

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2022年11月11日

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长  
王静文 中国宏观经济研究  
张丽云 货币政策与流动性研究  
应习文 国际宏观经济研究  
孙莹 财政政策研究  
李鑫 外汇商品研究  
杨美超 外资外贸研究  
韩思达 资产配置研究

## 【数据点评】

### 美国 CPI 超预期回落，放缓加息概率进一步 加大 ——美国 10 月 CPI 数据点评

## 【内容摘要】

美国劳工部 10 日公布数据显示，美国 10 月消费者价格指数(CPI)同比上涨 7.7%，核心 CPI 同比上涨 6.3%，均低于市场预期。分项来看，商品价格加速回落抵消了服务价格的韧性。

尽管美国 10 月 CPI 超预期回落尚不足以支撑美联储政策实质性转向，但由于在紧缩政策下通胀终现较明显回落，10 月 CPI 数据有助于消除市场的不确定性，令美联储与市场之间更能形成较为一致的预期。

在美国 CPI 公布后，美股和黄金直线拉升，美元指数和美债收益率快速跳水，人民币则升至 7.1 左右。后续随着美联储加息步伐的放缓以及政策不确定性的降低，美元指数大幅上行空间或也将有限，人民币对美元的贬值压力将进一步减弱。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

# 美国 CPI 超预期回落，放缓加息概率进一步加大

## ——美国 10 月 CPI 数据点评

温彬 李鑫

### 事件

美国劳工部 10 日公布数据显示，美国 10 月消费者价格指数(CPI)同比上涨 7.7%，核心 CPI 同比上涨 6.3%，均低于市场预期。

## 一、美国 10 月 CPI 低于预期，商品价格加速回落抵消服务价格韧性

11 月 10 日，美国劳工部公布的数据显示，美国 10 月消费者物价指数(CPI)同比上涨 7.7%，低于前值 8.2%和预期 7.9%，创近 9 个月新低；核心 CPI 同比上涨 6.3%，同样低于前值 6.6%和预期 6.5%。10 月 CPI 环比 0.4%，持平前值，但低于预期；核心 CPI 环比 0.3%，低于前值和预期。

商品价格加速回落抵消了服务价格的韧性。分项来看，能源分项同比 17.6%，明显低于 9 月的 19.9%，已连续 4 个月同比回落，不过环比上涨 1.8%，结束此前连续三个月下滑势头；食品分项同比涨幅仍高达 10.9%，但小幅低于 9 月的 11.2%，同时环比 0.6%是年初以来最低水平。从核心 CPI 来看，同比增速依然由服务价格贡献，但商品价格的加速回落抵消了服务价格的韧性。

商品价格方面，服装、家电、新车和二手车等商品价格均在回落，其中二手车由-1.1%降至-2.4%最为显著，且为连续第四个月下跌，与 Manheim 二手车指数筑顶后加速回落的趋势一致，显示经济已出现明显降温。服务价格方面，核心服务价格同比涨幅和前值持平，但是环比从前值的 0.8% 放缓至 0.5%，其中包括医疗费用等在内的大部分核心服务价格环比均出现放缓。占 CPI 比重约三分之一的居住成本仍是通胀最大的推动因素，其环比涨幅由上月的 0.7% 扩大至 0.8%，创 1990 年 9 月以来最大涨幅。不过鉴于美国房地产销售在今年以来大幅降温，标普/CS20 个大中城市房价指数同比增速在 4 月见顶回落，租金通胀或也离顶部不远。

总体来看，美国 10 月通胀数据低于市场普遍预期，尤其是核心通胀环比增速减弱，或表明美国通胀形势已开始好转。

## **二、CPI 回落尚不能支撑政策转向，但可一定程度上消除不确定性**

CPI 数据公布后，市场对美联储放缓加息的预期进一步增强。根据 Fedwatch，目前市场预期 12 月加息 75 个基点的概率已由一天前的 43.2% 骤降至 14.6%，加息 50 个基点的概率则由 56.8% 上升至 85.4%；同时市场对明年美联储基准利率上限最大概率预测值也已从 5.25% 左右回落至 5% 左右。总体看，市场预期美国加息步伐将有所放缓，但预期放缓的幅度其实并不很大。

