

## 宏观动态跟踪报告

## 如何看待美国通胀降温？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

## 研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 2022年11月10日，最新公布的美国10月CPI数据超预期回落，市场加息预期降温。美国金融市场风险偏好大幅升温：纳斯达克指数涨超7%，10年美债收益率大幅回落28bp至3.82%、创近一个月新低，美元指数跌破108、创近三个月新低。我们认为，虽然美联储12月加息50BP的概率上升，但加息终点仍不明朗。未来一段时间，美国通胀的粘性、加息对经济的损伤、以及美股盈利的下调等，都是不应忽视的市场风险。
- 1、美国通胀降温，但结构仍存隐忧。美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其核心CPI同比脱离本轮高点，提振了市场信心。其中，能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是核心CPI回落的主因。不过，美国CPI结构仍有两方面隐忧：一方面，能源通胀压力仍未消除。10月能源商品分项环比由前值的-4.7%反弹至4.4%，同比仍高达19.3%。随着冬季能源需求上升，国际能源价格仍有上行压力。另一方面，住房租金粘性需要警惕。美国住房租金走势与房价走势通常有滞后1年左右的相关性，预计住房租金回落的时间点可能在2023年年中。若美国房地产业不出现重大危机，预计住房租金回落不会太快，并持续支撑美国通胀读数。我们测算，2022年末美国CPI通胀率为7.5%左右；10月PCE同比或在5.9%左右，年末PCE同比或为5.7%左右、高于美联储于2022年9月预测的5.4%。
- 2、加息预期降温，但市场风险犹存。CME数据显示，截至11月10日，美联储12月加息50BP的概率上升至80%以上，终端利率（加权平均值）下降至4.87%左右，且市场对2023年下半年就降息的押注更加积极。我们认为，美联储12月会议前，仍有一份就业数据和一份通胀数据有待观察；即便美联储在12月仅加息50BP，未来加息幅度和次数，亦仍有不确定性。考虑到若市场宽松预期太过浓烈，通胀反弹风险可能上升，届时美联储可能需要释放新的“鹰派”信号以管理市场预期。对市场而言，除了美国通胀粘性与美联储紧缩力度的不确定性外，加息对美国和企业盈利的滞后影响也需要更加重视。我们基于美国政策利率、美元指数和国际油价制作了美国经济“着陆”指数，该指数暗示2023年美国下行压力不容小觑。目前，市场预计今年四季度的盈利增速将小幅负增长（-1%），但2023年一季度就能够立刻回归2.3%的正增长，或许过于乐观。
- 风险提示：地缘冲突发展超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

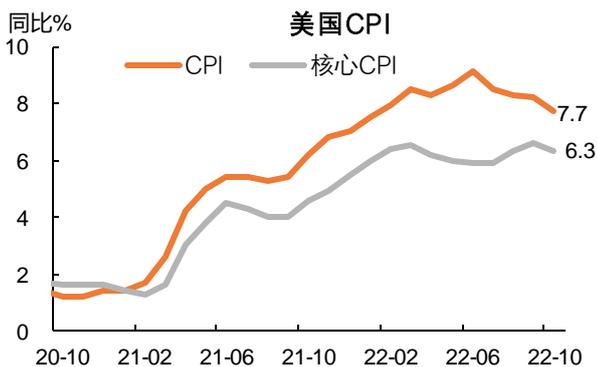
2022年11月10日，最新公布的美国10月CPI数据超预期回落，市场加息预期降温。美国金融市场风险偏好随之大幅升温：纳斯达克指数涨超7%，10年美债收益率大幅回落28bp至3.82%、创近一个月新低，美元指数跌破108、创近三个月新低。我们认为，虽然美联储12月加息50BP的概率上升，但加息的终点仍不明朗。未来一段时间，美国通胀的粘性、加息对经济的损伤、以及美股盈利的下调等，都是不应忽视的市场风险。

### 1、美国通胀降温，但结构仍存隐忧

美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其是核心CPI同比脱离本轮高点提振了市场信心。美国劳工部（BLS）11月10日公布数据显示，美国10月CPI同比7.7%，预期7.9%，前值8.2%，已连续第四个月回落；季调环比0.4%，预期0.6%，前值0.4%，低于今年1-9月平均水平的0.6%。10月核心CPI同比6.3%，预期6.5%，前值6.6%，是五个月以来首次回落；环比0.3%，预期0.5%，前值0.6%，低于今年1-9月平均水平的0.5%。

