

美国：通胀新变化，联储转向点？

报告发布日期

2022年11月08日

研究结论

- 年初至今，为了对抗通胀，美联储已经加息 300bp。连续大幅加息带来的冲击十分显著，从商品消费、地产、金融条件等诸多侧面衡量，美国经济降速趋势清晰。然而直到目前，作为主角的通胀却似乎仍然稳居风险因素之列。读数稳定维持高位、频繁超出预期，使得押注通胀的上侧风险成为了市场新的“肌肉记忆”、不会犯错的预期。曾经低估通胀的经验告诉我们，当下宏观的波动性已被放大，直觉式的思维惯性可能是有害的。因此，在这篇报告当中，我们再次系统性地整理评估了近期美国通胀问题的演绎，从中读取到新的趋势、信号，重新展望美国通胀问题的前景和可能出现的重要变化。而通胀问题又是当前美联储的核心决策依据。在此基础上，我们希望结合通胀和通胀以外因素，尝试理解和评估 10 月份以来市场上再度出现的美联储转向交易和信号：
- 进入下半年以来，美国的通胀和市场反馈呈现下述新的特征：-1) 名义通胀持续走低，初步确认通胀顶点。-2) 但核心通胀继续高企。-3) 导致通胀在下行通道当中仍然超预期。-4) 期间美联储继续大幅加息。-5) 股债市场经历大幅回调。
综上，当前通胀仍然是个需要警惕的问题，而问题的关键可能是在核心通胀。核心通胀是否、何时、以何种速率下台阶，将会是美国通胀下一阶段演绎变化的关键。
- 通胀各方面前瞻：-1) 能源通胀基准情形下跟随油价持续下行，Q4 存在上行风险。但基数效应决定大概率同比难再形成拉动。-2) 食品通胀同比预计在 22 年底前后见顶。-3) 二手车价格 Q3 大跌，商品通胀可能进一步下行。-4) CPI 住宅通胀在统计方法上难以即时性反映房租市场价格边际变化，滞后约 10-11 个月，则作为当前核心通胀主导因素的住宅通胀有望在 Q4 环比见顶回落。
- 综上，CPI 连续回落的趋势有望持续，核心通胀的见顶则是在近期值得关注的新变化。我们估计 CPI 同比大致在 2022 年末下行至 6-6.5%，在 2023 年 6 月份下行至 3.5-4%。但是也需要注意到，核心 CPI 即使见顶，在未来下行的节奏也可能是较为缓慢的。
- 对当前美联储政策转向信号的理解：10 月份以来，市场再度预期和定价美联储的政策转向，这是近期美国股债市场反弹最重要的交易逻辑之一。美联储政策转向 (Fed Pivot) 的标准概念至少要包括 2 个内核：-1) 政策出现实质性转变，从扩张转收缩，或者从收缩转扩张；-2) 经济条件出现实质性变化，导致原先的政策操作方向无法持续。从经济条件变化来看，仅金融条件自 8 月以来变化显著，表现为流动性和信用环境脉冲式收紧，金融条件收紧趋势加速。我们认为金融条件变化是理解本轮美联储政策转向信号最关键的位。11 月利率会议达成的是弱转向 (加息或即将降速) 信号，未来实质性转向或在当前基准政策路径 (higher for longer) 之外的超预期政策变化，更有可能仍然受到金融条件变化触发。

风险提示

根据领先指标和模型预测的结果可能存在偏差。
基本面和金融条件变化的非线性。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

从能源危机到英国财政闹剧：故事是否还会重演？：——海外宏观札记 1017	2022-10-18
核心通胀顽固，市场预期需要调适：——8 月美国 CPI 数据点评	2022-09-14

目录

1 现在，问题的关键是核心通胀	4
2 核心通胀拆解：服务 > 商品，住宅 > 其他.....	6
3 通胀各方面的前瞻	7
3.1 能源.....	8
3.2 食品.....	8
3.3 商品：二手车	9
3.4 服务：住宅	9
3.5 CPI 前瞻.....	11
4 对当前美联储政策转向信号的理解	12
风险提示.....	14

