

美国通胀回落再超预期，加息节奏即将缓和

2022年12月15日

宏观经济 事件点评

——美国11月CPI点评及FOMC前瞻

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国 11 月 CPI 环比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比 7.1%，预期 7.3%，前值 7.7%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%；同比 6%，预期 6.1%，前值 6.3%。

主要观点：

- 1、11 月通胀回落再超预期，基于基数效应，明年上半年通胀同比将加速回落。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、12 月起，预计美联储加息幅度依次为 50bp，25bp，25bp 至 4.75%~5%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 4、明年美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%。

受原油价格下降影响，能源如期下降。能源环比-1.6%，前值 1.8%。其中，汽油环比-2% vs 4%；天然气继续-3.5% vs -4.6%；电力-0.2%。随着原油价格接近 70 美元，能源对通胀的对冲作用减弱，后续通胀回落将主要依靠核心通胀分项。但同比方面，能源基数效应在明年 5 月前会进一步增强，可带动 CPI 同比显著下降。

食品通胀环比高位好转，同比见顶继续小幅回落。食品环比 0.5%，前值 0.6%，为 2021 年 12 月以来环比增速最小月份。居家食品 6 大分项连续第二个月出现 2 项环比下跌。上涨的 4 类分别为果蔬 1.4% vs -0.9%；谷物烘焙 1.1% vs 0.8%；日常食品 1% vs -0.1%；非酒精饮料增 0.7% vs 0.5%。下降的为肉类-0.2% vs 0.6%；其他居家食品-0.1%。非居家食品环比增速亦有回落，其中外卖食品 0.5%，结束了连续三个月环比 0.9%的局面。

本轮食品环比加速路径为肉类、鸡蛋、黄油等其他居家食品，饮料，到谷物烘焙和水果。牛肉价格从去年 12 月开始一直在高位震荡，并未继续上涨，反映在肉类同比加速回落。肉类价格为本轮食品上涨先锋，其价格持续稳定，随着扩散效应进入尾部加速阶段，食品价格同比见顶略有回落符合预期。

核心通胀同比见顶，医疗保险上涨周期带来的扰动继续消退，住宅环比上月见顶，住宅以外的核心通胀同比持续明显回落。核心通胀环比 0.2%，是 2021 年 8 月以来最小的环比增长。住宅是核心通胀中最显著的分项，外宿价格回落带动住宅环比增速回落 0.6% vs 0.8%；其中租金 0.8% vs 0.7%，等价租金 0.7% vs 0.6%，外宿-0.7% vs 4.9%。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计房价小幅回落；而随着夏季租房合约高峰过去，租金上涨速度将有所下降；外宿占比较小。其他成分继续有涨有跌，连续三个月未出现普涨。增加的有通信 1% vs -0.1%，娱乐 0.5% vs 0.7%。车险 0.9% vs 1.7%，个人护理 0.7% vs 0.5%，教育 0.3%，服装 0.3% vs -0.5%。下降的有医疗-0.5%，和前值持平；二手车-2.9% vs -2.4%，连续第 5 个月下降；机票-3% vs -1.1%。不变的有家装和新车。医疗保险有其固定的上涨周期，与经济周期相关性不强，对 CPI 的扰动已消退。

同比方面，核心同比 6% vs 6.3%。其中住宅同比 7.1% vs 6.9%，继续新高，贡献了近一半的核心通胀，其他显著增加的是医疗 4.2% vs 5%，家装 7.6% vs 8.4%，新车 7.2% vs 8.4%，娱乐 4.7%。除住宅同比继续上涨外，其他均见顶回落。我们一直强调与 08 年地产泡沫破裂后低利率无法刺激地产市场不同，本轮宽松刺激了地产市场的加速恢复，这是本轮通胀走势偏离原油走势的重要原因之一。而租金明显上涨始于去年下半年疫情期间租金管控结束之后，管控措施抑制了去年租金的通胀表现，原本去年的租金通胀集中体现在了今年。根据鲍威尔在前两周的讲话，住宅的领先指标均显著的见顶回落。而扣除住宅的核心通胀同比明显回落。