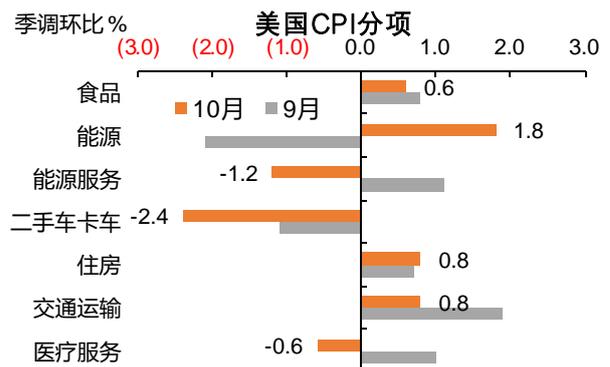
能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是10月核心CPI回落的主因。美国10月CPI分项中，能源服务环比增速由1.1%回落至-1.2%，医疗服务环比增速由1.0%回落至-0.6%，交通运输服务环比增速由1.9%回落至0.8%，三项分别回落2.3、1.6和1.1个百分点。此外，二手车和卡车分项环比降幅扩大至2.4%。以上是核心CPI环比增速回落的主因。从同比拉动看，除住房租金外，其余大部分分项对10月CPI同比的拉动均有所下降。

图表1 美国10月CPI和核心CPI同比均回落



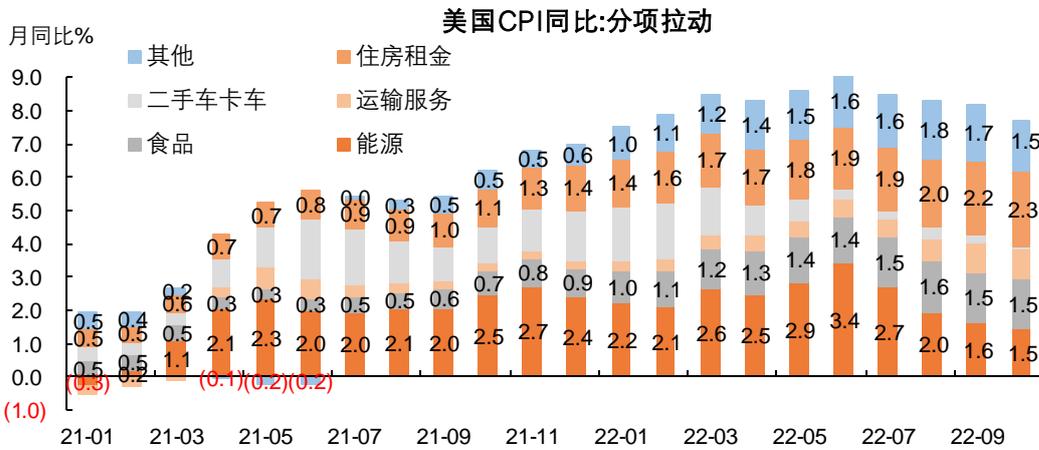
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 能源服务、医疗服务、交通运输等环比增速回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 除住房租金外，其余大部分分项对10月CPI同比的拉动均有所下降



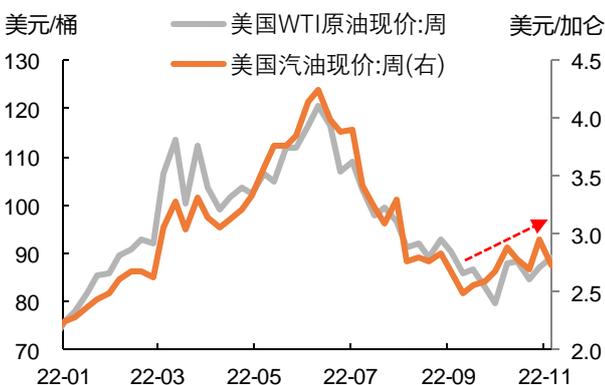
资料来源: Wind, 平安证券研究所

不过，美国 CPI 结构仍有两方面隐患：

一方面，能源通胀压力仍未消除。虽然能源服务分项回落，但能源商品分项仍在上涨。10月，能源商品价格分项环比由前值的-4.7%反弹至4.4%，同比仍高达19.3%。这完全抵消了能源服务价格的进展，使得能源分项（包括商品和服务）环比由-2.1%回升至1.8%。我们认为，随着冬季能源需求上升，国际能源价格仍有上行压力。11月以来，国际能源品价格仍有升温迹象：截至11月5日当周，美国汽油现货价和WTI原油现货价，较10月1日当周分别上升了2.3%和12%。

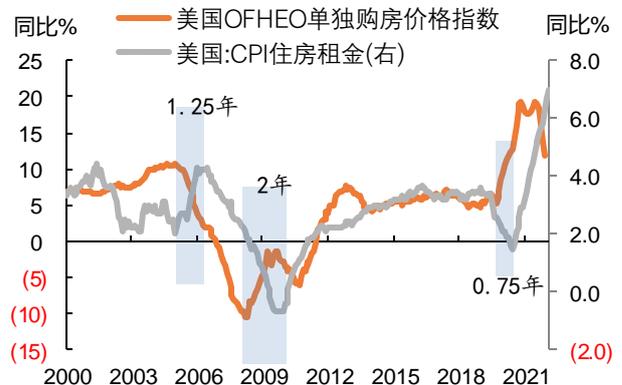
另一方面，住房租金粘性需要警惕。10月，住房租金分项环比进一步上涨0.8%，对CPI环比的拉动约0.25个百分点。在2021年4月至2022年6月期间，美国单独购房价格指数（OFHEO）同比增速连续14个月保持在15%以上的历史高位。美国住房租金走势与房价走势通常有滞后1年左右的相关性，预计住房租金回落的时间点可能在2023年年中。考虑到本轮美联储紧缩对房地产和消费需求的抑制较强，不排除美国住房租金的回落节点略有提前。然而，历史数据显示，住房租金的波动明显弱于房价，若美国房地产业不出现重大危机，预计住房租金的回落不会太快，并持续支撑美国通胀读数。

图表4 9月以来，美国能源品价格有所反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国住房租金与房价有滞后1年左右的相关性



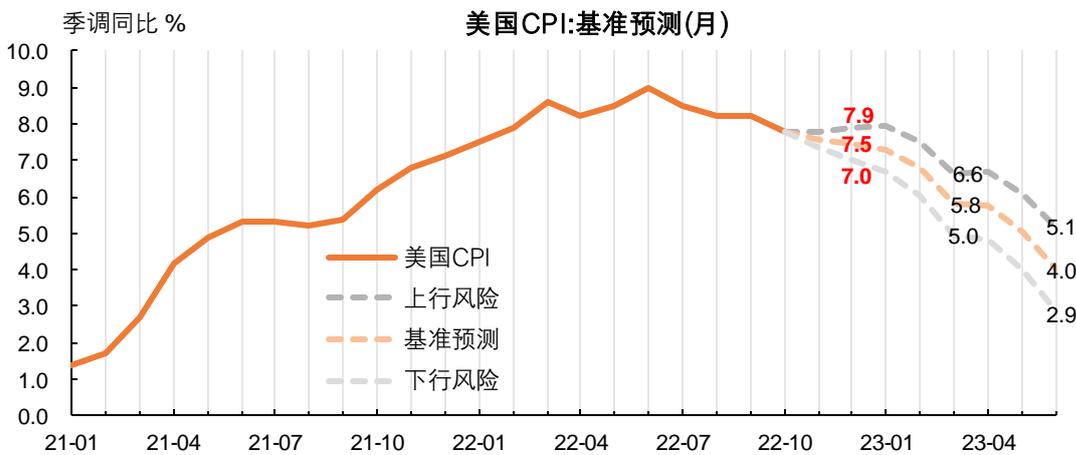
资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们的基准预测显示，2022年末美国CPI通胀率为7.5%左右，2023年中可能回落至4%左右。展望未来半年，我们认为：

1) 本轮冬季, 预计美国物价增速回落幅度有限, 因国际能源价格可能反弹, 且美国经济尚未衰退、需求尚未大幅下滑, 核心通胀压力仍保持在较高水平。2) 2023 上半年, 美国经济或逐渐步入衰退, 继而物价增速再下一个台阶。具体来看, 我们的“基准预测”假设, 本轮冬季 (2022 年 11 月至 2023 年 1 月) 美国 CPI 环比 0.5%, 2023 年 2 月至 6 月环比 0.3%; “上行风险”假设本轮冬季每月环比 0.7%, 2023 年 2 月至 6 月环比 0.4%; “下行风险”假设本轮冬季每月环比 0.3%, 2023 年 2 月至 6 月环比 0.2%。

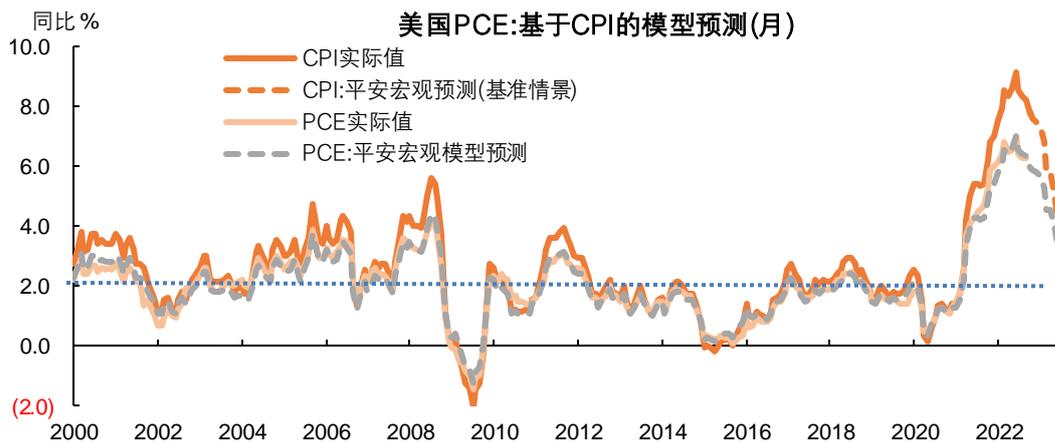
同时, 根据美国 CPI 与 PCE 通胀率的历史相关性, 我们的模型测算显示, 本月末将公布的 10 月美国 PCE 同比或在 5.9% 左右, 今年末 PCE 同比或为 5.7% 左右, 高于美联储于 2022 年 9 月预测的 5.4%。

图表6 我们的基准预测显示, 2022 年末美国 CPI 通胀率为 7.5% 左右, 2023 年中可能回落至 4% 左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 我们的模型能够较好地捕捉美国 CPI 与 PCE 通胀率的历史相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

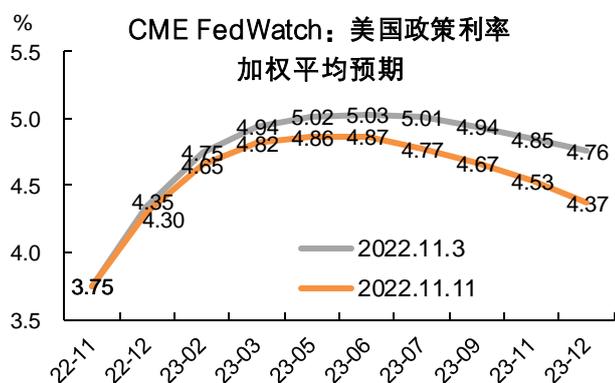
## 2、加息预期降温, 但市场风险犹存

10 月通胀数据公布后, 市场加息预期明显降温。由于美联储 11 月 2 日的议息会议提出了加息的“滞后影响”、为放缓加息做了铺垫, 加上 11 月 4 日公布的美国失业率超预期回升, 近期市场对美联储放缓加息的预期已有所升温。10 月通胀数据的

公布，更强化了这一预期。CME FedWatch 数据显示，截至 11 月 10 日，与 11 月 3 日美联储会议后相比，12 月加息 50BP 的概率由 50% 左右上升至 80% 以上。同时，其预期的终端利率（加权平均值）由 5.03% 下降至 4.87% 左右，且对 2023 年下半年就降息的押注更加积极。此外，2 年美债收益率、5 年和 10 年美债实际利率，当日均大幅回落 26-27BP，也印证了加息预期的显著降温。

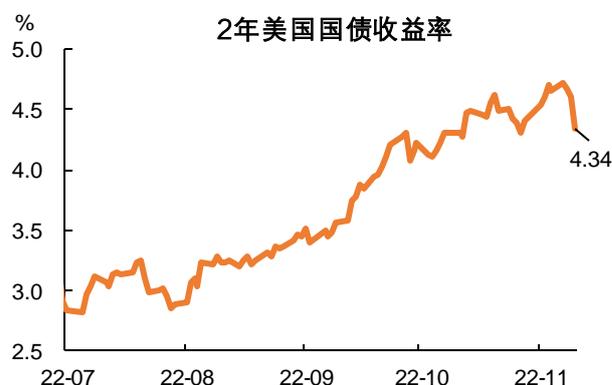
我们在报告《接纳不确定性——2022 年 11 月美联储议息会议解读》中提示，12 月的加息决策对终端利率或有较大影响。继而，美联储希望通过强化“加得更高”的预期，一定程度上对冲“加得更缓”的影响，防止金融市场条件过快放松。然而，10 月通胀数据公布后，市场似乎忘却了美联储的预期引导。我们认为，美联储 12 月会议前，仍有一份就业数据和一份通胀数据有待观察；即便美联储在 12 月仅加息 50BP，未来加息的幅度和次数仍有不确定性。尤其考虑到，若市场宽松预期太过浓烈，通胀反弹风险可能上升，届时美联储可能需要释放新的“鹰派”信号，以管理市场预期。

图表8 市场押注终端利率更低、降息更早到来



资料来源: Wind, 平安证券研究所

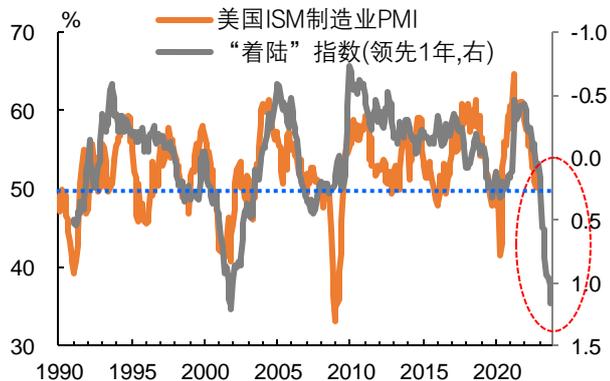
图表9 2 年美债利率大幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

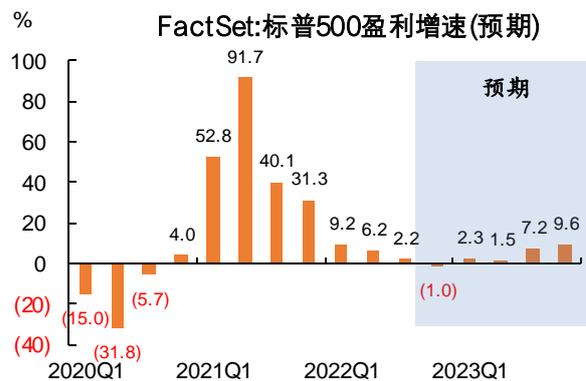
对市场而言，除了美国通胀粘性与美联储紧缩力度的不确定性外，加息对美国经济和企业盈利的滞后影响也需要更加重视。基于美国政策利率、美元指数和国际油价，我们制作了美国经济“着陆”指数。该指数与 1990 年以来的美国制造业 PMI 指数有领先 1 年左右的相关性，能够较好地刻画高利率、高通胀和强美元对美国经济的滞后影响。当前，这一指数暗示，明年美国经济下行压力不容小觑。据 FactSet 统计，截至 11 月 4 日，已有 85% 的标普 500 成分企业公布了今年三季度财报，预计该季度整体盈利增速达到 2.2%，连续第 8 个季度正增长。目前，市场预计今年四季度的盈利增速将小幅负增长（-1%），但 2023 年一季度就能立刻回归 2.3% 的正增长。然而，如果 2023 年上半年，美国政策利率维持在“足够限制性水平”，预计美国经济下行的压力有增无减，目前对 2023 年的美股盈利预期或许过于乐观。

图表10 2023年美国经济运行压力不容小觑



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注:“着陆”指数涵盖美国政策利率、美元指数和国际油价,三者与历史水平的偏离程度。

图表11 市场对美股2023年的盈利预期可能过于乐观



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 地缘冲突发展超预期, 全球通胀压力超预期, 全球经济下行压力超预期, 海外货币政策走向超预期等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033