应链修复持续，预计住所项价格上行将延续至明年上半年，并在之后趋于回落。

美联储 12 月 14-15 日议息会议，大概率没有“惊喜”。我们认为，现阶段市场对美联储收紧货币政策的时点过于鹰派，基于我们的分析，美联储大概率不会早于 2023 年加息，而这也给中国货币政策创造了重启逆周期调控的空间和时间。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

以更全面的稳，迈向更高质量的均衡 —— 2021 年 12 月中央经济工作会议学习体会（2021-12-11）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

理解三季度货政报告的两条主线 —— 2021 年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五（2021-08-19）

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

降准箭在弦上 —— 7 月 7 日国常会降准信号点评（2021-07-08）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一（2021-06-28）

美元指数还会继续向下吗？ —— 光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目录

一、通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？	4
1.1 CPI 同比压力持续上行，CPI 环比边际趋弱	4
1.2 12 月美联储议息会议展望	7
二、海外观察	8
2.1 全球疫情：新增确诊小幅回落，奥密克戎持续扩散	8
2.2 金融与流动性数据：美债收益率上行、通胀预期回升	8
2.3 全球市场：大宗商品涨多跌少，全球股市多数上涨	10
2.4 央行观察：美国通胀屡创新高，美联储遇信誉危机	11
2.5 海外政策：美国参议院通过加快提高债务上限的法案	12
三、国内观察	13
3.1 上游：原油价格环比下跌，动力煤均价环比下跌、焦煤均价环比下跌，铜价环比下跌，铝价环比下跌	13
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	14
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	15
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化	16
3.5 国内政策：中央经济工作会议定调“六保六稳”	17
四、下周财经日历	18

图目录

图 1：11 月 CPI 同比上行至 6.8%	4
图 2：核心 CPI 环比回落，同比继续上行	4
图 3：基本食品价格同比呈下行态势	5
图 4：服务业时薪增速边际放缓	5
图 5：汽车库存与库销比持续下滑反映补库进程仍受阻	6
图 6：东南亚国家 PMI 都已恢复至扩张区间	6
图 7：离职率已触顶回落	6
图 8：房屋月度供应触底反弹	6
图 9：美国新增确诊小幅回落（7 天移动平均）	8
图 10：主要国家疫苗接种剂量持续上升	8
图 11：美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期小幅上行	9
图 12：英国、法国、德国、日本、10 年期国债收益率涨跌不一	9
图 13：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差上升（%）	9
图 14：美国投资级企业债利差下行（%）	9
图 15：美联储资产规模略有回升	10
图 16：欧央行、日央行资产规模略有上升	10
图 17：大宗商品价格涨多跌少	10
图 18：全球股市涨多跌少	10
图 19：原油价格环比下跌，环比跌幅扩大	13
图 20：动力煤、焦煤价格环比下跌，环比趋势分化	13
图 21：铜价环比下跌，库存同比下降	14

图 22: 铝价环比下跌, 库存同比下降	14
图 23: 高炉开工率环比下跌	14
图 24: 水泥价格指数环比下跌	14
图 25: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比上涨	15
图 26: 钢坯库存同比上涨	15
图 27: 商品房成交面积跌幅扩大	15
图 28: 土地供应面积同比增速下行	15
图 29: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	16
图 30: 乘用车日均零售销量跌幅缩窄	16
图 31: 货币市场利率下行	16
图 32: 债券市场利率趋势分化	16

表目录

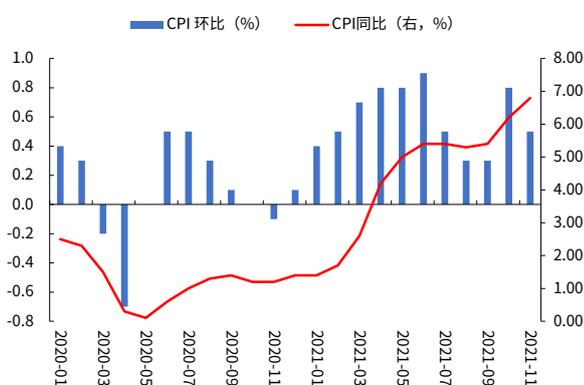
表 1: 2021 年 9-11 月 CPI 同比和环比分项	4
表 2: 海外央行官员表态	11
表 3: 美国经济热力图	12
表 4: 欧元区经济热力图	12
表 5: 英国经济热力图	13
表 6: 日本经济热力图	13
表 7: 下周全球经济数据热点	18

一、通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？

1.1 CPI 同比压力持续上行，CPI 环比边际趋弱

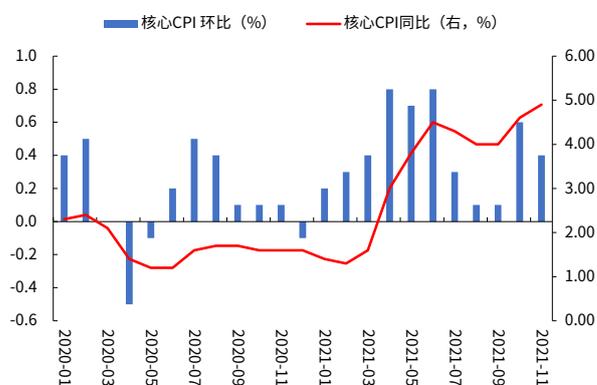
美国 11 月 CPI 同比和环比持续上行走势，能源、食品、住所、二手车和卡车、新车是主要贡献项。全球大宗商品价格上行叠加供应链紧缩问题仍是支撑价格上行的主要因素。

图 1：11 月 CPI 同比上行至 6.8%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 11 月。

图 2：核心 CPI 环比回落，同比继续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2021 年 11 月。

表 1：2021 年 9-11 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2021年10月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (%)		
		2021-09	2021-10	2021-11	2021-09	2021-10	2021-11
食品	14.0	4.6	5.3	6.1	0.8	1.0	0.5
家庭食品	7.7	4.5	5.4	6.4	1.2	1.0	0.8
谷物和烘焙制品	1.0	2.7	3.5	4.6	1.1	1.0	0.8
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.8	10.5	11.9	12.8	2.2	1.7	0.9
乳制品及相关制品	0.8	0.6	1.8	1.6	0.7	0.2	0.2
水果和蔬菜	1.3	3.0	3.0	4.0	0.6	0.1	1.0
无酒精饮料和饮料原料	0.9	3.7	4.5	5.3	1.2	0.8	0.2
其他家庭食品	1.9	3.1	4.1	5.7	1.1	1.2	1.0
非家庭食品	6.3	4.7	5.3	5.8	0.5	0.8	0.6
能源：当月同比	7.5	24.8	30.0	33.3	1.3	4.8	3.5
能源类商品	4.2	41.7	49.5	57.5	1.3	6.2	5.9
燃油	0.1	42.6	59.1	59.3	3.9	12.3	3.5
发动机燃料	4.0	42.0	49.6	58.0	1.2	6.1	6.1
汽油（所有种类）	3.9	42.1	49.6	58.1	1.2	6.1	6.1
能源服务	3.3	8.6	11.2	10.6	1.2	3.0	0.3
电力	2.4	5.2	6.5	6.5	0.8	1.8	0.3
公共事业（管道）燃气服务	0.8	20.6	28.1	25.1	2.7	6.6	0.6
商品，不含食品和能源类商品	20.8	7.3	8.5	9.4	0.2	1.0	0.9
服装	2.7	3.4	4.3	5.0	1.8	0.7	-1.6
新汽车和卡车	3.9	8.8	9.9	11.1	1.3	1.4	1.1
二手车和卡车	3.4	24.4	26.4	31.4	-0.7	2.5	2.5
医疗护理商品	1.5	-1.6	-0.4	0.2	0.3	0.6	0.1
酒精饮料	1.0	2.8	2.2	1.9	0.2	-0.2	0.0
烟草和烟草制品	0.6	6.7	8.5	8.9	0.7	1.9	0.9
服务，不含能源服务	57.8	2.9	3.3	3.4	0.2	0.4	0.4
收容所	32.4	3.2	3.5	3.9	0.4	0.5	0.5
主要居所租金	7.6	2.4	2.7	3.0	0.5	0.4	0.4
业主等价租金	23.5	2.9	3.1	3.5	0.4	0.4	0.4
医疗护理服务	7.0	0.9	1.7	2.1	-0.1	0.5	0.3
医疗服务	1.8	3.8	3.9	4.3	-0.3	0.0	0.4
医院服务	2.2	3.2	4.0	3.5	0.1	0.5	-0.3
运输服务	5.0	4.4	4.5	3.9	-0.5	0.4	0.7
机动车维修保养	1.1	4.0	5.4	4.9	0.0	1.5	0.0
机动车保险	1.6	4.8	6.3	5.7	2.1	0.0	-0.8
机票	0.6	0.8	-4.6	-3.7	-6.4	-0.7	4.7

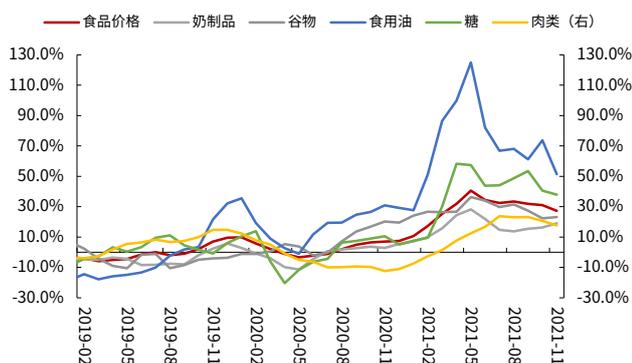
资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为 2021 年 11 月。

分项看，家用食品环比升 0.8%，同比升 6.4%，主要受肉、鱼、蛋、谷物类食品价格上涨影响。向前看，我们认为，食品价格上行空间有限。联合国粮食及农业组织（Food and Agricultural Organization）数据显示，全球居民最常用的食品品类中，肉类、乳制品、谷物、食用油、糖类价格都出现触顶回落迹象，虽然还没有完全回到疫情前水平，但价格上行最快阶段已经过去。因食品类商品可替代性较强，若美国本土食品价格持续上行，则会带动食品进口，缓冲食品价格上涨态势。

非家用食品（外出餐饮）价格环比升 0.6%，连续第四个月上行，同比升 5.8%，较上月加速上行。其中，有限服务和全套服务用餐价格同比分别升 7.9%和 6%，为历史最高水平。**服务业劳动力短缺是抬高线下消费成本、带动外出餐饮价格上行的主要因素。**向前看，服务业离职率已开始触顶回落，其对薪资水平的拉动也将区域收敛，缓解服务消费价格上行压力。

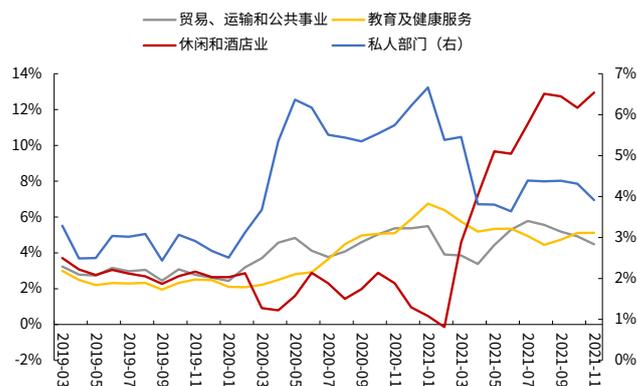
需要注意的是，现阶段，虽然美国劳动力市场仍处于供不应求的阶段，但非农时薪增速已开始边际放缓。向前看，劳工短缺将持续带动服务性行业消费价格上涨，但其持续时间和影响幅度或将有限。

图 3：基本食品价格同比呈下行态势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 11 月。

图 4：服务业时薪增速边际放缓



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 11 月。

11 月能源价格环比升 3.5%，增速较上月有所回落，同比升 33%。**现阶段，全球原油和天然气供不应求推升其价格上行的主导因素。**向前看，预计 2022 年原油供需环境持续偏紧，虽然原油价格对通胀带来的压力将小于今年，但其价格中枢仍将高于疫情前水平。一则，Omicron 变异毒株会暂时降低出行需求，进而短期内压制能源价格，减缓对通胀的压力。二则，因政治需求，拜登会尽可能控制石油价格持续上扬，进而带动通胀上行，并且会联合其他国家，多措并举，抵制能源价格上行，缓解通胀压力。三则，冷冬天气叠加各国解封推进，有望支撑原油需求向上，而 OPEC+ 谨慎增产，导致原油供给恢复偏慢。

