

美国通胀粘性可能超预期

核心观点：

目前美国 CPI 已连续 5 个月下行，而核心 CPI 已连续第二个月回落，基本可以确认本轮美国通胀拐点到来。

自 9 月交接棒以来，商品通胀迅速回落，11 月环比增速为-0.8%，而服务继续高歌猛进，11 月环比增速仍高达 0.4%，呈现商品通缩，服务通胀的现象。展望未来，核心项中，商品分项将继续下降，而服务分项则仍将维持粘性。

从克利夫兰联储和亚特兰大联储的通胀指标来看，美国通胀粘性依然很高。

由于通胀见顶趋势基本确立，目前主要看的是通胀的粘性，也就是通胀能保持在相对高位多长时间，这最终决定未来美联储何时降息。我们认为通胀的粘性仍不可低估，美联储保持长时间的高压政策的决心也不可低估。

风险提示：美国通胀走向

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	美国通胀粘性可能超预期.....	3
1.1.	通胀基本确认下行	3
1.2.	商品通缩，服务通胀	3
1.3.	不可忽视通胀粘性	5
免责声明		7

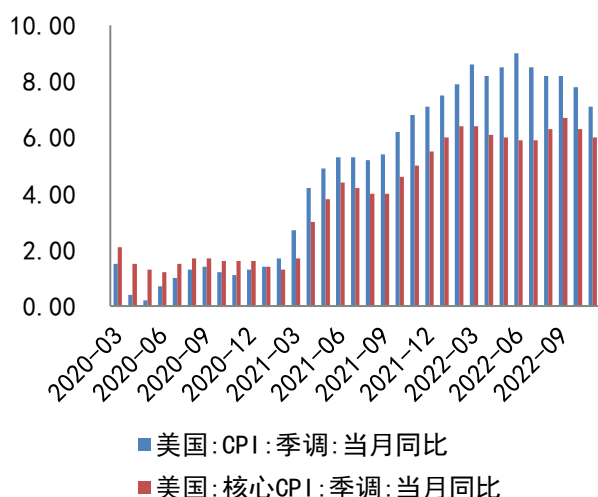
第1章 美国通胀粘性可能超预期

1.1. 通胀基本确认下行

美国 11 月未经季调 CPI 同比放缓至 7.1%，好于预期的 7.3%，较 10 月回落 0.6 个百分点，为 2021 年底以来的最低水平。而未经季调核心 CPI 降至 6%，好于预期的 6.1%，较 10 月回落 0.3 个百分点。目前美国 CPI 已连续 5 个月下行，而核心 CPI 已连续第二个月回落，基本可以确认本轮美国通胀拐点到来。

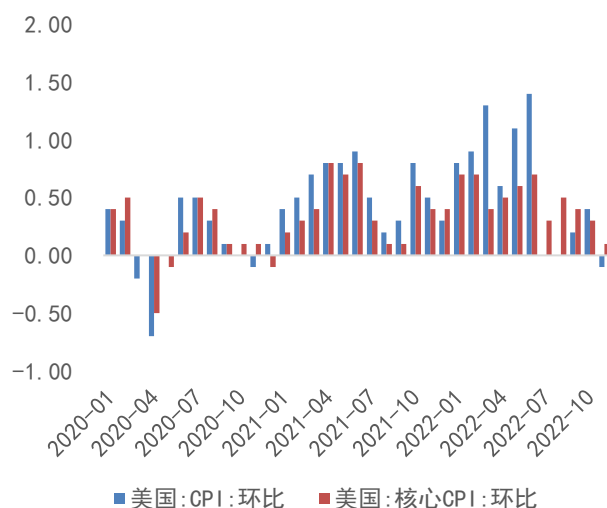
环比来看，11 月 CPI 下降 0.1%，核心 CPI 上升 0.1%，可以计算三个月年化 CPI 为 3.02%，核心年化 CPI 为 3.03%。相较于当前的年率 CPI 明显下降，但仍然远高于美联储的目标 2%。

图 1.1.1：核心 CPI 同比下降趋势基本确认（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：CPI 环比增长率较低（%）



数据来源：Wind 南华研究

1.2. 商品通缩，服务通胀

从分项来看，能源分项的同比增速大幅回落。核心 CPI 中，商品分项回落幅度较大，从上月的 5.1% 下降至本月的 3.7%，服务分项依然顽固，同比增速由上月的 6.7% 上升至 6.8%。自 9 月交接棒以来，商品通胀迅速回落，11 月环比增速为 -0.8%，而服务继续高歌猛进，11 月环比增速仍高达 0.4%。

