

紧缩交易，步入“尾声” ——美国 10 月 CPI 点评

事件：11月10日，美国公布10月CPI、核心CPI数据，双双超预期回落。数据公布后，10Y美债收益率从4.1%附近回落约30bp，纳指涨超7个百分点。

■ 美国 10 月 CPI 超预期回落，见顶趋势基本明朗

美国10月CPI、核心CPI同比双双超预期回落。具体来看，美国10月CPI同比7.7%，低于预期的7.9%、前值的8.2%，为1月以来最低；10月CPI环比0.4%，低于预期的0.6%。剔除食品和能源后，10月核心CPI同比6.3%，低于预期的6.5%、前值的6.6%；10月核心CPI环比0.3%，低于预期的0.5%。

CPI商品分项同比延续回落趋势，二手车等为主要拖累。分结构来看，10月耐用品价格同比上涨4.8%，低于前值的7.1%；其中，二手车价格同比由7.2%降至4.8%，为最大拖累项。非耐用品价格同比10.5%，略低于前值的10.8%；其中，食品、能源商品价格同比降至17.6%、10.9%，双双较前值小幅回落。

CPI服务分项维持高位，但医疗保健等价格已经出现松动。10月核心服务（剔除能源服务）价格同比上涨6.7%，与前值保持一致。其中，占CPI权重超3成的住房分项同比由6.6%上升至6.9%，对核心CPI的同比贡献进一步增至2.2个百分点。但医疗服务等部分价格增速明显回落，价格同比增速由6.5%降至5.4%。

■ 美国通胀见顶“曙光”或已现，紧缩交易步入“尾声”

展望未来，“核心驱动力”房价、薪资增速持续回落下，核心通胀顶部或已现。历史经验显示，房价领先CPI住房约4个季度；加息周期启动以来，房价于2022年初步入顶部区间、年中附近开始回落，意味着CPI住房上行风险相对可控。再考虑到薪资增速也已筑顶，核心通胀见顶“曙光”或许已经出现。

综合美国基本面形势来看，美联储高强度加息或步入尾声，终点利率即使存在上修可能、但空间或相对有限。高利率环境，仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对就业市场等的制约也在逐步显现，叠加去库周期的开始等，共同加速经济动能下滑，意味着美联储紧缩的“底气”越发不足。美联储加息速度放缓已是大势所趋，未来有可能继续上修终点利率预期、但空间或相对有限。

观点重申：紧缩交易收尾，美债与贵金属已成资产配置优选。历史上来看，10Y美债利率的顶部均高于政策利率的高点；但本轮加息周期演绎到当下阶段，经济表现相较其他加息周期时要差很多。随着衰退的临近，10Y-2Y期限利差趋于下行，而2Y美债利率已基本消化终点利率预期，意味着紧缩交易已经步入收尾阶段。这一背景下市场波动往往加剧，美债与贵金属的配置价值或进一步凸显。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

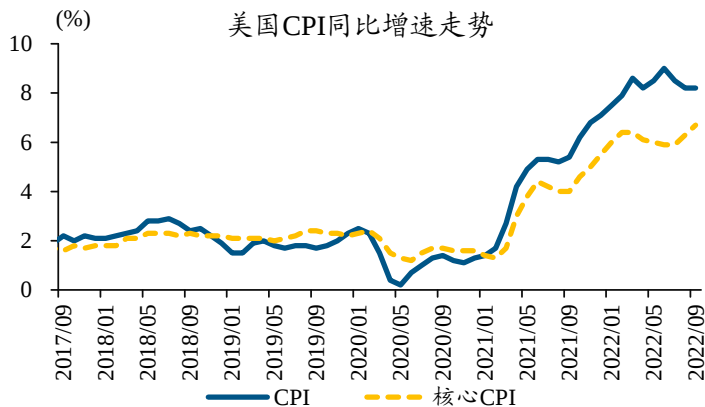
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美国 10 月 CPI 超预期回落，见顶趋势基本明朗

