

宏观动态跟踪报告

如何看待美国通胀降温？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022年11月10日，最新公布的美国10月CPI数据超预期回落，市场加息预期降温。美国金融市场风险偏好大幅升温：纳斯达克指数涨超7%，10年美债收益率大幅回落28bp至3.82%、创近一个月新低，美元指数跌破108、创近三个月新低。我们认为，虽然美联储12月加息50BP的概率上升，但加息终点仍不明朗。未来一段时间，美国通胀的粘性、加息对经济的损伤、以及美股盈利的下调等，都是不应忽视的市场风险。
- 1、美国通胀降温，但结构仍存隐忧。美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其核心CPI同比脱离本轮高点，提振了市场信心。其中，能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是核心CPI回落的主因。不过，美国CPI结构仍有两方面隐忧：一方面，能源通胀压力仍未消除。10月能源商品分项环比由前值的-4.7%反弹至4.4%，同比仍高达19.3%。随着冬季能源需求上升，国际能源价格仍有上行压力。另一方面，住房租金粘性需要警惕。美国住房租金走势与房价走势通常有滞后1年左右的相关性，预计住房租金回落的时间点可能在2023年年中。若美国房地产业不出现重大危机，预计住房租金回落不会太快，并持续支撑美国通胀读数。我们测算，2022年末美国CPI通胀率为7.5%左右；10月PCE同比或在5.9%左右，年末PCE同比或为5.7%左右、高于美联储于2022年9月预测的5.4%。
- 2、加息预期降温，但市场风险犹存。CME数据显示，截至11月10日，美联储12月加息50BP的概率上升至80%以上，终端利率（加权平均值）下降至4.87%左右，且市场对2023年下半年就降息的押注更加积极。我们认为，美联储12月会议前，仍有一份就业数据和一份通胀数据有待观察；即便美联储在12月仅加息50BP，未来加息幅度和次数，亦仍有不确定性。考虑到若市场宽松预期太过浓烈，通胀反弹风险可能上升，届时美联储可能需要释放新的“鹰派”信号以管理市场预期。对市场而言，除了美国通胀粘性与美联储紧缩力度的不确定性外，加息对美国和企业盈利的滞后影响也需要更加重视。我们基于美国政策利率、美元指数和国际油价制作了美国经济“着陆”指数，该指数暗示2023年美国下行压力不容小觑。目前，市场预计今年四季度的盈利增速将小幅负增长（-1%），但2023年一季度就能够立刻回归2.3%的正增长，或许过于乐观。
- 风险提示：地缘冲突发展超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

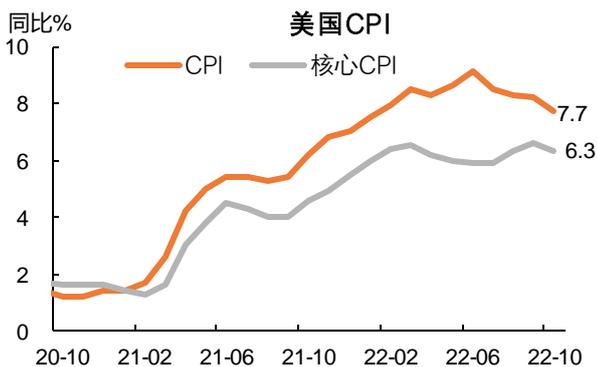
2022年11月10日，最新公布的美国10月CPI数据超预期回落，市场加息预期降温。美国金融市场风险偏好随之大幅升温：纳斯达克指数涨超7%，10年美债收益率大幅回落28bp至3.82%、创近一个月新低，美元指数跌破108、创近三个月新低。我们认为，虽然美联储12月加息50BP的概率上升，但加息的终点仍不明朗。未来一段时间，美国通胀的粘性、加息对经济的损伤、以及美股盈利的下调等，都是不应忽视的市场风险。

