

2023 年 01 月 13 日

宏观研究团队

CPI 环比首度转负，但服务通胀仍有韧性——美国 12 月 CPI 点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布 12 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 6.5%，环比下跌 0.1%；核心 CPI 同比上升 5.7%，环比上升 0.3%，均符合市场预期。

● 美国通胀如期下跌，但服务通胀仍较坚挺

1. 能源与核心商品再度推动通胀下行。12 月 CPI 与核心 CPI 走势同时下行，一方面是前期高基数逐渐开始发挥作用；另一方面则是能源通胀有较大幅度的放缓。而核心商品通胀 12 月继续环比负增，反映了美联储的货币紧缩效果逐渐显现以及全球供应链的改善。但 12 月核心服务通胀仍然保持坚挺，我们维持对后续通胀谨慎乐观的态度。

2. 能源通胀快速下行，核心服务保持坚挺。具体而言，能源项同比上升 7.3%；环比下降 4.5%，环比增速较 11 月份下降 2.9 个百分点；食品方面，12 月份食品项同比上升 10.4%，较 11 月份下降 0.2 个百分点，连续 4 个月下降；核心通胀方面，12 月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所提升，其中核心商品通胀环比增速下降幅度收窄，以住房项为主要构成的服务通胀环比增速再度提升，显示当前美国核心服务通胀仍有相当强的韧性，且整体保持坚挺。

3. 高基数、核心商品后续预计仍将推动通胀下行。12 月通胀数据显示美国通胀水平环比增速首度转负，当前整体的通胀压力进一步减轻。除核心服务仍保持坚挺外，其它通胀分项均有较为明显的回落，这显示美联储的持续加息正在对经济和通胀水平持续产生作用。在高基数以及核心商品下跌的背景下，美国总体通胀水平或仍有一定幅度的下跌。但需要注意的是，当前通胀的绝对水平仍高。

● 25bp 的加息或将回归

较强的劳动力市场、下行的工资增速以及不断走低的通胀水平，美联储 2 月份或将加息 25bp，但是目前加息的持续时间可能会超出预期。12 月份美国新增非农就业 22.3 万人，劳动力市场仍然保持了一定的韧性。更能反映通胀潜在趋势的截尾平均 CPI 以及 CPI 中值两项指标已经连续 3 个月回落，显示当前美国通胀的趋势性回落仍在继续。叠加当前民众的通胀预期随着能源价格的下降而持续走低，我们认为美联储继续保持较大幅度加息的必要性和动力进一步降低，2 月份的 FOMC 会议上大概率加息 25bp。但是，我们需要注意的是，当前美国通胀的绝对水平仍高，若美联储过早的转为降息，很有可能会引发通胀的再度反弹，因此其加息的持续时间可能会超出预期。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《“真实”社融不差，信用仍趋走宽——宏观经济点评》-2023.1.11

《人民币汇率单边升值或难持续——宏观经济点评》-2023.1.11

《褪去节假日效应，消费修复升起 2022 年 11 月——疫后复苏跟踪 1 月第 2 期——宏观经济点评》-2023.1.9

目 录

1、美国通胀如期下跌，但服务通胀仍较坚挺.....	3
1.1、能源与核心商品再度推动通胀下行.....	3
1.2、能源通胀快速下行，核心服务保持坚挺.....	3
1.3、高基数以及核心商品后续预计仍将推动通胀下行.....	5
2、25bp 的加息或将回归	6
3、风险提示	7

图表目录

图 1：美国通胀水平连续 6 个月下行	3
图 2：能源项是 12 月通胀下行的主要推动因素	3
图 3：能源通胀降幅较为明显	4
图 4：食品通胀微跌	4
图 5：核心商品通胀与核心服务通胀环比增速均有所提升.....	4
图 6：美国汽油零售价格再度回升	5
图 7：粮食期货价格近期有涨有跌	5
图 8：美国二手车价格有望继续回落，但幅度或放缓.....	6
图 9：美国房租通胀可能还将继续上行	6
图 10：截尾平均 CPI 与中值 CPI 连续下行	7

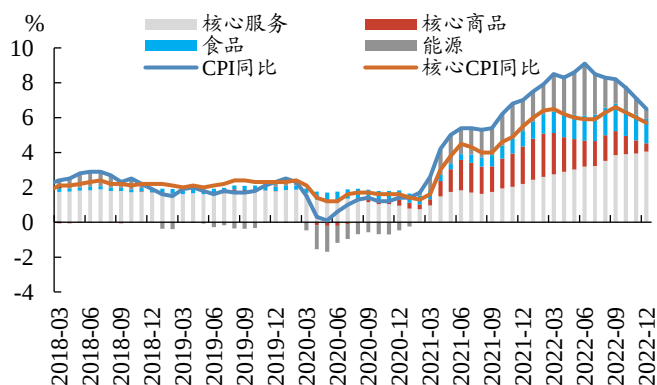
事件：美国公布 12 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 6.5%，环比下跌 0.1%；核心 CPI 同比上升 5.7%，环比上升 0.3%，均符合市场预期。

1、美国通胀如期下跌，但服务通胀仍较坚挺

1.1、能源与核心商品再度推动通胀下行

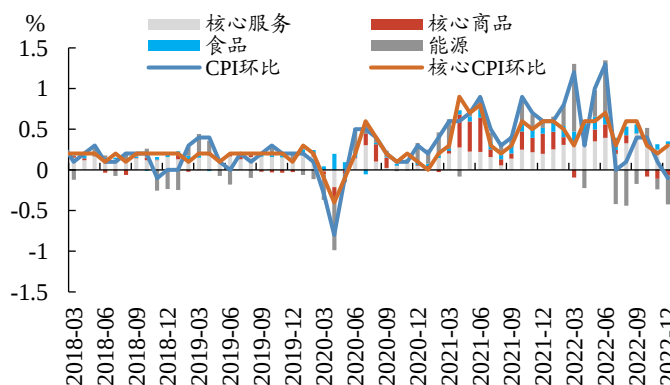
美国 12 月 CPI 同比上升 6.5%、环比下跌 0.1%，符合市场预期，绝对通胀水平连续 6 个月下降。12 月通胀同比较 11 月回落 0.6 个百分点、环比较 11 月下降 0.2 个百分点，主因是 12 月能源项环比增速有较大幅度回落，特别是汽油项环比下降 9.4%，带动整个能源项环比下降 4.5%。核心 CPI 同比上涨 5.7%，较 11 月下降 0.3 个百分点，环比上升 0.3%，增速较 11 月回升 0.1 个百分点，均符合市场预期。12 月 CPI 与核心 CPI 走势同时下行，一方面是前期高基数逐渐开始发挥作用；另一方面则是能源通胀有较大幅度的放缓。而核心商品通胀 12 月继续环比负增，反映了美联储的货币紧缩效果逐渐显现以及全球供应链的改善。但 12 月核心服务通胀仍然保持坚挺，我们维持对后续通胀谨慎乐观的态度。总的来看，美国通胀保持缓坡下行的态势，当前通胀水平离美联储的目标仍有很大一段距离，美联储仍有许多工作要做。

图1：美国通胀水平连续 6 个月下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：能源项是 12 月通胀下行的主要推动因素

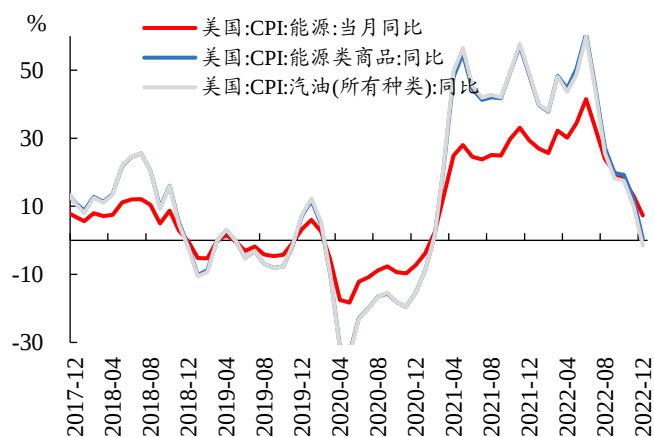


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

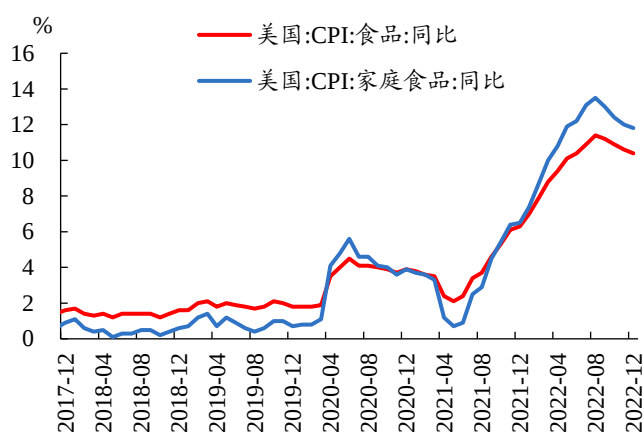
1.2、能源通胀快速下行，核心服务保持坚挺

（1）能源方面，12 月能源项同比上升 7.3%，同比增速较 11 月份下降 5.8 个百分点；环比下降 4.5%，环比增速较 11 月份下降 2.9 个百分点。其中汽油项环比下降 9.4%，环比增速较 11 月份下降 7.4 个百分点；燃油项环比下降 16.6%，环比增速较 11 月份减少 18.3 个百分点。12 月能源通胀环比增速下降幅度扩大，我们认为可能是 12 月份圣诞假期美国多地遭遇罕见的暴风雪，导致相关的出行受阻，带动汽油消费量下降。12 月份美国汽油价格从最高的 3.39 美元/加仑下跌至 2.97 美元/加仑，下降幅度约 12.4%，降幅较 11 月扩大约 7.4 个百分点。

（2）食品方面，12 月份食品项同比上升 10.4%，较 11 月份下降 0.2 个百分点，连续 4 个月下降；环比上升 0.3%，增速较 11 月下降 0.2 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 11.8%，较 11 月份下降 0.2 个百分点。食品项的同比与环比增速下降，一方面可能是基数效应；另一方面或体现出粮食价格的下降正逐步传导至居民消费端。