图表目录

图 1: CPI 同比拉动 (%) : 名义 vs 核心	4
图 2: CPI 季调环比拉动 (%) : 名义 vs 核心	4
图 3: CPI 同比 (%) : 实际值 vs 预期值 (彭博预期中值)	5
图 4: 核心 CPI 同比 (%) : 实际值 vs 预期值 (彭博预期中值)	5
图 5: 标普 500 指数、10 年期美债收益率:7 月至今	6
图 6: 美国零售销售环比 (%)	6
图 7: 美国个人消费支出环比年率 (%) : 商品、服务	6
图 8: 对 CPI 环比增速的拉动: 核心 CPI 各分项	7
图 9: 核心 CPI 分项构成及权重	7
图 10: 计算的剔除住宅后的核心 CPI 环比年率 (% , 假设其他核心 CPI 分项按原比例)	7
图 11: CPI 能源项同比 vs 美国汽油零售价格同比 (%)	8
图 12: 联合国食品价格指数: 下半年开始跌幅扩大	9
图 13: 联合国食品价格指数领先 CPI 食品项同比约 8 个月	9
图 14: 美国汽车产量、销量、库存 (万辆)	9
图 15: Manheim、Blackbook、CPI 二手车价格环比	9
图 16: 新屋开工、销售 (万套)、标普 CS 房价指数同比	10
图 17: Zillow、Apartment List、CPI 住房项月环比季调	10
图 18: CPI 住宅项统计方法 (1)	11
图 19: CPI 住宅项统计方法 (2)	11
图 20: Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 租客房租项的相关系数	11
图 21: Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 业主等价租金项的相关系数	11
图 22: CPI 同比及预测值	12
图 23: 3m OIS 期货 (%)	13
图 24: FRA-OIS 利差 (bp) : 2020 至今	13
图 25: 金融条件指数 (GS、Chicago Fed)	13

年初至今，为了对抗通胀，美联储已经加息 300bp。连续大幅加息带来的冲击十分显著，从商品消费、地产、金融条件等诸多侧面衡量，美国经济降速趋势清晰。

然而直到目前，作为主角的通胀却似乎仍然稳居风险因素之列。读数稳定维持高位、频繁超出预期，使得押注通胀的上侧风险成为了市场新的“肌肉记忆”、不会犯错的预期。

曾经低估通胀的经验告诉我们，当下宏观的波动性已被放大，直觉式的思维惯性可能是有害的。因此，在这篇报告当中，我们再次系统性地整理评估了近期美国通胀问题的演绎，从中读取到新的趋势、信号，重新展望美国通胀问题的前景和可能出现的重要变化。

通胀问题又是当前美联储的核心决策依据。在此基础之上，我们希望结合通胀和通胀以外因素，尝试理解和评估 10 月份以来市场上再度出现的美联储转向交易和信号。

1 现在，问题的关键是核心通胀

进入下半年以来，美国的通胀和市场反馈呈现下述新的特征：

-1) 名义通胀持续走低，初步确认通胀顶点。

从 6 月到 9 月，CPI 同比增速从 9.1% 下降到 8.2%，下行趋势连续，这是自 21Q2 通胀突破 2% 以来的首次通胀（同比）连续 3 个月走低。初步确认了 22 年 6 月 9.1% 的通胀顶点。

-2) 但核心通胀继续高企。

与此同时，核心通胀（名义通胀-能源、食品）却继续高企：6-9 月，核心通胀同比平均约 6%，环比约 0.5%。

图 1：CPI 同比拉动（%）：名义 vs 核心



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：CPI 季调环比拉动（%）：名义 vs 核心

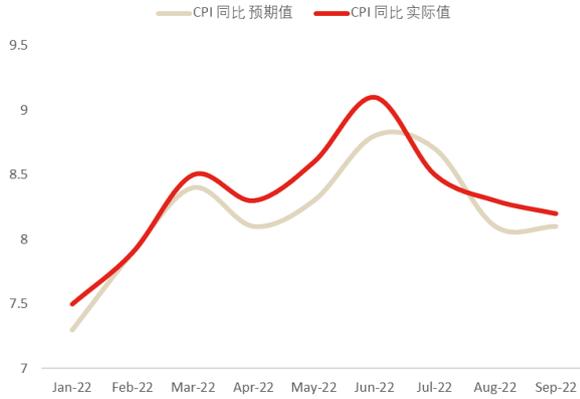


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

-3) 导致通胀在下行通道当中仍然超预期。

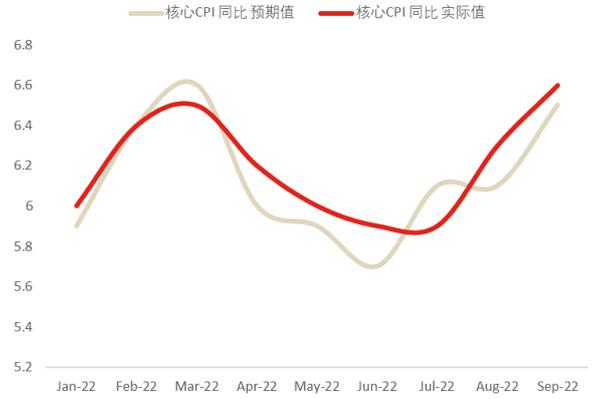
因此，核心通胀部分被低估的问题继续存在。今年 3 月份以来，除 7 月外的每一期核心 CPI 读数均超出市场预期（彭博统计机构预期中值）。近期通胀虽然下行，但是下行斜率仍跑不赢市场预期，当然，预期差就主要来自于核心通胀部分。

图 3：CPI 同比（%）：实际值 vs 预期值（彭博预期中值）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：核心 CPI 同比（%）：实际值 vs 预期值（彭博预期中值）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

-4) 期间美联储继续大幅加息。

在这样的通胀形势下，美联储又在 7 月、9 月利率会议上完成了两次 75bp 加息，迄今为止的加息路径仍然维持着 6 月份以来的陡峭斜率，暂时没有缓速迹象。

本轮加息周期发展至今，美联储政策转向的触发条件，是影响远期政策预期、股债定价的关键问题。现在，通胀出现趋势连续回落（如前所述，6 月份前从未出现过）而联储紧缩并未改变节奏，意味着这项此前曾一度被广泛讨论的可能触发政策转向条件从列表当中被划去。显然，美联储的转向在通胀形势方面有着更加苛刻的条件要求。

-5) 股债市场经历大幅回调。

这样：一方面，名义通胀回落已经是市场较为一致的预期，遑论回落斜率不及预期。另一方面，先期关于美联储决策反应函数的一些乐观期待被证伪。导致近期通胀仍然在多数情况下作为压制市场的风险因素存在，表现为市场在通胀影响下仍然是跌多涨少：在 CPI 数据发布前后，股债市场多出现大幅下跌，如 7 月 14 日（6 月 CPI）、9 月 13 日（8 月 CPI）、10 月 13 日（9 月 CPI）。仅核心通胀显著低于预期的 7 月 CPI 促动股债市场上涨。

图 5：标普 500 指数、10 年期美债收益率：7 月至今



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

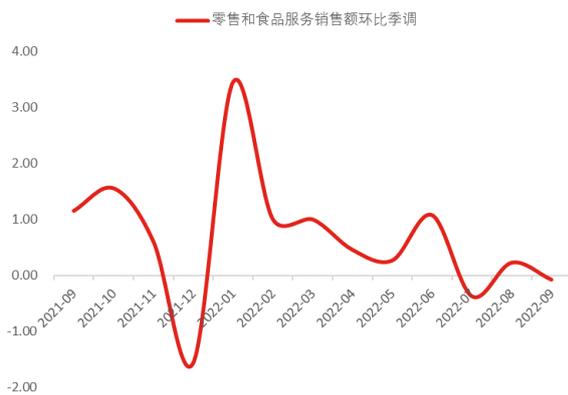
综上，当前通胀仍然是个需要警惕的问题，而问题的关键可能是在核心通胀。核心通胀是否、何时、以何种速率下台阶，将会是美国通胀下一阶段演绎变化的关键。

2 核心通胀拆解：服务 > 商品，住宅 > 其他

现阶段，美国居民消费沿着从商品到服务的路径切换，通胀同理。在核心通胀的结构里，商品通胀降速、核心通胀主导的趋势正在越发清晰。

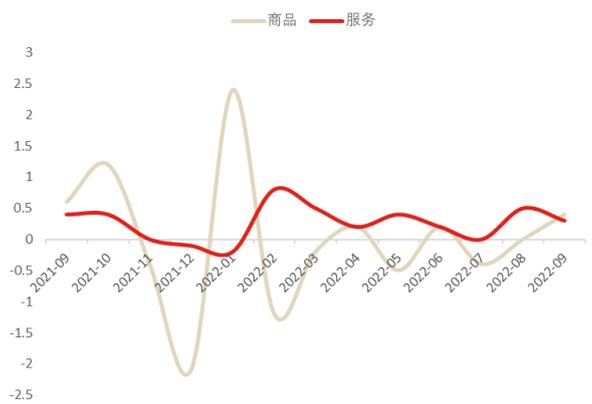
从消费数据来看，22Q3 以来，以商品消费为主的美国零售销售额、美国个人消费支出环比处在负增长区间，服务消费则仍然维持小幅正增。

图 6：美国零售销售环比 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：美国个人消费支出环比年率 (%)：商品、服务



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

从核心通胀的构成来看，商品权重占据约 1/4，服务通胀占据余下的约 3/4。在商品项里，最大权重项是汽车，服务的最大权重项则是住房。

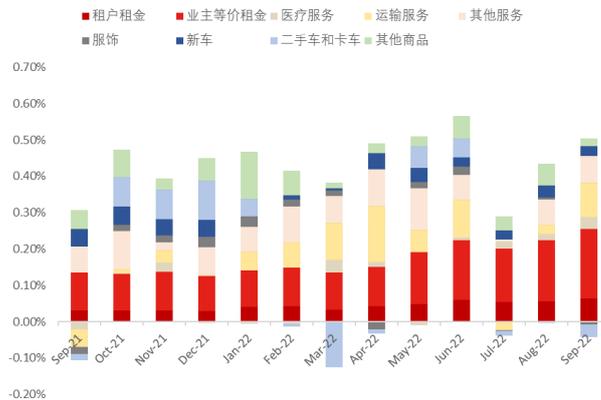
而对核心商品、核心服务通胀水平最大的影响，也是分别来自于汽车和住房。2021 年以来，汽车通胀在大多数情况下支撑商品通胀高位运行，近期开始出现降速迹象。而服务通胀则是在住宅的

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

加持之下以十分稳定的趋势上升，近一年时间，服务通胀环比从 21 年 9 月的 0.2% 来到最近读数 0.8%，其中住房分项从 0.4% 来到 0.8%。这样，美国核心通胀逐渐从商品向服务倾斜。在最新的 9 月份通胀读数当中，核心通胀环比增长完全来自于服务项的贡献。

那么在进一步的结构当中，我们发现当下核心通胀是服务主导的通胀，而住房通胀在其中发挥的作用已经近乎于支柱，对当前我们所见的美国通胀中枢水平产生着决定性的影响（图 8，暖色调标记服务分项，冷色调标记商品分项）。

图 8：对 CPI 环比增速的拉动：核心 CPI 各分项



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

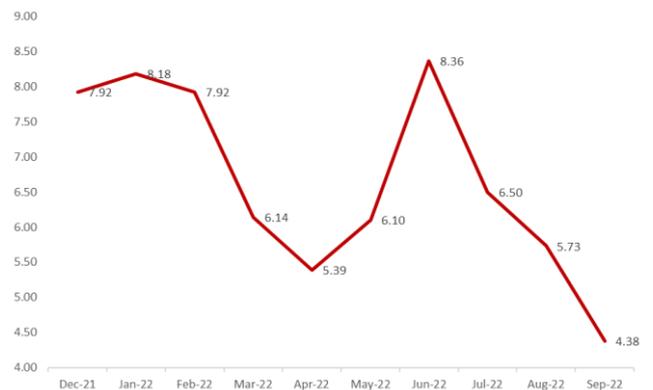
从另一个视角观察，当我们剔除住房项对通胀的支配，就可以更加清晰地发现：除住房外的通胀正处在幅度更加显著的下行通道之中（图 10），美国通胀形势的主要矛盾更加一目了然。

图 9：核心 CPI 分项构成及权重

项目	权重 (%)
核心通胀	78.1
核心商品	21.3
家居陈设与用品	3.9
服装	2.4
交通运输商品减去车用油	8.6
新车	4.0
二手汽车与卡车	4.0
机动车零部件及设备	0.4
医疗保健商品	1.5
休闲商品	1.9
教育与通讯商品	0.8
含酒精饮料	0.9
其他商品	1.4
核心服务	56.8
住宅	32.5
主要住所的租金	7.3
离家住宿	1.0
业主住所的等价租金	23.8
租户与家庭保险	0.4
医疗保健服务	6.9
运输服务	5.9
教育与通讯服务	5.3
休闲服务	3.1
其他个人服务	3.3

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：计算的剔除住宅后的核心 CPI 环比年率（%，假设其他核心 CPI 分项按原比例）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3 通胀各方面的前瞻

在重新认识当前通胀形势现状、特征基础之上，我们接下来以分-总的结构分析并尽可能前瞻美国通胀在各个主要方面的表现，尝试对未来通胀表现的方向、节奏、给出一些判断。

3.1 能源

CPI 的能源分项同油价之间存在比较准确的关联，我们可以通过跟踪汽油价格的变化预测 CPI 能源项读数。从这个角度来说，CPI 能源是最容易准确预测的分项之一。但是从对油价本身（至少是短期波动幅度和轨迹）进行准确预测的难度来说，这又是 CPI 当中最难预测的一个分项。

需要提示，Q4 原油供需平衡趋紧，叠加地缘政治因素（12 月生效的西方国家对俄海上原油禁运），带来不能否认的油价波动和上行风险，这与 Q3 油价较为连续的回落趋势有所不同。

为了方便理解油价对 CPI 读数的影响，我们在当前油价水平下测试油价对 CPI 弹性，得到大致的拇指法则：油价每上升 10 美元/桶，CPI 同比将上升 0.4 个百分点。

我们难以预知油价是否会在未来数月间出现如此或者更大幅度的波动，从而名义通胀也未必能保证在 Q4 继续以连续的趋势斜率大幅下行。但是：

- 1) 如果按照前述逻辑：名义项出现波动是频繁且正常的，其意义和影响在 Q3 被证明较为次要，那么核心通胀表现应当在 Q4 也仍然主导市场对通胀形势的理解。
- 2) 鉴于油价在 2021-2022H1 的高增速，随后基数效应也将会压制能源通胀同比口径表现。

图 11: CPI 能源项同比 vs 美国汽油零售价格同比 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3.2 食品

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_48505



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn