

总量研究

美国通胀粘性收敛，未来或将超预期下行

——2022 年 11 月美国 CPI 数据点评

要点

事件：

11 月美国通胀明显回落，11 月 CPI 同比增 7.1%，前值 7.7%，市场预期 7.3%；季调后 11 月 CPI 环比 0.1%，前值 0.4%，市场预期 0.3%；11 月核心 CPI 同比增 6.0%，前值 6.3%，市场预期 6.1%；季调后 11 月核心 CPI 环比增 0.2%，前值 0.3%，市场预期 0.3%。

数据发布后，市场开始博弈明年 2 月加息幅度放缓至 25BP，此后停止加息，加息终点为 4.5%-4.75%，并于明年年中开始降息。受此影响，美股、大宗、黄金价格大幅上涨，美元指数、美债利率回落。

核心观点：

11 月美国通胀明显回落，环比及同比数据均大幅低于市场预期。其中，能源和二手车价格回落是主因，但住宅、餐饮、交通等服务价格涨幅也出现普遍性放缓，表明通胀高粘性问题的正逐步缓解，需求侧降温速度可能快于市场预期。

向前看，未来能源、商品、服务价格转弱的持续性较强，或将带动美国通胀超预期下行。在此背景下，预计明年美联储加息节奏将进一步放缓，加息终点或将提前到来，提振全球股市、黄金价格。

11 月美国通胀加速回落的原因：

一是，原油价格下跌，主要与中国疫情反复抑制石油需求，以及欧盟对俄原油价格上限设定偏高，导致供给支撑减弱有关。截至 12 月 12 日，美国汽油零售价较上月均价的跌幅扩大至-10%，或将拖累 12 月 CPI 环比。

二是，二手车价格延续回落。11 月，美国二手车和卡车价格环比跌幅进一步扩大至-2.9%，上月为-2.4%，表明商品需求回落、供应链压力持续缓解。

三是，住房等服务价格降温，通胀粘性开始走弱。11 月，美国住房价格环比自上月的 0.8%回落至 0.6%，餐饮、医疗、交通等服务价格涨幅也全面放缓。

从能源、商品、服务价格看，未来通胀加快下行概率较大。

一则，原油价格在近期加速下行后，短期内可能趋于平稳，但在俄乌冲突趋向收敛、欧美需求走弱的背景下，未来上行空间依然不大，高基数下将拖累 CPI。我们预计，2023 年一季度，俄乌冲突或将迎来实质性的缓和契机，能源和粮食供给冲击将逐步消退，目前来看，这一趋势已经形成。

二则，服务价格带来的通胀高粘性问题的正出现边际松动。其一，11 月 CPI 住房价格环比增速已出现放缓迹象，鉴于前期房屋价格和实际租金价格已在持续下跌，明年这一滞后效应将进一步体现，带动住房通胀加快回落。其二，随着需求侧降温，劳动力市场供求关系正边际改善，美国职位空缺率、失业人数中退职者比例已在持续回落。未来需进一步观察，若这一趋势得到强化，未来通胀粘性或将持续减弱。

三则，随着全球疫情管控放松、美联储加息效果显现，前期因生产力下滑、以及超额需求推升的供应链压力已在持续缓解。美国进口价格指数持续下探、国内消费贷款增速回落、制造业 PMI 收缩，均指向商品价格的持续放缓。

风险提示：美国经济回落速度超预期；俄乌局势超预期发展。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？——2022 年 11 月贸易数据点评（2022-12-08）

非农超预期，为何美股反应温和？——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

多项指数同步走弱，政策仍需持续发力——2022 年 11 月 PMI 点评（2022-11-30）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022 年 10 月贸易数据点评（2022-11-08）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-10-31）

疫情扰动叠加季节效应，制造业产需同步走弱——2022 年 10 月 PMI 点评（2022-10-31）

9 月行业景气度有何边际变化？——光大宏观周报（2022-10-30）

盈利延续弱复苏，稳固内需是关键——2022 年 9 月工业企业盈利数据点评（2022-10-27）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022 年 9 月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

目 录

1、 11 月美国通胀超预期回落，加息减速预期进一步抬升	3
2、 美国通胀粘性开始收敛，未来或将加快下行	4
3、 风险提示	7

图目录

图 1：11 月 CPI 环比明显收窄，同比增速加快下行	3
图 2：11 月核心 CPI 环比连续两个月回落，同比拐点确认	3
图 3：从分项环比拉动率看，商品和服务价格普遍性回落	3
图 4：市场预期明年 2 月加息幅度或放缓至 25BP	3
图 5：11 月以来美国汽油价格持续回落	5
图 6：11 月美国制造业 PMI 指数显示，供应链压力持续缓和	5
图 7：11 月美国公寓房租价格加快回落	5
图 8：今年 4 月起，美国房屋价格指数开始回落	5
图 9：9 月以来俄罗斯乌拉尔原油折价幅度已明显收窄	6
图 10：今年二季度起，石油库存开始回升	6
图 11：美国劳动力市场职位空缺率与辞职率自高位逐步回落	7
图 12：随着贷款利率抬升，11 月以来美国消费贷款增速回落	7

表目录

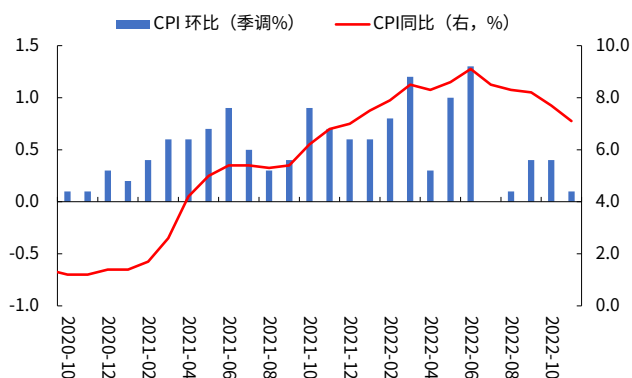
表 1：2022 年 9 月-2022 年 11 月 CPI 同比和环比分项	4
--	---

1、11月美国通胀超预期回落，加息减速预期进一步抬升

11月美国通胀明显回落，环比及同比数据均大幅低于市场预期。其中，能源和二手车价格回落是主因，但住宅、餐饮、交通等服务价格涨幅也出现普遍性放缓，表明通胀高粘性问题的逐步缓解，未来通胀降温速度或快于市场预期。11月CPI同比增7.1%，前值7.7%，市场预期7.3%；季调后11月CPI环比0.1%，前值0.4%，市场预期0.3%；11月核心CPI同比增6.0%，前值6.3%，市场预期6.1%；季调后11月核心CPI环比增0.2%，前值0.3%，市场预期0.3%。

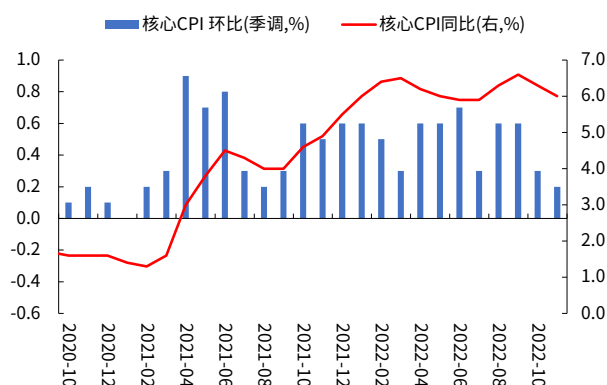
数据发布后，市场开始博弈明年2月加息幅度放缓至25BP，此后停止加息，加息终点为4.5%-4.75%，并于明年年中开始降息。根据CME FedWatch，12月加息50BP仍是大概率事件，但明年2月加息25BP的概率已经升至55.7%，明年3月停止加息概率升至24.4%。受此影响，美股、大宗、黄金价格大幅上涨，美元指数、美债利率回落。

图1：11月CPI环比明显收窄，同比增速加快下行



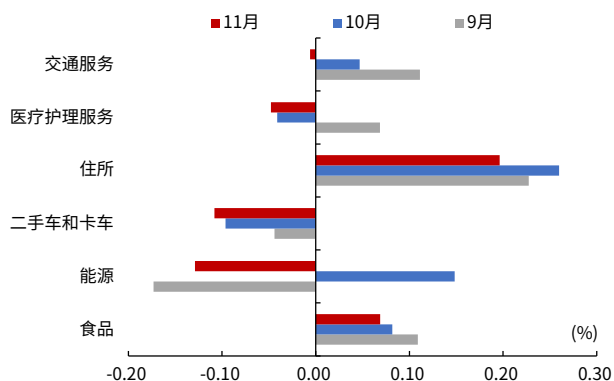
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期2022年11月

图2：11月核心CPI环比连续两个月回落，同比拐点确认



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期2022年11月

图3：从分项环比拉动率看，商品和服务价格普遍性回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：市场预期明年2月加息幅度或放缓至25BP

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	79.4%	20.6%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.7%	38.2%	6.2%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.4%	48.0%	24.1%	3.5%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	44.7%	27.4%	6.3%	0.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	21.4%	44.4%	27.1%	6.2%	0.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	5.0%	26.6%	40.6%	22.4%	4.9%	0.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.9%	12.8%	31.6%	34.0%	16.1%	3.3%	0.2%
2023/11/1	0.0%	1.1%	8.2%	23.7%	33.0%	23.6%	8.7%	1.5%	0.1%
2023/12/13	0.8%	6.4%	19.8%	30.7%	26.0%	12.4%	3.3%	0.5%	0.0%

资料来源：CME FedWatch，光大证券研究所 注：数据截止日期2022年12月14日

表 1: 2022 年 9 月-2022 年 11 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2022年11月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
		2022/09	2022/10	2022/11	2022/09	2022/10	2022/11
食品	13.7	11.2	10.9	10.6	0.8	0.6	0.5
家庭食品	8.5	13.0	12.4	12.0	0.7	0.4	0.5
谷物和烘焙制品	1.1	16.2	15.9	16.4	0.9	0.8	1.1
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	9.0	8.0	6.8	0.4	0.6	-0.2
乳制品及相关制品	0.8	15.9	15.5	16.4	0.3	-0.1	1.0
水果和蔬菜	1.4	10.4	9.4	9.7	1.6	-0.9	1.4
无酒精饮料和饮料原料	1.0	12.9	12.7	13.2	0.6	0.5	0.7
其他家庭食品	2.3	15.7	15.4	13.9	0.5	0.9	-0.1
非家庭食品	5.2	8.5	8.6	8.5	0.9	0.9	0.5
能源	8.1	19.8	17.6	13.1	-2.1	1.8	-1.6
能源类商品	4.4	19.7	19.3	12.2	-4.7	4.4	-2.0
燃油	0.2	58.1	68.5	65.7	-2.7	19.8	1.7
发动机燃料	4.2	18.8	18.1	10.8	-4.8	4.0	-2.1
汽油 (所有种类)	4.1	18.2	17.5	10.1	-4.9	4.0	-2.0
能源服务	3.6	19.8	15.6	14.2	1.1	-1.2	-1.1
电力	2.6	15.5	14.1	13.7	0.4	0.1	-0.2
公共事业 (管道) 燃气服务	1.0	33.1	20.0	15.5	2.9	-4.6	-3.5
所有项目, 除食品和能源	78.2	6.6	6.3	6.0	0.6	0.3	0.2
商品, 不含食品和能源类商品	21.0	6.6	5.1	3.7	0.0	-0.4	-0.5
服装	2.5	5.5	4.1	3.6	-0.3	-0.7	0.2
新车	4.1	9.4	8.4	7.2	0.7	0.4	0.0
二手车和卡车	3.7	7.2	2.0	-3.3	-1.1	-2.4	-2.9
医疗护理商品	1.5	3.7	3.1	3.1	-0.1	0.0	0.2
酒精饮料	0.9	4.1	5.0	5.5	0.0	0.8	0.7
烟草和烟草制品	0.5	8.2	6.6	6.3	0.2	0.3	0.7
服务, 不含能源服务	57.2	6.7	6.8	6.8	0.8	0.5	0.4
住所	32.7	6.6	6.9	7.1	0.7	0.8	0.6
主要居所租金	7.4	7.2	7.5	7.9	0.8	0.7	0.8
业主等价租金	24.0	6.7	6.9	7.1	0.8	0.6	0.7
医疗护理服务	6.8	6.5	5.4	4.4	1.0	-0.6	-0.7
医疗服务	1.8	1.8	1.8	1.5	0.5	0.0	0.0
医院服务	2.1	3.8		2.9	0.1		
交通服务	6.0	14.6	15.3	14.2	1.9	0.8	-0.1
机动车维修保养	1.1	11.1	10.3	11.7	1.9	0.7	1.3
机动车保险	2.5	10.3	12.9	13.4	1.6	1.7	0.9
机票	0.6	42.9	42.9	36.0	0.8	-1.1	-3.0

资料来源: 美国劳工部, 光大证券研究所。数据截止日期为 2022 年 11 月; 权重单位为%; 10-11 月医院服务数据未公布

2、美国通胀粘性开始收敛，未来或将加快下行

具体来看，11 月美国通胀加速回落的原因有三：

一是，原油价格下跌是 CPI 环比收窄的主导因素。11 月，美国能源价格环比回落至-1.6%，上月为 1.8%，其中，汽油价格环比自上月的 4.0%回落至-2.0%。11 月油价回落，与中国疫情反复抑制石油需求，以及欧盟对俄原油价格上限设定偏高，导致供给支撑减弱有关。截至 12 月 12 日，美国汽油零售价格仍在持续回落，较上月均价的跌幅扩大至-10%，或将继续拖累 12 月 CPI 环比。

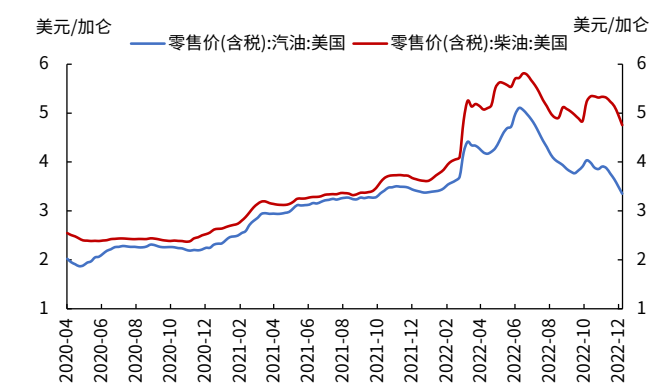
二是，二手车价格延续回落。11 月，美国二手车和卡车价格环比跌幅进一步扩大至-2.9%，上月为-2.4%，新车价格环比增速自上月的 0.4%回落至 0%。从美国制造业 PMI 数据看，11 月制造业 PMI 自上月的 50.2%回落至 49%，落入收缩区间，新订单、进口指数回落，供应商交付时间缩短，库存大幅上升，指向美国制造业需求正加快回落，供应链问题持续缓解。

三是，住房等服务价格降温，通胀粘性开始走弱。11 月，美国住房价格环比增速自上月的 0.8%回落至 0.6%，租金价格环比增速出现放缓态势。受 CPI 采样方式限制（每六个月采样一次），CPI 租金价格滞后于实际租金价格。从实际情况看，由于前期房价持续下跌，7 月起全美公寓房租价格环比已在放缓，9

月起环比转负，并且连续三个月跌幅扩大。因此，从 11 月 CPI 住房价格环比增速放缓情况看，未来这一趋势大概率已经形成。

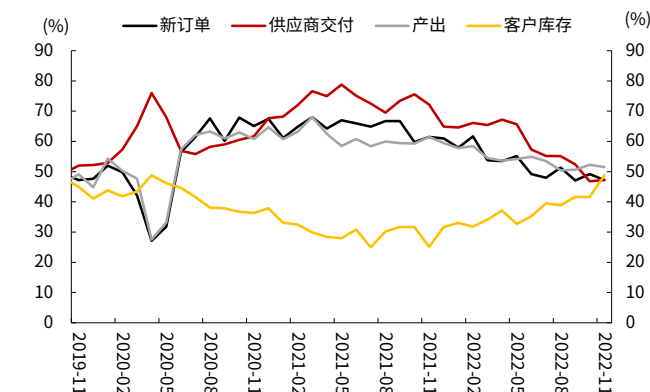
此外，餐饮、医疗、交通等服务价格涨幅也出现全面放缓。11 月，外出就餐价格环比增速回落至 0.5%（上月为 0.9%）、医疗护理服务价格环比增速回落至-0.7%（上月为-0.6%）、交通服务价格环比回落至-0.1%（上月为 0.8%）。

图 5：11 月以来美国汽油价格持续回落



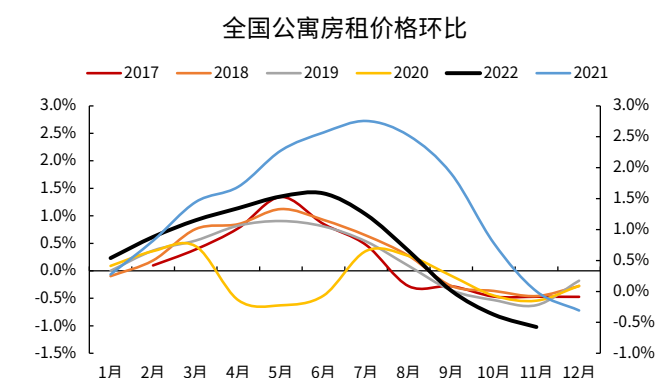
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截止日期 2022 年 12 月 12 日

图 6：11 月美国制造业 PMI 指数显示，供应链压力持续缓和



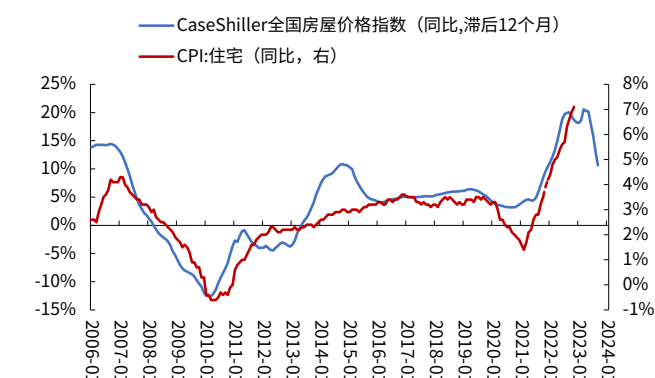
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截止日期 2022 年 11 月

图 7：11 月美国公寓房租价格加快回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截止日期 2022 年 11 月

图 8：今年 4 月起，美国房屋价格指数开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所。CS 房价指数更新至 2022 年 9 月；CPI 住宅数据更新至 2022 年 11 月

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_50229