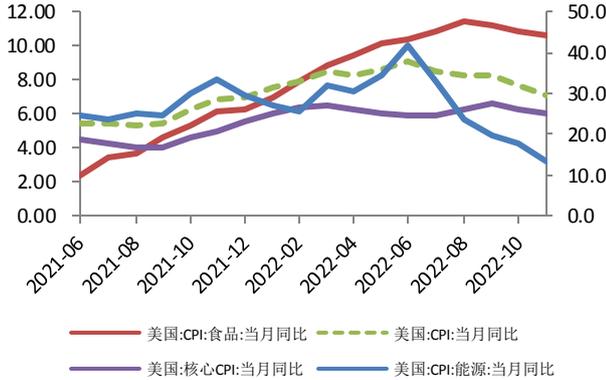
基于基数效应，明年上半年同比将加速回落；真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。我们从 2020 年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移 50bp 至 2.3% 附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。明年年初受基数以及地产降温影响，同比将有明显下降。在薪资增速同比没有降至 4% 以下前，服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观。

12 月加息 50bp 为大概率事件，预计美联储加息幅度依次为 50bp, 25bp, 25bp 至 4.75%-5%。基本情景下，政策至少接近 5%，若升至 5.25% 也在合理范围之内，预计加息将延续至明年一季度末。若高于 5.25%，衰退风险加大。我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。

明年美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%。我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。由于受到英国国债事件的干扰，尚不能明确判断下跌是否是避险原因，应保持高度关注。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。当然，短端货币市场目前正常。

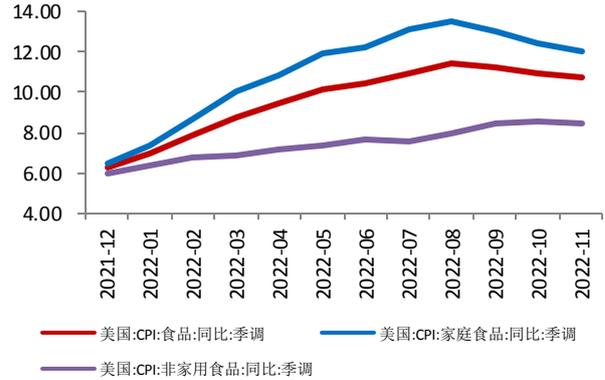
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



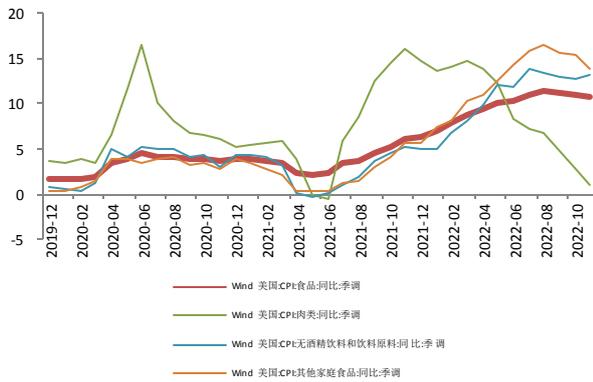
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图2: 居家食品持续上涨带动食品分项, 但同比见顶



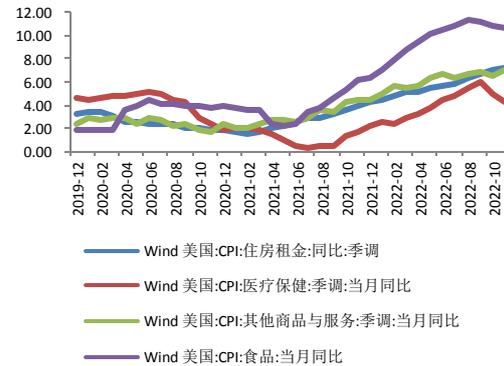
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图3: 食品分项同比见顶