核心商品分项中，前期涨幅最为明显的二手车价格同比由正转负，同比增速较上月下降 5.3 个百分点，芯片供应缓解，叠加新车供应量上升，以及借贷成本高企，令二手车价格不断下降，不过当前二手车价格（Manheim）虽然较今年 1 月的高点回落 15%，跌至 2021 年 8 月以来的最低，也是 2021 年 8 月以来首次跌破 200 大关，但仍较新冠疫情初期高 58%，预计还有下降空间。新车曾经也是重要的商品通胀分项，11 月新车价格同

比从 8.4% 回落至 7.2%，目前美国新车及轻型卡车载装量同比增速为 9.9%，基本回升至疫情前水平，预计新车价格仍将呈现同比下行趋势。也就说商品通缩仍将持续。

核心服务分项中，最重要的是房租，住房租金，粘性很强，其前瞻指标——Zillow 房租指数已经于今年 2 月触顶，且在 4 月后开启快速回落之路，根据美国劳工部一篇工作论文的结果，滞后期可长达 4 个季度，按照这个结论，那么 CPI 房租分项见顶可能出现在明年一季度，此后才会进入下降通道。也就是说核心服务项将呈现高度粘性。

图 1.2.1: Manheim 二手车价格指数及同比增速 (%)



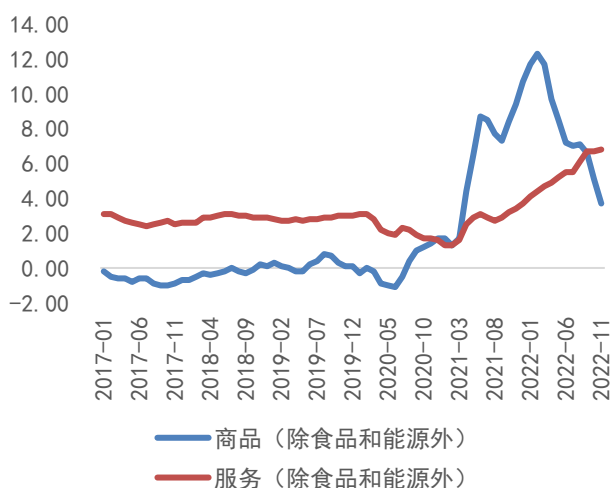
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.2: 新车及轻型卡车载装同比增速 (%)



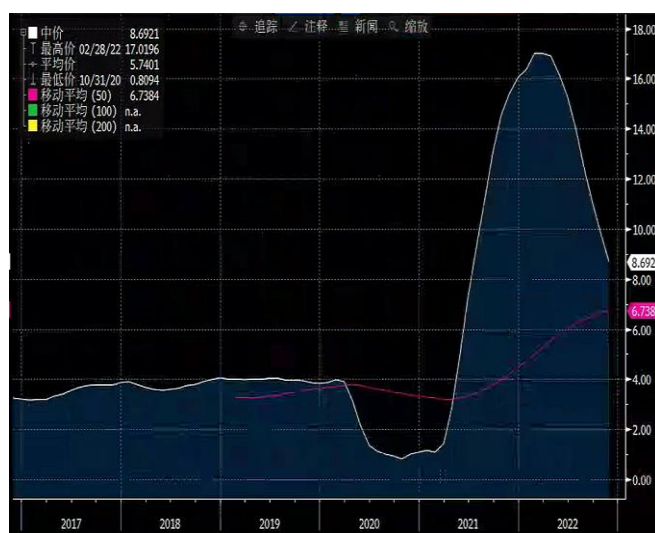
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.3: 服务取代商品成为核心通胀的驱动力 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4: Zillow 房租指数同比于今年 2 月见顶 (%)



数据来源: Bloomberg 南华研究

1.3. 不可忽视通胀粘性

前面的分析，我们只能看到以房租为代表的通胀粘性很强，但其他方面可能会形成对冲。下面我们从一些其他的指标来观察通胀粘性。

第一个是克利夫兰联储的消费者物价指数。这个指数主要可以看两个指标，分别是通胀的中位数以及截尾平均通胀。中位数指标顾名思义，就是把所有的分项价格进行排序，选取中位数作为通胀水平，而截尾平均通胀就是把波动较大的分项消除，克利夫兰联储通常用的是截尾 16% 的通胀，就是把所有的商品价格进行排序，剔除前 8% 和后 8% 的商品，再测算均值。

从 CPI 数据来看，通胀中位数依然很高，11 月基本与 10 月持平，降幅有限。从截尾平均数据来看，通胀已连续两个月回落，但依然保持高位。

图 1.3.1：克利夫兰联储通胀指标显示粘性较高



资料来源：Bloomberg 南华研究

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_50410

