

缓和继续：CPI 巩固加息放缓

20221214

核心内容：

- **CPI 再次超预期下行，加息缓和得到巩固** 美国劳工数据局（BLS）公布的11月消费者价格指数（CPI）再次超预期下行，连续回落的趋势进一步确认：同比增速从10月的7.7%大幅下行至7.1%，低于市场预期的7.3%；剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.0%，比10月下行0.3%。环比方面，CPI增速为0.1%，核心CPI增速为0.2%，均为年内较低的增速。除了高基数效应外，环比的放缓确立了通胀动能的减弱；核心通胀继续与名义通胀分化，居住成本和服务类的粘性更强，而商品价格在更早到来的高基数下放缓较快。11月的CPI再度显示了通胀走弱的趋势，这意味着临近FOMC会议大概率放缓加息至50bps，美元和美债的顶部也已经过去。
- **能源与汽车领头，价格增速放缓项目增加** 11月商品和能源部分的环比下行也确认除了基数效应以外，价格确实在放缓，两者叠加造成了略超预期的CPI下行。在衰退预期和高基数作用下，能源部分同比回落的态势较为确定，在2023年二季度会迎来较大的下滑，但在此前下行幅度会受到冬季能源需求的限制。商品方面的下行仍然来自于（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。美联储近期的紧缩力度对居民在商品方面的消费有一定限制，商品支出此前也超过正常趋势，将会向下回归。因此，商品和能源部分的回落仍是2023年上半年使CPI回落的最主要动力。
- **居住成本在2023上半年整体高位，服务还有一定粘性，食品也将放缓** 居住成本按照预估的路径继续上行，对CPI的拉动仍将保持在2%以上，但是也难再继续大幅上升，只是阻碍通胀向2%更快靠近；2023年下半年也将逐渐走弱。服务方面，医疗服务虽然同比增速回升，但季调后环比没有变化，涨价压力缓和，这和BLS调整健康保险计算方式有关。娱乐同比增速4.7%，环比0.4%，显示出持续的韧性。运输服务整体依然保持较高增速，但环比回落，能源成本的降低有所帮助；虽然铁路工人罢工再次被参议院的政策化解，但仍要警惕劳动市场紧凑下工会罢工的可能。
- **12月大概率加息50bps，美债和美元的顶部已过** 伴随着CPI数据的好消息，美联储12月放缓加息至50bps比较确定，联邦基金利率预计会处于4.75%-5.25%之间。目前来看，劳动市场的强劲和美国居民健康的资产负债表仍指向衰退在2023年末或更晚的时点发生，降息的时点也会大致相同。CPI的回落态势和美联储的缓和继续意味着美元和美债收益率很难突破前高。长端美债和与其收益率有反向关系的黄金价格回升的确定性更强，衰退预期的进一步深化和最终快速降息的可能对这两类资产价格形成支持。美元指数的下行将相对缓慢。股市虽然短期风险偏好改善，但盈利底部还未到来，尚不会迎来反转。

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

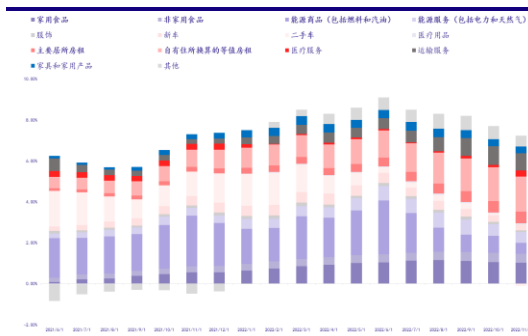
美国劳工数据局（BLS）公布的11月消费者价格指数（CPI）再次超预期下行，连续回落的趋势进一步确认：同比增速从10月的7.7%大幅下行至7.1%，低于市场预期的7.3%；剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.0%，比10月下行0.3%。环比方面，CPI增速为0.1%，核心CPI增速为0.2%，均为年内较低的增速。除了高基数效应外，环比的放缓确立了通胀动能的减弱；核心通胀继续与名义通胀分化，居住成本和服务类的粘性更强，而商品价格在更早到来的高基数下放缓较快。11月的CPI再度显示了通胀走弱的趋势，这意味着临近FOMC会议大概率放缓加息至50bps，美元和美债的顶部也已经过去。

从构成来看，能源和商品部分对回落做出较大贡献，权重较高的汽车和能源价格增速的持续下行。其他同比增速回落的重要项目还有食品类、医疗商品和服务以及运输服务，滞后的居住成本依然是上行的主要动力。环比方面，食品依然保持了0.5%的增速，但也比高峰期有明显放缓，能源类和二手车价格继续负增长，也间接减少了运输服务的压力。医疗价格保持稳定，而居住成本继续小幅加快。由于CPI的基数在2021年10月之后快速抬升，在涨价压力放缓的情况下，同比增速在12月和2023年上半年继续大幅度回落的概率较高。

由于能源和商品的高基数比服务类率先来临，且零售数据反映了商品销售的放缓，非核心服务部分涨价继续弱化是较为确定的。不过，超预期的非农就业意味着核心服务的动力仍在，而居住成本的统计滞后也会继续提供一定支撑。2023年，预计在能源食品部分以及部分商品的通缩下，名义通胀的同比增速可能在年中回落至3%左右，并出现核心增速更高的状况。

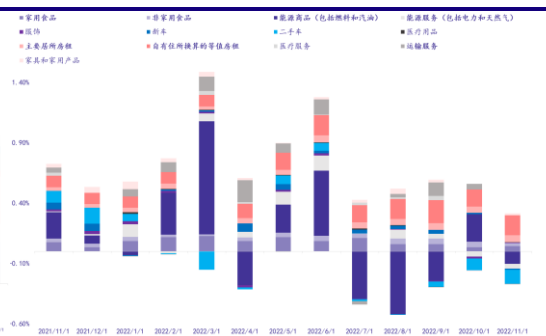
CPI数据巩固了美联储缓和开始的预期，加息终值不会再继续上行，4.75%-5.00%可能就是足够的限制性区间，美联储有望在2023年一季度后停止加息，实际利率也将转正。因此，美元指数和美债的顶部得到了确认，紧缩交易也告一段落，风险偏好短期得到提升。同时，美国2023年衰退可能依然较高，美股风险偏好的短期改善后的“盈利底”还未到来。长端美债配置价值显现，美元指数预计在震荡中小幅下行，但缩表、风险因素和美国比欧洲更优的基本面仍提供支撑。

图 1：11 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：11 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

（一）能源与汽车领头，价格增速放缓项目增加

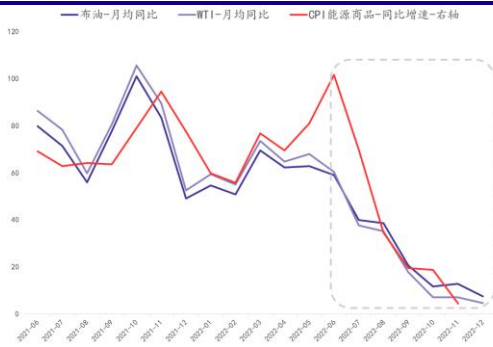
10月份CPI的环比增速仍有0.4%，下行更多体现了高基数的效应，但11月份能源以及部分商品和服务的表现反映出更广泛的价格增速缓和。随着衰退预期上行、G7对俄罗斯原油限价以及OPEC+暂未进一步减产等因素，原油价格在11月份小幅放缓；天然气价

格在欧洲国家储气能力达到上限后也有所缓和。原油价格在衰退预期导致的需求下行和攻击进一步收缩的博弈之下震荡走低,11月环比负增长2.00%,拉动CPI下行0.3个百分点。冬季能源相对紧缺,原油价格预计下行幅度有限,EIA对2022年布油价格预测为101美元/桶¹,目前年均价98美元左右;因此,原油同比将继续放缓,环比维持小幅负增长。

以天然气和电力为主的能源服务同比增速由15.6%放缓至14.2%,环比下行1.1%,下行斜率略有缓和。能源服务价格和NYMEX天然气的关系显示冬季能源服务回落的幅度尚不确定;尽管欧洲天然气储备充足导致了价格下行,但天然气在冬季价格出现小幅反弹,仍有可能向通胀传导。因此,天然气主导的能源服务在2023年一季度前预计不会大幅下行。

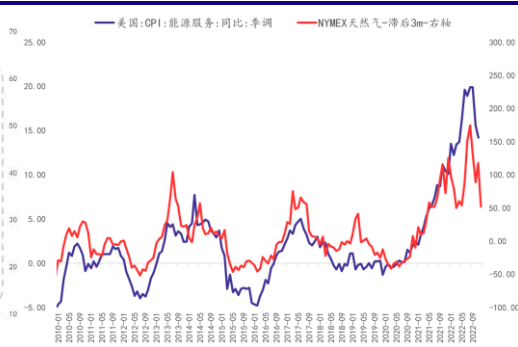
在衰退预期和高基数作用下,能源部分同比回落的态势较为确定,在2023年二季度会迎来较大的下滑,但在此前下行幅度会受到冬季能源需求的限制。俄乌冲突对能源供给限制和相关不确定性仍有使能源价格短期超预期的风险,但价格总体放缓概率大。

图 3: 原油价格同比增速继续 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 天然气价格的大幅下行在冬季可能缓和 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

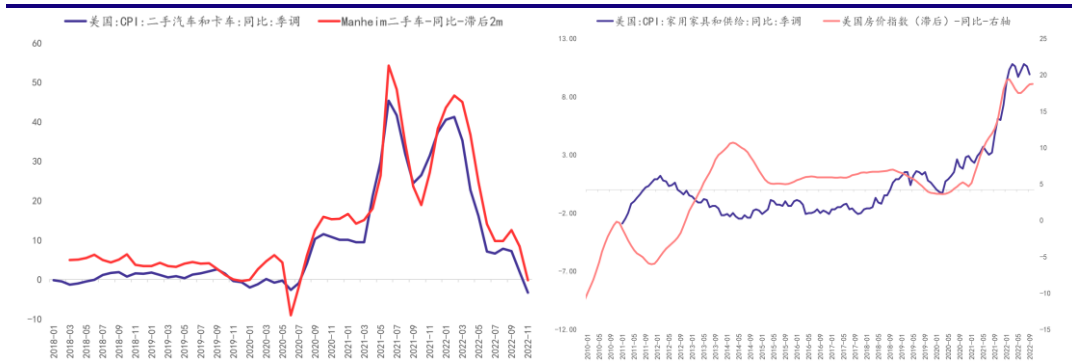
商品方面的下行仍然来自于(1)供应链改善, (2)美联储加息打击总需求的效果进一步体现和(3)部分商品的高基数效应开始体现。随着供应链的改善,美国的汽车生产和进口都继续改善,因此早于新车上行的二手车价格率先出现连续大幅回落,同比负增长3.3%,环比-2.9%。新车的环比增速也出现了1月份以来的首次负增长(-0.2%),带动同比增速下行至7.7%。其他商品方面,服饰和医疗商品都在低位震荡,对通胀构成的压力不大;家具和家用产品出现了单月的环比改善,但是同比增速也在基数效应下缓慢降低。家具和家用产品与地产价格和销售关系较为密切,但不像居住成本一样存在滞后效应,所以粘性较低,2023年预计跟随房价下行。

美联储近期的紧缩力度对居民在商品方面的消费有一定限制,商品支出此前也超过正常趋势,将会向下回归。因此,商品和能源部分的回落仍是2023年上半年使CPI回落的最主要动力,服务类的粘性还取决于劳动供给的变化,基数效应也远没有商品和能源明显。11月商品和能源部分的环比下行也确认除了基数效应以外,价格确实在放缓,两者叠加造成了略超预期的CPI下行。

图 5: 二手车价格由于高基数大幅下跌 (%)

图 6: 家居相关商品预计跟随价格回落 (%)

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



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

(二) 对服务粘性保持观察, 居住成本在 2023 上半年高位震荡

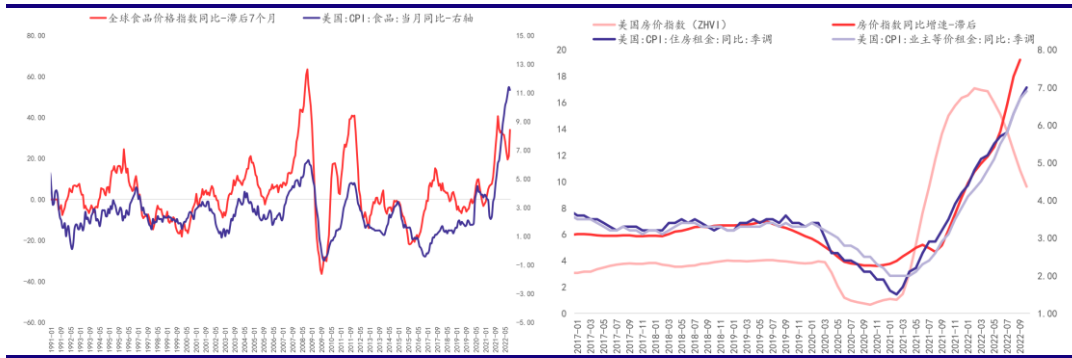
尽管能源与商品在 2023 年上半年整体的下行较为确定, 但上周偏强的非农就业、薪资数据和保持低位的劳动参与率让核心服务的下行十分缓慢, 超额储蓄的存续、信贷的短期支持和服务需求的继续恢复都在阻碍通胀回落至 2% 的目标附近。

从涨价较快类别看: 食品增速高位放缓, 家用食品同比增速 12.0%, 非家用 8.5%, 环比均是 0.5%; 由于从全球食品价格指数的传导存在滞后, 2023 年开始食品项目回落会更加明显, 这也有利于通胀进一步走弱。服务方面, 医疗服务虽然同比增速回升, 但季调后环比没有变化, 涨价压力缓和, 这和 BLS 调整健康保险计算方式有关。娱乐同比增速 4.7%, 环比 0.4%, 显示出持续的韧性。运输服务整体依然保持较高增速, 但环比回落, 能源成本的降低有所帮助; 虽然铁路工人罢工再次被参议院的政策化解, 但仍要警惕劳动市场紧凑下工会罢工的可能。

居住成本按照预估的路径继续上行, 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。虽然居住成本两项对 CPI 的拉动仍将保持在 2% 以上, 但是也难再继续大幅上升, 只是阻碍通胀向 2% 更快靠近。2023 年下半年也将逐渐走弱。

相比 10 月份的通胀数据, 11 月份除住房外的重要项目环比增速普遍放缓, 能源和部分商品陷入负增长的态势明确, 已经形成了价格回落和基数的叠加。未来对于通胀路径的判断, 尤其是 2023 年下半年的走势, 需要重点关注劳动市场的情况。对劳动市场工资上行、消费信贷偏高和家庭资产净值高位这三个因素保持观察。在居民资产负债表较为健康, 服务需求难以回落的情况下, 通胀偏离 2% 的目标可能更久。

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 (%)

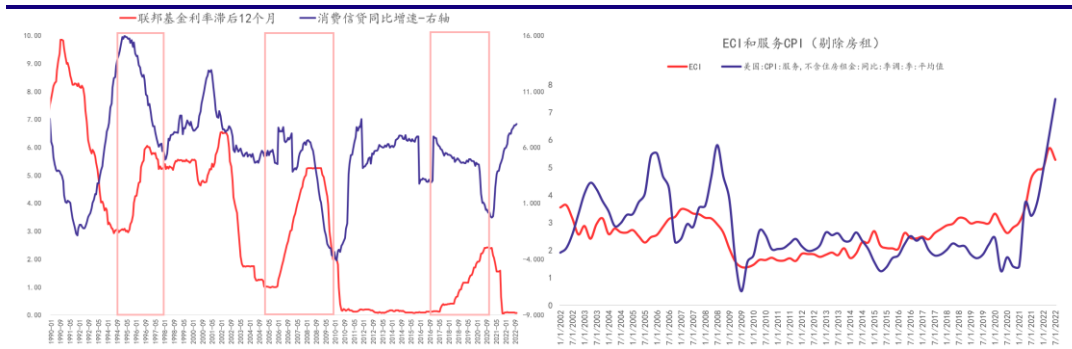


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 消费信贷增速仍然较高 (%)

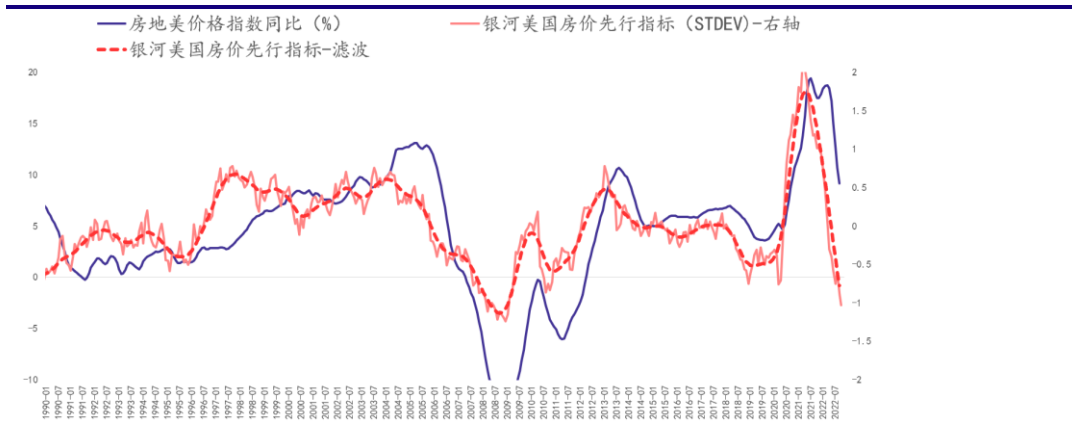
图 10: 工资对服务类 CPI 压力仍存



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, 美债和美元的顶部已过

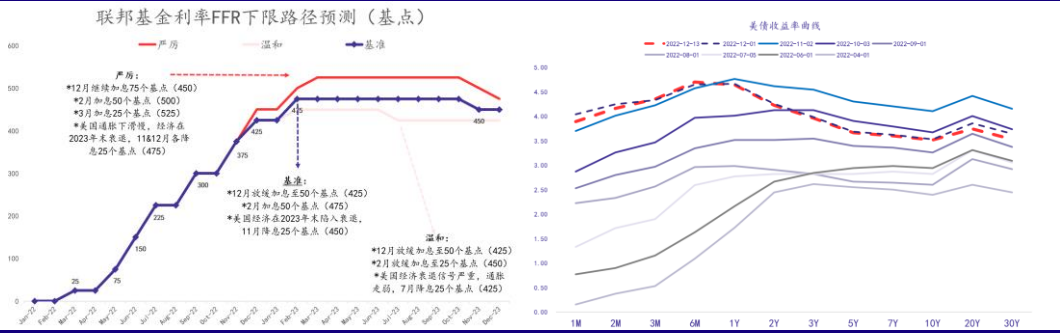
CPI 数据公布后, 美股和美债价格上行但相对可知, 美元指数小幅下滑; 市场在超预期 CPI 数据公布后没有大幅反弹的主因还是 FOMC 会议的临近, 届时美联储将对 2023 年的加息路径和利率终值做出更加明确的引导。市场的短期风险偏好改善, 但衰退的阴影仍使权益市场的回升充满不确定性; 相比之下, 美债和黄金等资产改善的确定性较高。

伴随着 CPI 数据的好消息，美联储 12 月放缓加息至 50bps 比较确定，联邦基金利率的终值也不会大幅上行，预计会处于 4.75%-5.25% 之间。在这一范围内，预计实际利率将在 2023 年二季度开始转正，美联储继续加息的必要性显著降低。目前来看，劳动市场的强劲和美国居民健康的资产负债表仍指向衰退在 2023 年末或更晚的时点发生，降息的时点也会大致相同。

CPI 的回落态势和美联储的缓和继续意味着美元和美债收益率很难突破前高。长端美债和与其收益率有反向关系的黄金价格回升的确定性更强，衰退预期的进一步深化和最终快速降息的可能对这两类资产价格形成支持。美元指数的下行将更加缓慢，因为紧缩的力度并未显著改变，联邦基金利率在 2023 年更可能长时间保持高位，量化紧缩也会收紧流动性；同时，各经济体面临的风险和欧洲比美国更差的经济基础也阻碍美元快速回落。作为美元指数的风向标之一，处于低位日元仍有回升空间：近期日本相关机构正在评估利息上行后金融机构所持债券面临的风险，这意味着黑田东彦在 2023 年 3 月卸任后，其接班人可能会对收益率曲线控制做出边际调整，因此日元的交易机会值得关注。股市虽然短期风险偏好改善，但盈利底部还未到来，尚不会迎来反转。

图 12：美联储加息路径预测 (%)

图 13：美债收益率曲线倒挂加深 (%)



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，并不构成对客户的投资咨询建议，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