

CPI 增速回落，主要贡献项住房或明年 1 季度下行

——11 月美国 CPI 数据点评

相关研究：

1. 《美联储加息75个基点，软着陆不确定性提高》 2022.09.22
2. 《核心服务通胀维持高位，美国9月CPI再超预期》 2022.10.17
3. 《美国三季度GDP超预期，仍难掩衰退迹象》 2022.11.01
4. 《非农数据继续超预期，给美联储放松加息带来扰动》 2022.12.21
5. 《加息速度降至50BP，劳动力短缺仍是主要问题》 2022.12.23

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

美国劳工部公布 CPI 数据，11 月未季调 CPI 同比上涨 7.1%，前值为 7.7%，市场预期 7.3%；环比上涨 0.1%，预期 0.3%，前值 0.4%。核心 CPI 同比上涨 6.0%，预期 6.1%，前值 6.3%；核心 CPI 环比上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。

□ 住房是主要贡献项，核心服务涨幅收窄

CPI 上升 0.2%，前值 0.3%，同比增长 7.1%。核心 CPI 同比上升 6.0%。能源项同比 13.1%，食品项同比 10.6%。所有这些增长与 10 月份相比都有所收窄。住房项是增长最大贡献项，超过了能源项的下跌幅度。食品项环比上升 0.5%，前值 0.6%。家庭食品项环比 0.5%，6 个子项中有 4 个为正增长。能源项 11 月环比下跌 1.6%，前值为 1.8%，同比 13.1%。核心 CPI 环比 0.2%，同比增长 6.0%。核心商品环比-0.5%，同比 3.7%，核心服务环比 0.4%，同比 6.8%。核心 CPI 中增长主要贡献项为住房项，主要拖累项为二手车、卡车项。

□ 食品项存在上行风险，能源项仍有较强底部支撑

食品方面，受制于俄乌冲突导致俄乌双方粮食、化肥的产量和出口量下降，2023 年可能出现粮食不足的问题。能源方面，预计 2023 年价格有较强底部支撑。原因一是需求方面，2023 年亚洲经济将受到中国经济重启的影响，成为石油需求的主要地区。欧美等发达国家经济下滑的可能性很大，需求将明显走弱。二是供给方面，OPEC+计划实施大幅度减产、俄罗斯实施反制裁降低石油出口量。此外美国战略储备库存量已经低于 30 天警戒水平，预计未来美国难以持续大规模投放储备。

□ 领先指标现下行趋势，住房项或明年 1 季度回落

美国劳工局在统计住房项价格时使用的大部分数据为现有租约，因此 CPI 价格存在粘性，在反映租金真实情况时往往滞后。利率抬升影响需要 6-12 个月时间才能在数据上体现出来。领先指标均表明住房价格已见顶逐渐回落。根据领先程度推算，随着现有租约价格的重置和更新，CPI 租金指标从年底至明年初会继续上行，或在明年 1 季度见顶并下行。

