

通胀持续下行夯实美联储加息放缓基础

——美国12月通胀数据点评

宏观事件：

2023年1月12日，美国劳工部公布12月通胀数据。CPI同比上涨6.5%，符合预期，前值7.1%；环比-0.1%，前值0.1%。剔除食品与能源的核心CPI同比上涨5.7%，符合预期，前值6%；环比0.3%，前值0.2%。

事件点评：

➤ 广谱通胀重回“6”时代

2021年12月，美国CPI同比增长7%。后持续上行，并于2022年6月最高触及9.1%后开始回落，时隔一年重回“6”时代。此外，12月CPI环比增速自2020年5月以来首次转负，进一步强化通胀筑顶。

➤ 能源与部分耐用品价格下跌是通胀降温主要原因

从分项数据来看，12月能源分项环比-4.5%，前值-1.6%。汽油零售价格下行带动12月能源商品环比大幅回落，拉低通胀。此外，新车、二手车与卡车价格同比增速回落，反映全球供应链紧张状况缓解，也帮助通胀进一步降温。

➤ 房租等核心服务通胀仍存在较强韧性

从分项数据来看，12月核心服务环比0.5%，前值0.4%，住所、运输以及医疗保健服务环比继续增长。特别是占比最大的住所服务，同比增速再创本轮上涨以来新高，反映出房租支出环比具有较强韧性，核心通胀回落至美联储2%政策目标仍需时日。

➤ 加息步伐有望放缓但并不意味着政策转向宽松

数据公布后，市场预期美联储2月加息25个基点的概率超过90%，3月加息至终点4.75-5%的概率超过70%。伴随着通胀回落以及近期公布的ISM制造业和服务业PMI等跌至收缩区间，夯实加息放缓的基础。我们预计，2月份议息会议美联储加息25个基点。但由于核心通胀仍在高位，预计加息仍会持续，放缓加息步伐并不意味着政策转向宽松。美联储12月经济展望中预计2023年终端利率为5.1%，与当前市场预期相比仍存在明显差异，需要等到2月份议息会议方可进一步明朗化。

➤ 风险提示：

油价大幅上涨、美国经济衰退超预期、薪资增速超预期。

分析师：骆可桂
执业证书编号：S0590522110001
邮箱：luokg@glsc.com.cn

联系人：胡章胜
邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

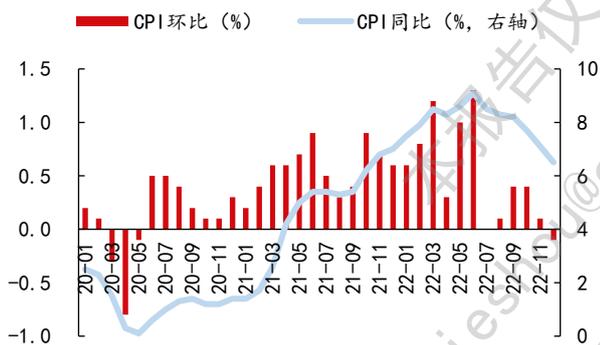
相关报告

- 1、《信贷需求仍然偏弱——12月金融数据点评》
2023.01.11
- 2、《一季度经济环比有望重新扩张——12月PMI数据以及未来经济展望》
2022.12.31
- 3、《经济增长重归政策目标的中心——中央经济工作会议点评》
2022.12.18

1 宏观事件

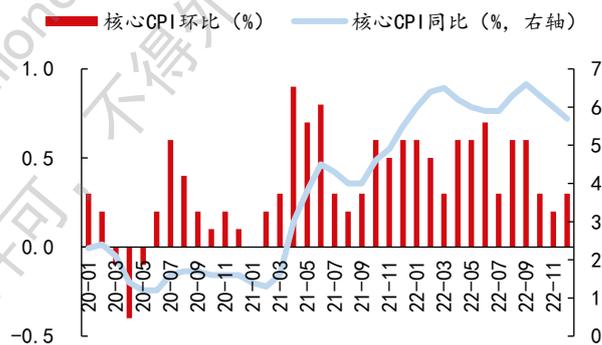
2023年1月12日，美国劳工部公布12月通胀数据。CPI同比上涨6.5%，符合预期，前值7.1%；环比-0.1%，前值0.1%。剔除食品与能源的核心CPI同比上涨5.7%，符合预期，前值6%；环比0.3%，前值0.2%。

图表 1: 美国 12 月 CPI 同比 6.5%，环比-0.1%



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2: 美国 12 月核心 CPI 同比 5.7%，环比 0.3%



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3: 美国 CPI 分项明细

	2022 年季调后环比 (%)							10 月同比 (%)	11 月同比 (%)	12 月同比 (%)
	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月			
所有项目	1.3	0.0	0.1	0.4	0.4	0.1	-0.1	7.7	7.1	6.5
食品	1.0	1.1	0.8	0.8	0.6	0.5	0.3	10.9	10.6	10.4
家庭食品	1.0	1.3	0.7	0.7	0.4	0.5	0.2	12.4	12.0	11.8
非家庭食品	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9	0.5	0.4	8.6	8.5	8.3
能源	7.5	-4.6	-5.0	-2.1	1.8	-1.6	-4.5	17.6	13.1	7.3
能源商品	10.4	-7.6	-10.1	-4.7	4.4	-2.0	-9.4	19.3	12.2	0.4
汽油 (所有种类)	11.2	-7.7	-10.6	-4.9	4.0	-2.0	-9.4	17.5	10.1	-1.5
燃料油	-1.2	-11.0	-5.9	-2.7	19.8	1.7	-16.6	68.5	65.7	41.5
能源服务	3.5	0.1	2.1	1.1	-1.2	-1.1	1.5	15.6	14.2	15.6
电力	1.7	1.6	1.5	0.4	0.1	-0.2	1.0	14.1	13.7	14.3
公用燃气服务	8.2	-3.6	3.5	2.9	-4.6	-3.5	3.0	20.0	15.5	19.3
不包括食品和能源的其它项	0.7	0.3	0.6	0.6	0.3	0.2	0.3	6.3	6.0	5.7
除食品能源外商品	0.8	0.2	0.5	0.0	-0.4	-0.5	-0.3	5.1	3.7	2.1
新车	0.7	0.6	0.8	0.7	0.4	0.0	-0.1	8.4	7.2	5.9
二手车与卡车	1.6	-0.4	-0.1	-1.1	-2.4	-2.9	-2.5	2.0	-3.3	-8.8
服装	0.8	-0.1	0.2	-0.3	-0.7	0.2	0.5	4.1	3.6	2.9
医疗保健商品	0.4	0.6	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.1	3.1	3.1	3.2
除能源外服务	0.7	0.4	0.6	0.8	0.5	0.4	0.5	6.7	6.8	7.0
住所	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8	6.9	7.1	7.5

运输服务	2.1	-0.5	0.5	1.9	0.8	-0.1	0.2	15.2	14.2	14.6
医疗保健服务	0.7	0.4	0.8	1.0	-0.6	-0.7	0.1	5.4	4.4	4.1

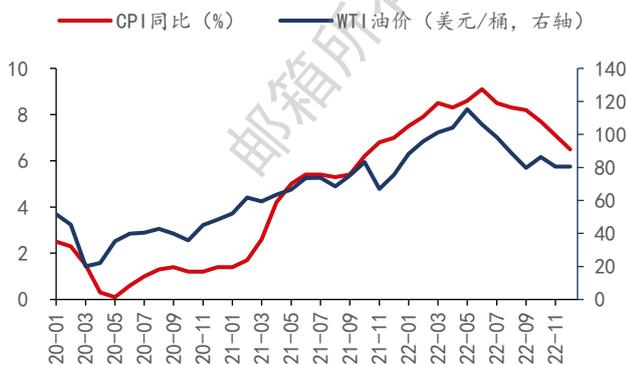
来源：美国劳工部，国联证券研究所

2 事件点评

2.1 广谱通胀重回“6”时代

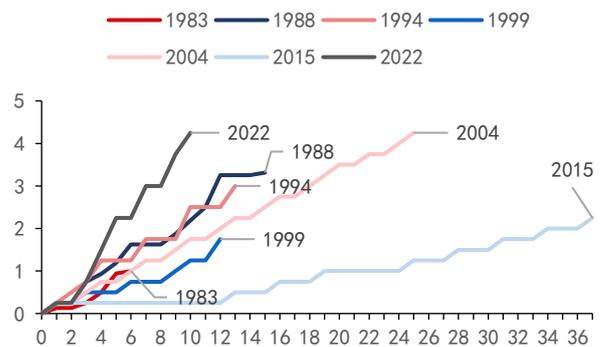
12月CPI同比重回“6”时代。2020年疫情爆发，恐慌情绪蔓延。4月，受疫情影响，美国原油需求下降，库存大幅上升，WTI原油期货主力合约价格一度跌至负值。5月，美国CPI同比最低触及0.1%，随后在宽松刺激政策、疫情引发的就业市场紧张、大宗商品供需失衡等因素推动下快速反弹。2021年3月，CPI同比突破2%后加速上行，12月升至7%。2022年2月，俄乌冲突爆发，欧美等国加大对俄制裁力度。特别是3月8日，美国总统拜登宣布禁止从俄进口石油和天然气，能源价格飙升进一步推升通胀。2022年6月，CPI同比增长9.1%，创下近40年来高点。为应对通胀，美联储自3月起连续7次加息，将联邦基金目标利率区间自0-0.25%大幅上调至4.25-4.5%。激进加息引发衰退风险上升，需求下降，通胀自高点回落。12月CPI同比增速回落至6.5%，时隔一年重回“6”时代。

图表 4: 油价飙升是本轮高通胀关键推动因素



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5: 2022 年美联储为应对高通胀激进加息



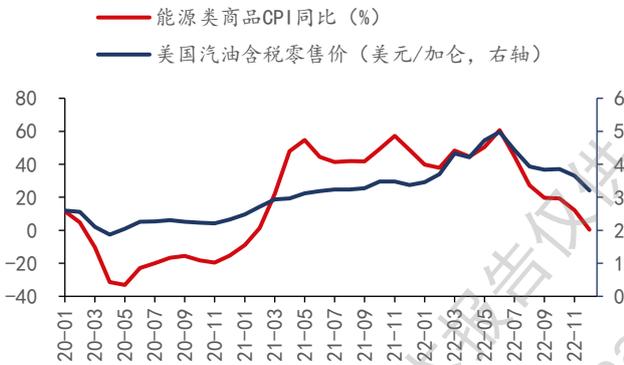
来源：Wind，国联证券研究所（横轴：加息持续月数；纵轴：加息幅度(%)）

2.2 能源与部分耐用品价格下跌是通胀降温主要原因

汽油与新车和二手车价格下跌是通胀降温主要原因。从分项数据来看，12月食品分项环比0.3%，前值0.5%；能源分项环比-4.5%，前值-1.6%。能源分项中，能源商品环比-9.4%，前值-2%；能源服务环比1.5%，前值-1.1%。核心商品中，新车环比-0.1%，同比5.9%；二手车环比-2.5%，同比-8.8%。分析原因，全球经济衰退担忧使得油价受到压制，汽油零售价格回落，带动能源商品CPI下行。而新车与二手车价

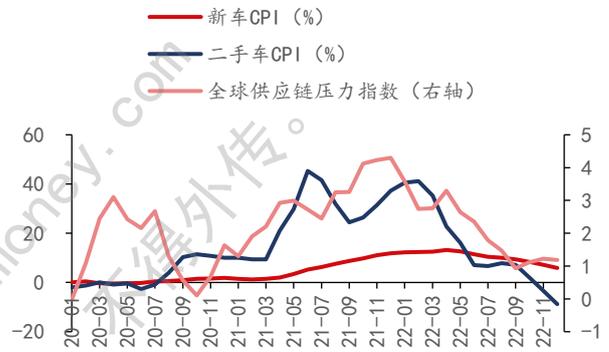
格下跌则主要是与全球主要国家优化疫情防控措施后，供应链进一步修复有关。

图表 6: 汽油价格回落带动能源类商品 CPI 下行



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 全球供应链缓解抑制新车与二手车价格

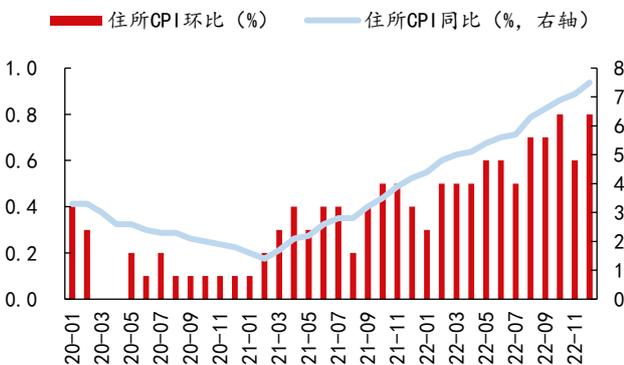


来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 房租等核心服务通胀仍存在较强韧性

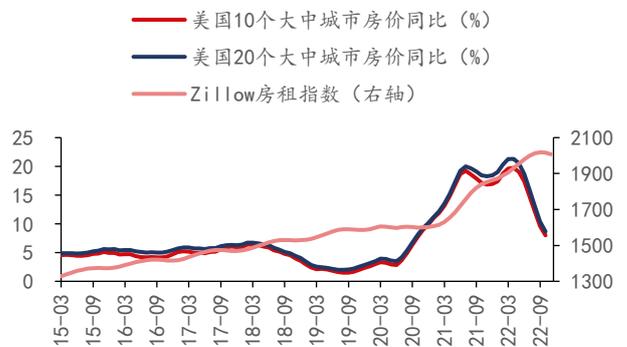
核心服务通胀回落幅度有限。从分项数据来看，12月核心服务环比0.5%，前值0.4%；同比7%，前值6.8%。分项数据呈现全面反弹。住所服务环比0.8%，前值0.6%；同比7.5%，前值7.1%。运输服务环比0.2%，前值-0.1%。医疗保健服务环比0.1%，前值-0.7%。不看发现，占比1/3的住所服务是当前通胀压力居高不下的主要原因。疫情后，美联储宽松货币政策推动房价大幅上涨，房租也水涨船高。2022年美联储开启加息后，房价已于2022年中期出现拐点，但由于房价下跌传导至房租项具有一定的时滞，从而使得核心通胀下行幅度有限。

图表 8: 住所 CPI 同比再创新高



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 房租价格滞后于房价变化

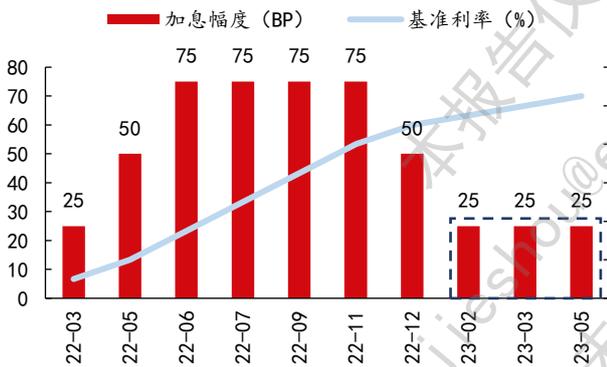


来源: Wind, Zillow, 国联证券研究所

2.4 加息步伐有望放缓但并不意味着政策转向宽松

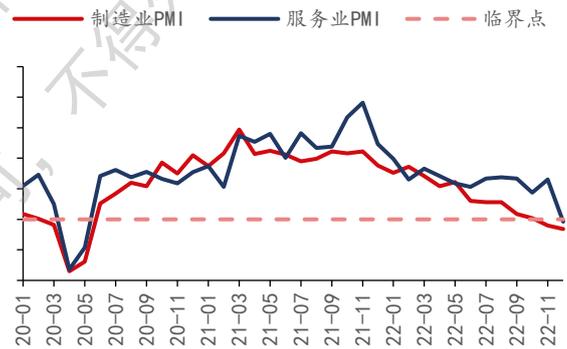
通胀持续回落夯实加息放缓基础。数据公布后，多位美联储官员发表讲话。认为当前通胀趋缓，可考虑放缓加息步伐，并对加息 25 个基点持开放态度。此外，近期美国公布的经济数据普遍不佳，特别是反映经济景气程度的制造业与服务业 PMI 数据均跌至 50 下方，经济活动进入收缩区间，持续大幅加息并不具备坚实基础。

图表 10: 大幅加息后美联储或转向小幅加息



来源: Wind, 国联证券研究所 (备注: 框内根据利率点阵图预测)

图表 11: 制造业与服务业 PMI 均进入收缩区间



来源: Wind, 国联证券研究所

市场预期本轮加息周期将于 3 月结束。从市场预期来看，根据芝加哥商品交易所美联储观察工具显示，市场预期 2 月加息 25 个基点的概率超过 90%，3 月份再加息 25 个基点并结束本轮加息周期的概率超过 70%。同时还认为，美联储将于 2023 年 11 月份重启降息。

图表 12: 市场预期美联储 2023 年还有两次共 50 个基点的加息并于 11 月开启降息

会议日期	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575

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_51261