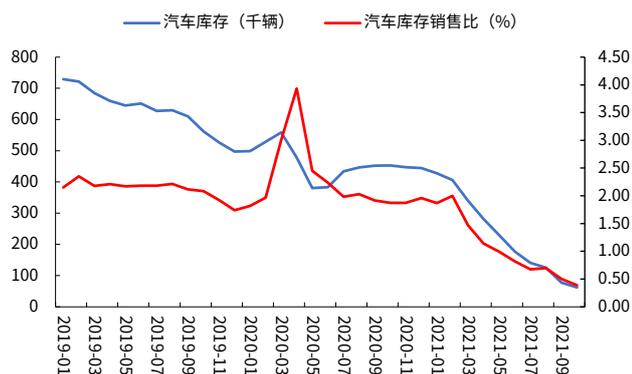
受供应链紧缩影响，11 月新车价格延续上行走势，环比升 1.1%，同比升 11.1%，同比增速为 1975 年 5 月以来最大涨幅。二手车价格环比升 2.5%，同比升 31.4%。**芯片短缺和供应链问题持续限制汽车产量，抬升价格。但需要注意的是，供应链紧缩问题有趋好迹象。**10 月美国汽车工业生产指数有触底反弹迹象，从 9 月的 47.2 大幅上行至 10 月的 64.53，显示汽车产量小幅复苏，若此趋势持续，则将支撑汽车供给。另外，11 月 PMI 供应商交付指数从 10 月的 75.6 下滑至 72.2，也反映出供应链可能在逐步好转。

另外，值得注意的是，物流运输方面，因拜登在 10 月 13 日宣布洛杉矶和长滩港口实行 24/7 全天候运行，叠加海运价格触顶回落，我们认为，物流运输修复正在持续进行，边际缓解商品短缺导致的价格上行压力。另一方面，东南亚制造业小国制造业 PMI 指数都已反弹至 50 以上的扩张区间，显示供应链修复持续。向前看，若高频数据持续趋好，新车和二手车价格持续上行的时间和空间都将有限。

住所项环比大幅上行 0.5%，同比升 3.9%，因住所项在 CPI 中的比重较大（32%），其对环比 CPI 贡献达 0.16%。一方面，疫情趋弱，劳动力回城提升租房需求，推升房租价格。另一方面，供应链问题导致美国新屋开工数量低迷，房屋空置处于历史低位 0.9%（第三季度），显示供需仍偏紧，带动房屋和租金价格上行。然而，向前看，房屋价格环比增速已边际回落，月度房屋供应已有触底反弹迹象，显示供应链修复持续，将在供给端缓解住所项继续上行压力。预计住所项价格上行将持续至明年上半年，并在之后趋于回落。

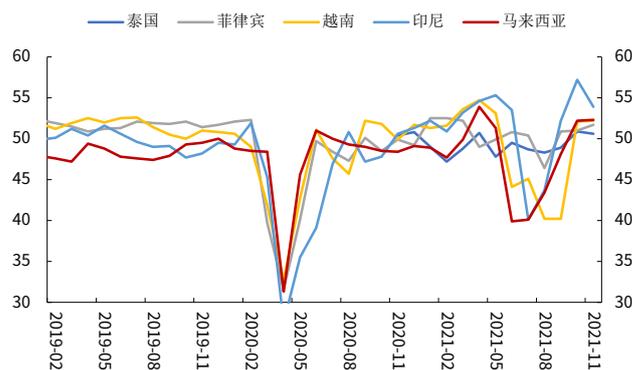
总体来看，从供应链和劳动力供需的角度出发，我们认为，通胀或将在 12 月有进一步上行可能，但 2022 年上半年价格将趋于回落。基于近 2 月较高的通胀水平，我们认为美联储将在 12 月的议息会议上上调通胀预期。

图 5：汽车库存与库销比持续下滑反映补库进程仍受阻



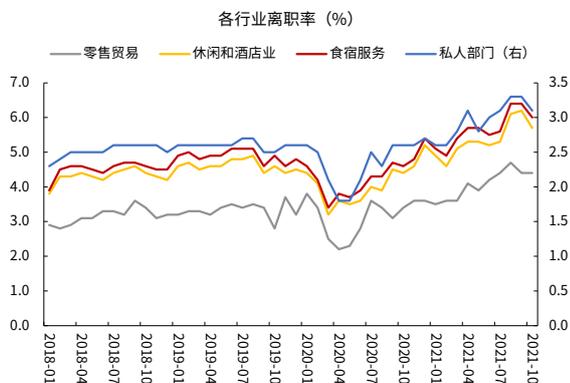
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 10 月。

图 6：东南亚国家 PMI 都已恢复至扩张区间



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 11 月。

图 7：离职率已触顶回落



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 11 月。

图 8：房屋月度供应触底反弹



资料来源：Fred，光大证券研究所，数据截止日期 2021 年 10 月。

1.2 12 月美联储议息会议展望

关于加息：大概率不早于 2023 年

现阶段，市场对通胀的预期较为一致，那就是通胀将在 2022 年上半年趋于回落，这也是为什么在 11 月通胀数据公布后，10 年盈亏平衡通胀率（市场通胀预期指标）并没有大幅攀升，因为数据符合市场预期。

现阶段，对美联储何时加息的预期，我们与市场之间仍存在较大分歧。根据 CME FedWatch 数据显示，截止 2021 年 12 月 11 日，市场押注美联储有 43.7% 的概率在明年 5 月宣布第一次加息，有 34.5% 的概率于 2022 年 9 月宣布第二次加息，有 29.7% 的概率于 2022 年 12 月宣布第三次加息。然而，我们认为，美联储开启加息时点，大概率不会早于 2023 年，原因有三。

第一，美联储前瞻性指引安抚市场对通胀的担忧，为美联储提供喘息机会。鲍威尔在 11 月 30 日国会听证会上表示，通胀压力较高，美联储在考虑加速完成 Taper 全过程。鲍威尔的言论可以理解为美联储对市场发出信号，也就是说，美联储已意识到通胀问题的严重性，并且不再认为通胀是暂时性的，如此安抚市场对通胀的焦虑，并且引导市场理性看待通胀数据。

可以看到，11 月 30 日美国 10 年盈亏平衡通胀率（通胀预期指标）大幅下行 4bp，并且，在 11 月高通胀数据公布后，下滑 1bp。一则，通胀预期下行显示，鲍威尔的发言为美联储争取到了更多时间，美联储将在这段时间内，等待疫情逐渐消退，供应链逐步修复，劳动力市场回到疫情前水平。二则，此次通胀虽然上升至较高水平，但符合市场预期，在此背景下，不再作用于通胀预期。

基于我们对通胀的判断，明年实际通胀将大概率走弱，带动通胀预期走弱，进一步降低美联储加息的紧迫性。

第二，美国劳动力市场修复还需时日，产出缺口仍未弥合，美联储将等到劳动力市场和产出缺口修复后，再考虑收紧货币政策。虽然美国失业率加速下行，但劳动参与率修复缓慢，主要原因在于美国总体劳动力供给大幅低于疫情前水平。11 月美国劳动参与率为 61.8%，仍显著低于疫情前的 63.3%，整体就业人数仍比疫情前少 350 万人左右，病毒变种和疫苗接种率上行趋缓都将压制劳动力市场修复速度。美国财政部长耶伦 12 月 10 日与金融时报的对话中也提到，劳动力市场的修复有可能需要几年的时间。考虑到就业修复的程度直接作用于经济增长，带动 GDP 产出缺口收窄，因此，美联储现阶段缺少动力加速收紧货币政策。