□ 风险提示

全球疫情反复；地缘冲突进一步升级。

1 住房是主要贡献项，核心服务涨幅收窄

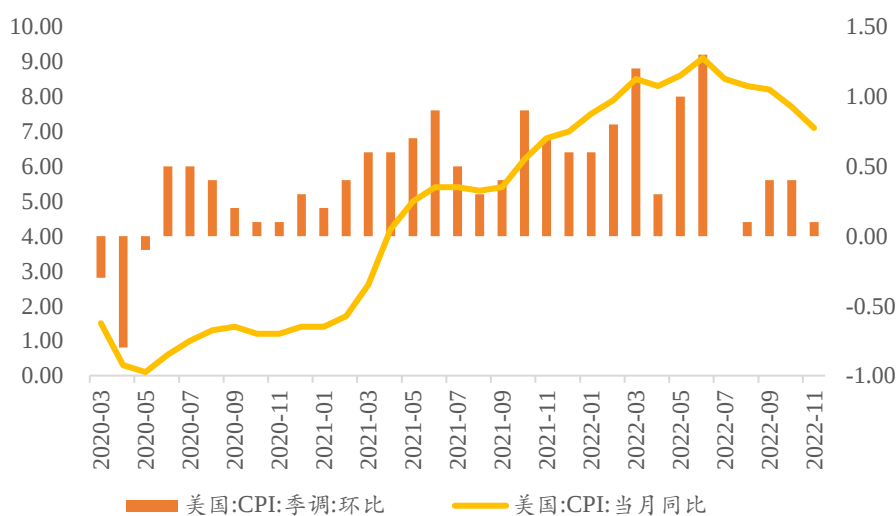
CPI 在 11 月上升 0.2%，10 月上升 0.3%，同比增长 7.1%。这是近一年以来最小的同比涨幅。扣除食品和能源的核心 CPI 同比上升 6.0%。能源项同比上升 13.1%，食品项同比上升 10.6%。所有分项的增长与 10 月份相比都有所收窄。住房项是增长最大贡献项，超过了能源项的下跌幅度。

食品项环比上升 0.5%，10 月上升 0.6%。家庭食品项环比也上升 0.5%，6 个子项中有 4 个为正增长。水果和蔬菜项在 10 月份下跌 0.9%，但 11 月份上涨了 1.4%。谷物和烘焙产品项上升 1.1%、乳制品及相关产品上升 1.0%、非酒精饮料指数上升了 0.7%。相比之下，肉类、家禽、鱼类和蛋类项、其他家庭食品项从 10 月份的正增长转负。非家庭食品项环比也从 0.9% 下降至 0.5%。

能源项 11 月环比下跌 1.6%，前值为 1.8%，同比 13.1%。其中能源类商品增速从 10 月的 4.4% 降至 11 月的 -2%。燃油项是最大回落项，由 19.8% 降至 1.7%。能源服务持续了上月的回落趋势，尤其是天然气服务，环比下跌 3.5%，但相较前值有所收窄。

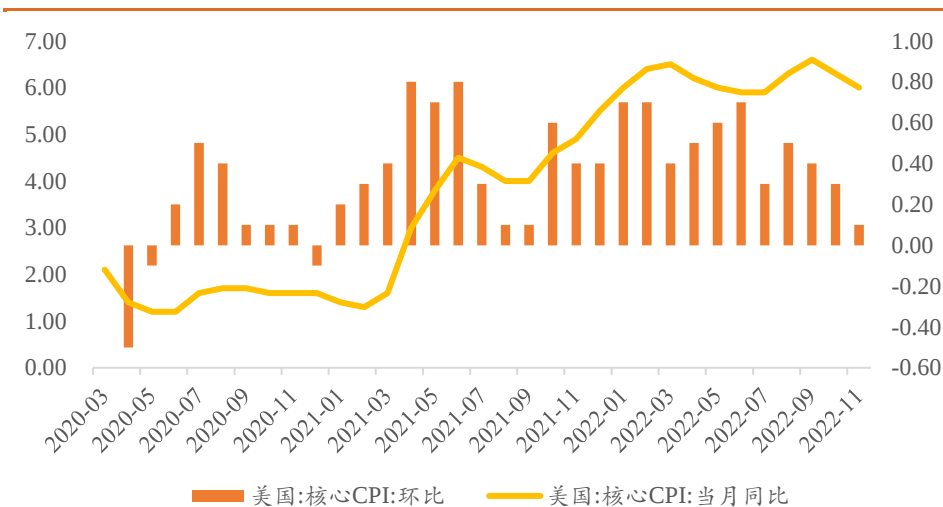
除能源和食品项的核心 CPI 环比增长 0.2%，同比增长 6.0%。核心商品环比下跌 0.5%，同比 3.7%，核心服务环比上升 0.4%，同比 6.8%，二者继续背离。核心 CPI 中增长主要贡献项为住房项（环比 0.6%，下同）、服饰（0.2%）、医疗护理商品（0.2%）。主要拖累项为二手车、卡车项（-2.9%）、医疗服务（-0.7%）、运输服务（-0.1%），其中二手车、卡车项回落速度最快。

