

美国通胀粘性可能超预期

核心观点:

目前美国 CPI 已连续 5 个月下行，而核心 CPI 已连续第二个月回落，基本可以确认本轮美国通胀拐点到来。

自 9 月交接棒以来，商品通胀迅速回落，11 月环比增速为-0.8%，而服务继续高歌猛进，11 月环比增速仍高达 0.4%，呈现商品通缩，服务通胀的现象。展望未来，核心项中，商品分项将继续下降，而服务分项则仍将维持粘性。

从克利夫兰联储和亚特兰大联储的通胀指标来看，美国通胀粘性依然很高。

由于通胀见顶趋势基本确立，目前主要看的是通胀的粘性，也就是通胀能保持在相对高位多长时间，这最终决定未来美联储何时降息。我们认为通胀的粘性仍不可低估，美联储保持长时间的高压政策的决心也不可低估。

风险提示：美国通胀走向

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	美国通胀粘性可能超预期.....	3
1.1.	通胀基本确认下行.....	3
1.2.	商品通缩，服务通胀.....	3
1.3.	不可忽视通胀粘性.....	5
	免责声明.....	7

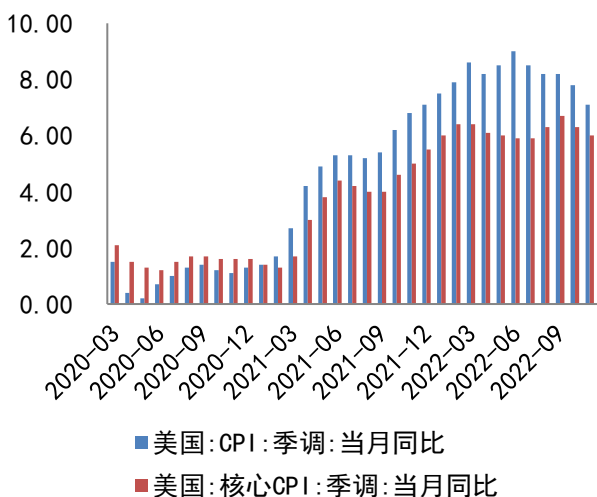
第1章 美国通胀粘性可能超预期

1.1. 通胀基本确认下行

美国 11 月未经季调 CPI 同比放缓至 7.1%，好于预期的 7.3%，较 10 月回落 0.6 个百分点，为 2021 年底以来的最低水平。而未经季调核心 CPI 降至 6%，好于预期的 6.1%，较 10 月回落 0.3 个百分点。目前美国 CPI 已连续 5 个月下行，而核心 CPI 已连续第二个月回落，基本可以确认本轮美国通胀拐点到来。

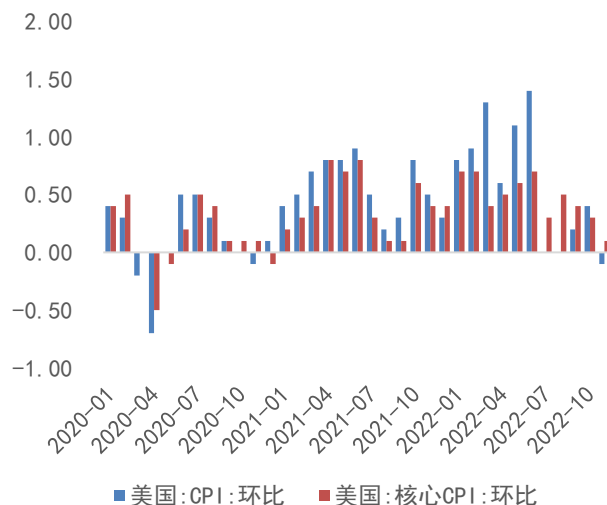
环比来看，11 月 CPI 下降 0.1%，核心 CPI 上升 0.1%，可以计算三个月年化 CPI 为 3.02%，核心年化 CPI 为 3.03%。相较于当前的年率 CPI 明显下降，但仍然远高于美联储的目标 2%。

图 1.1.1: 核心 CPI 同比下降趋势基本确认 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: CPI 环比增长率较低 (%)



数据来源: Wind 南华研究

1.2. 商品通缩，服务通胀

从分项来看，能源分项的同比增速大幅回落。核心 CPI 中，商品分项回落幅度较大，从上月的 5.1% 下降至本月的 3.7%，服务分项依然顽固，同比增速由上月的 6.7% 上升至 6.8%。自 9 月交接棒以来，商品通胀迅速回落，11 月环比增速为 -0.8%，而服务继续高歌猛进，11 月环比增速仍高达 0.4%。

核心商品分项中，前期涨幅最为明显的二手车价格同比由正转负，同比增速较上月下降 5.3 个百分点，芯片供应缓解，叠加新车供应量上升，以及借贷成本高企，令二手车价格不断下降，不过当前二手车价格 (Manheim) 虽然较今年 1 月的高点回落 15%，跌至 2021 年 8 月以来的最低，也是 2021 年 8 月以来首次跌破 200 大关，但仍较新冠疫情初期高 58%，预计还有下降空间。新车曾经也是重要的商品通胀分项，11 月新车价格同