1、美国通胀降温，但结构仍存隐忧

美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其是核心CPI同比脱离本轮高点提振了市场信心。美国劳工部（BLS）11月10日公布数据显示，美国10月CPI同比7.7%，预期7.9%，前值8.2%，已连续第四个月回落；季调环比0.4%，预期0.6%，前值0.4%，低于今年1-9月平均水平的0.6%。10月核心CPI同比6.3%，预期6.5%，前值6.6%，是五个月以来首次回落；环比0.3%，预期0.5%，前值0.6%，低于今年1-9月平均水平的0.5%。

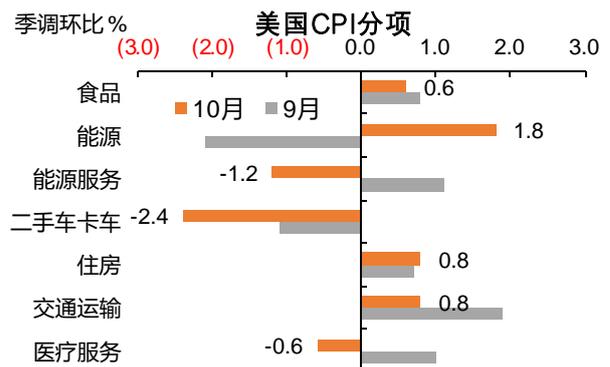
能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是10月核心CPI回落的主因。美国10月CPI分项中，能源服务环比增速由1.1%回落至-1.2%，医疗服务环比增速由1.0%回落至-0.6%，交通运输服务环比增速由1.9%回落至0.8%，三项分别回落2.3、1.6和1.1个百分点。此外，二手车和卡车分项环比降幅扩大至2.4%。以上是核心CPI环比增速回落的主因。从同比拉动看，除住房租金外，其余大部分分项对10月CPI同比的拉动均有所下降。

图表1 美国10月CPI和核心CPI同比均回落



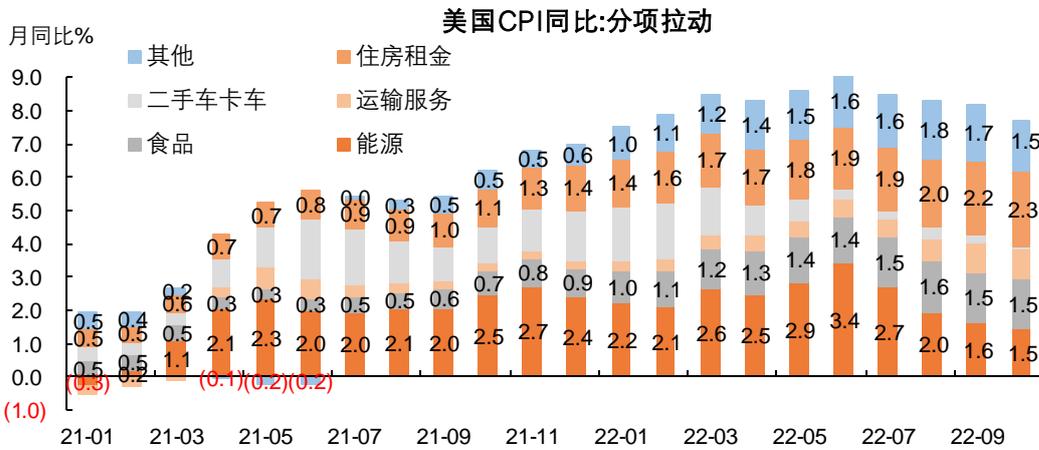
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 能源服务、医疗服务、交通运输等环比增速回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 除住房租金外，其余大部分分项对10月CPI同比的拉动均有所下降



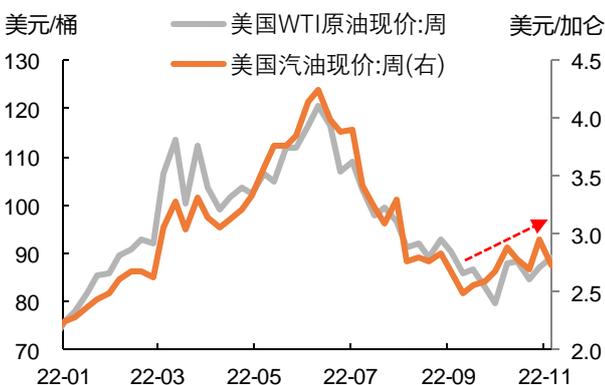
资料来源: Wind, 平安证券研究所

不过，美国 CPI 结构仍有两方面隐患：

一方面，能源通胀压力仍未消除。虽然能源服务分项回落，但能源商品分项仍在上涨。10月，能源商品价格分项环比由前值的-4.7%反弹至4.4%，同比仍高达19.3%。这完全抵消了能源服务价格的进展，使得能源分项（包括商品和服务）环比由-2.1%回升至1.8%。我们认为，随着冬季能源需求上升，国际能源价格仍有上行压力。11月以来，国际能源品价格仍有升温迹象：截至11月5日当周，美国汽油现货价和WTI原油现货价，较10月1日当周分别上升了2.3%和12%。

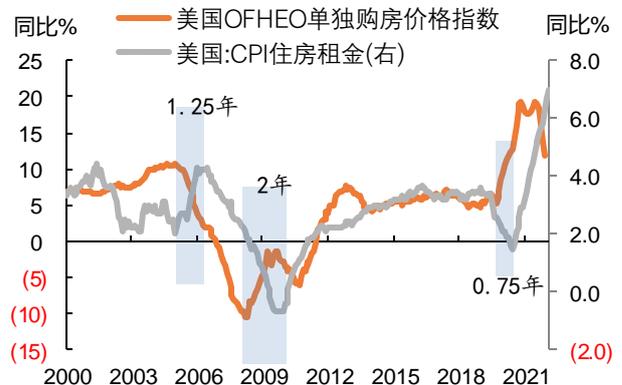
另一方面，住房租金粘性需要警惕。10月，住房租金分项环比进一步上涨0.8%，对CPI环比的拉动约0.25个百分点。在2021年4月至2022年6月期间，美国单独购房价格指数（OFHEO）同比增速连续14个月保持在15%以上的历史高位。美国住房租金走势与房价走势通常有滞后1年左右的相关性，预计住房租金回落的时间点可能在2023年年中。考虑到本轮美联储紧缩对房地产和消费需求的抑制较强，不排除美国住房租金的回落节点略有提前。然而，历史数据显示，住房租金的波动明显弱于房价，若美国房地产业不出现重大危机，预计住房租金的回落不会太快，并持续支撑美国通胀读数。

图表4 9月以来，美国能源品价格有所反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国住房租金与房价有滞后1年左右的相关性



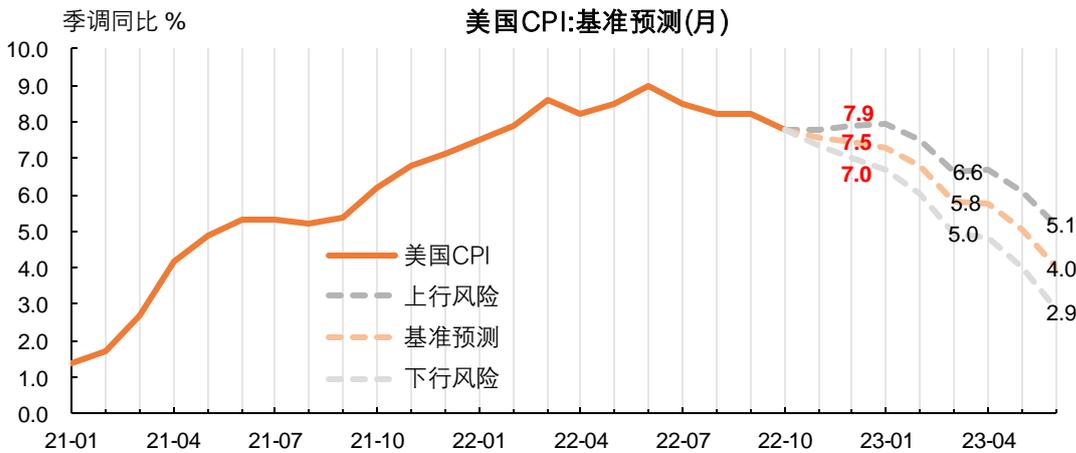
资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们的基准预测显示，2022年末美国CPI通胀率为7.5%左右，2023年中可能回落至4%左右。展望未来半年，我们认为：

1) 本轮冬季, 预计美国物价增速回落幅度有限, 因国际能源价格可能反弹, 且美国经济尚未衰退、需求尚未大幅下滑, 核心通胀压力仍保持在较高水平。2) 2023 上半年, 美国经济或逐渐步入衰退, 继而物价增速再下一个台阶。具体来看, 我们的“基准预测”假设, 本轮冬季 (2022 年 11 月至 2023 年 1 月) 美国 CPI 环比 0.5%, 2023 年 2 月至 6 月环比 0.3%; “上行风险”假设本轮冬季每月环比 0.7%, 2023 年 2 月至 6 月环比 0.4%; “下行风险”假设本轮冬季每月环比 0.3%, 2023 年 2 月至 6 月环比 0.2%。

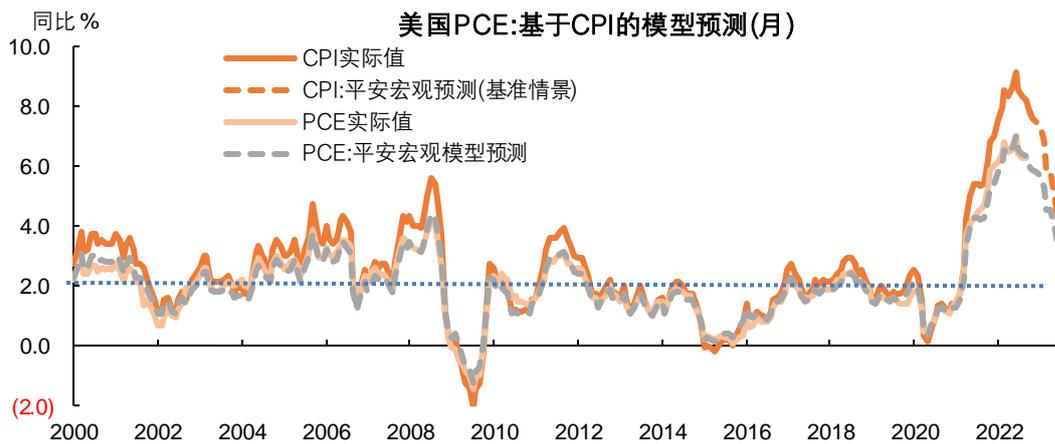
同时, 根据美国 CPI 与 PCE 通胀率的历史相关性, 我们的模型测算显示, 本月末将公布的 10 月美国 PCE 同比或在 5.9% 左右, 今年末 PCE 同比或为 5.7% 左右, 高于美联储于 2022 年 9 月预测的 5.4%。

图表6 我们的基准预测显示, 2022 年末美国 CPI 通胀率为 7.5% 左右, 2023 年中可能回落至 4% 左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 我们的模型能够较好地捕捉美国 CPI 与 PCE 通胀率的历史相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

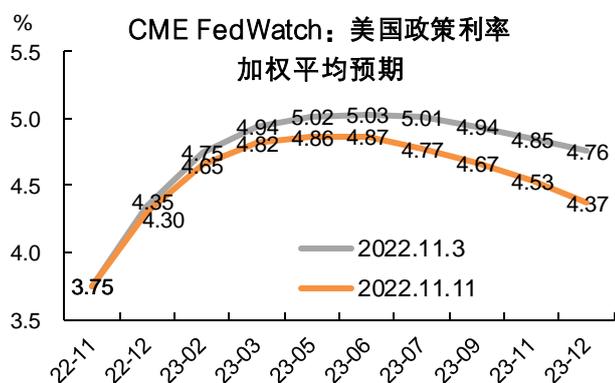
2、加息预期降温, 但市场风险犹存

10 月通胀数据公布后, 市场加息预期明显降温。由于美联储 11 月 2 日的议息会议提出了加息的“滞后影响”、为放缓加息做了铺垫, 加上 11 月 4 日公布的美国失业率超预期回升, 近期市场对美联储放缓加息的预期已有所升温。10 月通胀数据的

公布，更强化了这一预期。CME FedWatch 数据显示，截至 11 月 10 日，与 11 月 3 日美联储会议后相比，12 月加息 50BP 的概率由 50%左右上升至 80%以上。同时，其预期的终端利率（加权平均值）由 5.03%下降至 4.87%左右，且对 2023 年下半年就降息的押注更加积极。此外，2 年美债收益率、5 年和 10 年美债实际利率，当日均大幅回落 26-27BP，也印证了加息预期的显著降温。

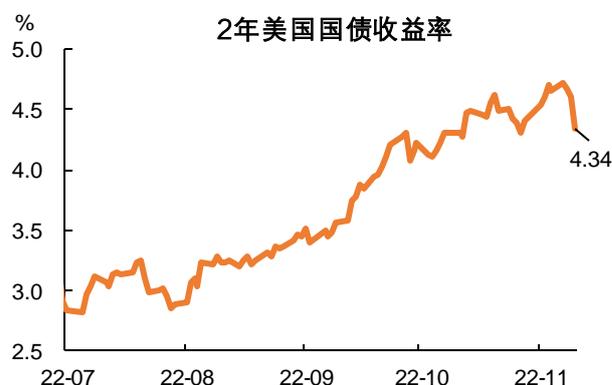
我们在报告《接纳不确定性——2022 年 11 月美联储议息会议解读》中提示，12 月的加息决策对终端利率或有较大影响。继而，美联储希望通过强化“加得更高”的预期，一定程度上对冲“加得更缓”的影响，防止金融市场条件过快放松。然而，10 月通胀数据公布后，市场似乎忘却了美联储的预期引导。我们认为，美联储 12 月会议前，仍有一份就业数据和一份通胀数据有待观察；即便美联储在 12 月仅加息 50BP，未来加息的幅度和次数仍有不确定性。尤其考虑到，若市场宽松预期太过浓烈，通胀反弹风险可能上升，届时美联储可能需要释放新的“鹰派”信号，以管理市场预期。

图表8 市场押注终端利率更低、降息更早到来



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2 年美债利率大幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

对市场而言，除了美国通胀粘性与美联储紧缩力度的不确定性外，加息对美国经济和企业盈利的滞后影响也需要更加重视。基于美国政策利率、美元指数和国际油价，我们制作了美国经济“着陆”指数。该指数与 1990 年以来的美国制造业 PMI 指数有领先 1 年左右的相关性，能够较好地刻画高利率、高通胀和强美元对美国经济的滞后影响。当前，这一指数暗示，明年美国经济下行压力不容小觑。据 FactSet 统计，截至 11 月 4 日，已有 85% 的标普 500 成分企业公布了今年三季度财报，预计该季度整体盈利增速达到 2.2%，连续第 8 个季度正增长。目前，市场预计今年四季度的盈利增速将小幅负增长(-1%)，但 2023 年一季度就能立刻回归 2.3% 的正增长。然而，如果 2023 年上半年，美国政策利率维持在“足够限制性水平”，预计美国经济下行的压力有增无减，目前对 2023 年的美股盈利预期或许过于乐观。

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_48725