图 1 美国 CPI: 当月同比、环比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图2 美国核心CPI:当月同比、环比(%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

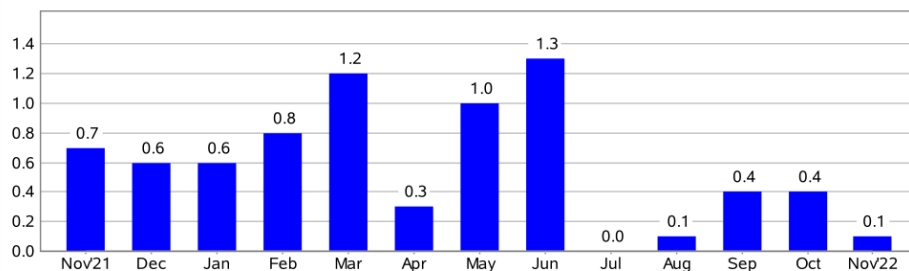
图3 美国CPI各分项比重、同比和环比(%)

	占比 (%)	环比:季调			11月同 比:非季
		2022年9月	2022年10月	2022年11月	
CPI	100	0.4	0.4	0.1	7.1
食品	13.74	0.8	0.6	0.5	10.6
家庭食品	8.52	0.7	0.4	0.5	12.0
非家庭食品	5.23	0.9	0.9	0.5	8.5
能源	8.06	-2.1	1.8	-1.6	13.1
能源类商品	4.45	-4.7	4.4	-2.0	12.2
燃油	0.18	-2.7	19.8	1.7	65.7
汽车燃料	4.20	-4.8	4.0	-2.1	10.8
能源服务	3.61	1.1	-1.2	-1.1	14.2
电力	2.64	0.4	0.1	-0.2	13.7
公用（管道）燃气服务	0.97	2.9	-4.6	-3.5	15.5
核心CPI	78.20	0.6	0.3	0.2	6.0
核心商品	21.03	0.0	-0.4	-0.5	3.7
服饰	2.46	-0.3	-0.7	0.2	3.6
新交通工具	4.06	0.7	0.4	0.0	7.2
二手车、卡车	3.73	-1.1	-2.4	-2.9	-3.3
医疗护理商品	1.47	-0.1	0.0	0.2	3.1
核心服务	57.17	0.8	0.5	0.4	6.8
住房	32.71	0.7	0.8	0.6	7.1
租金	7.38	0.8	0.7	0.8	7.9
业主等价租金	24.04	0.8	0.6	0.7	7.1
医疗服务	6.83	1.0	-0.6	-0.7	4.4
运输服务	5.99	1.9	0.8	-0.1	14.2

资料来源：美国劳工部、湘财证券研究所

图4 11月美国CPI环比达近一年的低水平(%)

Chart 1. One-month percent change in CPI for All Urban Consumers (CPI-U), seasonally adjusted, Nov. 2021 - Nov. 2022
Percent change



资料来源：美国劳工部、湘财证券研究所

2 食品项存在上行风险、能源项仍有较强底部支撑

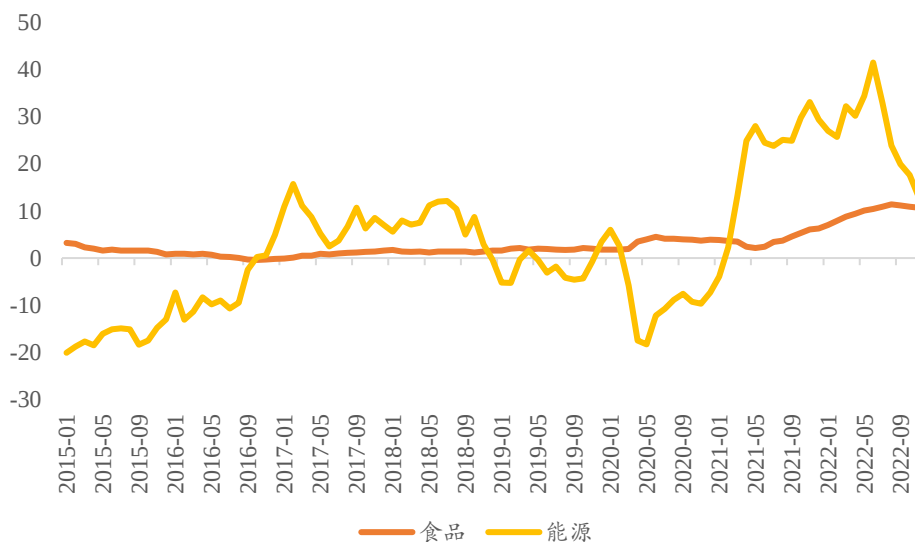
食品、能源占CPI权重为13.7%、8%，是通胀的重要构成分项，对居民家庭预算有很大影响。由于俄乌冲突持续的影响，明年粮食安全可能成为明年CPI上行风险。另外能源项增速已转为负，但我们认为未来供需状况将会改变，对通胀的支撑作用仍然较强。

食品方面，乌克兰是世界主要的玉米、小麦出口国，但自俄乌冲突以来乌克兰的粮食产量和出口量都大幅下滑。乌克兰粮食协会称2022年谷物收成将比2021年下降40%。战事导致黑河主要港口被封锁，乌克兰大部分粮食都无法出口，造成全球粮食供应紧张。7月俄罗斯与乌克兰签署的运送乌克兰谷物的协议也因为冲突升级而无法执行。俄罗斯农业部提议将大米和稻谷出口禁令延长至23年6月底。此外，俄罗斯作为全球最大化肥出口国，受到欧盟国家制裁影响出口量锐减。据国际肥料工业联合会（IFA）预计，2022年全球化肥投放量将比去年减少至多7%，尤其是亚洲和非洲下降更明显。全球玉米、大米、小麦的减产率与去年相比将达1.4%、1.5%和3.1%。如果2023年俄乌冲突再次升级，全球粮食安全将受到挑战。

能源方面，此前美国降低石油储备增加出口缓解欧洲能源危机，再加上俄罗斯石油减产幅度低于预期等因素影响，能源价格回落明显，通胀有较大的下降幅度。但预计这一趋势不会延续至2023年，能源价格将依然坚挺。原因如下：一是需求方面，2023年亚洲经济将受到中国经济重启的影响，成为石油需求的主要地区。欧美等发达国家经济下滑的可能性很大，需求将明显走弱。二是供给方面可能面临更大的挑战，首先是OPEC+计划实施大幅度减产以维持高油价，减产规模相当于全球石油出口量的2%；其次欧盟对俄罗斯的石油禁运令于12月5日生效，G7国家、欧盟和澳大利亚对俄罗斯的原油销售实施限价，这些举动可能导致俄罗斯实施反制裁降低石油出口量，俄罗斯方面预

计 2023 年产量将下降至 2022 年的 93%-94%。此外，今年 3 月开始美国原油和石油产品库存大幅下降，战略储备库存量已经低于 30 天警戒水平（约 22 天消费量），预计未来美国难以持续大规模投放储备。总体来看，能源需求“东升西降”，供给收缩可能较大，能源价格将有较强的底部支持。

图 5 食品、能源 CPI：季调：同比（%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 领先指标现下行趋势，住房项明年 1 季度回落

住房在 CPI 中占比约为 32.6%，是美国通胀回落最关键分项，其中主要包括租金（7.4%）和业主等价租金（23.6%）两个部分。住房项是受利率影响最敏感的部门之一，11 月底美国 30 年住房抵押贷款利率超过了 6.5%，但住房项通胀仍然处于上升趋势。这主要是由于 CPI 统计方法差异导致。业主等价租金项指住房所有者愿意为自己的住房支付的租金，是一项基于问卷调查计算出的价格。租金项是租户支付的房租，美国劳工局在统计住房项价格时使

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_50617

