

美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场

——美国10月CPI点评及周评

2022年11月11日

宏观经济 事件点评

分析师 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国10月CPI环比0.4%，预期0.6%，前值0.4%；同比7.7%，预期8%，前值8.2%。

核心CPI环比0.3%，预期0.5%，前值0.6%；同比6.3%，预期6.5%，前值6.6%。

主要观点：

10月通胀回落超预期，叠加美联储官员发言，12月加息50bp为大概率事件，美股债强力反弹。9月汽油价格环比回升，导致CPI环比并未减速。通胀上涨集中于住宅、食品、和能源，前期上涨的医疗环比下跌。住宅除外的核心通胀加速回落。年内原油价格止跌，四季度通胀仍有反复可能，而核心通胀将保持小幅下跌。明年年初受基数和经济影响，同比将有明显下降。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次，有效回落所需时间较长。美联储加息态度转变可避免深度衰退，但高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免，相对于欧洲，美国经济衰退或较为温和。美联储政策利率年底升至4.5%，明年加息预期降低，维持加息末期4.75~5%。美十债上限维持4.1%~4.35%，且位于4%上方的时间不会很长。维持美股长期中性，等待低点，短期因加息预期节奏放缓转折，短中期反弹合理，趋势性走强仍需观察。

能源如期环比上涨，带动CPI环比保持增速，但基数作用下同比下跌。与预期一致，能源在连续3个月环比下降后首次转正，环比1.8%，前值-2.1%，仍主要来自汽油价格4%，前值-4.9%。其他能源分项环比保持放缓趋势甚至下降：电力0.1%，增幅低于上月0.4%，之前连续四月增加超过1.3%；天然气-4.6%，前值2.9%。原油期货价格9-10月止跌，考虑到欧洲冬季能源危机仍存，4季度能源价格加速下跌概率较小，原油价格在4季度无法对冲其他分项通胀。而考虑到基数效应，明年1-5月能源同比可继续下降。

食品通胀环比高位略有好转，同比见顶继续小幅回落。食品环比0.6%，前值0.8%，为2021年12月以来环比增速最小月份。在持续上涨数月后，居家食品6大分项终于出现2项环比下跌。上涨的4类分别为其他居家食品0.9%，前值0.5%；肉类鸡蛋0.6%，与上月持平；谷物烘焙0.8%，前值0.9%；非酒精饮料0.5%，前值0.6%。下降的为，果蔬因季节性因素-0.9%，前值1.6%；日常食品-0.1%，前值0.3%。非居家食品环比仍居高位，外卖0.9%，继续与上月持平。

本轮食品环比加速路径为肉类、鸡蛋、黄油等其他居家食品，饮料，到谷物烘焙和水果。从期货价格看，牛肉价格从去年12月开始一直在高位震荡，并未继续上涨，反映在肉类同比加速回落。肉类价格为本轮食品上涨先锋，其价格持续稳定，随着扩散效应进入尾部加速阶段，食品价格同比见顶略有回落符合预期。

核心通胀同比见顶，医疗保险上涨周期带来的扰动消退，住宅环比有望本月见顶，而住宅以外的核心通胀同比持续明显回落。核心通胀环比0.3%，仍主要来自住宅环比加速0.8%，之前已连续三个月环比上涨0.7%。住宅环比创1990年8月以来的最大涨幅，但主要分项租金和等价租金环比并未加速，主要由外宿导致，环比分别为0.7%、0.6%、前值0.8%、0.8%和-0.1%。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计房价年内高位震荡；而随着夏季租房合约高峰过去，租金上涨速度将有所下降；外宿分项虽然转涨，但权重较低，预计住宅分项同比本月见顶。其他分项有涨有跌。上涨的有车险1.7%，前值1.6%；休闲0.7%，前值0.1%；新车0.4%，个人护理0.5%。下降的有医疗-0.5%，前值0.8%，二手车-2.4%，前值1.1%；服装-0.7%，前值-0.3%；机票-1.1%，前值0.8；家装持平。医疗保险有其固定的上涨周期，与经济周期相关性不强，预计它对CPI带来的扰动接近消退，而可选消费中服装价格持续疲软具有较强的指向性。

同比方面，核心同比6.3%，其中住宅同比6.9%，贡献了40%的核心通胀，其他显著增加的是医疗5%，家装8.4%，新车8.4%，个人护理6.4%。**除住宅同比继续上涨外，其他均见顶回落。**我们一直强调与08年地产泡沫破裂后低利率无法刺激地产市场不同，本轮宽松刺激了地产市场的加速恢复，这是本轮通胀走势偏离原油走势的重要原因之一。而租金明显上涨始于去年下半年疫情期间租金管控结束之后，管控措施抑制了去年租金的通胀表现，原本去年的租金通胀集中体现在了今年。扣除住宅的核心通胀同比有明显回落。

通胀集中在必选消费，可选消费上涨动能不足，10月核心通胀基本见顶。此次通胀主导均为必需消费品如能源、住宅、医疗和食品，可选消费如服装环比动能出现持续衰减，扣除住宅的核心通胀同比已明显见顶回落。受高房贷利率影响，地产投资降温明显，可确定10月核心通胀基本见顶。当前经济状态较为特殊，从非农数据来看，经济处于疫情管控结束对经济的正向持续作用与高通胀对消费的反向作用共存期，前者体现以餐饮、医疗为代表的服务就业的持续恢复，后者体现为科技头部公司的裁员以及可选消费价格走势温和。因此，从宏观总量上，经济尚可。但我们一直强调，高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免。相比欧洲，美国衰退或较为温和。

基于基数效应，明年上半年同比将加速回落，有效回落仍需时间。我们从2020年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近，外因除了俄乌战争，还有疫情期间的失业补助和房租价格控制。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去24个月CPI均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。在薪资增速同比没有降至4%以下前，服务类价格较难有效回落。考虑到4季度欧洲能源危机或导致能源价格无法继续有效回落，4季度通胀大概率维持在高位，明年年初受基数以及地产降温影响，同比将有明显下降。

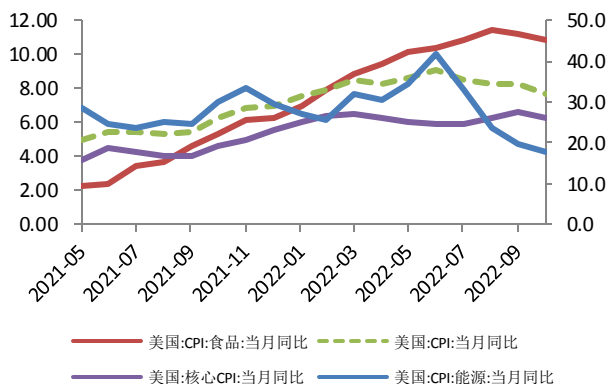
12月加息50bp为大概率事件，加息节奏出现转折，维持本次加息周期末期利率上限4.75-5%。结合本周美联储官员讲话，12月加息50bp为大概率事件，但除哈克以外，官员讲话并未提及4.5%后暂停加息，市场过于乐观。我们在点评9月CPI时指出在加息周期末期每次以50bp较为稳妥，而长期通胀水平应在2.3-2.5%左右，如果美联储仍旧致力于回到2%，将造成后期货币政策过紧的风险。美联储随即在前两周态度亦出现转折。急速加息周期结束有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济温和衰退概率提升。

维持美十债上限4.1%-4.35%。昨日受通胀回落带动加息节奏放缓的影响，美十债利率从4.10%降至3.82%，我们仍维持上限4.1%-4.35%，并且美十债利率位于4%以上的时间不会太长的观点。而长短利率以及政策利率倒挂可参考1978-1980年的情况。

维持美股长期中性等待低点，中短期由于加息节奏出现转折反弹合理，趋势性上涨仍需观察。我们在今年1月美联储缩表预期提前出现后即对美股从积极转向中性，并提示泡沫风险。当前，美股虽然长期趋势上的泡沫已经消失，但在加息周期结束之前，仍会受到利率抬升的压制，长期拐点仍需耐心等待。如果说前期股市回落是加息带来的利率回升引起，则由经济疲软或衰退带来的业绩回落才刚刚开始。因此，长期我们仍维持美股长期中性，等待低点，维持纳斯达克至少回落至9000点的观点。短期方面，按照以往经验，当加息刚刚进入高位平台期时，加息节奏放缓带来的短期风险度下降，股市均会有所反弹，昨天市场反应虽然过度但转折合理。此外，欧洲冬季能源危机靴子落地时间节点在11月左右，或为市场避险情绪的拐点之一（中性，引发危机则为负面；有惊无险则为正面）。

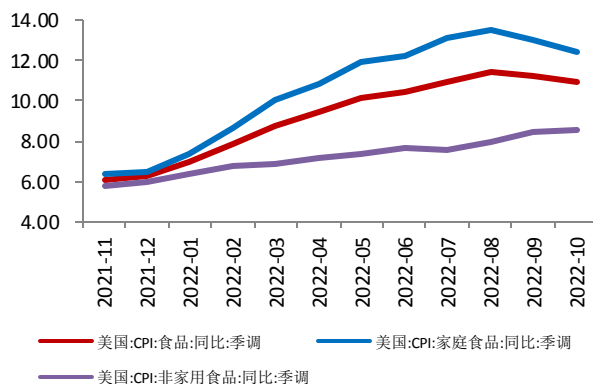
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



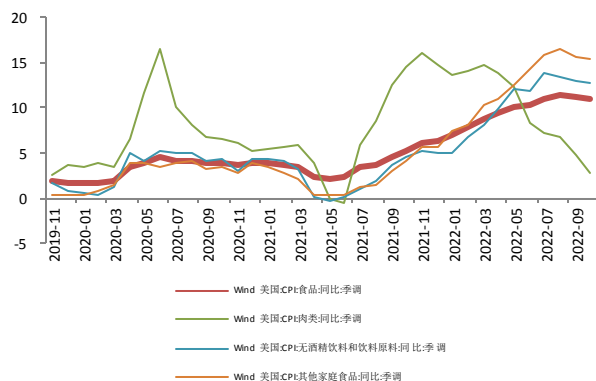
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图2: 居家食品持续上涨带动食品分项，但同比见顶



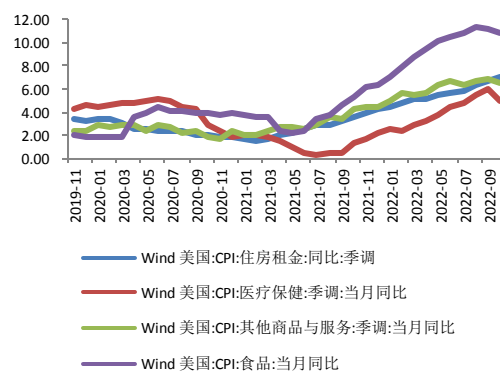
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图3: 食品分项同比见顶



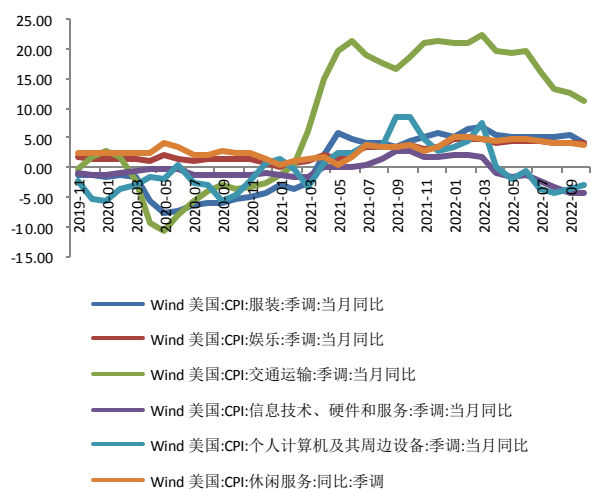
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 前期引领通胀上涨的分项出现分化（同比）



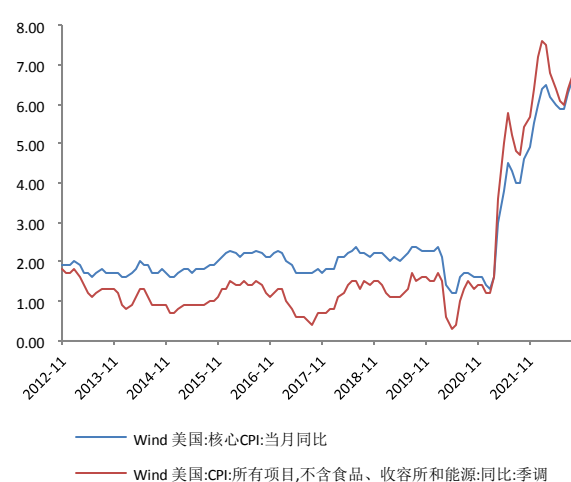
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 可选消费通胀温和（同比）



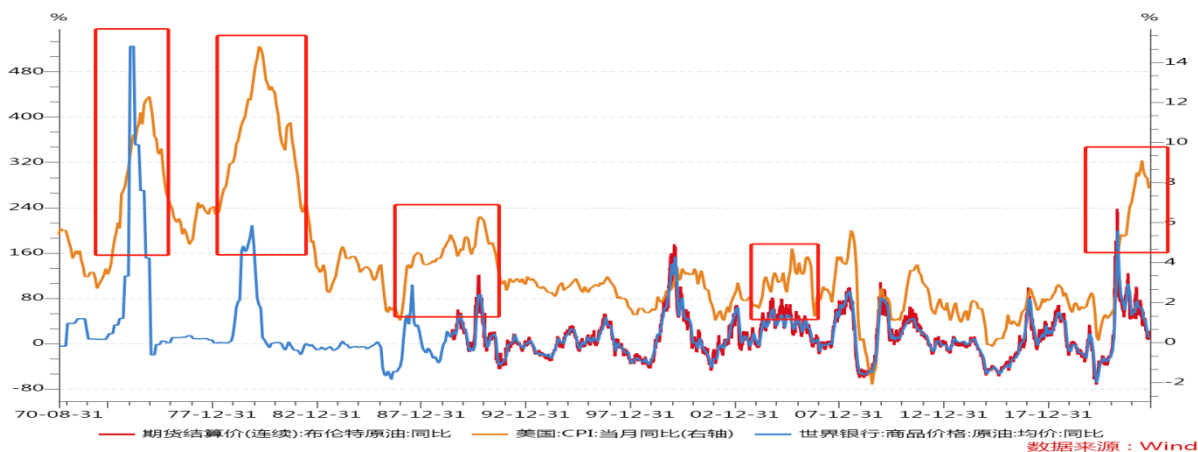
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6: 扣除住宅的核心通胀回落明显（同比）



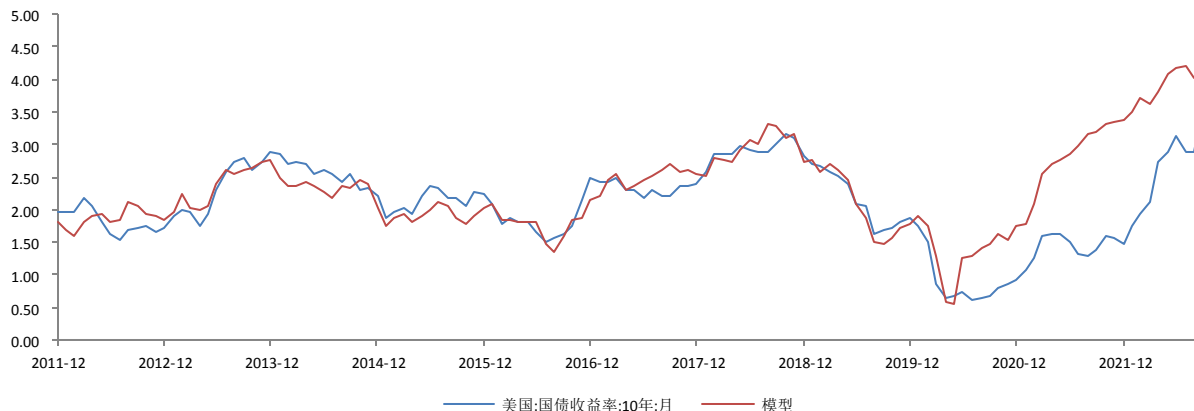
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：美十债模型



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，年内经济平稳渡过	2022-11-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储加息周期峰值预期再次提升	2022-11-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国三季度 GDP 略超预期，各国央行加息幅度或有转向	2022-10-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农略超预期，11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp，加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农仍旧强劲，9月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp 概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8 月将继续回落	2022-08-11

资料来源：东兴证券研究所

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_48732

