

2022年12月14日

## 通胀连续下行，美联储内部可能分化——美国11月

宏观研究团队

### CPI 点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布11月最新通胀数据。其中CPI同比上升7.1%，环比上升0.1%；核心CPI同比上升6.0%，环比上升0.2%，均不及市场预期。

#### ● 美国通胀连续超预期下行，但服务通胀韧性仍存

**1. 能源与核心商品推动通胀超预期下行。**11月CPI与核心CPI走势同时下行，一方面是前期高基数开始发挥作用；另一方面也显示当前美国总体通胀动能开始逐渐放缓，特别是核心商品连续负增长，显示当前美联储的加息政策终于开始发挥作用，但核心服务通胀仍有一定韧性，我们可以对后续通胀走势保持谨慎乐观。

**2. 核心商品快速下行，核心服务韧性仍存。**具体而言，能源方面，11月能源项同比上升13.1%，环比下降1.6%，环比增速较10月份下降3.4个百分点；食品方面，11月份食品项同比上升10.6%，较10月份下降0.3个百分点，连续3个月下降；核心通胀方面，11月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所下降，其中核心商品通胀环比增速下降较多，以住房项为主要构成的服务通胀环比增速下降较少，显示当前美国核心服务通胀仍有相当大的韧性。

**3. 核心商品后续仍将推动通胀下行。**往后看，短期内能源与食品项会对整体通胀起到一定的拖累作用，但是幅度不会很大。核心商品通胀预计将会继续放缓，核心服务通胀仍将会保持一定韧性，总体核心通胀会继续下降。美国总体通胀水平或仍有一定幅度的下跌，不过需要注意的是，当前通胀的绝对水平仍高。

#### ● 美联储内部或将分化

**强劲的劳动力市场和超预期下行的通胀，美联储12月份或将加息50bp，但是后续的货币政策操作难度将会提升，其内部可能更加分化。**11月份美国新增非农就业26.3万人，劳动力市场显示出了较为强劲的韧性，这将会给美国服务通胀提供有力的支撑。但通胀水平连续超预期下行，显示当前美国通胀上升动能正在逐步放缓，这将降低美联储继续大幅度加息的动力。因此在12月份的FOMC会议上大概率将放缓加息节奏至50bp。但是考虑到当前劳动力市场仍然较为强劲，如果放松加息，叠加中国防疫政策优化带来的全球需求上升，美国通胀有一定可能性会出现反弹，因此后续美联储的货币政策操作的难度将会提升，政策节奏可能将会更加谨慎，其内部对于货币政策的分歧有可能将会加大，从而对全球资本市场带来不确定性。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

#### 相关研究报告

《通往繁荣之路——2023年宏观展望——宏观深度报告》-2022.12.8

《美联储或迈向更高加息终点——美国11月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2022.12.4

## 目 录

1、 美国通胀连续超预期下行，但服务通胀韧性仍存.....	3
1.1、 能源与核心商品推动通胀超预期下行.....	3
1.2、 核心商品快速下行，核心服务韧性仍存.....	3
1.3、 核心商品后续预计仍将推动通胀下行.....	5
2、 美联储内部或将分化.....	6
3、 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1: 美国通胀水平连续下行.....	3
图 2: 能源与核心商品推动通胀下行.....	3
图 3: 能源通胀有较大的降幅.....	4
图 4: 食品通胀有一定程度下降.....	4
图 5: 核心商品通胀回落速度更快.....	4
图 6: 美国汽油零售价格下行较多.....	5
图 7: 粮食期货价格近期有涨有跌.....	5
图 8: 美国二手车价格有望继续回落.....	6
图 9: 美国房租通胀可能还将继续上行.....	6
图 10: 纽约联储一年期与三年期通胀预期下行.....	6