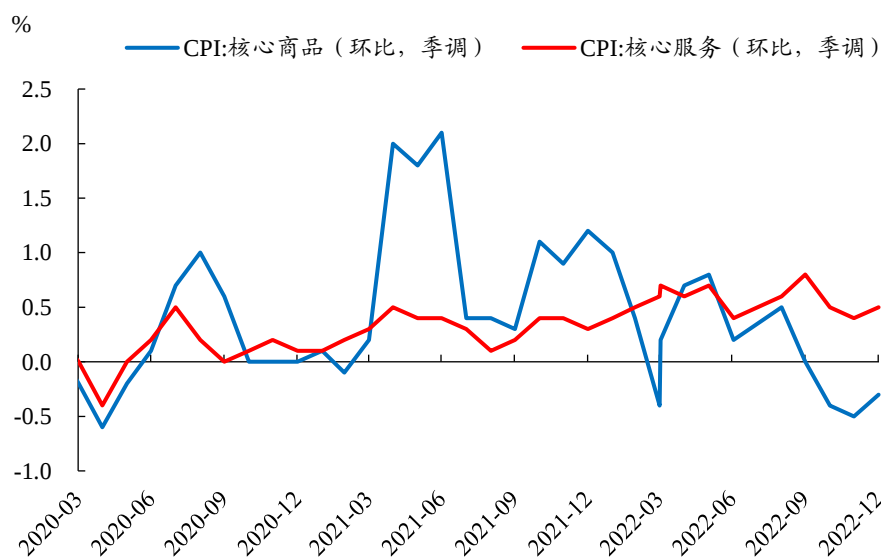
图3: 能源通胀降幅较为明显


数据来源: BLS、开源证券研究所

图4: 食品通胀微跌


数据来源: BLS、开源证券研究所

(3) 核心CPI方面, 12月核心CPI同比上升5.7%, 环比上升0.3%。同比增速较11月有所回落, 但环比增速较11月有所提升。分项来看, 核心商品环比增速较11月收窄0.2个百分点至-0.3%, 仍保持降温。其中二手车项环比下降2.5%, 降幅较11月份收窄0.4个百分点; 新车方面, 环比增速为-0.1%, 较11月份下降0.1个百分点。核心服务环比上升0.5%, 较11月份提升0.1个百分点。其中住房项同比上升7.5%, 较11月份上升0.4个百分点; 环比上升0.8%, 较11月份提升0.2个百分点。交通运输服务环比上升0.2%, 较11月份上升0.3个百分点, 增速再度转正。总的来看, 12月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所提升, 其中核心商品通胀环比增速下降幅度收窄, 以住房项为主要构成的服务通胀环比增速再度提升, 显示当前美国核心服务通胀仍有相当强的韧性, 且整体保持坚挺。

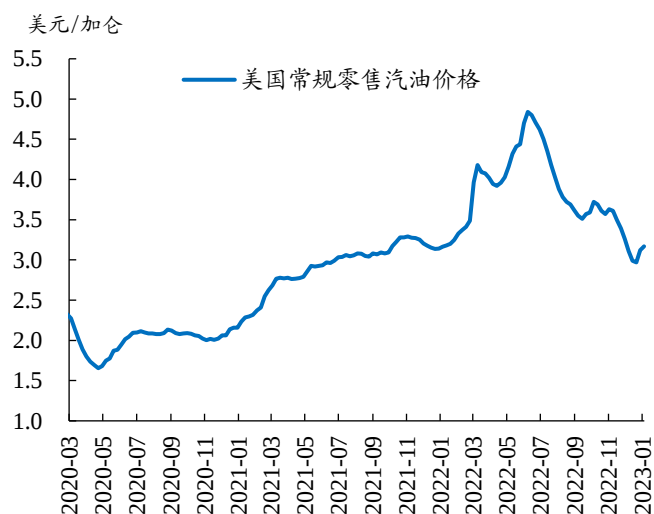
图5: 核心商品通胀与核心服务通胀环比增速均有所提升


数据来源: BLS、开源证券研究所

1.3、高基数以及核心商品后续预计仍将推动通胀下行

(1) 能源与粮食价格短期内对通胀或将有一定的助力作用。能源方面，截至1月9日，美国汽油价格上升至3.17美元/加仑，较12月底汽油价格上升6.73%，价格再度回升。后续来看，虽然伴随着美国与全球经济增长动能的逐渐放缓，原油价格长期来看面临较大的下行压力，但是近期俄罗斯考虑限制石油折扣，以及OPEC+可能酝酿减产，全球原油价格在1月份有所反弹，我们认为随着暴风雪等极端天气的过去，短期来看美国汽油价格会出现小幅反弹。食品方面，近期主要粮食期货价格均有一定幅度回升，或与冬季相关供给受限有关。但考虑到节假日已经过去，我们预计食品价格可能基本保持稳定，不太会出现较大幅度的上行。综合来看，我们认为短期内能源与食品项会对整体通胀起到一定的助力作用，但是幅度不会很大。