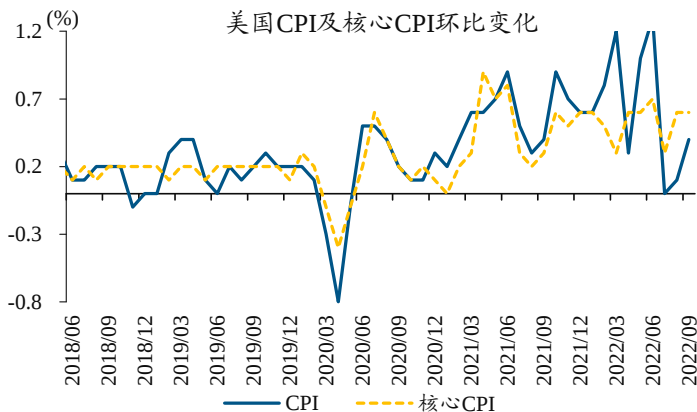
美国 10 月 CPI、核心 CPI 同比双双超预期回落。具体来看，美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，低于预期的 7.9%、前值的 8.2%，为 1 月份以来最低水平；10 月 CPI 环比 0.4%，低于预期的 0.6%。剔除食品和能源价格后，10 月核心 CPI 同比上涨 6.3%，低于预期的 6.5%、前值的 6.6%；10 月核心 CPI 环比上涨 0.3%，低于预期的 0.5%。

图表 1：美国 CPI、核心 CPI 同比走势



来源：Wind、国金证券研究所

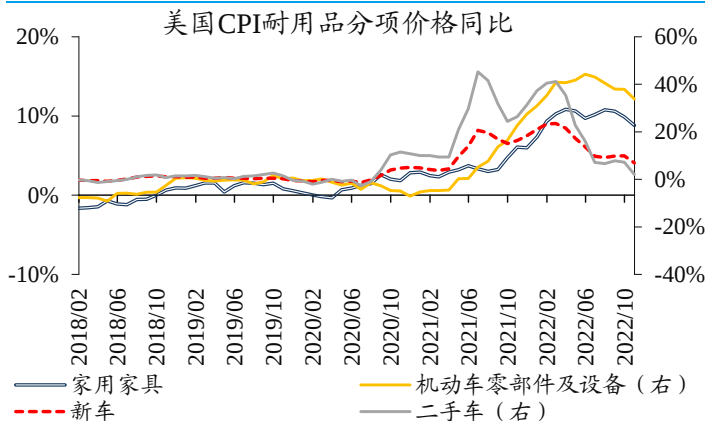
图表 2：美国 CPI、核心 CPI 环比走势



来源：Wind、国金证券研究所

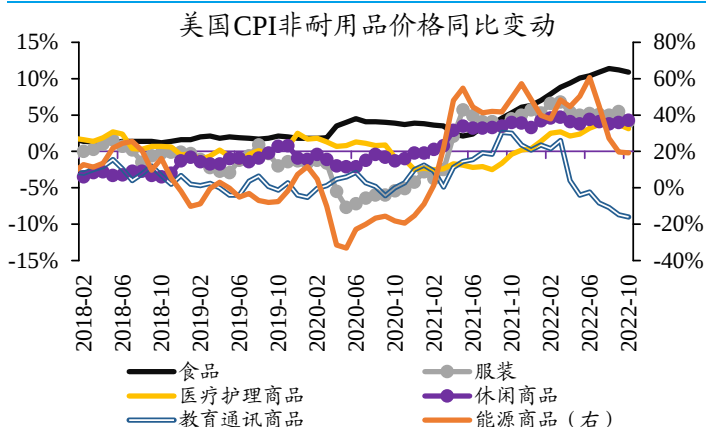
CPI 商品分项同比延续回落趋势，二手车等为主要拖累。分结构来看，10 月耐用品价格同比上涨 4.8%，低于前值的 7.1%；其中，二手车价格同比由 7.2%降至 4.8%，为最大拖累项。非耐用品价格同比 10.5%，略低于前值的 10.8%；其中，食品、能源商品价格同比降至 17.6%、10.9%，均较前值的 19.7%、11.2%小幅回落。

