

宏观跟踪报告

报告日期：2022 年 12 月 14 日

通胀压力连续缓解，加息路径逐步清晰

——美国 11 月通胀数据传递的信息

核心观点

本月通胀压力进一步缓解，此前主要由供给端驱动的能源分项明显回落+食品分项环比增速连续收窄，联储加息对需求侧的抑制作用也从核心 CPI 进一步显现。伴随本期 CPI 数据公布，12 月美联储加息 50BP 几无悬念，预计点阵图指引的利率终点相较当前市场一致预期不会出现明显偏离。我们认为联储实际加息周期的结束可能领先于点阵图指引，主要压力源自于欧洲金融稳定因素的制约。

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

□ 能源回归负增长粮食环比涨幅趋缓&联储加息作用显著核心 CPI 连续环比回落

11 月美国 CPI 连续 2 个月低于市场预期。本月美国 CPI 同比增速 7.1%，相较前值 7.7% 大幅回落；环比增速 0.1%，相较前值 0.4% 明显降温。核心 CPI 同比增速 6.0%；环比增速 0.2%，相较前值 0.6% 压力明显减小。整体来看，本月通胀的降温源自于供需两端的共同贡献。此前主要由供给端驱动的能源分项明显回落+食品分项环比增速连续收窄，联储加息对需求侧的抑制作用也从核心 CPI 进一步显现。从核心 CPI 以外的分项来看：

能源分项本月环比增速-1.6%，回归下行区间。整体与高频数据趋势一致，进入 11 月以来，美国汽油零售价格连续 4 周回落，由 11 月初的 3.63 美元/加仑回落至 12 月初的 3.26 美元/加仑，单月环比跌幅超过 10%。食品分项环比 0.5%，9 月以来连续 2 个月环比涨幅收窄。

□ 核心商品通缩&住房韧性较强但下行趋势确定&住房以外的核心服务未明显降温

核心 CPI 方面，鲍威尔在讲话《通货膨胀和劳动力市场》（以下简称“讲话”）中将核心 CPI 划分为三项，分别是核心商品、住房和住房以外的核心服务：

核心商品方面，本月环比增速-0.5%，在前值-0.4% 的基础上进一步跌幅扩大，连续两月位于环比通缩区间；一是源于联储加息抑制需求，11 月美国 ISM 制造业 PMI 首次在年内回落至荣枯线以下至 49，也是 5 月以来连续 6 个月回落；二是源于供应链的改善，纽约联储的全球供应链压力指数本月小幅反弹但今年以来整体延续大幅回落态势；三是源于缺芯压力持续缓解推动二手车价格回落，Manheim 二手车价格指数自 5 月起已连续 6 个月环比回落。考虑到当前价格指数 199.4 仍远高于疫前水平（130-140 区间），未来仍有较大回落空间，预计环比负增长将延续至 2023 年。

住房分项方面，本月房租分项环比增速 0.6%，相较前值小幅回落，该分项韧性虽强但从房价、实际房租等各项领先指标来看未来回落确定性相对较高，鲍威尔在“讲话”中也指出分项拐点存在滞后性，但伴随房租价格转为下行住房分项预计将于 23 年转为负增长。从房租的实际价格来看，Realtor 房租数据显示 8-10 月房租价格中位数分别为 1771、1759 和 1734 美元/单元，已连续 2 个月环比下跌。

住房以外的核心服务方面，本月核心服务环比 0.4%，房租环比 0.6%，对应住房以外的核心服务环比预计略低于 0.4%，与前值相比改善幅度有限韧性仍存（尤其是在医疗分项环比继续大幅回落 0.7% 的基础上）；该分项与工资增速高度相关。我们曾于前期报告《三问美国就业市场，劳动力紧张何时休》中测算指出：“预计 2023 年 Q2 起就业市场的恶化速度可能逐步加剧，失业率可能突破 4.5%；预计届时薪资增长压力将有明显缓解，同环比增速回落速度可能加快。”因此对应住房以外的核心服务分项可能在 2023 年 Q2 前均维持一定韧性。

□ 预计 12 月联储加息 50BP 概率大，12 月点阵图相较市场预期不会出现明显偏离

伴随本期 CPI 数据公布，12 月美联储加息 50BP 已无悬念，本周议息会议的核心焦点仍在于利率终点的位置。

从12月点阵图看，我们预计不会与当前市场预期出现明显偏离。我们曾于年度策略《万里风云，峰回路转》中指出，从历史规律来看，每当通胀数据低于政策利率，便可满足美联储政策转向降息的“隐性标准”。我们对2023年Q2美国CPI中枢的判断为4.9%（彭博一致预期为4.3%），低于政策利率，因此对应联储未来加息时间大概率难超2023年Q1，本月点阵图对应利率终点上限位于525-550BP区间的概率较大（即1月末议息会议加息50BP，3月加息25或50BP），相较于当前市场预期的525BP不会出现明显偏离。

从实际加息进程来看，我们认为联储在2023年的加息空间仅剩50BP，实际加息周期的结束可能领先于点阵图指引。本月加息后，1月末议息会议再次加息50BP紧缩周期可能就此结束。原因在于：我们认为2023年Q1末欧债风险爆发的概率较高，欧债风险如果爆发，美国金融稳定压力将受明显扰动，压力将不仅局限在部分债务压力国的主权债，美国持有的欧洲企业债同样将面临较大的下跌压力。从风险敞口规模看，截至2021年末，从欧元区19国看，美国共计持有欧债8555亿美元，占美国持有所有海外债券头寸的20%。金融稳定的压力可能倒逼联储在2023年3月不再加息（详情请参考前期报告《万里风云，峰回路转》）。

□ 未来利率下行过程中可能存在震荡反复，美元走势仍需关注欧债压力变化

美债方面，我们认为12月议息会议中利率终点进一步超预期上修的概率较小，年内美债利率或已见顶。但未来利率在回落的过程中仍可能出现震荡、反弹。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），如果利率回落过快可能面临被联储纠偏的风险。

美股方面，美股盈利端下行压力仍然有待释放，美股短期仍有下行空间。2023年Q1后伴随流动性转向我们认为美股将迎来上行拐点。

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，美元仍可能在2023年Q1进一步反弹向120冲高。

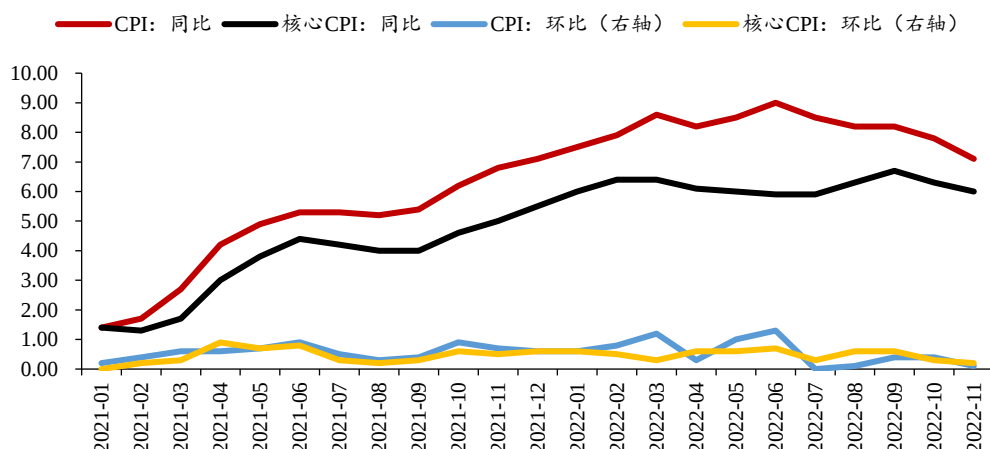
黄金方面，我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从2010年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

□ 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: Manheim 二手车价格指数变化 (%)

Month of Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
01-Jan	109.1	101.7	117.6	124.9	125.7	123.4	122.3	125.3	125.2	124.9	131.0	135.4	141.6	163.0	236.3
02-Feb	108.1	105.5	118.1	123.6	125.8	122.0	123.3	125.1	123.2	124.7	131.0	135.2	143.5	169.2	231.3
03-Mar	107.7	106.1	119.9	124.2	126.2	120.4	124.4	124.6	122.4	124.1	130.8	136.0	141.9	179.2	223.5
04-Apr	108.4	106.6	120.7	126.6	126.1	119.2	124.9	124.2	122.7	124.7	132.5	138.4	125.8	194.0	221.2
05-May	107.5	109.1	121.0	127.8	125.1	119.1	124.7	123.8	124.4	127.9	134.2	139.6	137.0	203.0	222.7
06-Jun	107.8	114.1	120.2	127.5	123.4	119.7	124.0	123.9	126.2	129.3	134.9	140.5	149.3	200.4	219.9
07-Jul	109.9	115.4	118.9	125.9	121.2	120.9	122.7	124.1	127.0	130.3	136.9	140.5	158.0	195.2	219.6
08-Aug	110.7	116.4	118.8	123.7	120.7	122.3	121.8	124.4	126.9	131.3	139.7	141.3	163.7	194.5	210.8
09-Sep	110.8	118.5	118.9	122.9	120.7	122.8	121.4	124.8	127.0	134.9	139.9	139.9	161.2	204.8	204.5
10-Oct	104.2	117.4	122.9	122.8	121.9	122.3	121.8	125.3	126.1	136.3	140.9	140.3	161.9	223.7	200.0
11-Nov	98.3	117.4	124.3	123.8	122.6	122.4	123.3	125.1	124.8	134.5	139.0	138.9	162.0	232.5	199.4
12-Dec	98.0	117.5	124.4	125.1	124.1	121.7	123.9	125.7	125.0	132.0	137.6	141.1	161.1	236.2	
Annual Avg.	106.7	112.1	120.5	124.9	123.6	121.4	123.2	124.7	125.1	129.6	135.7	138.9	150.6	199.6	217.2

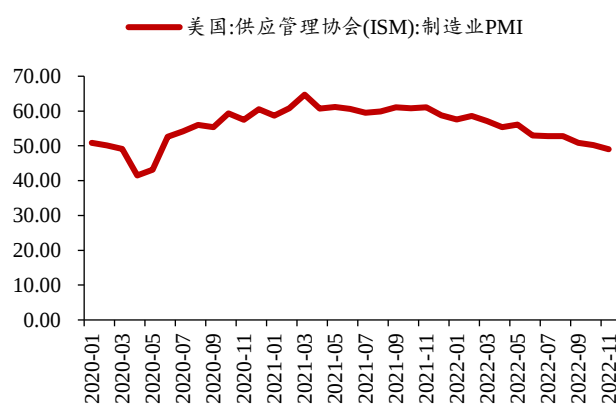
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 纽约联储全球供应链压力指数延续回落态势



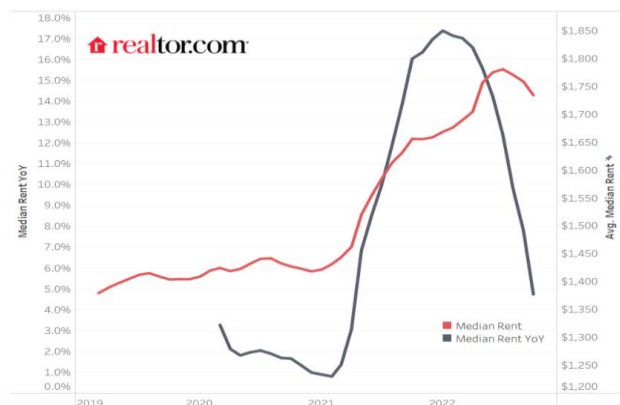
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图4: 美国 ISM 制造业 PMI 指数连续 6 个月回落



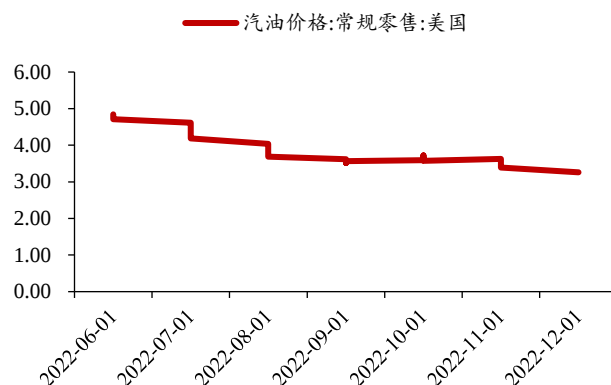
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5：10月美国房租价格走势及同比增速变化



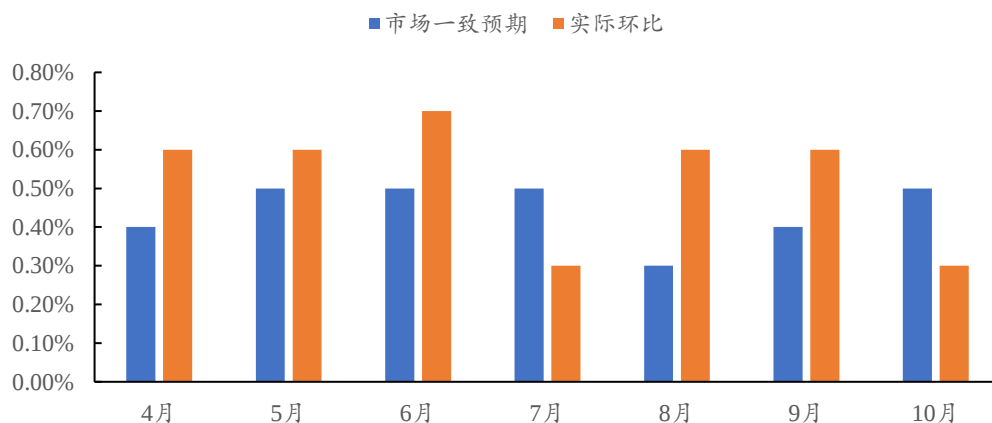
资料来源：Realtor，浙商证券研究所

图6：美国汽油价格延续回落态势（美元/加仑）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：Q2以来美国通胀环比增速5次高于一致预期，2次低于一致预期（%）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

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_50234

