

美联储或提前追上通胀曲线

——2022 年 11 月美国 CPI 数据点评

11 月美国 CPI 通胀 7.1% (预期 7.3%), 较前值回落 0.6pct; 核心 CPI 通胀 6.0% (预期 6.1%), 较前值回落 0.3pct。

一、能源食品：稳步回落

能源项 CPI 通胀在基数效应影响下连续第五个月回落，环比亦在下跌，与国际油价走势相一致。11 月能源项同比增速 13.1%，较前值回落 4.5pct，对 CPI 通胀贡献为 1.0pct，连续第五个月下跌；环比增速 -1.6%，较前值回落 3.4pct。

食品通胀连续第三个月回落，在商品分项持续回落的基础上，服务分项亦开始回落。食品项同比增速 10.6%，较前值回落 0.3pct，对 CPI 通胀贡献 1.4pct；环比增速 0.5%，较前值回落 0.1pct。从分项动能看，服务项环比增速快速回落，商品项环比增速则基本持平前值。

前瞻地看，随着欧美衰退渐行渐近，原油价格加速回落，预计年内能源通胀将在基数影响下低位震荡。随着户外餐饮分项见顶回落，食品通胀或将加速回落。

二、核心商品：通胀超预期回落的主要驱动

核心商品通胀延续超预期回落，环比连续两个月大幅下跌。11 月核心商品同比增速 3.7%，较前值回落 1.4pct，对 CPI 通胀贡献 0.8pct；环比增速 -0.5%，较前值回落 0.1pct。

二手车价格环比 -2.9%，较前值再下行 0.5pct，连续第五个月为负，连续第二个月跌幅超 2%，是核心商品通胀乃至整个 CPI 通胀超预期回落的主要贡献项。新车价格环比涨幅跌至 0，家具价格则小幅反弹。

前瞻地看，近 2 个月核心商品通胀的回落速度历史罕见，美联储加息对需求的压制得到充分展现，后续商品通胀的回落斜率预计将有所放缓。

三、核心服务：同比增速再创新高，环比增速连续下行

核心服务通胀再创新高，但环比增速连续下行。核心服务通胀 6.8%，较前值提升 0.1pct，对 CPI 通胀贡献 3.9pct；环比增速 0.4%，较前值再回落 0.1pct。

从分项看，主要服务分项环比增速均在外因影响下回落。房租项环比小幅回落 0.1pct 至 0.6%；医疗项环比小幅回落 0.1pct 至 -0.7%，前者受房价见顶回落影响，后者则主要受 1-2 年前医保分项数据影响；交通服务项环比较前值回落 0.9pct 至 -0.1%，主因是汽车及其零部件价格回落导致的租赁、维修服务价格回落。

部分服务分项环比动能仍然强劲，服务业平均时薪环比增速亦在走强，这与美国强劲的用工需求相呼应，指向服务通胀内生动能仍强。随着美国经济内生动能趋弱，劳动力市场大概率将相应转冷，服务通胀回落的斜率和广度或相应加大。

前瞻地看，随着房租分项加速回落和就业市场逐步冷却，核心服务分项或接力核心商品分项，驱动美国通胀进一步下行。

四、影响及前瞻：美联储或提前追上通胀曲线

商品通胀超预期回落连续第二个月令美国 CPI 通胀数据大幅低于预期，美联储加息步伐首次确认放缓，12 月加息 50bp，明年预计仍将加息 2 次，合计加息幅度为 50bp，加息周期高点或位于 4.75%。若通胀持续快速回落，美联储政策利率将于明年一季度成功追上通胀曲线，实际利率由负转正，对美国经济收缩作用加剧。美国经济衰退及美联储货币政策转向的时点或相应提前。

资本市场对 11 月 CPI 通胀数据反应积极，美股三大指数全面收涨，美元指数下跌 0.9% 至 104。美国国债利率全线下降（2 年期：-14bp，5 年期：-13bp，10 年期：-10bp，30 年期：-4bp），收益率曲线则急剧变陡，10y-2y 和 30y-5y 收益率差值分别走阔了 5bp 和 10bp。市场预期美联储转鸽，终点利率定价从 4.98% 下降至 4.85%，隔夜利率变化则指向

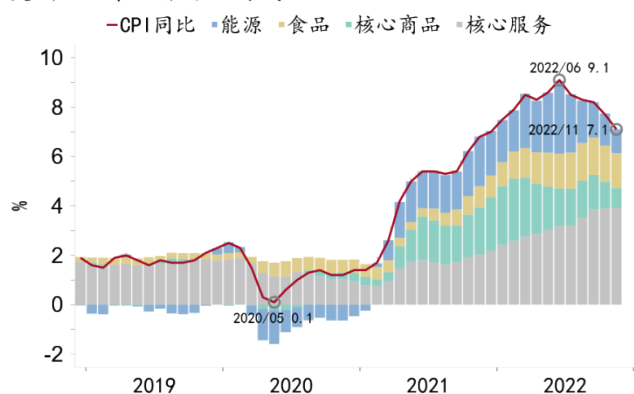
2023-2024年降息幅度的增加。美元流动性宽松。当前境内外美元短期资金供给充裕，流动性非常宽松。价格方面，12月14日境内美元同业拆放参考利率（ciror）1M 4.37%，3M 5.26%，6M 5.42%，1Y 5.65%，境外3个月以上成交价格略有下行。

(评论员：谭卓 王天程 李芸 徐冉子)

附录

图 1：11月美国CPI通胀超预期回落

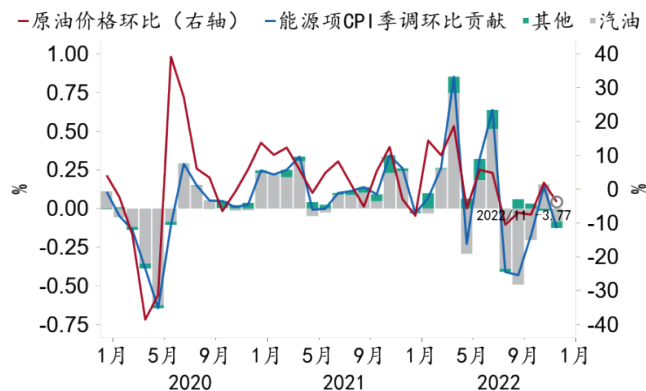
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：原油价格下跌带动能源分项环比下行

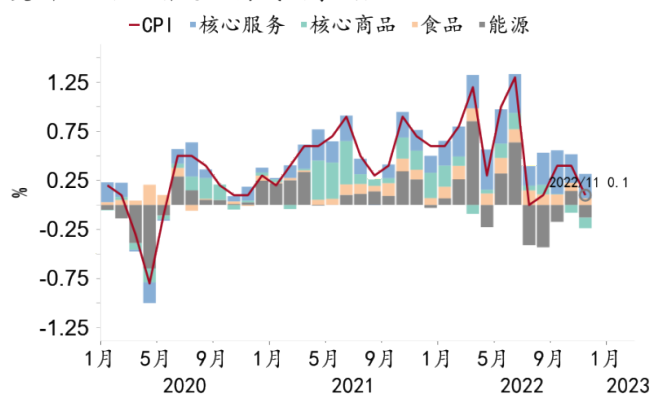
原油价格与能源CPI



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：核心商品和能源分项是环比增速主要拖累

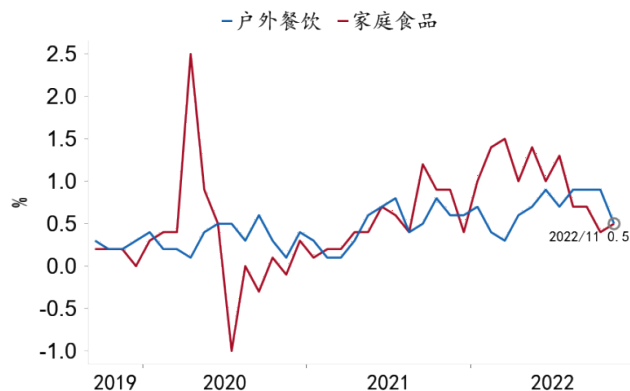
美国CPI环比增速及构成（季调）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

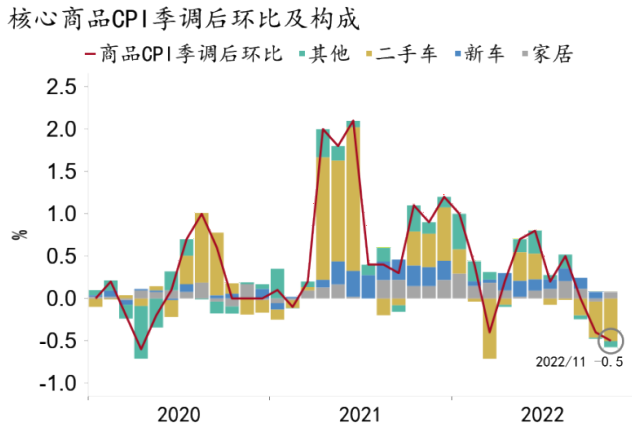
图 4：户外餐饮分项环比增速亦开始回落

食品项CPI分项季调环比增速



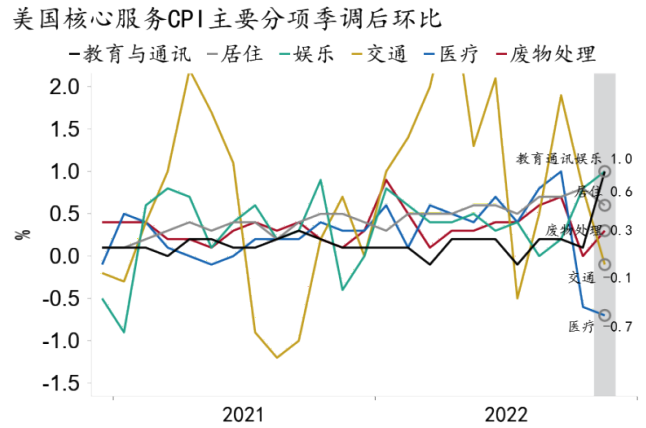
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：二手车分项连续 2 个月超预期回落



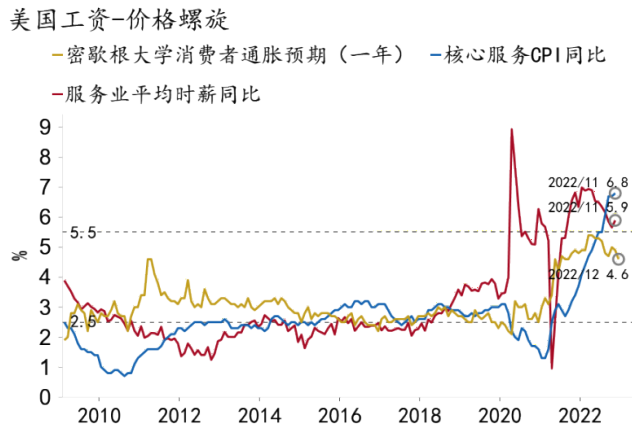
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：核心服务部分分项环比动能韧性仍强



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 7：工资-价格螺旋仍在相对高位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：新签租约价格持续下行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院