

结束的开始：CPI 走弱确认下行趋势

20221111

核心内容：

- **CPI 超预期回落确认下行趋势，加息终值难再提升** 美国 10 月 CPI 超预期下行，继 6 月份的顶峰后再次确认回落趋势：同比增速从 9 月的 8.2% 回落至 7.7%，低于市场预期的 7.9%；核心 CPI 同比增速为 6.3%，比 9 月下行 0.3%。环比方面，CPI 增速为 0.4%，而核心 CPI 增速为 0.3%。环比和同比走势的分化也反映出 2021 年末的高基数效应开始体现。商品预计在高基数更早到来下保持下滑，而核心则由于房价滞后和服务粘性导致更慢的下行。10 月基数效应的体现明朗了 CPI 开始稳定走弱的趋势，加息终值难再提升，12 月放缓至 50bps 的概率大大增加；随着美元和美债的顶部基本确认市场将开始从紧缩交易转向。
- **能源服务和二手车对回落贡献最大，高基数效应开始体现** 天然气和电力为主的能源服务同比增速由 19.9% 放缓至 15.6%，环比下行 1.2%，拉动 CPI 增速下行 0.16 个百分点，对通胀超预期回落的贡献仅次于二手车。近期欧洲天然气储备能力达到上限使 TTF 天然气价格在 9、10 月份大幅下跌，也从需求侧减轻了美国天然气价格的压力。能源服务虽然在 11 月份还有走弱可能，但在 2022 一季度的基数效应到来前整体不会大幅下滑。二手车的同比增速由 7 月份的 7.2% 下行至 10 月份的 2.0%，其环比为 -2.4%；其价格压力走弱来自于新车供给恢复后减缓了居民对二手车的需求以及二手车价格 2021 年 9、10 月的基数大幅抬升，分子与分母的一降一升导致同比显著下滑。未来几个月，能源食品部分仍难以显著放缓，服务类粘性偏强且基数效应还不明显，因此商品将成为 CPI 走弱的主要动力。
- **居住成本和服务粘性尚在，通胀短期不会迅速下滑** 居住成本仍继续上行，租金和自有住所换算等价租金 10 月累计拉动 CPI 上行 2.21 个百分点，和我们的预测一致。居住成本预测显示的并不全是坏消息，虽然其对 CPI 的拉动仍将保持在 2% 以上，但是也难再继续上升以加剧通胀压力。虽然服务类价格粘性尚在，未来的下行趋势已经愈发清晰。对于服务类的粘性，仍应该对劳动市场工资上行、消费信贷偏高、高房价导致的家庭资产净值高位这三个因素保持观察。
- **12 月加息放缓至 50bps 概率较大，开始确认美债和美元的顶部** 美债方面，随着美国经济继续下滑、消费在投资后也开始较快回落、失业率逐步上行，陷入衰退的概率有增无减，成为美债转入衰退交易的机会，也将减轻量化紧缩为国债市场带来的压力，美债配置价值显现。美元方面，在美联储加息终值预期更稳定的情况下，加息更慢的欧央行在美国利率见顶后有望缩小和美国的金融差，美元的顶部预计同样得到确认美股近期在乐观情绪中反弹，但是随着投资消费的走弱和衰退概率加大，其盈利底部还未到来，离反转还有相当的距离。

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

美国劳工数据局（BLS）公布的10月消费者价格指数（CPI）超预期下行，继6月份的顶峰后再次确认回落趋势：同比增速从9月的8.2%回落至7.7%，低于市场预期的7.9%；剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.3%，比9月下行0.3%。环比方面，CPI增速为0.4%，再度上行，而核心CPI增速为0.3%。环比和同比走势的分化反映出2021年末的高基数效应开始体现。核心通胀继续与名义通胀分化，商品预计在高基数更早到来下保持下滑，而核心则由于房价滞后和服务粘性导致更慢的下行。10月基数效应的体现明朗了CPI开始稳定走弱的趋势，加息终值难再提升，12月放缓至50bps的概率大大增加；随着美元和美债的顶部基本确认市场将开始从紧缩交易转向。

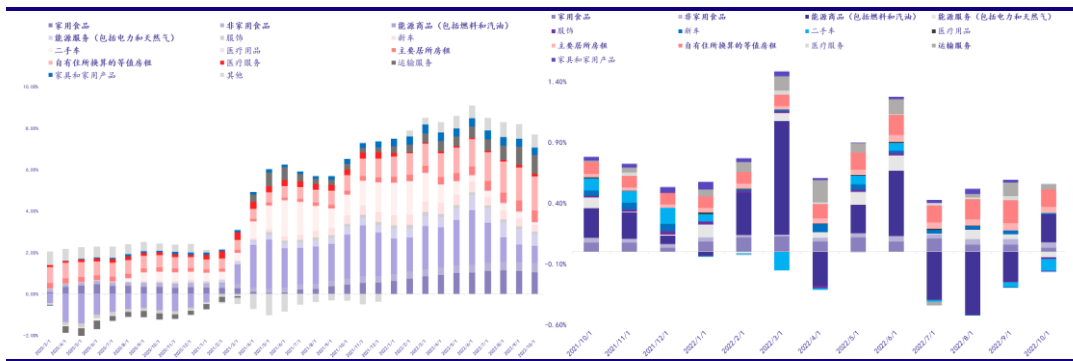
从构成来看，之前主要的通胀拉动项目中回落最显著的仍集中在非核心部分，二手车和包括电力及天然气在内的能源服务对CPI的超预期走弱做出了最大贡献；其他回落的项目还有家用食品、能源商品、新车、二手车、和医疗用品等。同比增速加快的主要是居住成本两项和运输服务。环比方面的变动趋势大致相同，居住成本和非家用食品依然保持上行动能，能源商品在OPEC+减产有所回升。需要注意到CPI在2021年的基数从10月份开始上行较快，因此即使其环比保持一定向上的动能，同比整体回落的趋势也更加确定。

仍然需要注意，本轮通胀始于供给端扰动带来的商品价格上行，而后，随着供给端问题向需求侧转移，服务类对物价增速的贡献抬升。这也意味着在商品同比增速回落的阶段，服务类的粘性还会保持一段时间，尤其是房价统计滞后导致的韧性。尽管本月通胀下行超预期，但除了去年同期的基数外，天然气价格因欧洲储气能力达到上限的阶段性回落未必持续，冬季的温度可能阻止能源类的更快下行，因此短期通胀下行的斜率依然不会陡峭，更大幅度的回落还需期待2023年一季度末。

不过，CPI稳步回落的趋势再次得到确认，这也意味着未来其再超预期的可能性较小，12月FOMC会放缓加息。CPI公布后，美联储哈克表示考虑在利率到4.5%附近后暂停加息，这类态度标志着加息的终点大致在5%左右，预期不会进一步恶化。在这一基础上，美元和美债的顶部基本可以确认，紧缩交易也将开始向衰退交易过渡。美股近期的反弹并不意味着反转，未来衰退的“盈利底”还未显现，相比之下美债和美元的走势更加清晰。

图 1：10月CPI同比主要拉动项拆分（%）

图 2：10月CPI环比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(一) 能源服务和二手车对 CPI 回落贡献最大，高基数效应开始体现

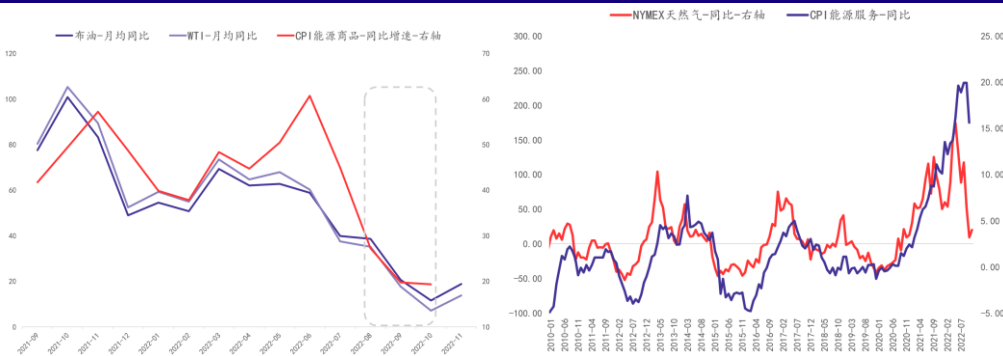
CPI 在 7 至 9 月份的下行主要由于原油价格的拖累，但在 OPEC+ 减产，供需预期博弈的震荡导致油价出现一定回升，尽管同期基数上行，回落幅度明显放缓，10 月对 CPI 的仅有 0.02 个百分点的向下拉动。另外，能源商品的环比增速 10 月为 4.40%，结束了连续三个月的大幅下滑，在冬季能源紧缺之下能源商品对 CPI 增速放缓的贡献预计将较弱。EIA 对 2022 年布油价格预测仍为 102 美元/桶¹，油价冬季还有小幅上行空间。