图6：美国汽油零售价格再度回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

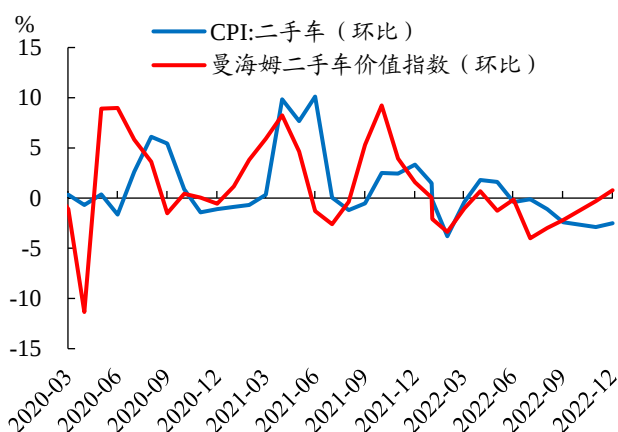
图7：粮食期货价格近期有涨有跌



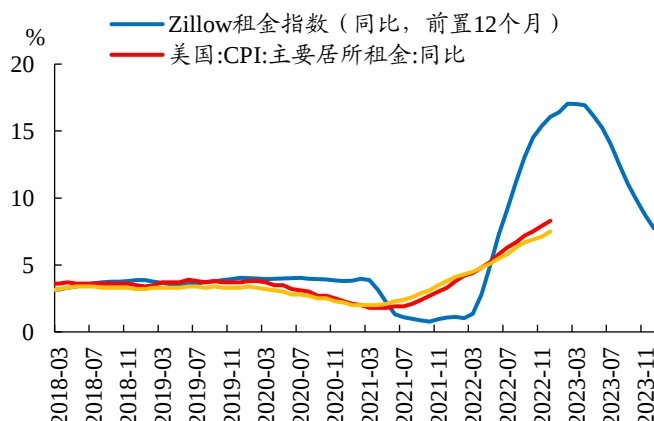
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀预计将会继续放缓，核心服务通胀仍将会保持一定韧性，总体核心通胀会继续下降。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）环比上升0.78%，二手车价格放缓幅度预计也将迎来收窄；新车方面，伴随着全球供应链压力的持续减轻以及相关产业链的改善，新车价格增速有望继续下降，两者或将共同带动美国核心商品通胀短期内继续放缓；核心服务方面，从12月数据来看，住房通胀是核心服务通胀保持韧性的关键所在，但非房核心服务12月也保持坚挺，或与圣诞假期有关。从Zillow房租指数这一领先指标来看，后续房租预计还将继续上涨，或将到2023年2季度才能见到房租趋势性回落，12月薪资水平的超预期下行，可能也将逐渐传导至非房服务通胀。总体而言，核心商品通胀预计将会继续回落，但由于房租通胀的坚挺以及工资增速仍高，核心服务通胀将会保持一定韧性，但整体核心通胀预计继续下降。

(3) 总的来看，12月的通胀数据显示美国通胀水平环比增速首度转负，显示当前整体的通胀压力有望进一步减轻。除核心服务仍保持坚挺外，其它通胀分项均有较为明显的回落，这显示美联储的持续加息正在对经济和通胀水平持续产生作用。在高基数以及核心商品下跌的背景下，美国总体通胀水平或仍有一定幅度的下跌，但需要注意的是，当前通胀的绝对水平仍高。

图8：美国二手车价格有望继续回落，但幅度或放缓


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀可能还将继续上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、25bp 的加息或将回归

较强的劳动力市场、下行的工资增速以及不断走低的通胀水平，美联储 2 月份或将加息 25bp，但是目前加息的持续时间可能会超出预期。12 月份美国新增非农就业 22.3 万人，劳动力市场仍然保持了一定的韧性，不过薪资增速有所放缓，这或使得美国服务通胀的支撑力度有所减弱（可参考报告《就业虽强劲、加息或放缓——美国 12 月非农就业数据点评》）。从 12 月份的通胀数据来看，当前通胀正在稳步回落中，虽然鲍威尔关心的非房服务通胀 12 月出现了一定程度的上升，但是这可能与节假日造成的服务消费提升有关，后续节假日因素消退后，有可能会迎来持续性的回落。我们从更能反映通胀潜在趋势的截尾平均 CPI 以及 CPI 中值两项指标来看，12 月份两项指标分别为 6.93%、6.54%，较 11 月份回落 0.05、0.12 个百分点，且已经连续 3 个月回落，显示当前美国通胀的趋势性回落仍在继续。叠加当前民众的通胀预期随着能源价格的下降而持续走低，通胀预期得到了较好的锚定，我们认为美联储继续保持较大幅度加息的必要性和动力进一步降低，2 月份的 FOMC 会议上大概率加息 25bp。

但是，我们需要注意的是，当前美国通胀的绝对水平仍高，若美联储过早的转为降息，很有可能会引发通胀的再度反弹，届时可能需要更高的利率水平才能对通胀进行管理。因此，我们认为美联储虽然会放缓加息节奏，但是对其而言，当前最好的政策节奏是将利率升至 5% 左右的限制性水平，然后经过一段时间的观察来仔细

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_51260