图表 3：美国 CPI 耐用品分项同比走势



来源：Wind、国金证券研究所

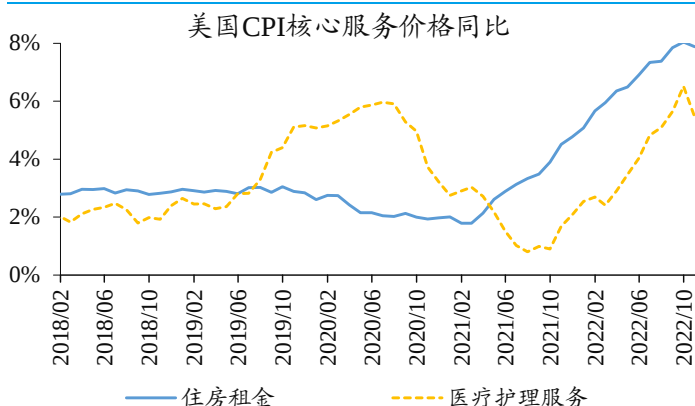
图表 4：美国 CPI 非耐用品分项同比走势



来源：Wind、国金证券研究所

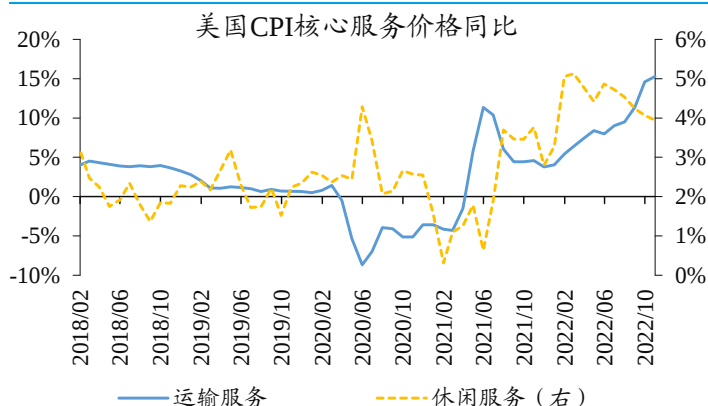
CPI 服务分项维持高位，但医疗保健等价格已经出现松动。10 月核心服务（剔除能源服务）价格同比上涨 6.7%，与前值保持一致。其中，占 CPI 权重超 3 成的住房分项同比由 6.6%上升至 6.9%，对核心 CPI 的同比贡献进一步增至 2.2 个百分点。不过，医疗服务等部分服务价格增速明显回落，CPI 医疗服务同比增速由 6.5%降至 5.4%。

图表 5：美国 CPI 住房、医疗护理服务同比走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：美国 CPI 运输、休闲服务同比走势

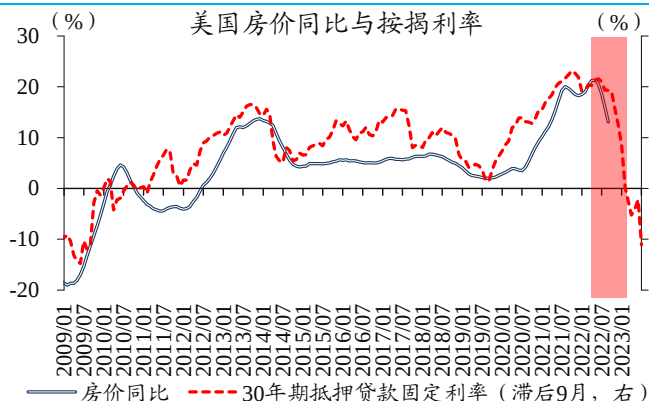


来源：Wind、国金证券研究所

2、美国通胀见顶“曙光”或已现，紧缩交易步入“尾声”

