

需求弱驱动通胀低，美债利率或已见顶

——美国11月通胀数据传递的信息

核心观点

9月CPI低于预期主要源于衰退压力，联储加息对需求的压制作用有所显现。中选收尾后叠加本月通胀低于预期，12月点阵图联储在本月会议基础上进一步提升利率终点的压力降低。考虑未来利率终点进一步上修的概率较小，年内美债利率或已见顶。但未来利率在回落的过程中可能出现震荡反复。一是通胀仍有不确定性，在罢工等潜在风险的制约下通胀的回落未必一帆风顺。二是如果利率回落过快可能面临被联储纠偏的风险。

9月CPI低于预期主要源于衰退压力，联储加息对需求的压制作用有所显现

9月美国CPI明显低于市场预期。9月美国CPI同比增速7.7%，相较前值8.2%大幅回落；环比增速0.4%，与前值持平。核心CPI同比增速6.3%，继9月大幅反弹后重新跌至8月水平；环比增速0.3%，相较前值0.6%明显回落。

从结构来看，本月CPI超预期回落的核心原因源自于衰退压力下的需求萎缩，美联储加息对需求的压制作用有所显现。核心商品分项（实物商品中剔除食品和能源分项）环比增速-0.4%（前值0%），核心服务分项（服务中剔除能源相关的服务）环比增速0.5%（前值0.8%）。从其余分项来看：

能源分项本月环比增速1.8%，相较前值小幅反弹。从高频数据看，受油价反弹影响进入10月后美国汽油价格跌幅明显收敛，10月末美国汽油价格为3.57美元/加仑，与9月末水平基本持平，整体与能源分项反映的趋势较为一致。

房租分项环比增速0.8%，仍具有较强韧性，但从房租的实际价格来看我们仍然认为该分项会在年内转向回落。Realtor房租数据也显示美国房租价格中位数自8月起见顶未落，9月起环比增速已跌至-0.7%转为负值（9月房租中位数1759美元，8月为1771美元）。

二手车方面，本月环比下行-2.4%。10月以来二手车价格延续回落态势，Manheim二手车价格指数10月环比回落2.2%，也是今年5月以来连续第5个月价格回落，未来仍有进一步下行空间。

从本月数据来看，我们前期提示的关于罢工压力扩散导致通胀压力上升的风险暂未出现，10月以来美国罢工情况仍然处于可控状态。

中选收尾叠加通胀低于预期，12月点阵图联储进一步提升利率终点的压力降低

11月议息会议中，鲍威尔的引导指向2022年12月、2023年1月议息会议可能加息50BP，终端利率可能至少升至4.75%-5.0%区间。我们曾于前期报告《斜率逐步趋缓，终点小幅上修》中指出，预计中选过后联储进一步加码紧缩对抗通胀的政治压力将有所减少。截至报告日，中选虽未结束但多数区域选举已进入尾声，叠加本月CPI大幅低于预期，当前情况指向12月点阵图终点停留在4.75%-5.0%的概率较大。另外，中选结果方面：

截至报告日，中选结果仍然悬而未决。众议院方面，共和党表现大幅不及预期但预计仍将掌控多数席位。当前共和党已接近锁定207个席位，仍需11席才能占据多数。综合考虑当前仍有44席未定以及对应区域的民调情况，共和党入主众议院的概率较大。

参议院方面，结果或后延至12月出炉但民主党胜出的概率偏大。当前内华达、乔治亚及亚利桑那三大摇摆州仍然悬而未决，在三州中赢得两州的党派可胜选参议院。目前共和党在内华达州保持小幅领先，民主党在亚利桑那和乔治亚小幅领先。从当前选情看，乔治亚州进行Runoff二轮决选的概率较高（详细请参考前期报告《如何看待即将到来的美国中选？》），如果最终民主党赢取亚利桑那、共和党赢

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

取内华达，则最终结果将取决于乔治亚州并后延至12月8日二轮决选方能出炉，从当前的选情来看，12月民主党获胜的概率仍然偏大。

□ 年内10年期美债利率或已见顶，但未来利率下行过程中可能存在震荡反复

本月CPI大幅低于预期后，美债利率全线大幅下挫，10年期美债利率跌破4%下至3.93%；2年期美债利率跌至4.4%一线；美元指数也跌破109；美股全面上扬。

美债方面，考虑到未来利率终点进一步上修的概率较小，我们认为年内美债利率或已见顶。虽然未来利率在回落的过程中仍可能出现震荡、反弹，但此时押注美债利率见顶赔率已经具有较高。一是通胀仍有不确定性，在罢工等潜在风险的制约下通胀的回落未必一帆风顺。二是如果利率回落过快可能面临被联储纠偏的风险。虽然本月通胀数据低于预期，但当前通胀的绝对水平仍然较高（且仍然高于政策利率），联储也曾于此前多次指出“不宜过早宣布战斗胜利”。因此，虽然加息终点上修的概率降低但过早预期联储转向且利率快速下行的交易仍然存在被联储纠偏的风险。

美股方面，短期利率下行可能驱动美股反弹，但未来可能仍有反复。

美元方面，未来欧洲情况演变仍是关键变量。短期来看，欧债压力仍有进一步加剧风险，一旦危机爆发，美元仍可能进一步反弹向120冲高。

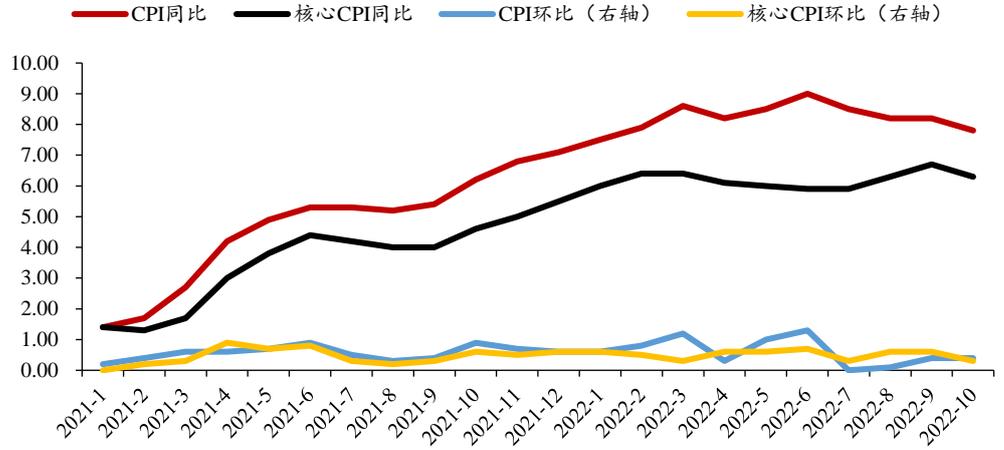
黄金方面，我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从2010年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

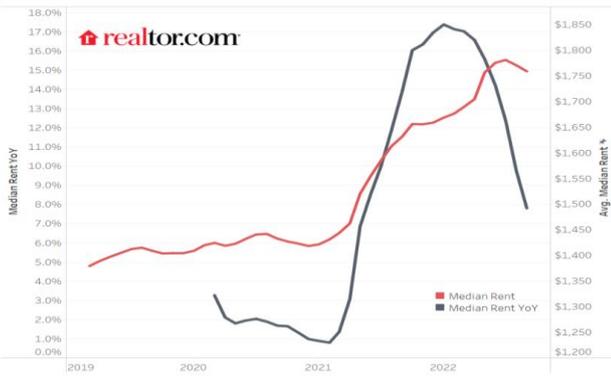
1.重要图表

图1: 美国通胀走势图 (%)



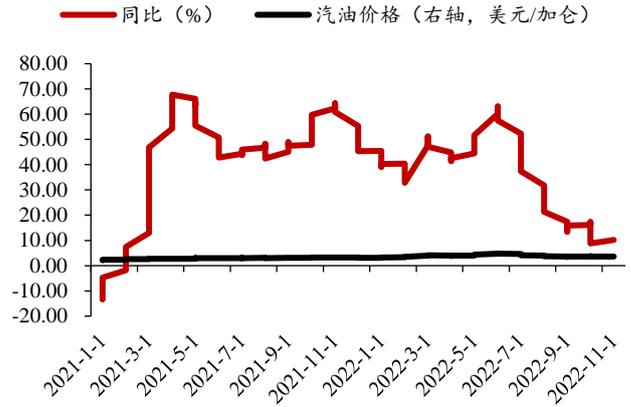
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 9月美国房租价格走势及同比增速变化



资料来源: Realtor, 浙商证券研究所

图3: 美国汽油价格同比增速延续回落态势, 但跌势放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: Manheim 二手车价格指数变化 (%)



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_48720



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn