

2022 年 12 月 14 日

宏观研究团队

通胀连续下行，美联储内部可能分化——美国 11 月 CPI 点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布 11 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 7.1%，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上升 6.0%，环比上升 0.2%，均不及市场预期。

● 美国通胀连续超预期下行，但服务通胀韧性仍存

1. 能源与核心商品推动通胀超预期下行。11 月 CPI 与核心 CPI 走势同时下行，一方面是前期高基数开始发挥作用；另一方面也显示当前美国总体通胀动能开始逐渐放缓，特别是核心商品连续负增长，显示当前美联储的加息政策终于开始发挥作用，但核心服务通胀仍有一定韧性，我们可以对后续通胀走势保持谨慎乐观。

2. 核心商品快速下行，核心服务韧性仍存。具体而言，能源方面，11 月能源项同比上升 13.1%，环比下降 1.6%，环比增速较 10 月份下降 3.4 个百分点；食品方面，11 月份食品项同比上升 10.6%，较 10 月份下降 0.3 个百分点，连续 3 个月下降；核心通胀方面，11 月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所下降，其中核心商品通胀环比增速下降较多，以住房项为主要构成的服务通胀环比增速下降较少，显示当前美国核心服务通胀仍有相当大的韧性。

3. 核心商品后续仍将推动通胀下行。往后看，短期内能源与食品项会对整体通胀起到一定的拖累作用，但是幅度不会很大。核心商品通胀预计将会继续放缓，核心服务通胀仍将会保持一定韧性，总体核心通胀会继续下降。美国总体通胀水平或仍有一定幅度的下跌，不过需要注意的是，当前通胀的绝对水平仍高。

● 美联储内部或将分化

强劲的劳动力市场和超预期下行的通胀，美联储 12 月份或将加息 50bp，但是后续的货币政策操作难度将会提升，其内部可能更加分化。11 月份美国新增非农就业 26.3 万人，劳动力市场显示出了较为强劲的韧性，这将会给美国服务通胀提供有力的支撑。但通胀水平连续超预期下行，显示当前美国通胀上升动能正在逐步放缓，这将降低美联储继续大幅度加息的动力。因此在 12 月份的 FOMC 会议上大概率将放缓加息节奏至 50bp。但是考虑到当前劳动力市场仍然较为强劲，如果放松加息，叠加中国防疫政策优化带来的全球需求上升，美国通胀有一定可能性会出现反弹，因此后续美联储的货币政策操作的难度将会提升，政策节奏可能将会更加谨慎，其内部对于货币政策的分歧有可能将会加大，从而对全球资本市场带来不确定性。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《通往繁荣之路——2023 年宏观展望——宏观深度报告》-2022.12.8

《美联储或迈向更高加息终点——美国 11 月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2022.12.4

目 录

1、美国通胀连续超预期下行，但服务通胀韧性仍存.....	3
1.1、能源与核心商品推动通胀超预期下行.....	3
1.2、核心商品快速下行，核心服务韧性仍存.....	3
1.3、核心商品后续预计仍将推动通胀下行.....	5
2、美联储内部或将分化.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国通胀水平连续下行.....	3
图 2：能源与核心商品推动通胀下行.....	3
图 3：能源通胀有较大的降幅.....	4
图 4：食品通胀有一定程度下降.....	4
图 5：核心商品通胀回落速度更快.....	4
图 6：美国汽油零售价格下行较多.....	5
图 7：粮食期货价格近期有涨有跌.....	5
图 8：美国二手车价格有望继续回落.....	6
图 9：美国房租通胀可能还将继续上行.....	6
图 10：纽约联储一年期与三年期通胀预期下行.....	6

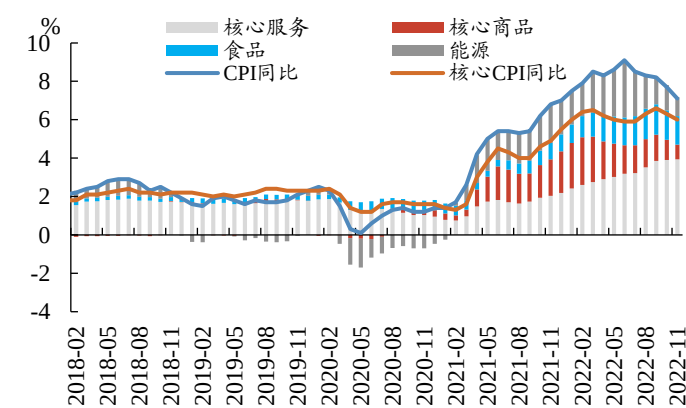
事件：美国公布 11 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 7.1%，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上升 6.0%，环比上升 0.2%，均不及市场预期。

