

# 美国 10 月通胀数据点评

——通胀下行将延续，市场迎来喘息期

袁方<sup>1</sup> 章森（联系人）<sup>2</sup>

2022 年 11 月 12 日

## 内容提要

美国 10 月 CPI 同比的下行主要由基数影响所致。以二手车为代表的核心商品价格同比自年初以来即已处于下行之中，能源价格表现弱于同期，而以住房为代表的核心服务价格同比则继续抬升。未来美国通胀下行的方向可能相对确定，但下行的加速仍有赖于美国经济的放缓。

通胀读数的走低为美联储放缓加息步伐提供有利条件，而支撑通胀维持高位的关键因素——劳动力市场的紧张状态，仍需美国经济出现进一步放缓甚至衰退可能才足以缓解。不过从短期来看，通胀压力的缓解将使得全球资产价格迎来喘息期。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

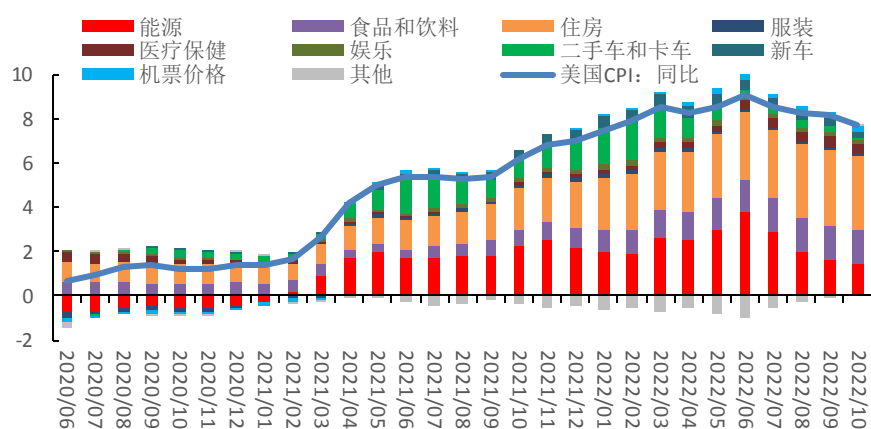
## 一、通胀下行将延续，市场迎来喘息期

美国 10 月通胀数据整体低于市场预期。其中，10 月 CPI 同比 7.7%（预期 8%、前值 8.2%）；10 月核心 CPI 同比 6.3%（预期 6.5%、前值 6.6%）。

从基数角度来看，自去年 10 月开始，美国 CPI 同比从 5.4% 升至 6.2%（去年 6 月-9 月美国 CPI 同比稳定在 5.3% 左右），因此今年 10 月美国 CPI 同比的翘尾影响从 1.6% 降至 0.8%。

从分项角度来看，10 月 CPI 同比回落的 0.5 个百分点之中，二手车、能源、医疗分项的贡献分别为 44%、36%、19%（合计约 99%）。

图1：美国 CPI 分项同比拉动率，%



数据来源：CEIC，安信证券

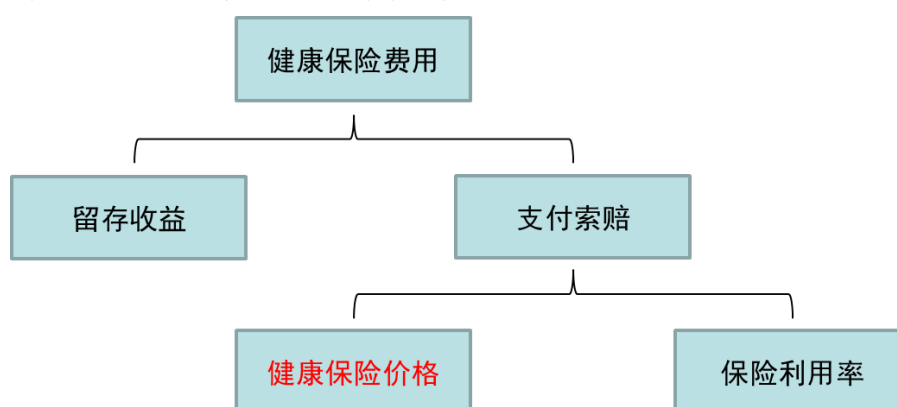
其中，二手车价格同比从 6 月-9 月平均 7% 的水平大幅降至 2%，环比连续 3 个月为负（-0.4%、-4.2%、-2.3%），反映出在供应链瓶颈持续缓和的背景下前期耐用品需求透支的影响。

能源价格虽然在 10 月出现回升，环比从-2.6%抬升至 1%，但在基数影响下同比从 19.8%降至 17.6%，较今年 6 月同比高点 41.6%已下滑 24 个百分点。在需求放缓和基数影响下，未来能源价格同比将延续下行态势。

医疗价格同比从 6%降至 5%，环比则从过去 6 个月平均 0.5%的水平大幅下滑至-0.4%，为 2021 年 9 月以来首次为负，主要因为医疗分项中的健康保险分项（约占医疗比重 10%、占总 CPI 比重 0.9%），进行了价格水平的年度技术性调整。

根据美国劳工部的介绍<sup>2</sup>，健康保险价格指数依据留存收益法进行计算。之所以不使用居民支付的保费进行直接计算，是因为考虑到不同质量的保险计划之间价格不可比等因素。

图2：美国 CPI 健康保险分项计算框架



数据来源：BLS，安信证券

将留存收益定义为保险公司支付索赔后的净收入。假设保费固定不变，留存收益增加，索赔下降，则意味着居民在支付相同保费的条件下，所获得的实际福利降低，这意味着保险价格变相升高。

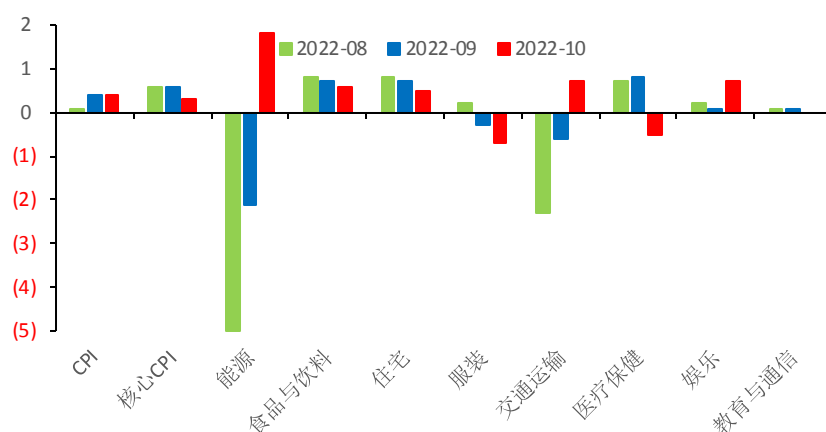
<sup>2</sup> <https://www.bls.gov/cpi/factsheets/medical-care.htm>  
安信证券宏观研究

因此，CPI 中的健康保险分项是根据留存收益与索赔的相对变化来跟踪保费价格，而索赔又等于索赔数量乘以平均索赔额。再将保费价格构造为留存收益、总保费和保险利用率的函数，从而无需根据每份保单的质量差异（例如所涵盖的服务项目不同）进行调整。

由于底层数据来自行业年报，并存在 1 年的滞后性，因此今年 10 月 CPI 中健康保险价格的调整，是对 2021 年的数据进行计算得来，并将年度同比转换为月度环比计入总的 CPI。

考虑到健康保险占总 CPI 的比重约 0.9%，其 10 月环比为-4%，因此在未来 11 个月里，直到明年 9 月，其对每月 CPI 环比的拖累为 0.036 个百分点，对下拉整体通胀的作用相对有限。

图3：美国 CPI 分项环比，%



数据来源：CEIC，安信证券

10 月美国通胀数据低于预期的表现，为美联储 12 月议息会议将加息幅度从 75BP 下调至 50BP 提供了支持。美国利率期货市场对 12 月加息 50BP 的预期概率也在通胀数据公布后从 60%提升至 80%，对明年上半年加息终点的预期从 5%-5.25% 降至 4.75%-5%，而对降息时点的预期则仍然维持在明年 11 月。

图4：美国利率期货市场对美联储议息会议政策利率点位的预期概率，%

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	80.6%	19.4%	0.0%	0.0%	
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.2%	40.2%	6.6%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.2%	48.3%	27.4%	4.1%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	43.3%	31.1%	8.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	43.2%	31.2%	8.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	25.1%	39.3%	23.8%	5.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	2.1%	13.3%	30.8%	33.1%	16.7%	3.7%
2023/11/1	0.0%	1.2%	8.4%	23.1%	32.1%	23.9%	9.4%	1.8%
2023/12/13	0.7%	5.6%	17.5%	28.7%	27.0%	14.9%	4.7%	0.8%

数据来源：CME；注：数据为 11 月 11 日预期。

此前鲍威尔在 11 月议息会议上也曾表示，将在下一次或之后的会议上考虑放缓加息步伐，因此今年底联邦基金利率或将升至 4.25%-4.5%，这与美联储 9 月 SEP 的预测基本相符。

但是往后看，10 月通胀数据的表现可能难以使得美联储在 12 月议息会议上转变鹰派立场。除了本月通胀的下降之中存在医疗价格的技术性调整因素以外，非核心通胀的价格中枢仍然受制于供应端的约束，而核心通胀之中尽管商品价格同比今年以来持续走弱，但服务价格同比持续抬升。其中占比最大的服务分项——住房价格，从领先指标的情况来看，未来一个季度可能仍有上行空间。

图5：美国 CPI 住房分项同比与 Zillow 地产指数，%

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\\_48737](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48737)