比从 8.4% 回落至 7.2%，目前美国新车及轻型卡车载装量同比增速为 9.9%，基本回升至疫情前水平，预计新车价格仍将呈现同比下行趋势。也就说商品通缩仍将持续。

核心服务分项中，最重要的是房租，住房租金，粘性很强，其前瞻指标——Zillow 房租指数已经于今年 2 月触顶，且在 4 月后开启快速回落之路，根据美国劳工部一篇工作论文的结果，滞后期可长达 4 个季度，按照这个结论，那么 CPI 房租分项见顶可能出现在明年一季度，此后才会进入下降通道。也就是说核心服务项将呈现高度粘性。

图 1.2.1: Manheim 二手车价格指数及同比增速 (%)



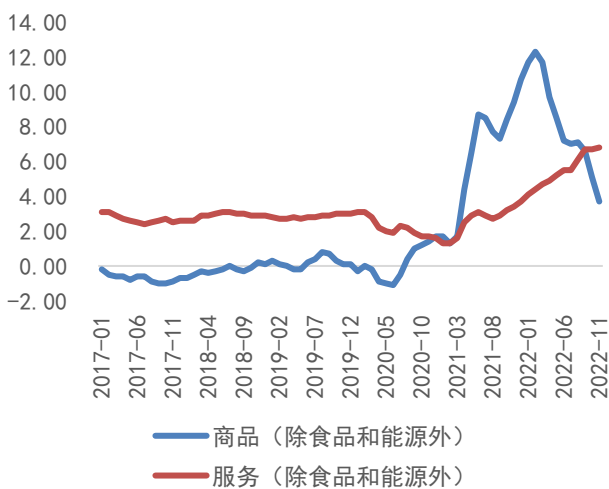
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.2: 新车及轻型卡车载装同比增速 (%)



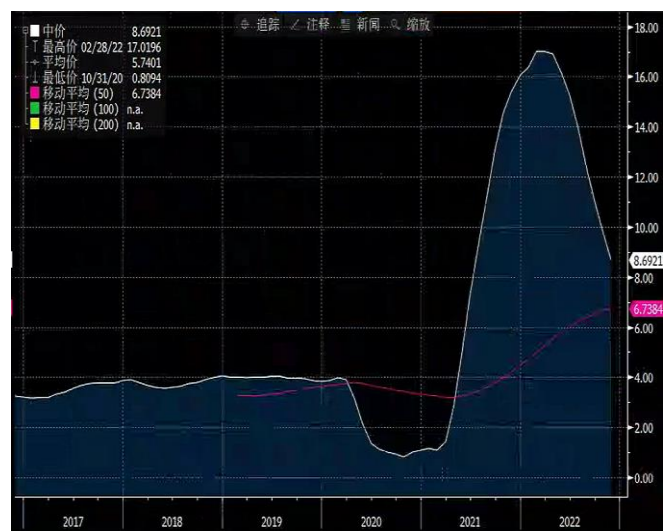
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.3: 服务取代商品成为核心通胀的驱动力 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4: Zillow 房租指数同比于今年 2 月见顶 (%)



数据来源: Bloomberg 南华研究

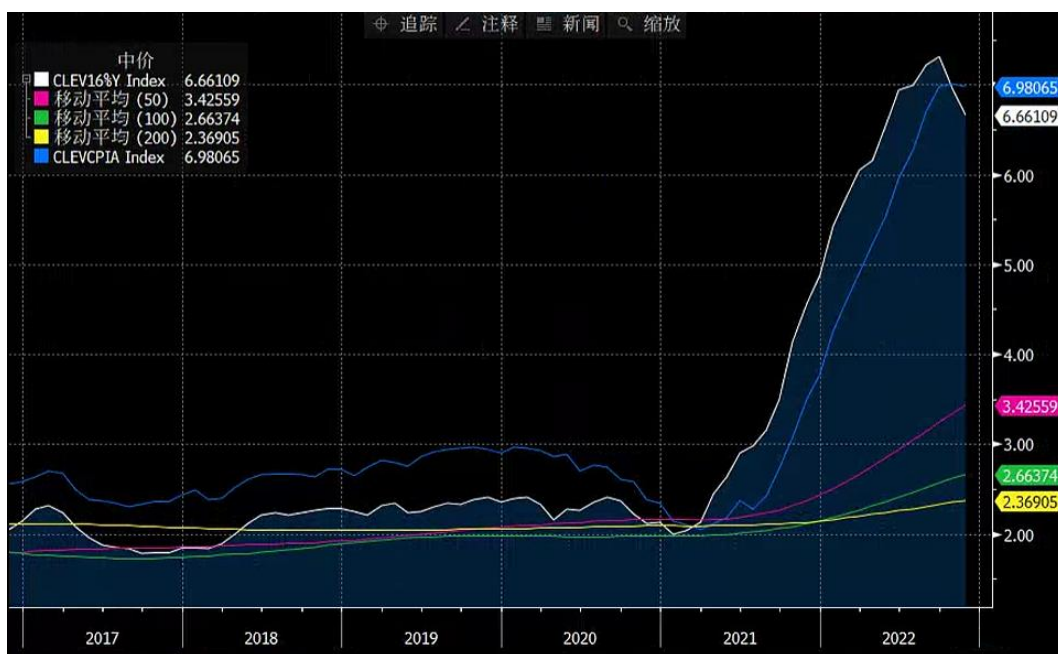
1.3. 不可忽视通胀粘性

前面的分析，我们只能看到以房租为代表的通胀粘性很强，但其他方面可能会形成对冲。下面我们从一些其他的指标来观察通胀粘性。

第一个是克利夫兰联储的消费者物价指数。这个指数主要可以看两个指标，分别是通胀的中位数以及截尾平均通胀。中位数指标顾名思义，就是把所有的分项价格进行排序，选取中位数作为通胀水平，而截尾平均通胀就是把波动较大的分项消除，克利夫兰联储通常用的是截尾 16% 的通胀，就是把所有的商品价格进行排序，剔除前 8% 和后 8% 的商品，再测算均值。

从 CPI 数据来看，通胀中位数依然很高，11 月基本与 10 月持平，降幅有限。从截尾平均数据来看，通胀已连续两个月回落，但依然保持高位。

图 1.3.1：克利夫兰联储通胀指标显示粘性较高



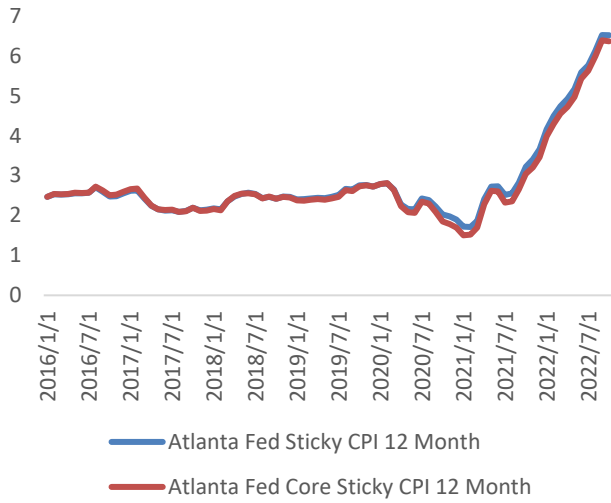
资料来源：Bloomberg 南华研究

第二个指标是亚特兰大联储的通胀指标。亚特兰大联储将商品分成两种，弹性商品和粘性商品，价格变动频繁，相对比较灵活，归类到弹性商品。而价格相对固定则为粘性商品。弹性商品对应计算的是弹性通胀，粘性商品对应计算的是粘性通胀。

可以看到粘性通胀确实保持韧性，11 月当月同比从 10 月的 6.52% 上升至 6.61%，而核心 CPI 粘性通胀也在上升，从 10 月的 6.37% 上升至 6.48%。

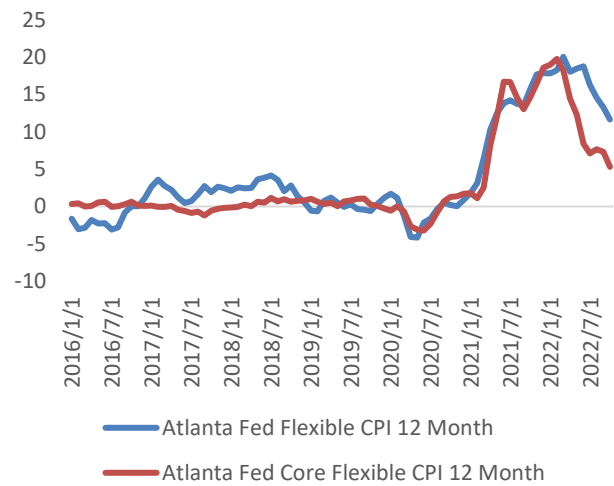
与之形成鲜明对比的是弹性 CPI 降幅均非常明显。

图 1.3.2: 粘性 CPI 仍在走高 (%)



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.3.3: 弹性 CPI 迅速回落 (%)



数据来源: Bloomberg 南华研究

从目前形势来看,无论是 CPI 还是核心 CPI,通胀高点基本确立。目前主要看的是通胀的粘性,也就是通胀能保持在相对高位多长时间,这最终决定未来美联储何时降息。我们认为通胀的粘性仍不可低估,美联储保持长时间的高压政策的决心也不可低估。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点