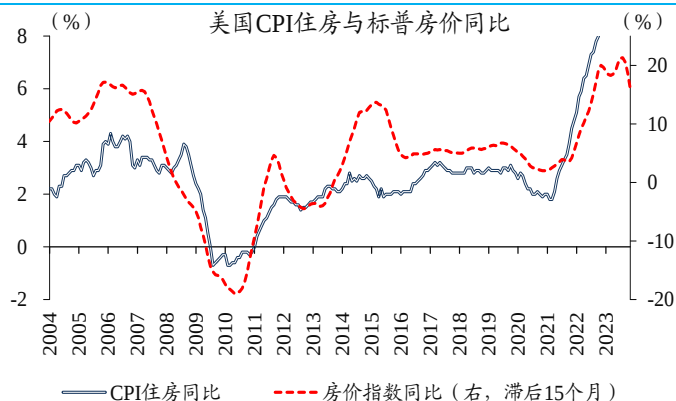
展望未来，房价、薪资增速持续回落下，核心通胀顶部或已现。高利率环境下，美国房价增速加速回落。历史经验显示，房价领先 CPI 住房约 4 个季度；房价于 2022 年初步入顶部区间、年中附近开始回落，意味着 CPI 住房上行风险已明显弱化。考虑到薪资增速也已筑顶，其他服务项价格也不具备进一步大幅涨价的基础，核心通胀见顶“曙光”或已现。

图表 7：房价增速的顶点已出现



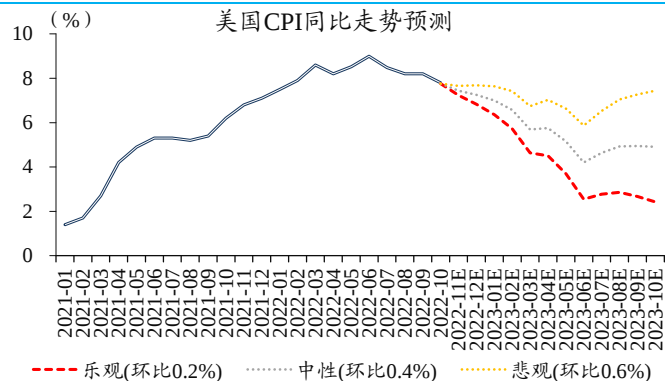
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：CPI 住房或也接近拐点



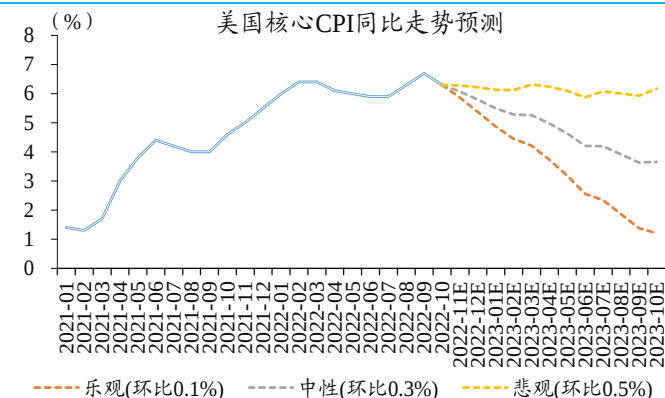
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：美国 CPI 同比走势预测



来源：Wind、国金证券研究所

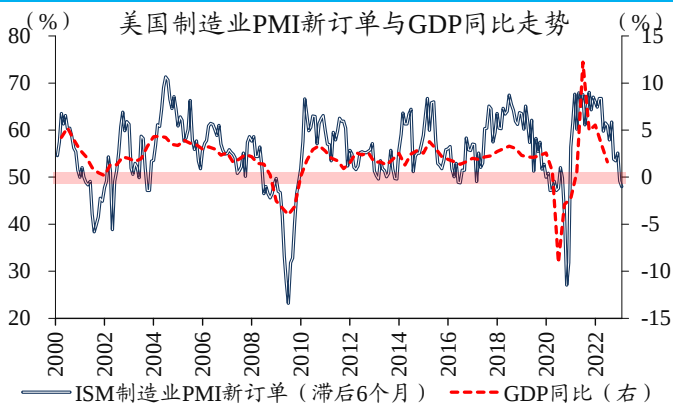
图表 10：美国核心 CPI 同比走势预测



来源：Wind、国金证券研究所

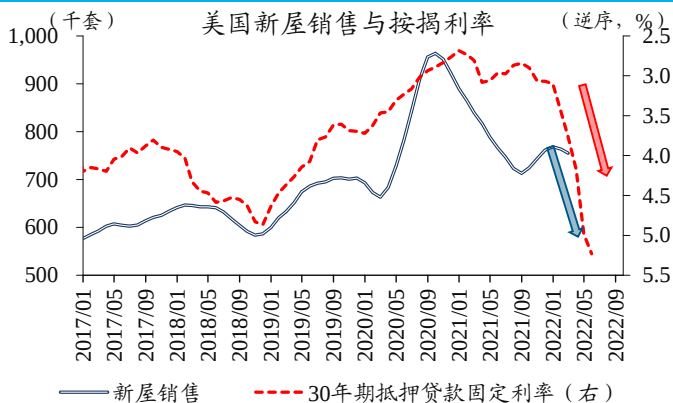
综合美国基本面形势来看，美联储高强度加息或步入尾声，终点利率即使存在上修可能、但空间或相对有限。高利率环境，仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对就业市场等的制约也在逐步显现，叠加去库周期的开始等，共同加速经济动能下滑，意味着美联储紧缩的“底气”越发不足。美联储加息速度放缓已是大势所趋，未来有可能继续上修终点利率预期，但空间或相对有限（详情参见《非农强劲，为何引发“股债双涨”？》）。

图表 11：美国“衰退”窗口或在冬春之交



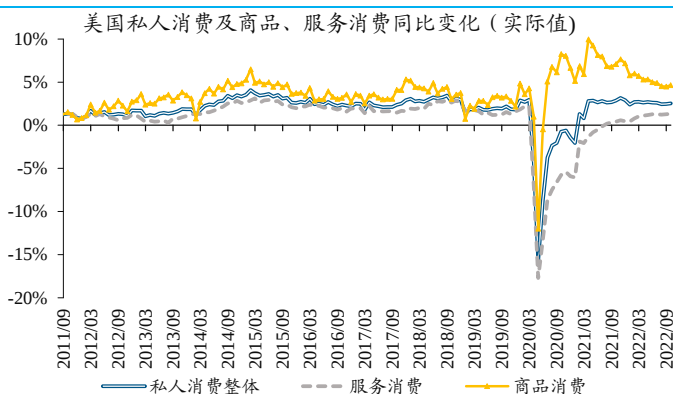
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：高利率仍将持续压制地产市场



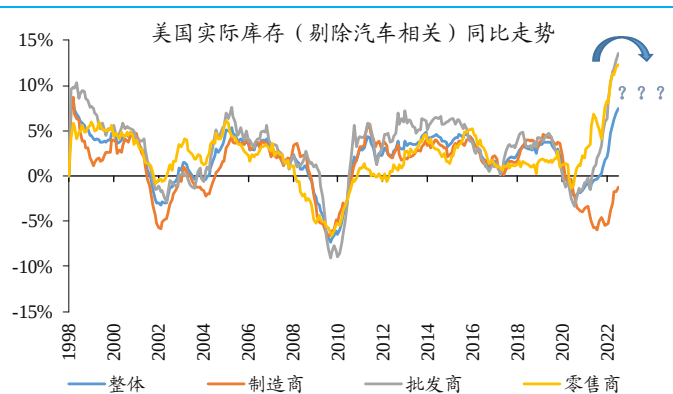
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：美国商品消费需求降温已有段时间



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：美国库存周期，拐点或现



来源：Wind、国金证券研究所

观点重申：紧缩交易收尾，美债与贵金属已成资产配置优选。历史上来看，10Y 美债利率的顶部均高于政策利率的高点；但本轮加息周期演绎到当下阶段，经济表现相较其他加息周期时要差很多。随着衰退的临近，10Y-2Y 期限利差趋于下行，而 2Y 美债利率已基本消化终占利率预期，意味着紧缩交易已经步入

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_48729