**10 月 CPI 超预期回落尚不足以支撑美联储政策实质性转向。**确实有多名美联储官员表态支持放缓加息步伐，但同时也强调了

遏制高通胀的决心。例如，堪萨斯联储主席乔治称，消费物价指数在下降，但仍然高得令人不安；旧金山联储主席戴利称，美国通胀数据是“好消息”，但 7.7% 的通胀率“缓解作用有限”，远谈不上胜利。一方面，即便是 7.7% 的通胀率仍然远高于美联储 2% 的目标水平，另一方面，从前几日公布的非农数据来看，尽管失业率有所上升，但非农就业人数、时薪增速表现均好于预期，工资-通胀螺旋隐忧仍存。此外，诚如鲍威尔在 11 月议息会议后的讲话中所言，美联储最担心的是犯紧缩程度不够的错误。因此不能指望美联储会依据一个月的 CPI 数据就确认美国通胀的拐点，但所幸在 12 月议息会议前还有一次机会来确认。

**10 月美国 CPI 数据的最大意义是在一定程度上消除了市场的不确定性。**此前在美联储连续三次大幅加息 75 个基点的情况下，美国通胀率依然居高不下，这使得市场和美联储都处于极度的不确定状态中，没有人知道政策力度需要加大到何种程度才能见效，故市场对于一切信息都变得极度敏感，各类资产价格也均出现大幅波动。尽管 10 月 CPI 回落速度超预期，但在紧缩政策下通胀终现较明显回落，这本身却符合人们对经济的常识判断。如果后面通胀回落被进一步确认，则美联储与市场之间将会更容易形成较为一致的预期，从而降低超预期政策对市场带来的扰动。

### **三、未来美联储大概率放缓加息节奏，人民币贬值压力进一步减弱**

在美国 CPI 公布后，美股和黄金直线拉升，美元指数和美债

收益率快速跳水。截至收盘，标普 500 指数上涨 5.5%，纳斯达克指数上涨 7.4%，10Y 美债收益率下行 26bp 至 3.8%，美元指数下跌 2.3% 至 107.9，现货黄金上涨 2.9% 至 1755 美元/盎司。随着美元指数大幅走弱，人民币 11 日也大幅反弹，截至下午 4 时，在岸人民币升至 7.1 左右。

市场如此表现或许并不仅仅是对预期美联储加息稍有放缓的反应，更多是对政策不确定性减弱的反应。实际上自 11 月议息会议后，市场就已经对美联储放缓加息有了初步的预期，从目前来看，与 11 月美联储议息会议声明以及鲍威尔的表态相比，市场对后续美联储加息节奏的预期总体上并没有太大的调整，但 10 月 CPI 回落确实使市场认为美联储未来政策的可预测性有所增强。目前总体判断：**12 月美联储大概率将加息幅度缩小为 50 个基点，2023 年会进一步缩小，终端利率水平或将在 5% 左右，同时会在终端利率水平上停留较长时间。**美联储货币政策实质性转向仍有待于通过更多数据来确认通胀拐点，因此 12 月议息会议前的通胀和就业数据依然值得关注。

随着美联储加息步伐的放缓以及政策不确定性的降低，美元指数大幅上行空间或也将有限，这将使得人民币对美元的贬值压力将进一步减弱。

## 近期研究成果

1. 2022 年四季度展望系列之一：国内经济有望延续温和复苏（2022 年 10 月 17 日）
2. 2022 年四季度展望系列之二：全球经济：遏制通胀的衰退处方（2022 年 10 月 21 日）
3. 2022 年四季度展望系列之三：内外周期错位下的信贷、金融市场运行及大类资产配置策略（2022 年 10 月 21 日）
4. 专项债结存限额密集发行（2022 年 11 月 2 日）
5. 美联储加息 75bp 符合预期，后续加息节奏或将放缓（2022 年 11 月 4 日）
6. 美国经济会陷入衰退吗？——9 大领先指标观察（2022 年 11 月 4 日）
7. 物价涨幅同比回落，需求不足仍是主要矛盾（2022 年 11 月 10 日）
8. 经济修复动能仍显不足，11 月债市预计低位震荡（2022 年 11 月 10 日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