而相比之下，以天然气和电力为主的能源服务同比增速由 19.9% 放缓至 15.6%，环比下行 1.2%，拉动 CPI 增速下行 0.16 个百分点，对通胀超预期回落的贡献仅次于二手车。从历史关系来看，能源服务于 NYMEX 关系较为密切，通常滞后 1 个月；近期欧洲天然气储备能力达到上限使 TTF 天然气价格在 9、10 月份大幅下跌，也从需求侧减轻了美国天然气价格的压力。但和原油类似的是，天然气在经历大幅下跌后价格也已经企稳，随着冬季来临和欧洲库存的快速消耗，能源服务虽然在 11 月份还有走弱可能，但在 2022 一季度的基数效应到来前整体不会大幅下滑。

整体上，能源价格的基数已经决定了其同比增速逐步放缓，只是俄乌冲突下冬季能源价格存在震荡上行的可能，欧洲冬日和寒冷程度有待观察。因此，2023 年一季度末前的 CPI 下行可能更多来自于商品端而非能源端，但一季度后能源价格陷入同比负增长的概率将使通胀更快速回落，这也符合美联储在明年一季度停止加息的预期。

图 3：原油价格同比增速有一定支撑 (%)

图 4：天然气价格的大幅下行难以在冬季维持 (%)



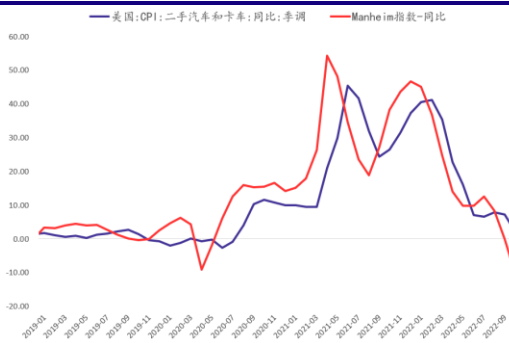
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

商品方面的下行来自于 (1) 供应链和改善，(2) 美联储加息打击总需求的效果进一步体现和 (3) 部分商品的高基数效应开始体现。其中最明显的就是二手车：二手车的同比增速由 7 月份的 7.2% 下行至 10 月份的 2.0%，其环比为 -2.4%；其价格压力走弱来自于新车供给恢复后减缓了居民对二手车的需求以及二手车价格 2021 年 9、10 月的基数大幅抬升，分子与分母的一降一升导致同比显著下滑。新车的环比增速由前值 0.8% 放缓至 0.3%，涨价动力弱化。服饰环比则下行 0.7，连续四个月边际负增长。医疗商品和家具类也有所弱化。总体上，在美联储高压加息之下，居民储蓄耗尽，信贷也开始边际减弱，商品由于 2021 年涨价更早所以率先开始享受高基数效应带来的下滑。未来几个月，能源食品部分仍难以显著放缓，服务类粘性偏强且基数效应还不明显，因此商品将成为 CPI 走弱的主要动力。

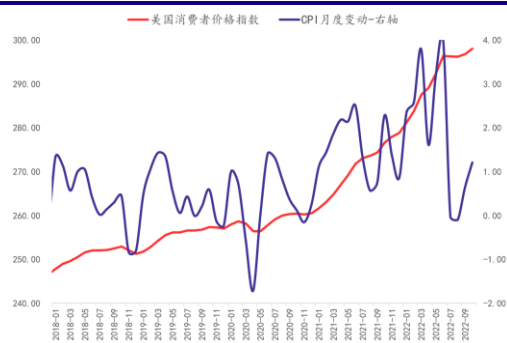
¹ Short-Term Energy Outlook - U.S. Energy Information Administration (EIA)

图 5：二手车价格由于高基数大幅下跌 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：需求下行叠加价格基数走高助力 CPI 回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 服务粘性仍在，居住成本难以继续攀升，但仍会保持高位

虽然商品在信贷边际走弱，需求受到高利率打击的情况下放缓，服务部分的粘性仍然值得警惕，居住成本保持高位以支撑较快通胀增速的格局尚未改变。虽然能源食品部分预计未来可能继续下行，对通胀的更快回落还是需要看到加息遏制住工资增速并进一步冲击信贷支持的消费。尽管 CPI 的下行趋势在 10 月得到进一步确认，7% 以上的增速不仅离 2% 的中长期目标相差甚远，也依然大幅高于联邦基金利率，也即实际利率仍为负值；所以尽管“利率的尽头”不太会抬升，也不应该期待通胀在 2023 年一季度前快速回落（除非衰退迅速到来）。

从涨价较快类别看：食品依旧保持较快增速，家用食品同比增速 12.4%，非家用 8.6%，环比分别是 0.4% 和 0.9%，从全球食品价格指数的传导存在滞后，2023 年望开始明显回落。虽然供给端恢复，但是新车价格环比仍上行 0.3%，在库存偏低、消费信贷尚可的状态下虽然价格边际放缓，年内可能继续增长。

服务方面，医疗服务虽然同比没有变化，但环比出现 0.5% 的下行，主要由于 BLS 调整了健康保险的估算方式，未来易遏制 CPI 的增速。运输服务由于劳动市场继续短缺以及原油价格回暖而上行，同比 15.3%，环比 0.8%，保持较高增速。

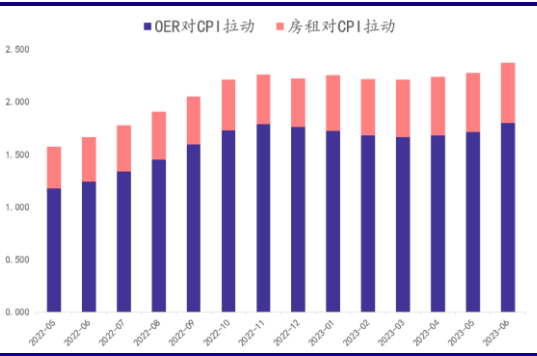
居住成本仍如我们此前提示的一样继续上行，租金和自有住所换算等价租金 10 月累计拉动 CPI 上行 2.21 个百分点，和预测值几乎完全相等。尽管我们对于美国房价的先行指标预示房价可能在未来开始更快下滑，但是 CPI 对房价和房租的统计一般滞后 12-16 个月，且 Zillow 和房地美统计显示 7 月房价同比增速仍高达 15%-18%。这意味着明年上半年以前，无论美联储加息与否，居住成本都将对广义和核心通胀构成持续的压力。

但是居住成本预测显示的并不全是坏消息，虽然其对 CPI 的拉动仍将保持在 2% 以上，但是也难再继续上升。结合其他 CPI 分项来看，虽然服务类粘性尚在，未来的下行趋势已经愈发清晰。不过，对于服务类的粘性，仍应该对劳动市场工资上行、消费信贷偏高和家庭资产净值高位（主要是房价还未显著下行）这三个因素保持观察。

图 7：食品价格下行对 CPI 食品的传导滞后 (%) 图 8：居住成本对 CPI 拉动-预测 (%)



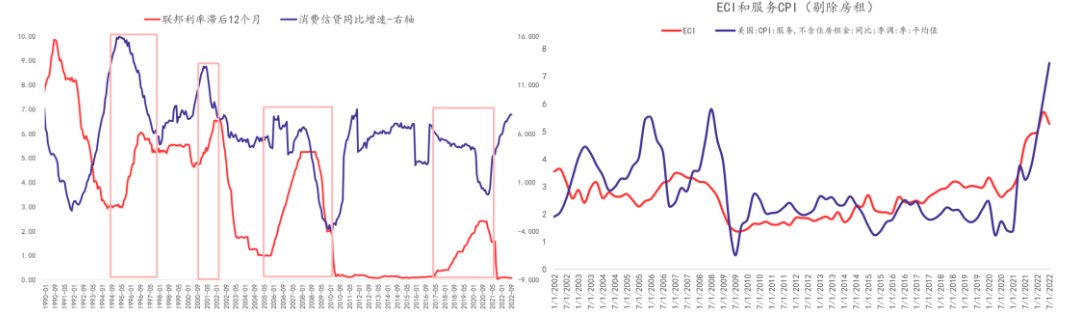
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 消费信贷增速还在上升 (%)

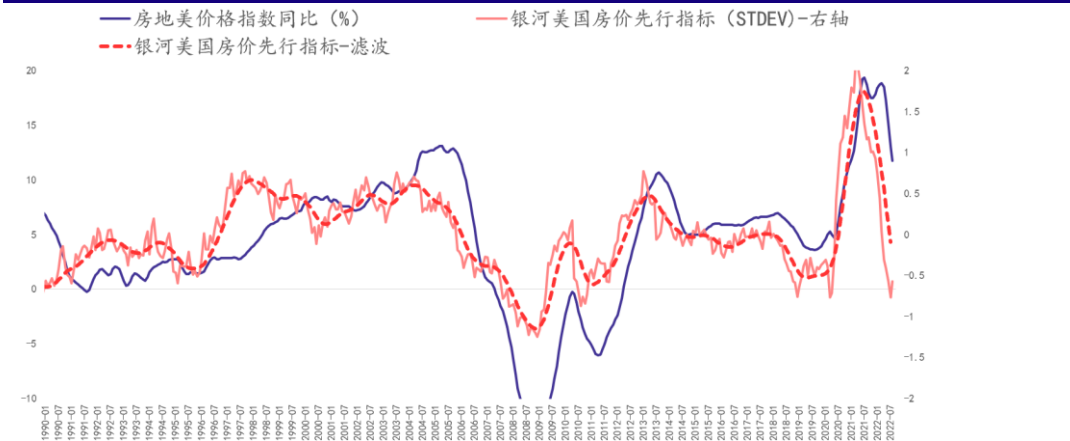
图 10: 工资对服务类 CPI 压力仍存



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 美国房价先行指标指向下行



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

(三) 12月大概率加息 50bps, 开始确认美债和美元的顶部

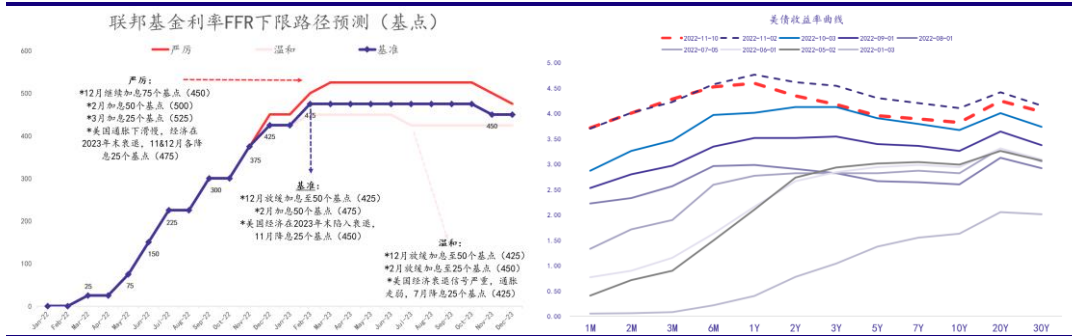
CPI 数据公布后, 美股大幅拉升, 美债收益率和美元指数快速下行。由于通胀回落的路径得到进一步确认, 美联储官员的预期引导也出现了一定软化。尽管通胀的下行斜率仍不会很快, 但是随着基数的抬升已经形成更清楚的趋势, 美国市场的利率风险难以进一步上升, 这点燃了受压制已久的股市, 也缓和了美债市场的压力。

随着通胀难再超预期，劳动市场时薪增速边际放缓，美国经济继续下滑的情况进一步加深，12月FOMC会议放缓加息至50bps的概率大大提高，美联储加息的终点仍会在2023年一季度末到来，预计应处于5%以内。我们三种假设下的“严厉”路径发生的机率明显下滑，预计仍以“基准”情况为主。

加息预期在CPI回落下的“见顶”意味着美债和美元的顶部开始确认。美债方面，随着美国经济继续下滑、消费在投资后也开始较快回落、失业率逐步上行，陷入衰退的概率有增无减，成为美债转入衰退交易的机会，也将减轻量化紧缩为国债市场带来的压力，美债配置价值显现。美元方面，在美联储加息终值预期更稳定的情况下，加息更慢的欧央行在美国利率见顶后有望缩小和美国的金融差，美元的顶部预计同样得到确认；对美元十分敏感的日元和英镑值得关注，尤其是日央行黑田东彦在2023年3月卸任后，如果其接班人边际松动收益率曲线控制，日元的反转会带来交易机会。美股近期在乐观情绪中反弹，但是随着投资消费的走弱和衰退概率加大，其盈利底部还未到来，离反转还有相当的距离。

图 12: 美联储加息路径预测 (%)

图 13: 美债收益率曲线变化 (%)



资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn