

总量研究

美国通胀加快下行，加息终点何时到来？

——2022年12月美国CPI数据点评

要点

事件：

12月美国通胀加快回落，同环比数据均符合市场预期。12月CPI同比增6.5%，前值7.1%；季调后CPI环比-0.1%，前值0.1%；核心CPI同比增5.7%，前值6.0%；季调后核心CPI环比增0.3%，前值0.2%。

核心观点：

12月美国通胀如期回落、下行速度加快，2月加息幅度有望进一步放缓至25bp。受此影响，美股、金价上涨，美元指数、美债利率回落。

但是当前美国通胀压力的缓解依然是结构性的，能源和二手车等耐用品价格趋势性回落，而住房等服务价格仍然维持韧性，尚未形成放缓趋势。我们预计随着上半年通胀下行速度加快，3月或迎来加息终点，但年内降息概率偏低。

12月美国通胀如期回落，加息幅度有望进一步放缓

12月美国CPI同比自7.1%降至6.5%，连续6个月下降；核心CPI同比自6.0%降至5.7%，连续3个月下降。其中，能源和二手车等耐用品价格持续下跌，而住房等服务价格仍然维持韧性，环比尚未出现放缓趋势。

12月，能源价格环比跌幅扩大至4.5%，上月跌幅为1.6%，连续两个月环比下跌，主要与石油减产预期转弱、需求前景回落有关；商品方面，二手车和卡车价格环比为-2.5%，上月为-2.9%，延续回落态势；核心服务方面，住房价格环比在上月回落至0.6%后，环比再度抬升至0.8%，依旧维持韧性；医疗护理服务价格环比在连续两个月转负后，回升至0.1%，可能与美国冬季疫情进入高峰，导致医疗需求增多有关。

通胀结构性回落背景下，年内降息仍较难期待

当前美国通胀回落趋势进一步明确，但通胀压力的缓解依然是结构性的，其衍生的结果可能是加息终点的提早到来，以及降息时点的延后。

一方面，能源价格走弱、商品价格趋势性下行，将带动美国CPI同比持续回落。预计一季度末CPI同比可能回落至5%以内，二季度末可能回落至3%附近。因此，伴随上半年美国通胀下行速度加快，或将于3月迎来加息终点，利率终点为5%。据CME FedWatch，3月迎来加息终点的概率上升至77%。

另一方面，住房价格粘性、劳动力市场缓慢降温，不仅意味着年内CPI同比难以回落至2%目标范围内，也在增加美国经济软着陆概率，使得美联储较难释放降息预期。

一则，尽管前期房价回落已经传导至新签租约价格，但CPI住宅价格环比仍处在高位，涨幅尚未出现放缓趋势，何时回落仍然具有不确定性。二则，12月美国服务业薪资增速持续回落、非制造业PMI跌破荣枯线，指向服务需求开始降温。但是，鉴于居民超额储蓄尚在、居民偿债负担较低、劳动力供给刚性约束难解，将支撑消费慢速退坡。

风险提示：美国经济回落速度超预期；俄乌局势超预期发展。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？——2022年11月贸易数据点评（2022-12-08）

非农超预期，为何美股反应温和？——2022年11月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

多项指数同步走弱，政策仍需持续发力——2022年11月PMI点评（2022-11-30）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022年10月贸易数据点评（2022-11-08）

欧债危机2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022年10月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022年11月FOMC会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-10-31）

疫情扰动叠加季节效应，制造业产需同步走弱——2022年10月PMI点评（2022-10-31）

9月行业景气度有何边际变化？——光大宏观周报（2022-10-30）

盈利延续弱复苏，稳固内需是关键——2022年9月工业企业盈利数据点评（2022-10-27）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022年9月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

目 录

1、12月美国通胀如期回落，加息幅度有望进一步放缓	3
2、通胀结构性回落背景下，年内降息仍较难期待	5
3、风险提示.....	8

图目录

图 1: 12月 CPI 环比转负，同比增速加快下行.....	3
图 2: 12月核心 CPI 环比增速小幅回升，同比增速连续三个月回落	3
图 3: 从分项环比拉动率看，能源价格跌幅加大，住房价格维持韧性	3
图 4: 市场普遍预期 2月加息幅度放缓至 25BP，3月停止加息	3
图 5: 12月美国制造业 PMI 分项指数显示，供应链压力持续缓和	5
图 6: 2022年二季度起，石油库存开始回升	5
图 7: 预计今年上半年 CPI 同比加快回落，二季度末或回落至 3%附近	6
图 8: 12月美国公寓房租价格仍在持续下跌.....	6
图 9: 今年 4月起，美国房屋价格指数开始回落.....	6
图 10: 12月美国服务业薪资同比增速进一步回落.....	7
图 11: 就业市场供求关系缓和，但仍处在历史高位	7
图 12: 美国超额储蓄逐步释放，支撑消费缓慢退坡	7
图 13: 美国家庭偿债负担有所回升，但仍处在较低水平	7

表目录

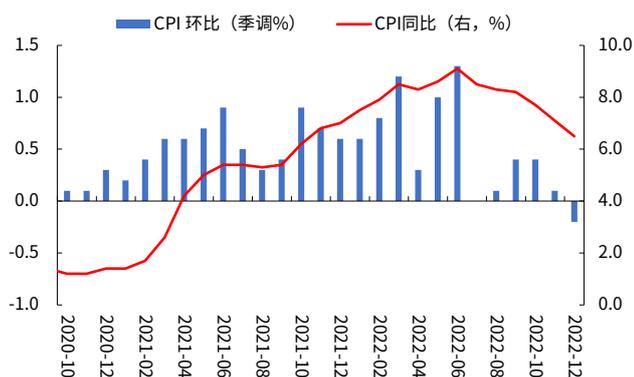
表 1: 2022年 10月-2022年 12月 CPI 同比和环比分项	4
--	---

1、12月美国通胀如期回落，加息幅度有望进一步放缓

12月美国通胀加快回落，同环比数据均符合市场预期。12月CPI同比增6.5%，前值7.1%，连续6个月下降；季调后12月CPI环比-0.1%，前值0.1%，环比自2020年之后首次转负；12月核心CPI同比增5.7%，前值6.0%，连续3个月下降；季调后12月核心CPI环比增0.3%，前值0.2%，符合市场预期。

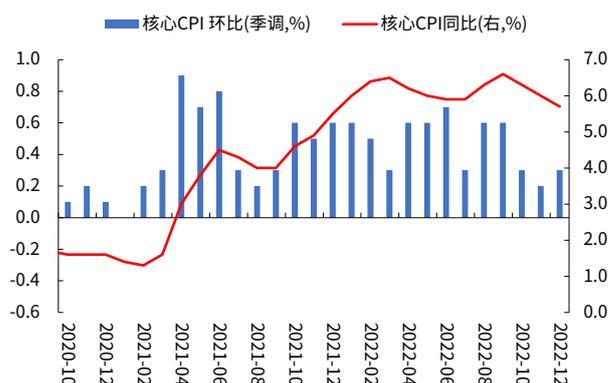
随着美国通胀持续缓和，预计2月加息幅度将放缓至25bp。数据发布后，据CME FedWatch，2月加息25bp的概率达到95%。美联储官员阿克也公开表态，“未来加息25个基点将是合适的”。受此影响，美股、金价上涨，美元指数、美债利率回落。

图1：12月CPI环比转负，同比增速加快下行



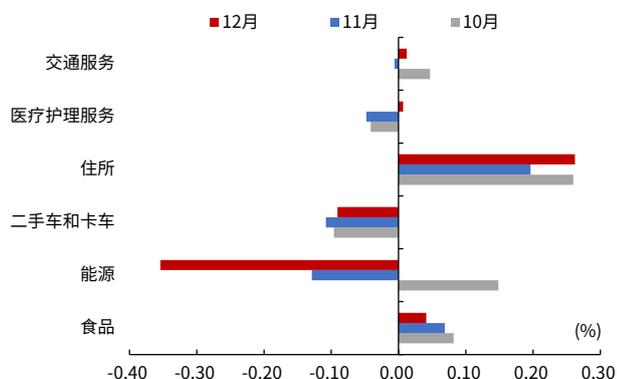
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2022 年 12 月

图2：12月核心CPI环比增速小幅回升，同比增速连续三个月回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期 2022 年 12 月

图3：从分项环比拉动率看，能源价格跌幅加大，住房价格维持韧性



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：市场普遍预期2月加息幅度放缓至25BP，3月停止加息

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES								
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.7%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.2%	76.6%	4.2%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%	55.3%	31.1%	1.6%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	50.0%	34.0%	5.2%	0.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	21.4%	45.7%	26.1%	3.8%	0.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.2%	10.7%	31.6%	37.5%	16.8%	2.3%	0.1%
2023/11/1	0.0%	0.6%	5.7%	20.7%	34.4%	27.6%	9.8%	1.2%	0.0%
2023/12/13	0.6%	5.6%	20.4%	34.1%	27.7%	10.1%	1.4%	0.1%	0.0%

资料来源：CME FedWatch，光大证券研究所 注：数据截止日期 2023 年 1 月 13 日

具体来看，当前美国通胀快速回落主要得益于能源和二手车等耐用品价格持续下跌，而住房等服务价格仍然维持韧性，尚未出现上涨放缓趋势。

食品价格方面，12月，美国食品价格环比回落至0.3%，上月为0.5%，连续三个月下降；同比小幅回落至10.4%，上月为10.6%。

能源价格方面，12月，美国能源价格环比跌幅扩大至4.5%，上月跌幅为1.6%，连续两个月环比下跌；同比快速回落至7.3%，上月为13.1%。12月，国际油价先降后升，中枢较11月进一步走低。12月上旬，欧盟对俄原油限价设定偏高，降低俄原油供给减量风险，同时OPEC暂未释放进一步减产信号，供给支撑减弱、需求前景回落的背景下，WTI原油价格持续回落至70美元/桶附近。后续，随着市场交易加息幅度进一步放缓、美国开始回购战略石油储备，释放油价阶段性见顶信号，维持弱势震荡。

商品价格方面，12月，除商品和能源以外的商品价格环比为-0.3%，上月为-0.5%，连续三个月环比为负。其中，二手车和卡车价格环比为-2.5%，上月为-2.9%；新车价格环比为-0.1%，上月为0%。

核心服务方面，12月，美国核心服务环比回升至0.5%，上月为0.4%，同比自上月6.8%上行至7%。其中，住房价格环比在上月回落至0.6%后，环比再度抬升至0.8%，指向住房价格依旧维持韧性，尚未出现上涨放缓趋势；医疗护理服务价格环比在连续两个月转负后，回升至0.1%，可能与美国冬季疫情进入高峰，出现新冠病毒、流感病毒、呼吸道合胞病毒(RSV)“三重疫情”，导致医疗需求增多有关。

表 1: 2022 年 10 月-2022 年 12 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2022年12月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
		2022/10	2022/11	2022/12	2022/10	2022/11	2022/12
食品	13.8	10.9	10.6	10.4	0.6	0.5	0.3
家庭食品	8.5	12.4	12.0	11.8	0.4	0.5	0.2
谷物和烘焙制品	1.1	15.9	16.4	16.1	0.8	1.1	0.0
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	8.0	6.8	7.7	0.6	-0.2	1.0
乳制品及相关制品	0.8	15.5	16.4	15.3	-0.1	1.0	-0.3
水果和蔬菜	1.4	9.4	9.7	8.4	-0.9	1.4	-0.6
无酒精饮料和饮料原料	1.0	12.7	13.2	12.6	0.5	0.7	0.1
其他家庭食品	2.3	15.4	13.9	13.9	0.9	-0.1	0.4
非家庭食品	5.3	8.6	8.5	8.3	0.9	0.5	0.4
能源	7.9	17.6	13.1	7.3	1.8	-1.6	-4.5
能源类商品	4.3	19.3	12.2	0.4	4.4	-2.0	-9.4
燃油	0.2	68.5	65.7	41.5	19.8	1.7	-16.6
发动机燃料	4.1	18.1	10.8	-0.9	4.0	-2.1	-9.2
汽油 (所有种类)	4.0	17.5	10.1	-1.5	4.0	-2.0	-9.4
能源服务	3.6	15.6	14.2	15.6	-1.2	-1.1	1.5
电力	2.6	14.1	13.7	14.3	0.1	-0.2	1.0
公共事业 (管道) 燃气服务	1.0	20.0	15.5	19.3	-4.6	-3.5	3.0
所有项目, 除食品和能源	78.4	6.3	6.0	5.7	0.3	0.2	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	20.9	5.1	3.7	2.1	-0.4	-0.5	-0.3
服装	2.4	4.1	3.6	2.9	-0.7	0.2	0.5
新车	4.1	8.4	7.2	5.9	0.4	0.0	-0.1
二手车和卡车	3.6	2.0	-3.3	-8.8	-2.4	-2.9	-2.5
医疗护理商品	1.5	3.1	3.1	3.2	0.0	0.2	0.1
酒精饮料	0.9	5.0	5.5	5.8	0.8	0.7	0.5
烟草和烟草制品	0.5	6.6	6.3	5.5	0.3	0.7	-0.1
服务, 不含能源服务	57.5	6.8	6.8	7.0	0.5	0.4	0.5
住所	32.8	6.9	7.1	7.5	0.8	0.6	0.8
主要居所租金	7.4	7.5	7.9	8.3	0.7	0.8	0.8
业主等价租金	24.2	6.9	7.1	7.5	0.6	0.7	0.8
医疗护理服务	6.8	5.4	4.4	4.1	-0.6	-0.7	0.1
医疗服务	1.8	1.8	1.5	1.7	0.0	0.0	0.1
医院服务	2.1		2.9	4.4			1.7
交通服务	6.0	15.3	14.2	14.6	0.8	-0.1	0.2
机动车维修保养	1.1	10.3	11.7	13.0	0.7	1.3	1.0
机动车保险	2.5	12.9	13.4	14.2	1.7	0.9	0.6
机票	0.6	42.9	36.0	28.5	-1.1	-3.0	-3.1

资料来源: 美国劳工部, 光大证券研究所。数据截止日期为 2022 年 12 月; 权重单位为%。

2、通胀结构性回落背景下，年内降息仍较难期待

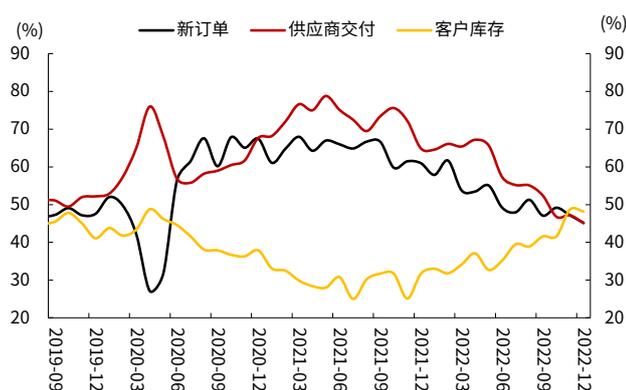
整体看，美国通胀回落趋势进一步明确，但通胀压力的缓解依然是结构性的，其衍生的结果可能是加息终点的提早到来，以及降息时点的延后。

一方面，能源和商品价格回落，属于趋势性下行，将带动美国 CPI 同比持续回落。我们预计一季度末 CPI 同比可能回落至 5% 以内，二季度末可能回落至 3% 附近。因此，伴随上半年美国通胀下行速度加快，可能会在 3 月迎来加息终点，利率终点为 5%。据 CME FedWatch，3 月迎来加息终点的概率为 77%。

原油方面，鉴于需求决定方向、供给决定弹性，预计在今年需求增长放缓、供给风险边际减弱的背景下，油价中枢小幅回落。需求方面，随着全球经济增长前景转弱，石油需求增长大概率放缓。从 EIA/OPEC/IEA 三大机构预测来看，预计今年全球石油消费量的平均增量为 160 万桶/日，低于 2022 年平均增量 230 万桶/日。供给方面，美国页岩油仍在缓慢增产，OPEC+ 减产落地后产量短期走稳，未来供给短缺风险主要集中在俄罗斯。由于俄海运原油出口多数转向亚洲，组建影子船队规避制裁，部分成品油或转为原油出口，加之欧盟对俄原油价格上限设定偏高，俄罗斯石油主动减产幅度低于预期。（详见 2022 年 12 月 20 日发布的研究报告《再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望》）

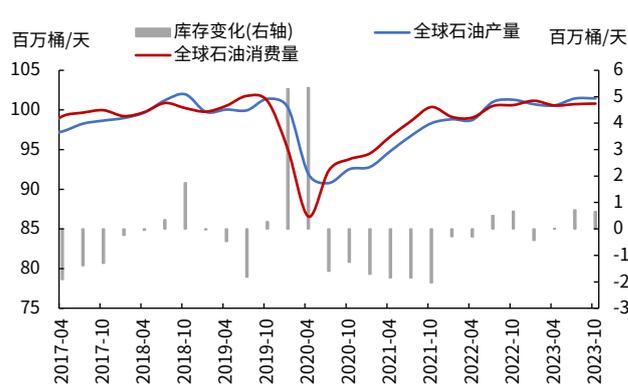
商品方面，当前美国制造业景气度正加快回落，供应链压力持续缓和，将带动汽车等耐用品价格持续下跌。从美国制造业 PMI 来看，12 月，制造业 PMI 指数回落至 48.4%，连续两个月落入收缩区间。其中，新订单指数、产出指数分别回落至 45.2%、48.5%，均低于上月的 47.2%、51.5%，显示需求回落速度快于生产，库存水平逐步上升，供应链交付时间持续缩短。

图 5：12 月美国制造业 PMI 分项指数显示，供应链压力持续缓和



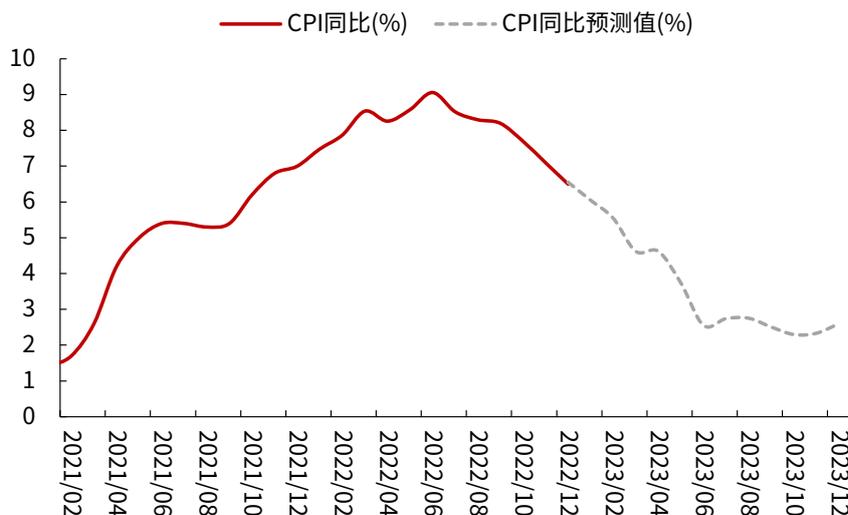
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2022 年二季度起，石油库存开始回升



资料来源：EIA，光大证券研究所；注：2022 年四季度-2023 年数据为 EIA 预测数

图 7：预计今年上半年 CPI 同比加快回落，二季度末或回落至 3%附近



资料来源：Wind，光大证券研究所；
注：2023 年 1 月-2023 年 12 月为光大宏观预测数

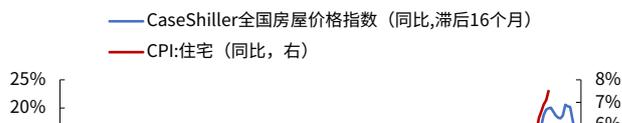
另一方面，住房价格粘性、劳动力市场缓慢降温，不仅意味着年内 CPI 同比难以回落至 2%目标范围内，也在增加美国经济软着陆概率，使得美联储较难释放降息预期。

尽管当前房价回落已经传导至新签租约价格，全美公寓租金价格环比自去年 7 月开始放缓，9 月以来连续四个月环比转负，但 CPI 住宅价格环比仍处在高位，尚未出现上涨放缓趋势，何时回落仍然具有不确定性。由于 CPI 反映的是现有租约价格，而非新租约价格，同时 CPI 住宅租金每 6 个月采样一次，调整频率较小，因此 CPI 住宅价格滞后于市场价格变化。从历史数据来看，CPI 住宅价格滞后于 CaseShiller 全国房屋价格指数大约 12 个月-16 个月。根据这一领先关系，CPI 住宅价格预计将从今年二、三季度开始回落。

图 8：12 月美国公寓房租价格仍在持续下跌



图 9：今年 4 月起，美国房屋价格指数开始回落



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_51275



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>