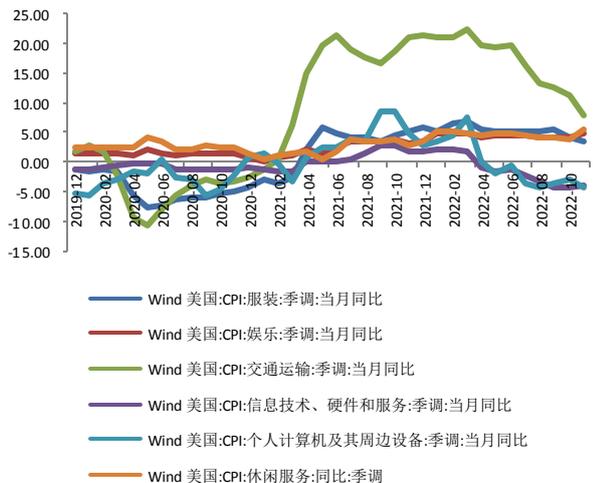
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 前期引领通胀上涨的分项出现分化 (同比)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 可选消费通胀温和 (同比)



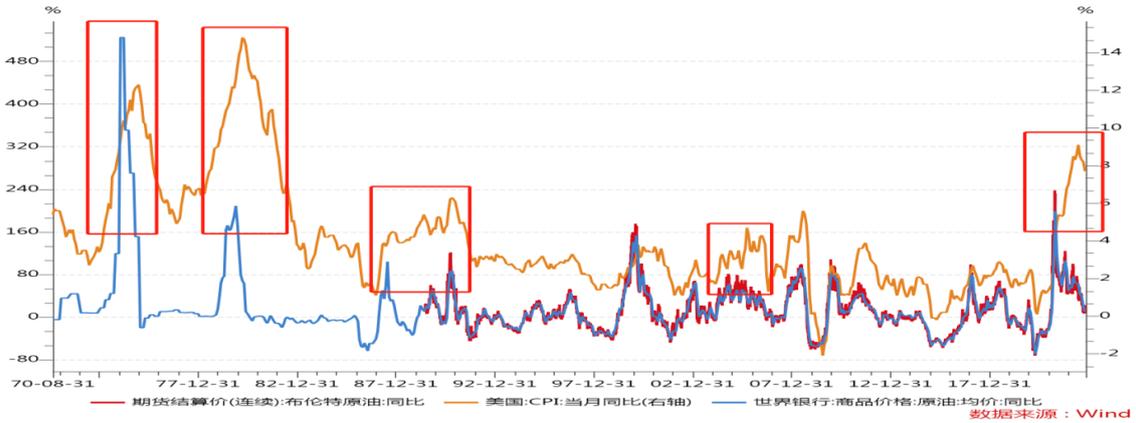
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6: 扣除住宅的核心通胀回落明显 (同比)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



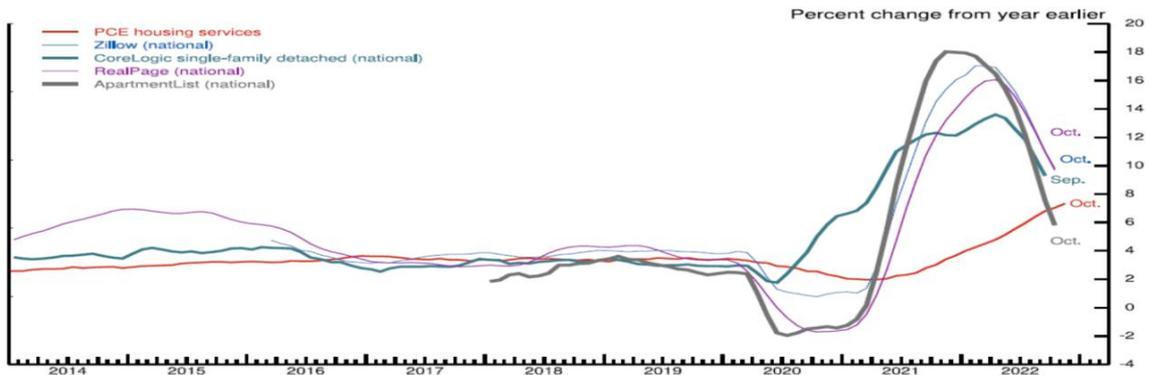
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图8：美十债模型



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：住宅领先指标已先行回落



资料来源：FED, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，年内经济平稳渡过	2022-11-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储加息周期峰值预期再次提升	2022-11-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国三季度 GDP 略超预期，各国央行加息幅度或有转向	2022-10-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农略超预期，11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp，加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农仍旧强劲，9 月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp 概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8 月将继续回落	2022-08-11

资料来源：东兴证券研究所

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_50277