1、美国通胀连续超预期下行，但服务通胀韧性仍存

1.1、能源与核心商品推动通胀超预期下行

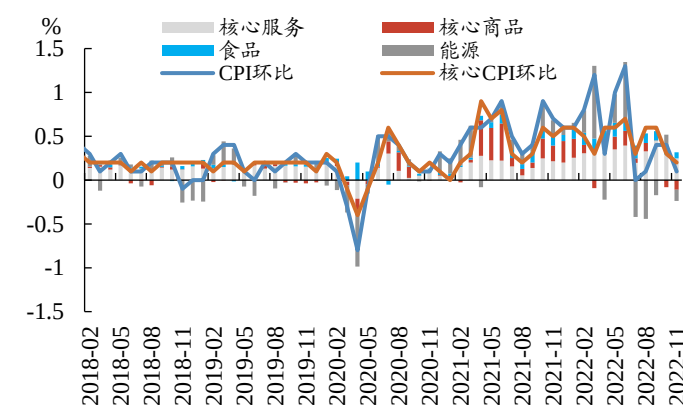
美国 11 月 CPI 同比上升 7.1%、环比上升 0.1%，低于市场预期的 7.3% 与 0.3%，绝对通胀水平继续下降。11 月通胀同比较 10 月回落 0.6 个百分点、环比较 10 月下降 0.3 个百分点，原因主要是 11 月能源项与核心商品项环比增速有一定回落，特别是汽油项环比下降 2.0%，带动整个能源项环比下降 1.6%。核心 CPI 同比上涨 6.0%，较 10 月下降 0.3 个百分点，低于市场预期的 6.1%；环比上升 0.2%，增速较 10 月回落 0.1 个百分点。11 月 CPI 与核心 CPI 走势同时下行，一方面是前期高基数开始发挥作用；另一方面也显示当前美国总体通胀动能开始逐渐放缓，特别是核心商品连续负增长，显示当前美联储的加息政策终于开始发挥作用，但核心服务通胀仍有一定韧性，我们可以对后续通胀走势保持谨慎乐观。总的来看，美国通胀终于出现了较为明显的放缓迹象，虽然绝对水平仍高，但对市场以及美联储而言，都是一个较为乐观的讯号。

图1：美国通胀水平连续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：能源与核心商品推动通胀下行

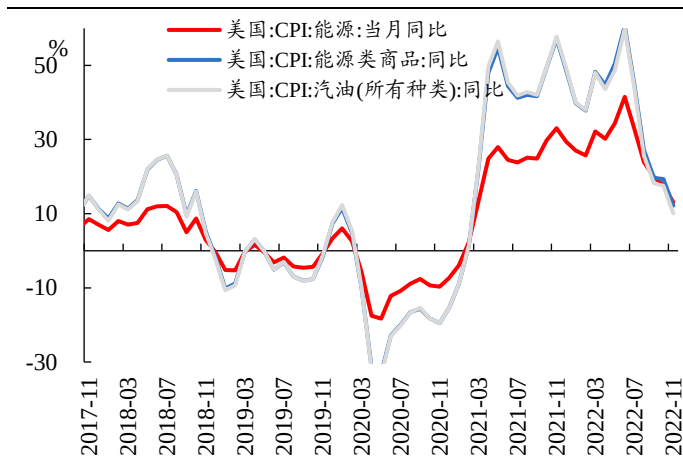


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

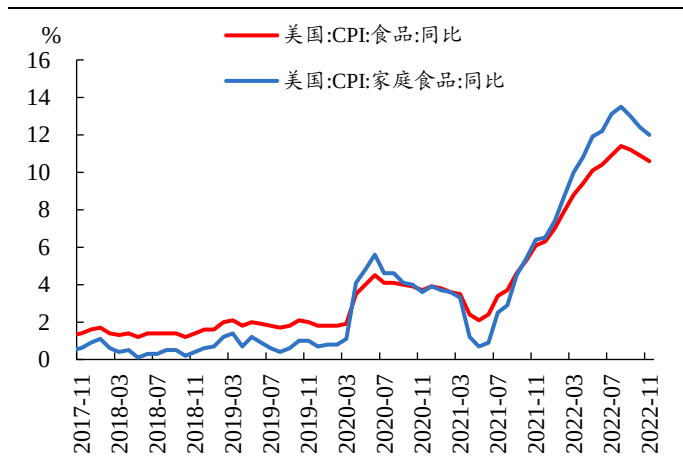
1.2、核心商品快速下行，核心服务韧性仍存

（1）**能源方面**，11 月能源项同比上升 13.1%，环比下降 1.6%，环比增速较 10 月份下降 3.4 个百分点。其中汽油项环比下降 2.0%，环比增速较 10 月份下降 6.4 个百分点；燃油项环比上升 1.7%，环比增速较 10 月份减少 18.1 个百分点。11 月能源通胀环比增速再度转负，我们认为一方面可能是因为国际能源价格在 11 月份有较多降幅；另一方面则可能是美国民众汽油消费量有一定程度回落，供需关系有所改善，11 月份美国汽油价格从最高的 3.57 美元/加仑下跌至 3.39 加仑，下降幅度约 5%，降幅较 10 月扩大约 4.5 个百分点。

（2）**食品方面**，11 月份食品项同比上升 10.6%，较 10 月份下降 0.3 个百分点，连续 3 个月下降；环比上升 0.5%，增速较 10 月下降 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 12%，较 10 月份下降 0.4 个百分点。食品项的同比与环比增速下降，或体现出粮食价格的下降已经传导至居民消费端。

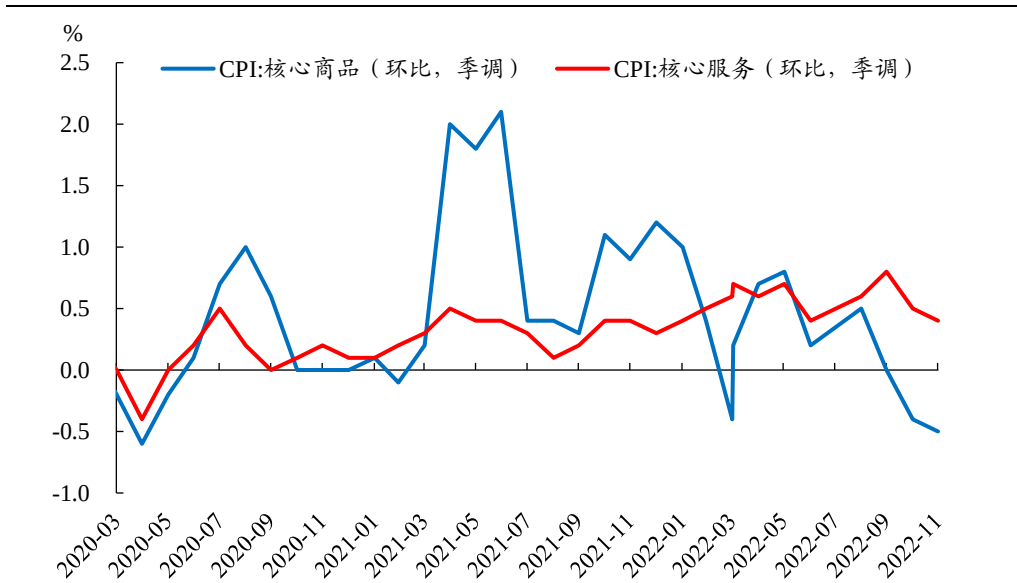
图3：能源通胀有较大的降幅


数据来源：BLS、开源证券研究所

图4：食品通胀有一定程度下降


数据来源：BLS、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，11月核心CPI同比上升6.0%，环比上升0.2%。同比与环比增速均较10月有所回落，显示通胀内生增长动能逐渐减弱。分项来看，核心商品环比增速较10月再度下降0.1个百分点至-0.5%，呈现持续降温姿态。其中二手车项环比下降2.9%，降幅较10月份扩大0.5个百分点；新车方面，环比增速为0，较10月份下降0.4个百分点。核心服务环比上升0.4%，较10月份下降0.1个百分点。其中住房项同比上升6.8%，较10月份下降0.1个百分点；环比上升0.6%，较10月份下降0.2个百分点。交通运输服务环比下降0.1%，较10月份下降0.9个百分点，且增速首度转负。总的来看，11月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所下降，其中核心商品通胀环比增速下降较多，以住房项为主要构成的服务通胀环比增速下降较少，显示当前美国核心服务通胀的仍有相当大的韧性。

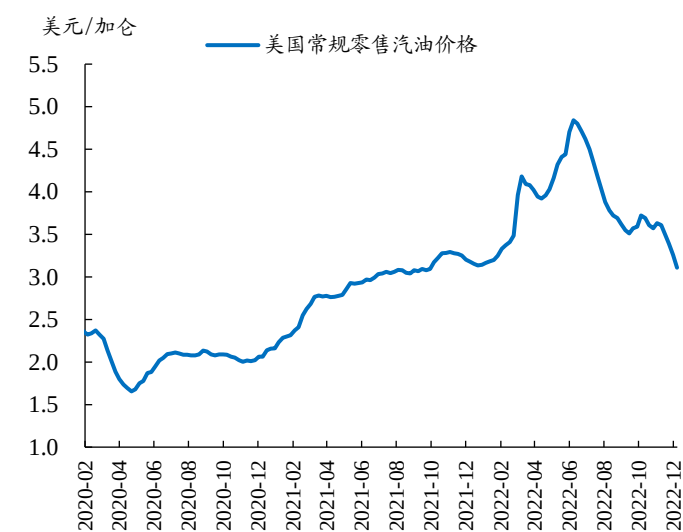
图5：核心商品通胀回落速度更快


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、核心商品后续预计仍将推动通胀下行

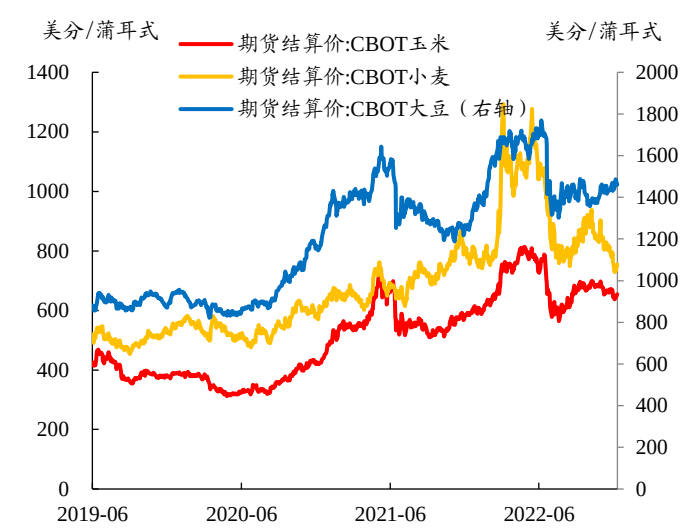
(1) 能源与粮食价格短期内对通胀或将有一定的拖累作用。能源方面，截至12月12日，美国汽油价格降至3.11美元/加仑，较11月底汽油价格下降8.26%，价格回落幅度增大。后续来看，伴随着美国与全球经济增长动能的放缓，原油价格长期来看面临较大的下行压力，但是近期俄罗斯以及OPEC+可能酝酿减产以及美国临近圣诞节节假日的出行高峰，我们认为后续美国汽油价格下行趋势将会放缓。食品方面，近期主要粮食期货价格有涨有跌，其中大豆价格有所上升，小麦和玉米价格则有所下跌，总体来看，粮食期货价格基本保持稳定。但考虑到节假日以及冬季因素，我们预计食品价格可能基本保持稳定，不太会出现较大幅度的下行。综合来看，我们认为但短期内能源与食品项会对整体通胀起到一定的拖累作用，但是幅度不会很大。

图6：美国汽油零售价格下行较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

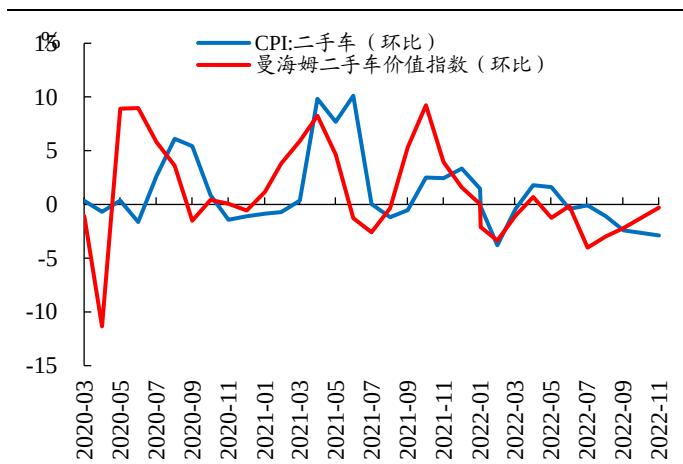
图7：粮食期货价格近期有涨有跌



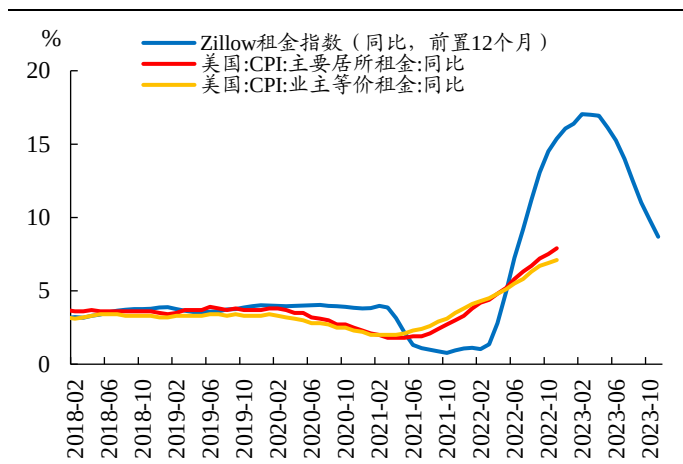
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀预计将会继续放缓，核心服务通胀仍将会保持一定韧性，总体核心通胀会继续下降。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）环比下降0.5%，二手车价格预计将还会有更进一步的回落；新车方面，伴随着全球供应链压力的减轻以及芯片供应的改善，新车价格增速有望继续下降，两者或将共同带动美国核心商品通胀短期内继续放缓；核心服务方面，从11月数据来看，住房通胀是核心服务通胀保持韧性的关键所在。后续来看，由于美国服务业仍在继续恢复，以及劳动力市场的仍然坚挺，以房租为代表的服务价格预计将会相对坚挺。从Zillow房租指数来看，后续房租预计还将继续上涨，房租通胀可能会更有韧性。总体而言，核心商品通胀预计将会继续回落，但由于劳动力市场的坚挺以及工资增速仍高，核心服务通胀将会保持一定韧性，核心通胀预计继续下降。

(3) 总的来看，11月的通胀数据显示美国通胀水平已经有了较为持续的下跌，除核心服务仍有一定韧性外，其它通胀分项均有较为明显的回落，这显示美联储的持续加息已经对经济和通胀水平产生了一定的作用。随着粮食价格的稳定以及能源价格的进一步下降，美国总体通胀水平或仍有一定幅度的下跌，不过需要注意的是，当前通胀的绝对水平仍高。

图8：美国二手车价格有望继续回落


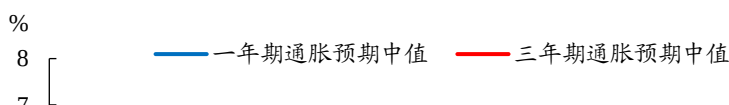
数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀可能还将继续上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储内部或将分化

强劲的劳动力市场和超预期下行的通胀，美联储12月份或将加息50bp，但是后续的货币政策操作难度将会提升，其内部可能更加分化。11月份美国新增非农就业26.3万人，劳动力市场显示出了较为强劲的韧性，而且薪资增速更进一步提升，这将会给美国服务通胀提供有力的支撑（可参考报告《美联储或迈向更高加息终点——美国11月非农就业数据点评》）。但通胀水平连续超预期下行，显示当前美国通胀上升动能正在逐步放缓，考虑到后续的高基数，通胀水平有可能会持续回落。且当前民众的通胀预期随着能源价格的回落有了一定程度的下降，11月份纽约联储一年期与三年期通胀预期分别下降0.7、0.1个百分点至5.9%、3.0%，创下一年来新低，这将降低美联储继续大幅度加息的动力。因此其在12月份的FOMC会议上大概率将放缓加息节奏至50bp。但是考虑到当前劳动力市场仍然较为强劲，如果放松加息，叠加中国防疫政策优化带来的全球需求上升，美国通胀有一定可能性会出现反弹，因此后续美联储的货币政策操作的难度将会提升，政策节奏可能将会更加谨慎，其内部对于货币政策的分歧有可能将会加大，从而对全球资本市场带来不确定性。

图10：纽约联储一年期与三年期通胀预期下行


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_50183