第三，明年 11 月，美国将进行中期选举，拜登希望美国经济稳步复苏成为民主党竞选中最有利的一张牌，而过快加息则会导致市场恐慌，并可能打乱经济复苏的节奏（参见我们于 2021 年 11 月 25 日发布的报告《通胀不构成美联储加息的条件》）。2015 年 12 月，美联储宣布收紧货币政策，在之后的一个月里，标普 500 指数大幅下行 19%，标普 500 波动率指数大幅上行 13.6%，显示市场对美联储加息反应剧烈。因此，我们认为，基于对拜登方面的考虑，鲍威尔或更倾向于看到经济复苏到一定程度后再开始考虑加息，避免市场过度动荡。

中国货币政策将继续“以我为主”

基于美联储货币政策大概率不会加速收紧，我们认为，中国货币政策有重启逆周期调控的空间和时间。如前文的分析，2022 年美联储加息落地的概率较小。同时，目前仍处于历史高位的中美利差和强劲的人民币汇率，也为我国货币政

策坚持自主性创造了较大的缓冲区间（参见我们于 2021 年 12 月 11 日发布的报告《以更全面的稳，迈向更高质量的均衡》）。向前看，我们认为，中美货币政策将趋于分化，中国货币政策将继续“以我为主”，重启逆周期调控，保持边际微松态势，对冲经济下行压力。

二、海外观察

2.1 全球疫情：新增确诊小幅回落，奥密克戎持续扩散

全球新增确诊小幅回落。本周全球单日新增确诊小幅回落，7 日平均新增在 42.5 万例左右，相对于上周的 43.8 万例小幅回落；美国单日新增小幅回落，7 日平均新增在 11.8 万例左右，相对于上周的 12.4 万例小幅回落；法国单日新增小幅回落，7 日平均新增在 4.0 万例左右，相对于上周的 4.3 万例小幅回落。

各国疫苗接种继续推进，但由于新型变异毒株奥密克戎的危险性和传染性尚不明确，现有疫苗的效果或将受到影响。我国正在快速推进奥密克戎株疫苗研发。相关部门表示，预测现有疫苗虽然对预防感染的作用会有一些的下降，但对预防重症、预防死亡的效果依然显著。

图 9：美国新增确诊小幅回落（7 天移动平均）

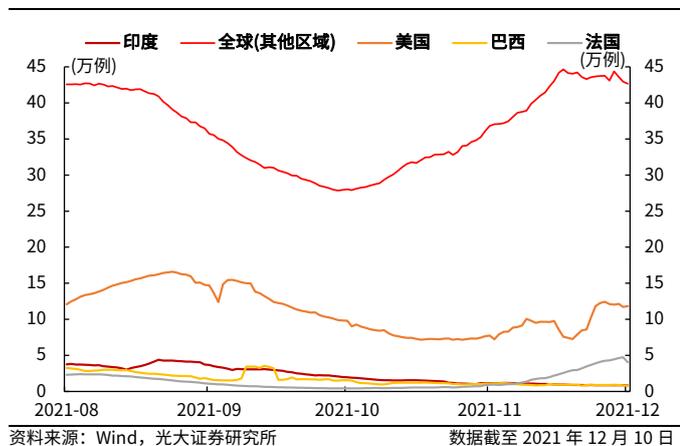
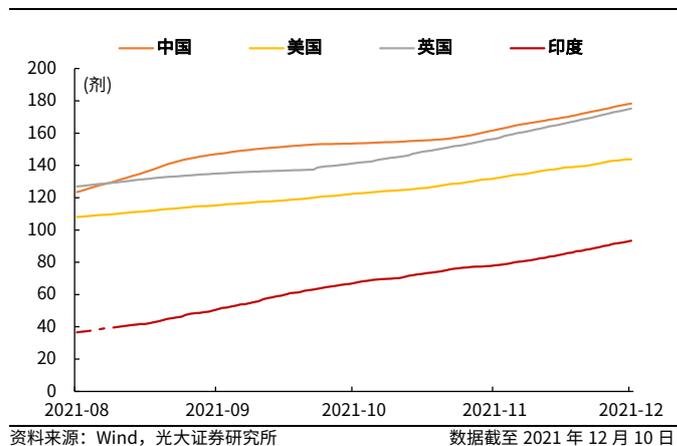


图 10：主要国家疫苗接种剂量持续上升



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_31082