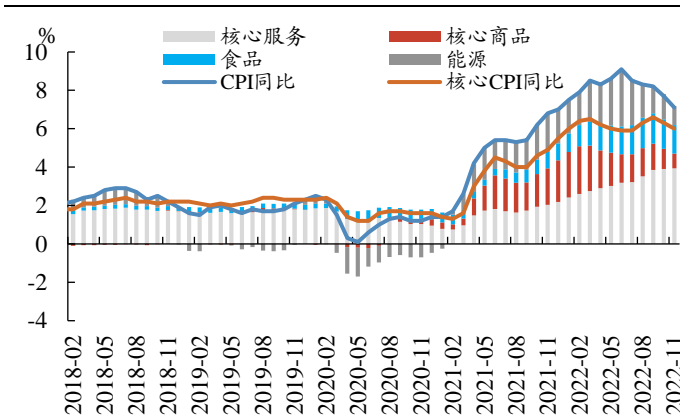
事件：美国公布 11 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 7.1%，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上升 6.0%，环比上升 0.2%，均不及市场预期。

## 1、美国通胀连续超预期下行，但服务通胀韧性仍存

### 1.1、能源与核心商品推动通胀超预期下行

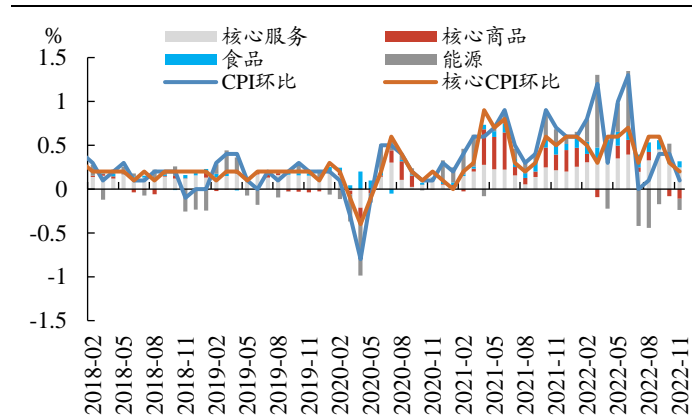
美国 11 月 CPI 同比上升 7.1%、环比上升 0.1%，低于市场预期的 7.3%与 0.3%，绝对通胀水平继续下降。11 月通胀同比较 10 月回落 0.6 个百分点、环比较 10 月下降 0.3 个百分点，原因主要是 11 月能源项与核心商品项环比增速有一定回落，特别是汽油项环比下降 2.0%，带动整个能源项环比下降 1.6%。核心 CPI 同比上涨 6.0%，较 10 月下降 0.3 个百分点，低于市场预期的 6.1%；环比上升 0.2%，增速较 10 月回落 0.1 个百分点。11 月 CPI 与核心 CPI 走势同时下行，一方面是前期高基数开始发挥作用；另一方面也显示当前美国总体通胀动能开始逐渐放缓，特别是核心商品连续负增长，显示当前美联储的加息政策终于开始发挥作用，但核心服务通胀仍有一定韧性，我们可以对后续通胀走势保持谨慎乐观。总的来看，美国通胀终于出现了较为明显的放缓迹象，虽然绝对水平仍高，但对市场以及美联储而言，都是一个较为乐观的讯号。

图1：美国通胀水平连续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：能源与核心商品推动通胀下行

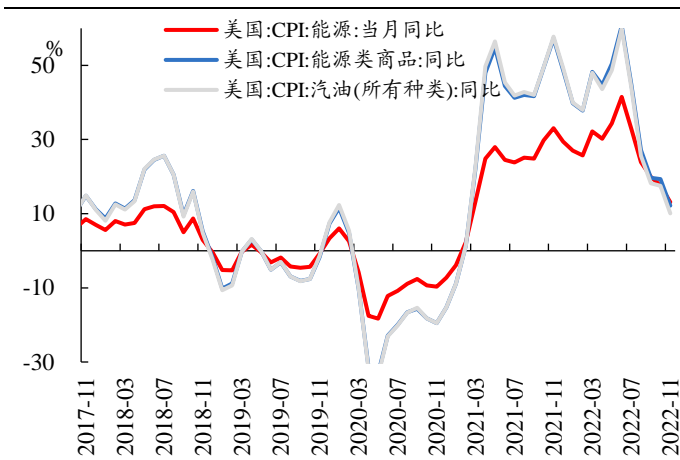


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

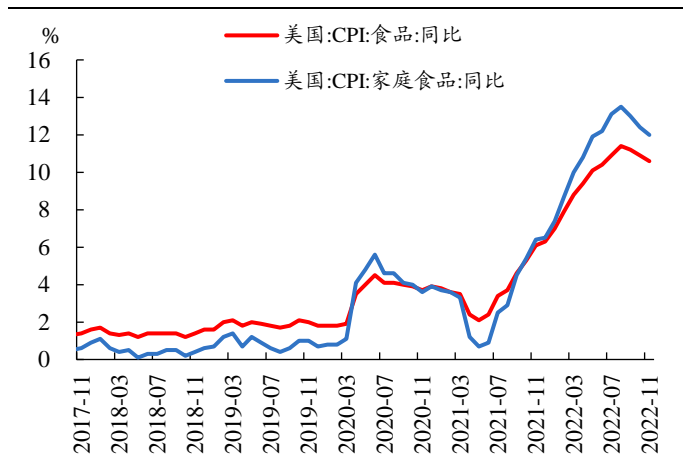
### 1.2、核心商品快速下行，核心服务韧性仍存

**（1）能源方面**，11 月能源项同比上升 13.1%，环比下降 1.6%，环比增速较 10 月份下降 3.4 个百分点。其中汽油项环比下降 2.0%，环比增速较 10 月份下降 6.4 个百分点；燃油项环比上升 1.7%，环比增速较 10 月份减少 18.1 个百分点。11 月能源通胀环比增速再度转负，我们认为一方面可能是因为国际能源价格在 11 月份有较多降幅；另一方面则可能是美国民众汽油消费量有一定程度回落，供需关系有所改善，11 月份美国汽油价格从最高的 3.57 美元/加仑下跌至 3.39 加仑，下降幅度约 5%，降幅较 10 月扩大大约 4.5 个百分点。

**（2）食品方面**，11 月份食品项同比上升 10.6%，较 10 月份下降 0.3 个百分点，连续 3 个月下降；环比上升 0.5%，增速较 10 月下降 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 12%，较 10 月份下降 0.4 个百分点。食品项的同比与环比增速下降，或体现出粮食价格的下降已经传导至居民消费端。

