

# 美国通胀继续回落，加息节奏缓和明确

## ——美国12月CPI点评及周评

2023年1月13日

宏观经济 | 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国12月CPI环比-0.1%，预期0，前值0.1%；同比6.5%，预期6.5%，前值7.1%。

核心CPI环比0.3%，预期0.3%，前值0.2%；同比5.7%，预期5.7%，前值6%。

### 主要观点：

- 1、12月CPI环比首次为负。基于基数效应，明年上半年通胀同比将加速回落。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、预计美联储加息幅度降为25bp/次至4.75%~5%或5.25%。若高于5.25%，衰退风险加大。
- 4、美国上半年陷入衰退概率不大，一季度美股具备反弹条件，长期趋势仍保持中性。
- 5、今年美十债极限下限看到2.7~2.85%，若无降息预期则在3%~3.15%。正常波动范围为3.4%~4.1%

**受原油价格下降影响，能源如期继续下降。**汽油价格是迄今为止对CPI下降贡献最大的分项，完全抵消了住宅价格的上涨。由于汽油价格环比-9.4%，前值-2%，尽管其他能源分项环比上涨，能源分项环比加速下降-4.5%，前值-1.4%。随着原油价格回升至80美元附近，能源对通胀的对冲作用减弱，后续通胀回落将主要依靠核心通胀分项。但同比方面，能源基数效应在5月前会进一步增强，可带动CPI同比显著下降。

**食品通胀环比高位继续回落，同比见顶明确。**食品环比0.3%，前值0.5%，继续为2021年12月以来环比增速最小月份。居家食品6大分项首次出现3项环比下跌(前值为2项)。上涨的3类分别为肉蛋鱼1%(其中鸡蛋11%)。其他居家食品0.4%，非酒精饮料0.1%；下降的为果蔬-0.6%，日用品-0.3%，谷物烘焙类0%。非居家食品环比增速亦有回落，其中外卖食品0.4%，前值0.5%，连续三个月环比0.9%的局面确定终结。

**核心通胀同比见顶，医疗保险上涨周期带来的扰动消退，住宅同比继续新高，住宅以外的核心通胀同比持续明显回落。**住宅是核心通胀中最显著的分项，环比0.8%，前值0.6%，其中租金和等价租金均环比0.8%，外宿1.5%，前值-0.7%。由于房贷利率高企，地产周期基本见顶，预计房价小幅回落；而随着夏季租房合约高峰过去，租金上涨速度将有所下降；外宿占比相对较小。其他成分继续有涨有跌，连续四个月未出现普涨。上涨的有家装0.3%，车险0.6%，娱乐0.2%，服装0.5%，教育0.3%。医疗保健0.1%。下降的有二手车-2.5%，连续第6个月下跌，机票-3.1%，前值-3%。新车-0.1%，个人护理-0.1%。医疗保险有其固定的上涨周期，与经济周期相关性不强，对CPI的扰动已消退。

同比方面，住宅同比7.5%，前值7.1%，继续新高，贡献了过半的核心通胀，其他显著增加的是家装6.7%，医疗4%，新车5.9%，娱乐5.1%。除住宅同比继续上涨外，其他均见顶回落。我们一直强调与08年地产泡沫破裂后低利率无法刺激地产市场不同，本轮宽松刺激了地产市场的加速恢复，这是本轮通胀走势偏离原油走势的重要原因之一。而租金明显上涨始于去年下半年疫情期间租金管控结束之后，管控措施抑制了去年租金的通胀表现，原本去年的租金通胀集中体现在了2022年后。根据鲍威尔上月的讲话，住宅的领先指标均显著的见顶回落。而扣除住宅的核心通胀同比继续显著回落。

**基于基数效应，明年上半年同比将加速回落；真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。**我们从2020年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去24个月CPI均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。明年年初受基数以及地产降温影响，同比将有明显下降。在薪资增速同比没有

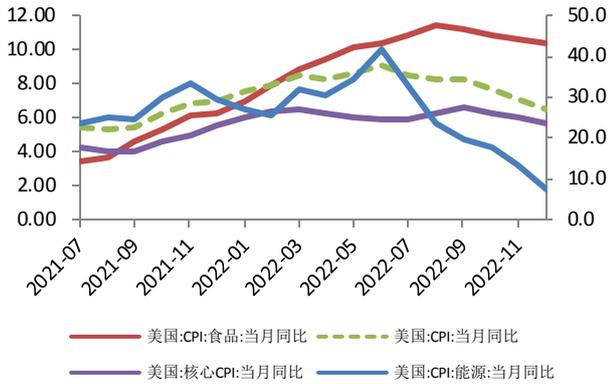
降至 4% 以下前，服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观。

**预计美联储后续加息幅度依次为 25bp/次至 4.75%~5%，一季度美股具有短线反弹可能。**基本情景下，政策至少接近 5%，若升至 5.25% 也在合理范围之内，预计加息将延续至一季度末。**若高于 5.25%，衰退风险加大。**我们在去年 11 月点评中指出从去年 12 月起加息最佳路径为 50,25,25，这一点基本得到印证。本周美联储官员讲话基本一致支持升至 5~5.25% 这一最低水平，对加息 25bp 持开放态度。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。鉴于美国劳动力市场空缺岗位虽然回落但仍在高位，劳动力市场紧绷至少需要半年才能缓解，上半年陷入衰退概率不大。美股一季度风险较小，随着加息幅度降低，一季度具有短线反弹的可能，但长期趋势仍保持中性。

**美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围为 4.1%~3.4%。**我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。当然，短端货币市场目前正常。

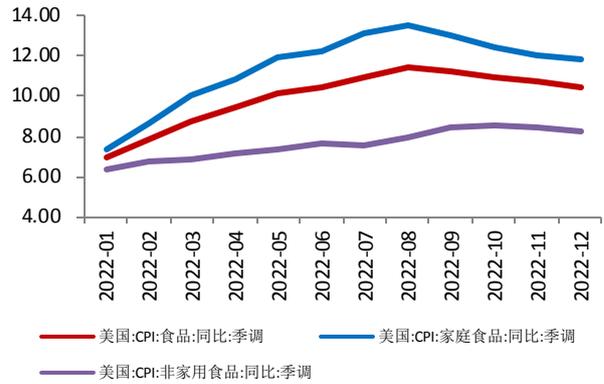
**风险提示：**海外通胀超预期，海外经济衰退。

**图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图2: 居家食品持续上涨带动食品分项, 但同比见顶**



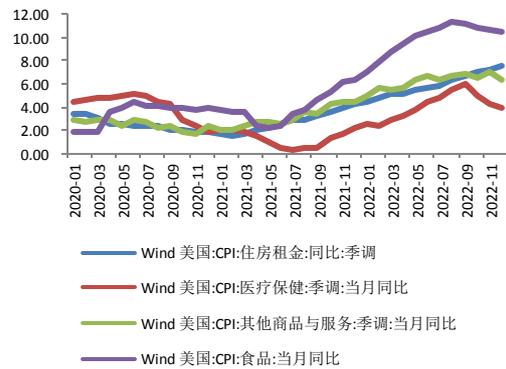
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图3: 食品分项同比见顶**



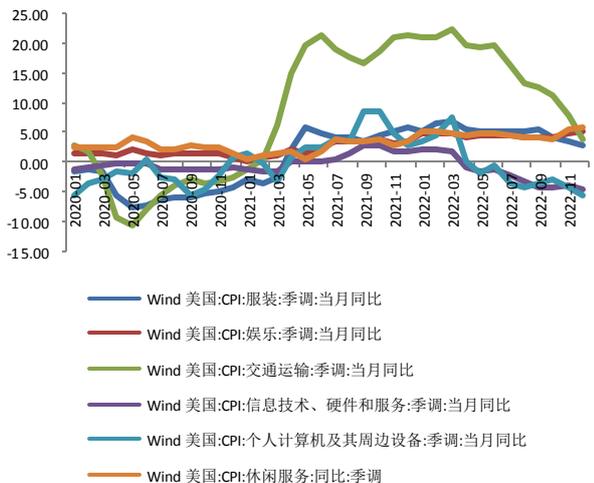
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图4: 前期引领通胀上涨的分项出现分化(同比)**



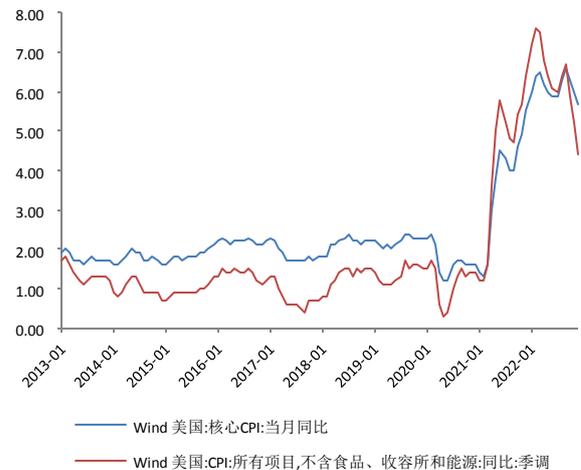
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图5: 可选消费通胀温和(同比)**



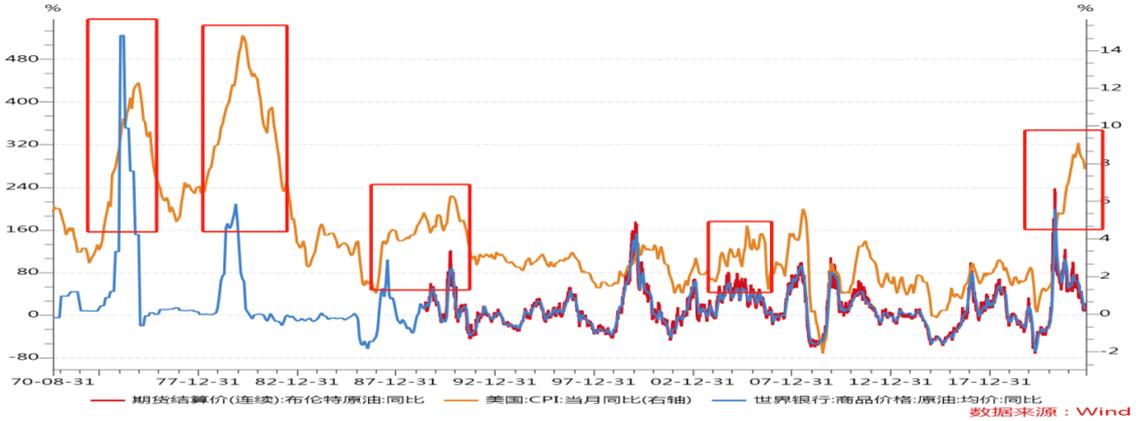
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图6: 扣除住宅的核心通胀回落明显(同比)**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图7: 本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次**



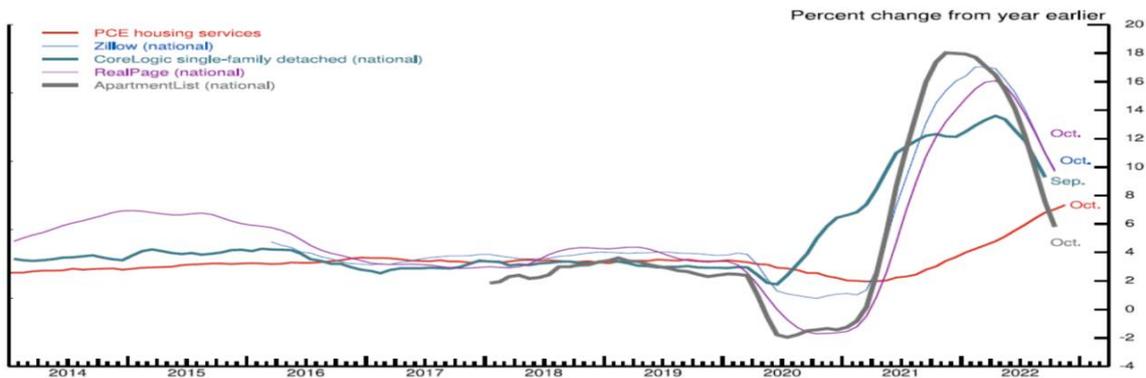
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图8: 美十债模型



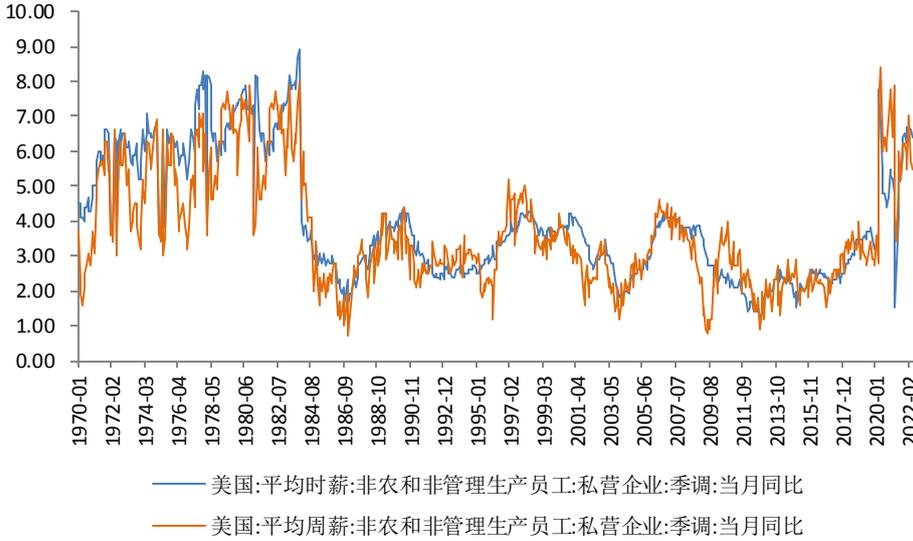
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图9: 住宅领先指标已先行回落



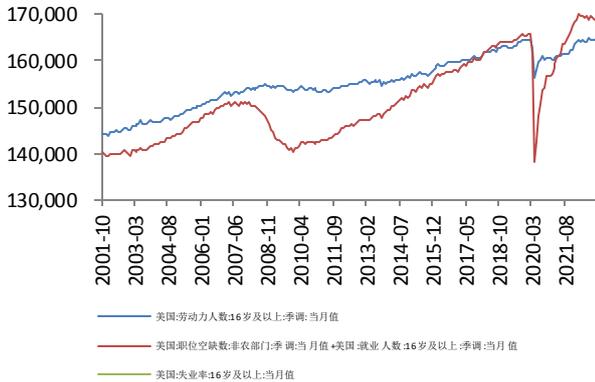
资料来源: FED, 东兴证券研究所

图10: 平均周薪回落快于时薪，周薪同比已回落至正常周期高位区间，至少还需半年时间验证是否有效回落



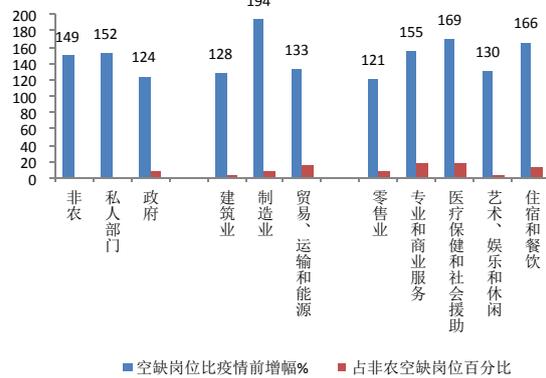
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图11: 岗位空缺历史高位, 劳动力紧绷至少需要半年才能缓解**



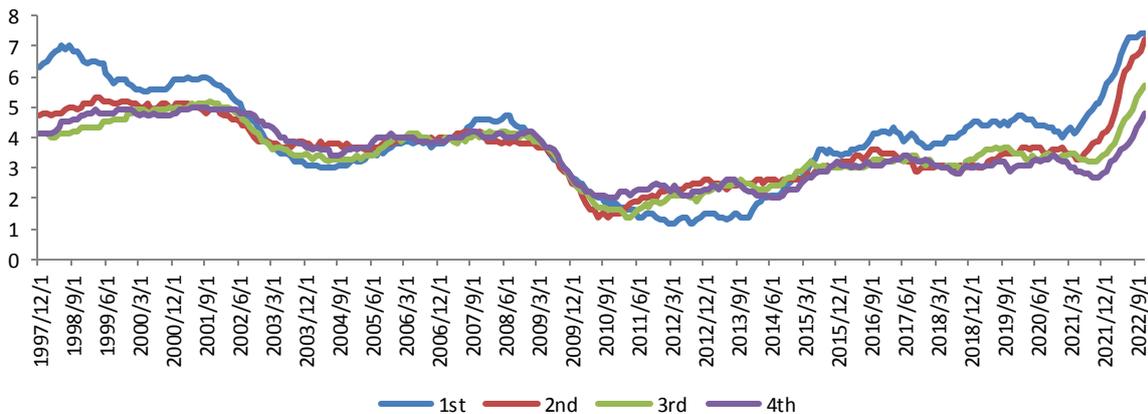
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图12: 制造业、医疗、餐饮娱乐等就业市场需求旺盛**



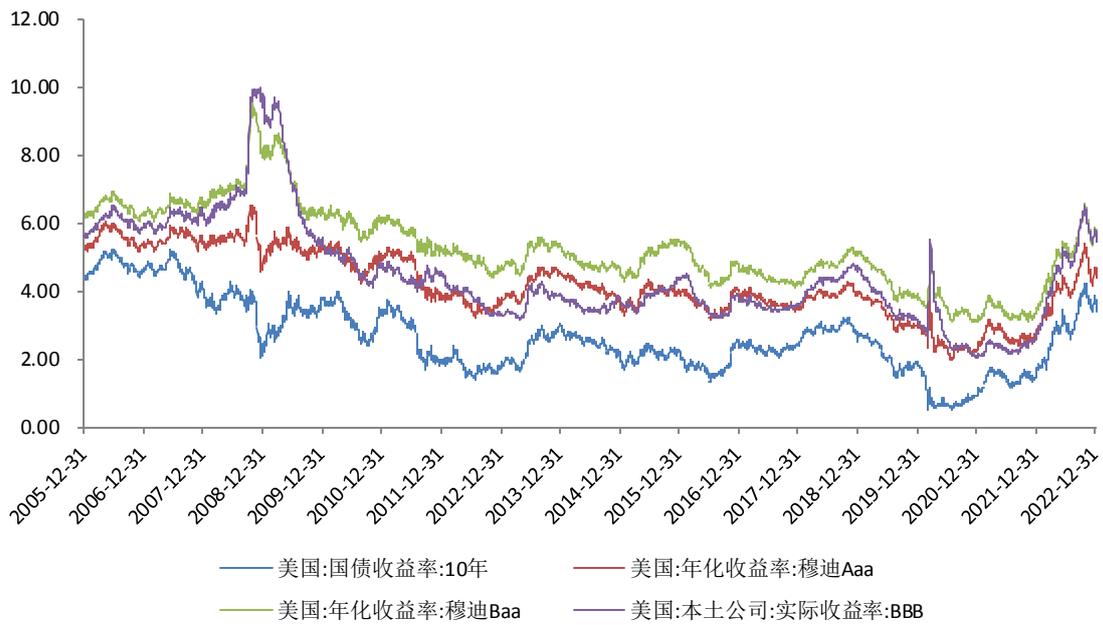
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图13: 本轮薪资第1~4分位同比增速均高企, 其中第一分位高收入出现见顶迹象**



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图14：垃圾债市及收益率与投资级别利差没有缓和



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**表1：美联储官员讲话基本支持 25bp 和 FFR 升至 5%以上。**

人物	本轮讲话	态度
1 Jerome H. Powell (美联储主席)	为恢复价格稳定而在短期内采取不受欢迎的措施，并保持政治独立性。	合理
2 John C. Williams (纽约)		合理 偏鹰
3 Charles Evans (芝加哥, 将退休)		略鸽 合理
4 Patrick Harker (费城分行)	<b>不会出现衰退</b> ，经济增长约 1%，明后两年升至 2% 今年还会加息几次，未来加息 <b>25bp</b> 是合适的。需要将利率提高到 <b>5%以上</b> ，但目前 <b>不需要超过 5% 太多</b> 。将利率保持一段时间，这样就不会对劳动力市场造成伤害。	鸽派
5 Lorie K. Logan (达拉斯)		合理
6 Neel Kashkari (明尼阿波利斯)	未来数次会议继续加息直至确认通胀确实见顶，期望在 <b>5.4%</b> 附近暂停。若货币收紧进展缓慢导致通胀高企，有可能会有更高利息水平。 应吸取 1970 年代的教训，只有在确信击败通胀的前提下才可以考虑降息。	合理 略鹰
7 Loretta J. Mester (克利夫兰)		合理
8 James Bullard (圣路易斯)	2022 年四季度 GDP 将继续高于长期趋势 (2%)。劳动力市场仍旧强劲。 <b>经济衰退风险减弱，软着陆概率增加</b> 。前置的货币政策有助于市场对通胀预期的下降。2023 年将是通胀下降的一年。 政策利率还没有到达足够的限制性，但 <b>正在接近</b> ，2023 年将变得足够限制性。需要更长的时间内维持更高的利率。数据将决定下次加息 25 还是 50bp。缩表继续。	鹰派转 为合理 偏鹰
9 Esther L. George (堪萨斯, 即将退休)	金融体系稳定，缩表继续。通胀压力缓解迹象显现。 应将利率升至 <b>5%上方并保持到 2024 年</b> 。	合理 略鹰
10 Susan M. Collins (波士顿)	现阶段倾向于 <b>25bp</b> 。	合理
11 Mary Daly (旧金山)	加息 25 或 50bp 都有可能。	合理 偏鸽
12 Rafael Bostic	商界领袖几乎一直认为公司经营状况良好，不希望裁员。2023 年 GDP 基本预测是增长 1%。	合理

**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\\_51277](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51277)

