

环比负增长收官，驱动加息再收敛

——美国12月通胀数据传递的信息

核心观点

美国通胀2022年12月以环比负增长收官，本月通胀的回落主要源于商品端供需矛盾的进一步改善；服务分项仍然维持较强韧性，主要源于住房分项。本月通胀数据的进一步回落指向美联储1月末议息会议加息25BP的概率较大，此后需关注欧债问题作为外部约束对联储政策节奏的影响。

□ 美国通胀2022年环比负增长收官，商品端供需矛盾持续改善&服务端仍有韧性

12月美国CPI同比增速6.5%，相较前值7.1%继续大幅回落；环比增速-0.1%，2022年首次出现环比负增长。核心CPI同比增速5.7%，相较前值6.0%进一步回落；环比增速0.3%，相较前值0.1%小幅反弹。整体来看，本月通胀基本符合市场预期，年末CPI同比增速回落至6.5%也基本符合我们在半年度策略《逆转，新生》中的前瞻性判断。

本月通胀的回落主要源于商品端供需矛盾的进一步改善；服务分项仍然维持较强韧性，主要源于住房分项。从核心CPI以外的分项来看：能源分项本月环比增速-4.5%大幅回落，和高频趋势基本保持一致。12月末美国汽油零售价格回落至2.97美元/加仑，单位价格年内首次跌破3美元。食品分项环比0.3%，9月以来连续3个月环比涨幅收窄。

□ 需求回落+供应链改善驱动核心商品环比维持通缩，住房韧性虽强但回落确定性高

核心CPI方面，我们继续沿用鲍威尔在《通货膨胀和劳动力市场》（以下简称“讲话”）中的框架观测，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-0.3%，连续三月位于环比通缩区间，符合我们前期判断；主要源自于联储加息持续抑制需求（本月制造业PMI46.2，相较前值进一步回落的同时连续2个月位于荣枯线以下）以及供应链持续改善（12月全球供应链压力指数环比回落4%）。我们认为上述趋势将在2023年Q1延续，核心商品将继续保持通缩态势。

住房分项方面，本月房租分项环比增速0.8%，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，鲍威尔此前也指出住房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。从房租实际价格看，Realtor房租数据显示8-11月房租价格中位数分别为1771、1759、1734和1712美元/单元，已连续3个月环比下跌。

□ 住房以外核心服务分项未来的持续性回落仍需劳动力市场降温和工资增速回落

住房以外的核心服务方面，本月核心服务环比0.5%，房租环比0.8%，对应住房以外的核心服务环比估算预计位于0.1%-0.2%区间，压力同样有所缓解，该分项与工资增速高度相关。12月美国非农时薪环比增速下行至0.27%，是2月以来最低，也与强劲就业数据出现背离（12月失业率进一步超预期下行至3.5%）。我们认为当前美国可能存在就业质量下降的现象：

根据华尔街日报以及人力公司ZipRecruiter的研究指出，由于当前岗位空缺数依然维持高位，因此下半年以来的裁员大潮中失业的劳动力约83%可在3个月内实现再就业，从而使得就业表现出较强韧性；但再就业的过程可能存在“向下兼容”，例如原本所在的IT等高薪行业裁员，转向零售等薪酬相对较低的行业，继而使得薪资增长压力小幅缓解（根据ZipRecruiter统计，跨行业再就业的比例约为25%）。我们认为未来薪资压力的持续性缓解仍需等待劳动力市场降温，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。”

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

- **1月加息25BP的概率较大，此后欧洲金融稳定风险可能倒逼联储提前结束加息**
本月CPI进一步回落指向美联储1月末议息会议加息25BP概率较大，下次议息会议加息后，欧洲潜在的金融稳定风险可能成为联储的重大外部约束，倒逼联储在2023年3月不再加息（详细请参考前期报告《美联储加息何时休》）。

虽然近期欧洲由于暖冬原因天然气价格大幅下跌，通胀增速有所回落；但从通胀结构来看，欧央行仍然面临较大紧缩压力。12月欧洲通胀中除能源分项环比大幅回落外，其余分项环比全部保持正增长，通胀压力进一步扩散，其中：核心CPI环比增速0.6%（前值0%），同比增速5.2%为年内新高；服务分项环比增速0.7%，为年内次高点。这一结构印证我们前期观点，当前欧洲通胀核心问题是：

在供给端持续性冲击下，欧洲开始出现广泛的罢工压力，通胀压力开始逐步经由工资向需求侧传导。一旦工资-通胀螺旋式上升压力形成，欧元区通胀粘性和上行风险（尤其是服务相关分项）将进一步增加（详细请参考前期报告《欧洲缩表计划启动，警惕德意利差反弹》），在此背景下欧央行仍然面临较大的紧缩压力。

- **美元走势仍需关注欧债压力变化，持续看好金价走势**

美债方面，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；从12月议息会议纪要看，联储同样不希望在通胀进一步回落前市场过早“抢跑”交易金融条件宽松（美联储在12月议息会议纪要中指出：“市场对于货币政策转松的误读，会加大联储控制通胀的难度和复杂性”），短期10年期美债利率可能在2022年11月下旬以来形成的3.4%-3.8%震荡区间之间继续波动。

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。

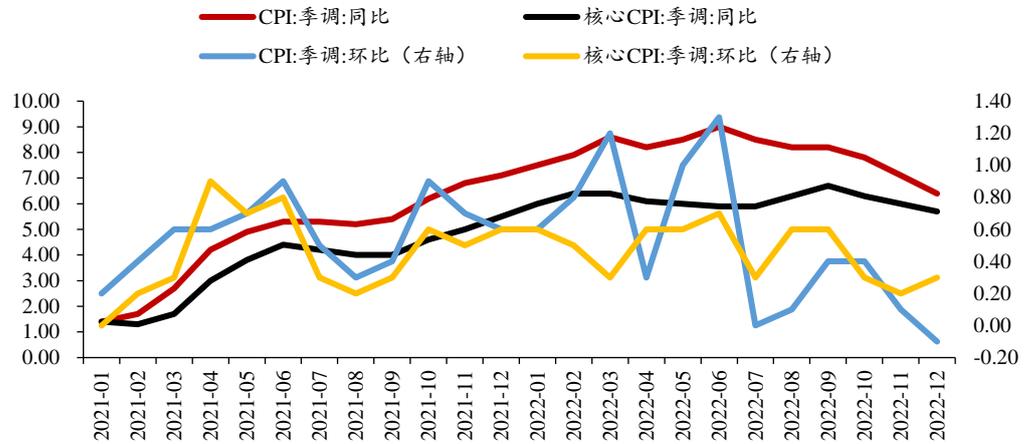
黄金方面，我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从2010年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

- **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 (%)

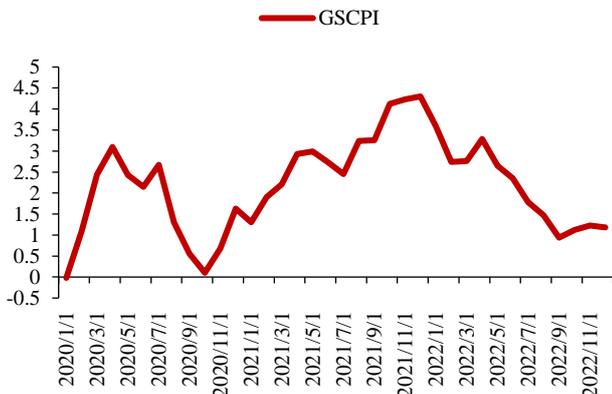
MANHEIM USED VEHICLE VALUE INDEX
December 2022

Month of Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
01-Jan	116.5	108.8	131.8	139.7	137.8	134.4	132.7	136.7	136.6	136.2	142.9	147.7	154.5	177.9	257.7
02-Feb	115.5	113.6	131.6	138.8	137.3	133.0	134.0	136.5	134.4	136.0	142.9	147.5	156.6	184.6	252.3
03-Mar	114.7	114.6	133.7	138.2	137.3	130.8	135.3	135.9	133.5	135.3	142.7	148.3	154.8	195.4	243.9
04-Apr	114.2	116.3	134.7	138.9	136.5	129.0	135.9	135.5	133.9	136.0	144.6	151.0	137.2	211.7	241.3
05-May	112.9	119.9	136.1	139.1	134.8	129.1	135.7	135.1	135.7	139.5	146.4	152.3	149.5	221.5	243.0
06-Jun	111.4	125.0	134.9	138.3	132.7	130.3	135.1	135.1	137.6	141.1	147.2	153.2	162.8	218.6	239.9
07-Jul	113.3	127.4	133.7	137.3	131.1	131.8	133.7	135.4	138.5	142.1	149.4	153.2	172.4	213.0	239.6
08-Aug	115.6	129.2	133.8	136.2	130.7	133.4	132.7	135.7	138.5	143.2	152.4	154.2	178.6	212.1	230.0
09-Sep	115.7	132.2	132.9	135.0	130.9	133.3	137.4	136.2	138.5	147.2	159.6	152.6	175.8	223.4	223.1
10-Oct	110.0	132.3	135.2	135.3	132.6	132.7	132.8	136.7	137.6	148.7	153.7	153.0	176.6	244.0	218.2
11-Nov	104.0	132.0	138.1	136.6	133.3	132.8	134.4	136.5	136.1	146.7	151.7	151.5	176.8	253.6	217.6
12-Dec	104.1	131.9	139.5	137.8	134.8	132.1	135.2	137.1	136.3	143.9	150.1	153.9	175.7	257.7	219.3
Annual Avg.	112.3	123.6	134.7	137.6	134.1	131.9	134.2	136.0	136.4	141.3	148.0	151.5	164.3	217.8	235.5

Cox AUTOMOTIVE[®] Manheim

资料来源: Manheim, 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



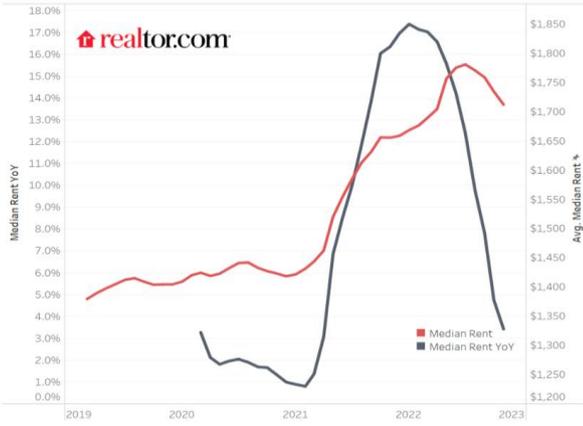
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图4: 美国 ISM 制造业 PMI 指数连续 6 个月回落



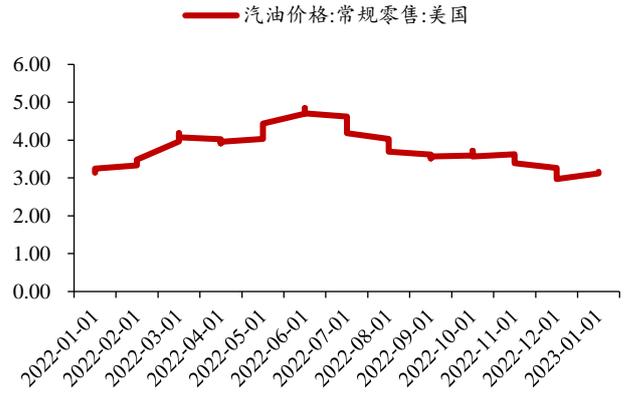
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 11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)



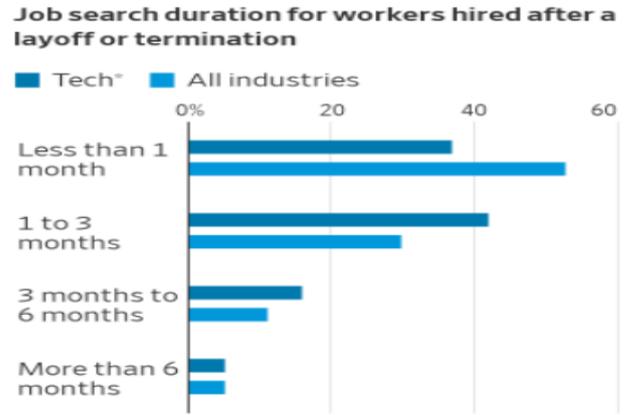
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 本月美国平均时薪环比增速为2月以来新低



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 美国被裁员员工迅速实现再就业



资料来源: ZipRecruiter, 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_51187