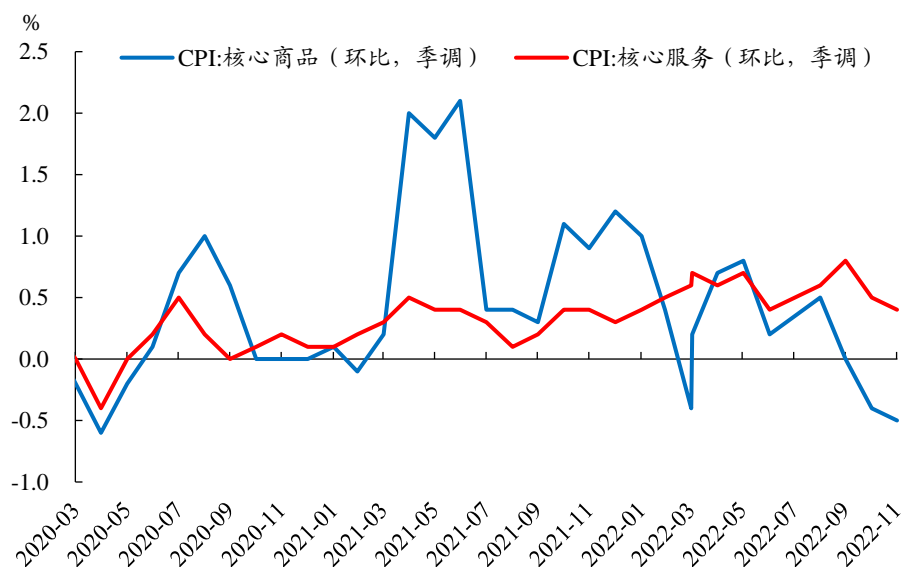
**图3: 能源通胀有较大的降幅**


数据来源: BLS、开源证券研究所

**图4: 食品通胀有一定程度下降**


数据来源: BLS、开源证券研究所

**(3) 核心 CPI 方面**, 11 月核心 CPI 同比上升 6.0%, 环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 10 月有所回落, 显示通胀内生增长动能逐渐减弱。分项来看, 核心商品环比增速较 10 月再度下降 0.1 个百分点至 -0.5%, 呈现持续降温姿态。其中二手车项环比下降 2.9%, 降幅较 10 月份扩大 0.5 个百分点; 新车方面, 环比增速为 0, 较 10 月份下降 0.4 个百分点。核心服务环比上升 0.4%, 较 10 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 6.8%, 较 10 月份下降 0.1 个百分点; 环比上升 0.6%, 较 10 月份下降 0.2 个百分点。交通运输服务环比下降 0.1%, 较 10 月份下降 0.9 个百分点, 且增速首度转负。总的来看, 11 月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所下降, 其中核心商品通胀环比增速下降较多, 以住房项为主要构成的服务通胀环比增速下降较少, 显示当前美国核心服务通胀的仍有相当大的韧性。

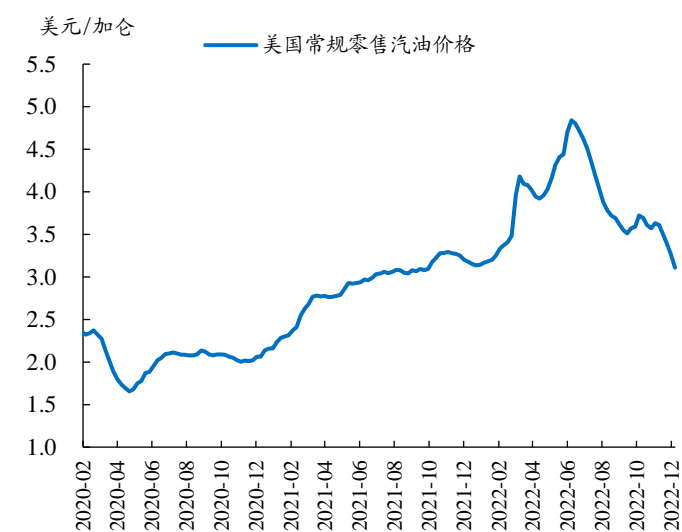
**图5: 核心商品通胀回落速度更快**


数据来源: BLS、开源证券研究所

## 1.3、核心商品后续预计仍将推动通胀下行

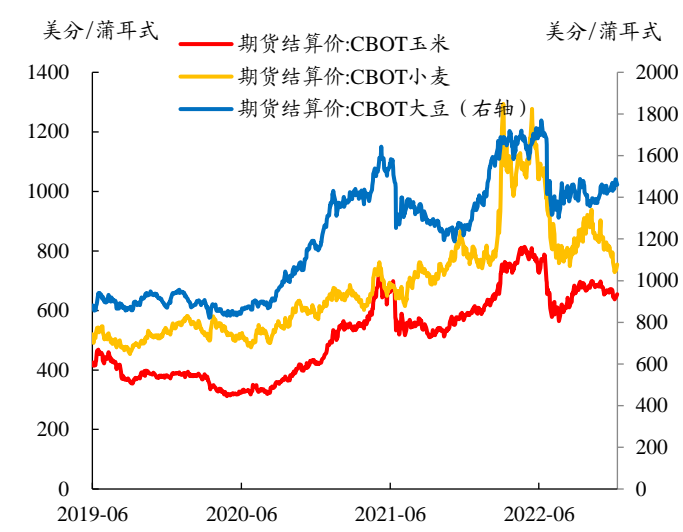
(1) 能源与粮食价格短期内对通胀或将有一定的拖累作用。能源方面，截至12月12日，美国汽油价格降至3.11美元/加仑，较11月底汽油价格下降8.26%，价格回落幅度增大。后续来看，伴随着美国与全球经济增长动能的放缓，原油价格长期来看面临较大的下行压力，但是近期俄罗斯以及OPEC+可能酝酿减产以及美国临近圣诞节节假日的出行高峰，我们认为后续美国汽油价格下行趋势将会放缓。食品方面，近期主要粮食期货价格有涨有跌，其中大豆价格有所上升，小麦和玉米价格则有所下跌，总体来看，粮食期货价格基本保持稳定。但考虑到节假日以及冬季因素，我们预计食品价格可能基本保持稳定，不太会出现较大幅度的下行。综合来看，我们认为但短期内能源与食品项会对整体通胀起到一定的拖累作用，但是幅度不会很大。

图6：美国汽油零售价格下行较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

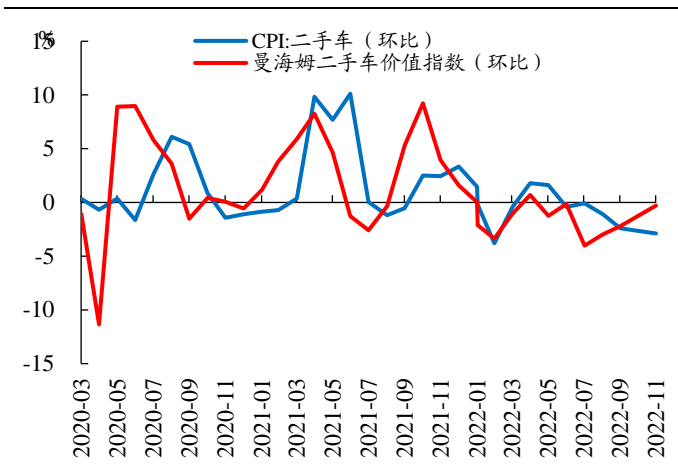
图7：粮食期货价格近期有涨有跌



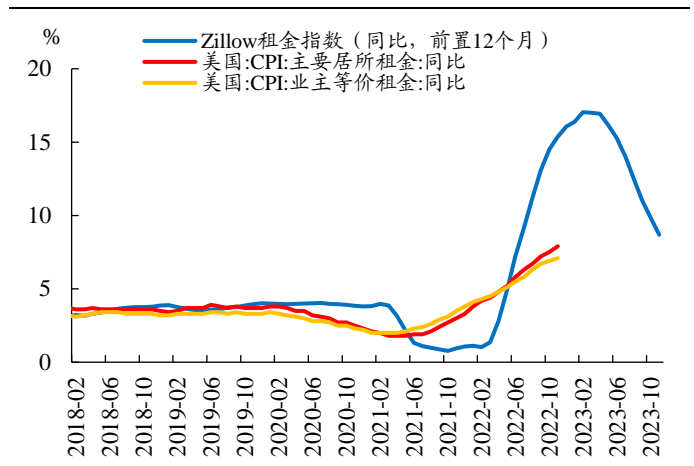
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀预计将会继续放缓，核心服务通胀仍将会保持一定韧性，总体核心通胀会继续下降。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 环比下降0.5%，二手车价格预计将还会有更进一步的回落；新车方面，伴随着全球供应链压力的减轻以及芯片供应的改善，新车价格增速有望继续下降，两者或将共同带动美国核心商品通胀短期内继续放缓；核心服务方面，从11月数据来看，住房通胀是核心服务通胀保持韧性的关键所在。后续来看，由于美国服务业仍在继续恢复，以及劳动力市场的仍然坚挺，以房租为代表的服务价格预计将会相对坚挺。从Zillow房租指数来看，后续房租预计还将继续上涨，房租通胀可能会更有韧性。总体而言，核心商品通胀预计将会继续回落，但由于劳动力市场的坚挺以及工资增速仍高，核心服务通胀将会保持一定韧性，核心通胀预计继续下降。

(3) 总的来看，11月的通胀数据显示美国通胀水平已经有了较为持续的下跌，除核心服务仍有一定韧性外，其它通胀分项均有较为明显的回落，这显示美联储的持续加息已经对经济和通胀水平产生了一定的作用。随着粮食价格的稳定以及能源价格的进一步下降，美国总体通胀水平或仍有一定幅度的下跌，不过需要注意的是，当前通胀的绝对水平仍高。

**图8: 美国二手车价格有望继续回落**


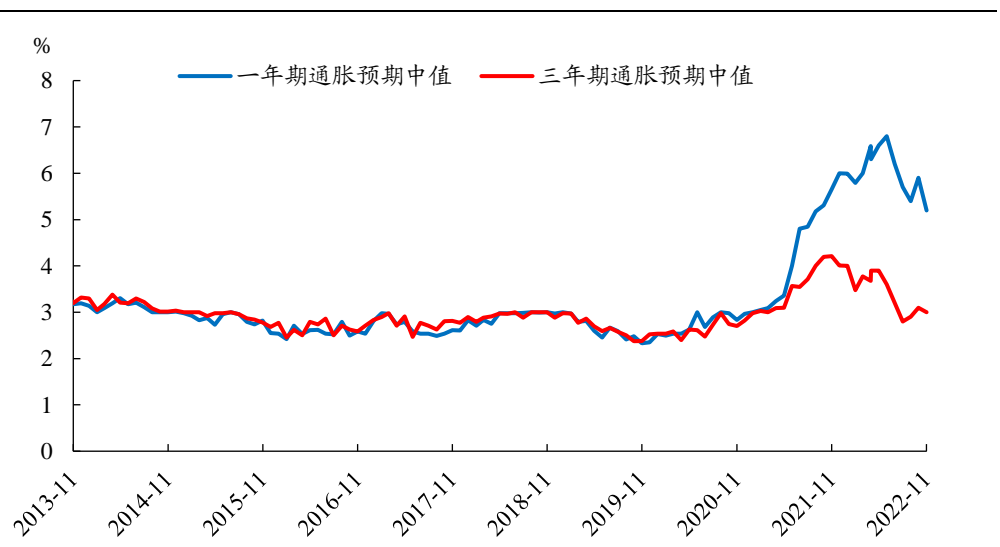
数据来源: Manheim、Wind、开源证券研究所

**图9: 美国房租通胀可能还将继续上行**


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

## 2、美联储内部或将分化

强劲的劳动力市场和超预期下行的通胀，美联储 12 月份或将加息 50bp，但是后续的货币政策操作难度将会提升，其内部可能更加分化。11 月份美国新增非农就业 26.3 万人，劳动力市场显示出了较为强劲的韧性，而且薪资增速更进一步提升，这将会给美国服务通胀提供有力的支撑（可参考报告《美联储或迈向更高加息终点——美国 11 月非农就业数据点评》）。但通胀水平连续超预期下行，显示当前美国通胀上升动能正在逐步放缓，考虑到后续的高基数，通胀水平有可能会持续回落。且当前民众的通胀预期随着能源价格的回落有了一定程度的下降，11 月份纽约联储一年期与三年期通胀预期分别下降 0.7、0.1 个百分点至 5.9%、3.0%，创下一年来新低，这将降低美联储继续大幅度加息的动力。因此其在 12 月份的 FOMC 会议上大概率将放缓加息节奏至 50bp。但是考虑到当前劳动力市场仍然较为强劲，如果放松加息，叠加中国防疫政策优化带来的全球需求上升，美国通胀有一定可能性会出现反弹，因此后续美联储的货币政策操作的难度将会提升，政策节奏可能将会更加谨慎，其内部对于货币政策的分歧有可能将会加大，从而对全球资本市场带来不确定性。

**图10: 纽约联储一年期与三年期通胀预期下行**


数据来源: 纽约联储、开源证券研究所

### 3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn