

# 美国 5 月 CPI 点评

## 宏观研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）  
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）  
 zhaoyu2@gjzq.com.cn

## 通胀的“洼地”——美国 5 月 CPI 数据点评

事件：6 月 13 日，美国劳工统计局（BLS）发布 5 月 CPI 数据。整体和核心 CPI 同比均有所放缓，数据基本符合预期，5 月 CPI 同比 4.1%，预期 4.1%，前值 5.0%。

### 美国 5 月 CPI：同比 4.1%，前值 5.0%，环比略低于预期，能源和核心商品价格进一步走弱

美国 5 月 CPI 通胀继续下行，整体 CPI 略低于预期，核心 CPI 符合预期。美国 5 月 CPI 同比 4.1%，预期 4.1%，前值 5.0%，连续第 11 个月回落，为两年来的最低水平，比去年同期低 4.4 个百分点。CPI 环比 0.1%，低于预期 0.2%，前值 0.4%。核心 CPI 同比 5.3%，预期 5.3%，前值 5.5%。核心 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.4%。

商品通胀明显回落，服务通胀仍具粘性。商品方面，能源价格在高基数效应下向下拉动效应最为显著，食品和核心通胀分别下行 0.9 和 0.1 个百分点。5 月能源价格同比-11.3%，较前值 4.9% 回落 6.4 个百分点；核心商品同比 2%，前值 2.1%；食品项价格同比 6.7%，低于前值 7.6%。服务方面，服务价格仍具粘性，其中，核心服务同比 6.6%，前值 6.8%。5 月通胀主要由房租、二手车贡献。住房价格同比 8%，前值 8.1%，环比由 0.4% 回升至 0.6%，由于租金滞后于房价 16-18 个月，租金通胀的缓和或出现在下半年。随着汽车供应链继续恢复、住房通胀拐点的渐行渐近，二者下半年向下拉动 CPI 的作用将可能更明显。

### 市场反应：6 月暂停加息的概率上升，美股上涨，美债、美元及黄金下跌

CPI 数据公布后，略低于预期的数据强化了 6 月不加息的概率。美股集体高开，道琼斯指数日内最大涨幅 1.2%，收盘上涨至 0.4%；标普 500 指数最大上涨 1.6%，收盘上涨 0.7%；纳斯达克开盘上涨 2.4%，收涨 0.8%。美债、美元及黄金下跌，美元指数开盘后走弱，收至 103.3，相比 6 月初（104）下跌了 1%。COMEX 黄金下跌 0.04% 至 1958 美元/盎司。美联储 6 月暂停加息的概率上升，但高利率可能维持到年底。芝商所期货交易隐含的信息显示，美联储 6 月不加息的概率由 CPI 公布前一日的 78% 提高到 93%，但下半年维持高利率的时间将可能更长，7 月加息的概率提高至 63%，9 月及 11 月维持利率不变的概率分别为 61% 和 46%，较通胀公布前一日均有不同程度上修。

### 前瞻：商品“去通胀”已基本完成，服务“去通胀”或将加速

商品“去通胀”已基本完成，下一阶段的任务主要是服务业“去通胀”。美国 5 月核心商品 CPI 同比为 2%，服务业 CPI 同比仍高达 6.6%。可见，商品“去通胀”已基本完成，根据房价-租金的滞后关系，下半年租金通胀或进入下降通道。又由于美国劳动力市场转弱的信号在增强，工资下行的趋势或将延续，下半年美国核心通胀或加速下行。2023 年底降息的条件或较为充分，但具体时间仍取决于“外生冲击”：1. 利率维持高位的时间平均 6.5 个月；2. 降息时点平均滞后于通胀拐点 5 个月；3. 劳动力市场转弱信号增强；4. 降息时点与周期的顶点的偏离度较小；5. 金融风险是迫使美联储“紧急”转向的重要条件；在我们的基准假设下，年底降息与历史经验相符，并不算是“提前降息”。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期；

## 内容目录

一、美国 5 月 CPI：通胀显著放缓，能源价格回落.....	3
二、市场反应：6 月暂停加息概率上升，美股上涨，美债、美元及黄金下跌.....	6
三、前瞻：商品“去通胀”已基本完成，服务“去通胀”或将加速.....	7
风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1：能源和核心非耐用品价格进一步走弱，整体 CPI 大幅走低.....	4
图表 2：美国 5 月 CPI 同比、环比及其结构.....	3
图表 3：CPI 同比拉动变化.....	4
图表 4：CPI 环比拉动变化.....	4
图表 5：能源商品和核心非耐用品进一步回落.....	5
图表 6：食品价格同比仍处高位，但近几个月有所放缓.....	5
图表 7：住房通胀及其贡献率仍在创新高.....	5
图表 8：5 月服务各分项均处于去通胀.....	5
图表 9：Manheim 指数和二手车通胀的领先-滞后关系.....	6
图表 10：房价指数和房租通胀的领先-滞后关系.....	6
图表 11：美国 CPI 通胀的结构：扩散指数（同比）.....	6
图表 12：美国 CPI 通胀的结构：扩散指数（6M 环比）.....	6
图表 13：CPI 数据公布前后美元美债.....	7
图表 14：CPI 数据公布前后 10 年美债收益率走势.....	7
图表 15：市场上调了 9 月份之后的 FFR 路径.....	7
图表 16：CPI 公布后，6 月不加息概率上升.....	7
图表 17：后疫情时代美国通胀走势及预测.....	8
图表 18：房价与租金通胀的领先-滞后关系.....	8
图表 19：租金通胀的拐点渐行渐近.....	8
图表 20：核心服务 CPI 与工资相关系数高达 0.82.....	9
图表 21：工资短期内或维持下行态势.....	9

事件：6月13日，美国劳工统计局（BLS）发布5月CPI数据。整体和核心CPI同比均有所放缓，数据基本符合预期，但核心通胀继续保持粘性。

## 一、美国5月CPI：通胀显著放缓，能源价格回落

（一）整体和核心CPI：数据基本符合预期，通胀显著放缓

CPI和核心CPI同比均有所放缓。美国5月CPI同比4.1%，预期4.1%，前值5.0%，连续第11个月回落，物价压力降至两年来的最低水平，较去年同期低4.4个百分点。CPI环比0.1%，低于预期0.2%，前值0.4%。核心CPI同比5.3%，预期5.3%，前值5.5%。核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.4%。整体通胀率自去年6月见顶以来下降了一半以上，但仍远高于平均通胀目标的水平。

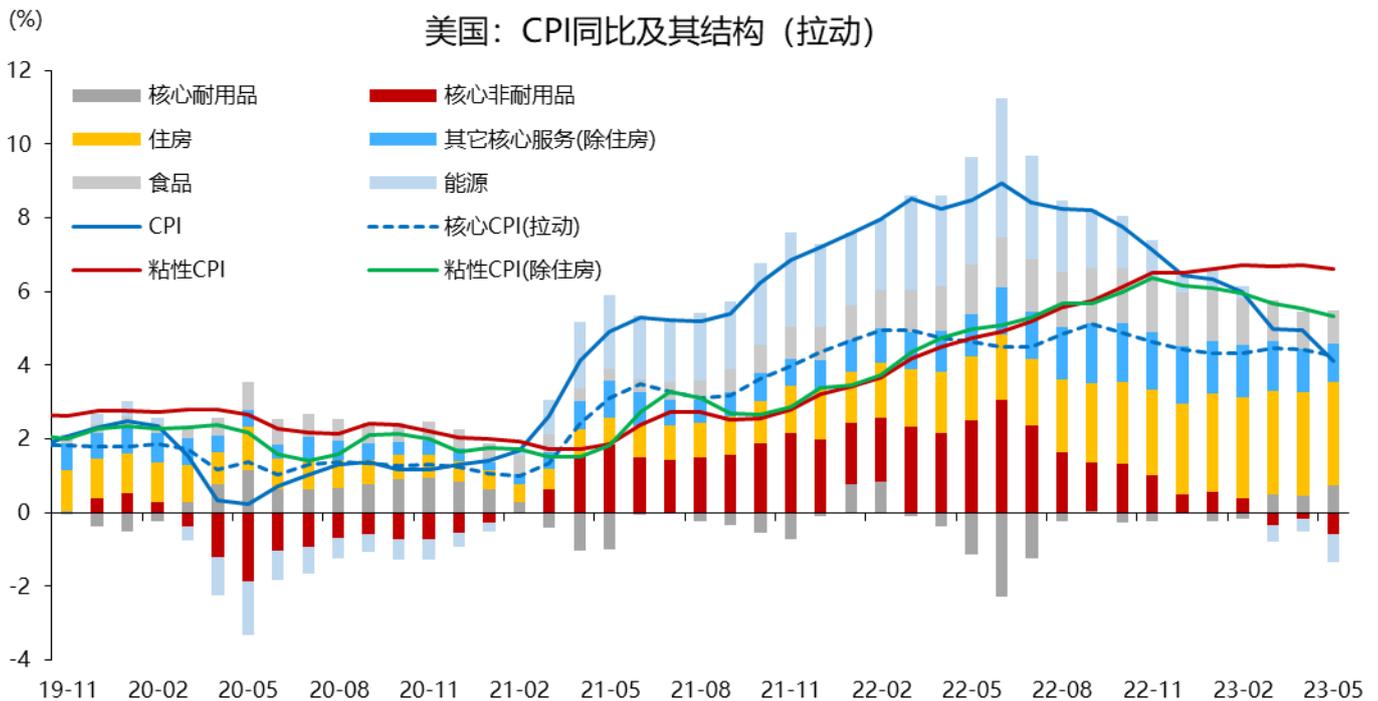
能源和核心商品价格进一步走弱。受原油价格下跌影响，能源价格回落幅度较大，5月能源价格同比-11.3%，较前值4.9%回落6.4个点，5月能源环比-3.6%，前值0.6%；5月核心商品同比2%，前值2.1%，环比0.6%，与前值持平；核心服务同比6.6%，前值6.8%。食品项价格同比6.7%，低于前值7.6%。住房价格同比8%，前值8.1%，环比由0.4%回升至0.6%，潜在的价格压力依然存在，部分原因是住所租金的惯性所致。

图表1：美国5月CPI同比、环比及其结构

CPI分级	支出项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)							预期值	季调_环比(%)						
				23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	23/05		23/04	23/03	23/02	23/01	22/12		
整体	CPI	100.0	4.1 →	4.1	5.0	5.0	6.0	6.3	6.4	0.2 ↓	0.1	0.4	0.1	0.4	0.5	0.1		
核心	核心CPI	79.6	5.3 →	5.3	5.5	5.6	5.5	5.5	5.7	0.4 →	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4		
I	食品	13.4		6.7	7.6	8.5	9.5	10.1	10.5		0.2	0.0	0.0	0.4	0.5	0.4		
I	能源	7.0		-11.3	-4.9	-6.4	5.0	8.4	7.1		-3.6	0.6	-3.5	-0.6	2.0	-3.1		
II	能源商品	3.7		-20.5	-12.6	-17.0	-1.4	2.7	0.6		-5.6	2.7	-4.6	0.5	1.9	-7.2		
II	能源服务	3.2		1.6	5.9	9.2	13.3	15.6	15.6		-1.4	-1.7	-2.3	-1.7	2.1	1.9		
I	核心商品(即商品, 扣除食品和能源商品)	21.3		2.0	2.1	1.6	1.0	1.3	2.2		0.6	0.6	0.2	0.0	0.1	-0.1		
II	服装	2.6		3.5	3.6	3.2	3.3	3.0	2.9		0.3	0.3	0.3	0.8	0.8	0.2		
II	新车	4.3		4.7	5.4	6.1	5.8	5.8	5.9		-0.1	-0.2	0.4	0.2	0.2	0.6		
II	二手车和卡车	2.7		-4.2	-6.6	-11.2	-13.6	-11.6	-8.6		4.4	4.4	-0.9	-2.8	-1.9	-2.0		
II	医疗商品	1.5		4.4	4.0	3.6	3.2	3.4	3.2		0.6	0.5	0.6	0.1	1.1	0.1		
II	酒精饮料	0.8		4.8	4.6	4.5	4.9	5.8	5.8		0.5	0.5	0.1	-0.3	0.4	0.7		
II	烟草和香烟产品	0.5		6.3	6.6	6.9	6.7	6.3	5.5		0.6	0.1	0.8	1.0	0.7	-0.1		
I	核心服务(服务, 扣除能源服务)	58.2		6.6	6.8	7.1	7.3	7.2	7.0		0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6		
II	住所	34.6		8.0	8.1	8.2	8.1	7.9	7.5		0.6	0.4	0.6	0.8	0.7	0.8		
III	主要住所租金	7.5		8.7	8.8	8.8	8.8	8.6	8.4		0.5	0.6	0.5	0.8	0.7	0.8		
III	业主等值房租	25.4		8.0	8.1	8.0	8.0	7.8	7.5		0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8		
II	医疗服务	6.4		-0.1	0.4	1.0	2.1	3.0	4.2		-0.1	-0.1	-0.5	-0.7	-0.7	0.3		
III	医师服务	1.8		-0.1	0.3	0.5	1.2	1.7	1.7		-0.5	0.0	-0.2	-0.5	-0.1	0.1		
III	医院服务	1.9		3.7	2.9	2.7	3.6	3.6		1.0	0.5	-0.4	0.0					
II	交通	5.9		10.3	11.1	13.8	14.6	14.6	14.4		0.8	-0.2	1.4	1.1	0.9	0.6		
III	机动车维护与修理	1.1		13.5	13.3	13.3	12.5	14.2	13.0		0.6	0.5	0.3	0.2	1.3	1.0		
III	机动车保险	2.6		17.1	15.5	15.0	14.5	14.7	14.3		2.0	1.4	1.2	0.9	1.4	0.7		
III	机票	0.6		-13.4	-0.9	17.7	26.5	25.6	29.1		-3.0	-2.6	4.0	6.4	-2.1	-2.1		

来源：BLS、wind、国金证券研究所

图表2: 能源和核心非耐用品价格进一步走弱, 整体CPI大幅走低



来源: BLS、AtlantaFED、wind、国金证券研究所

5月通胀主要由房租、二手车拉动。同比读数上, 5月CPI同比增速上涨主要的拉动项为住所租金(拉动CPI同比2.6个百分点), 以及二手车和卡车(5月同比-4.2%, 前值-6.6%)。5月CPI同比回落的贡献项主要是能源商品(带动5月CPI同比回落1.1个点)。5月CPI环比的主要拉动项为二手车和卡车、业主等值房租、机动车保险(各拉动CPI环比0.1个百分点), 以及交通项(5月环比0.8%, 前值-0.2%), 主要的回落贡献项是能源商品(5月环比-5.6%, 前值2.7%)。

图表3: CPI同比拉动变化

图表4: CPI环比拉动变化

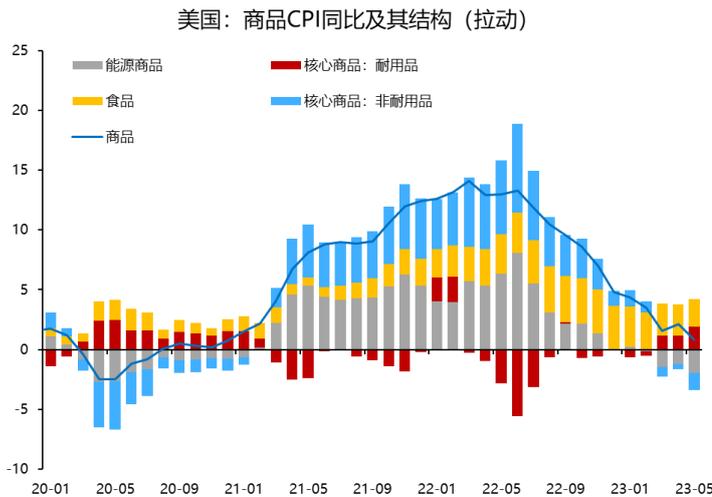
CPI分枝	支出项目	22-05权重(%)	23-05同比(%)	对23-05CPI同比拉动(ppt)	22-04权重(%)	23-04同比(%)	对23-04CPI同比拉动(ppt)	23-05CPI同比拉动(23-04CPI同比拉动)
整体	CPI	100.0	4.1	-	100.0	5.0	-	-
核心	核心CPI	77.9	3.3	4.2	78.3	4.5	4.3	-0.2
I	食品	13.4	6.7	0.9	13.4	7.6	1.0	-0.1
I	能源	8.7	-1.3	-1.0	8.3	-4.9	-0.4	-0.6
II	能源商品	5.2	-20.5	-1.1	4.9	-12.6	-0.6	-0.4
II	能源服务	3.5	1.6	0.1	3.4	3.9	0.2	-0.1
I	核心商品(耐用品, 扣除食品和能源商品)	21.2	2.0	0.4	21.4	2.1	0.4	0.0
I	服装	2.5	3.5	0.1	2.5	3.6	0.1	0.0
I	新车	4.0	4.7	0.2	4.0	3.4	0.2	0.0
II	二手车和卡车	4.0	-4.2	-0.2	4.0	-6.4	-0.3	0.1
II	医疗商品	1.5	4.4	0.1	1.5	4.0	0.1	0.0
II	酒精饮料	0.9	4.8	0.0	0.9	4.6	0.0	0.0
II	烟草和香烟产品	0.5	3.3	0.0	0.5	4.6	0.0	0.0
I	核心服务(服务, 扣除能源服务)	56.7	4.6	3.7	56.9	4.8	3.9	-0.2
I	住所	32.3	8.0	2.6	32.4	8.1	2.6	0.0
III	主要住所租金	7.2	8.7	0.6	7.3	8.8	0.6	0.0
III	业主等值房租	23.7	8.0	1.9	23.8	8.1	1.9	0.0
III	医疗服务	6.8	-0.1	0.0	6.9	0.4	0.0	0.0
III	医疗服务	1.8	0.1	0.0	1.8	0.3	0.0	0.0
III	医院服务	2.1	3.7	0.1	2.2	2.9	0.1	0.0
III	交通	5.9	0.3	0.6	5.8	1.1	0.6	0.0
III	机动车维护与管理	1.0	3.5	0.1	1.0	3.3	0.1	0.0
III	机动车保险	2.4	7.1	0.4	2.4	5.5	0.4	0.0
III	机票	0.8	-3.4	-0.1	0.7	-0.9	0.0	-0.1

来源: BLS、wind、国金证券研究所

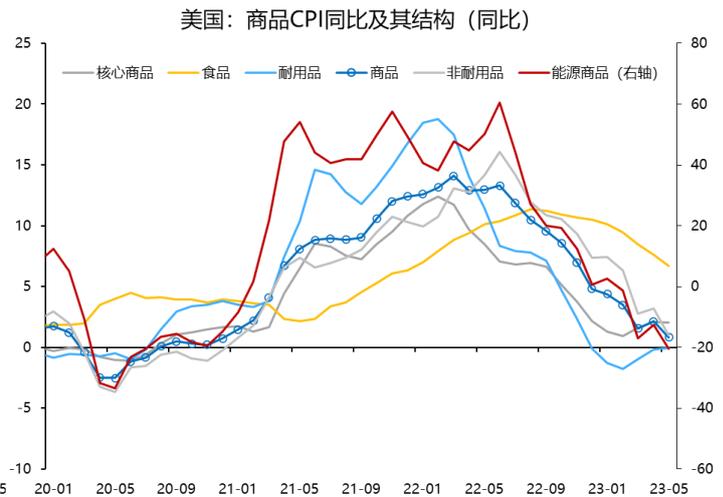
(二) 5月CPI结构: 能源价格大幅下跌抑制通胀

分项而言, 商品分项CPI同比0.8%, 前值2.2%。其中, 能源商品价格同比-20.5%, 拉动整体CPI同比下降1.1个百分点, 5月WTI原油价格下跌约12%。食品价格同比6.7%, 仍处高位, 但近三个月增速继续放缓, 5月环比0.2%。

图表5: 能源商品和核心非耐用品进一步回落



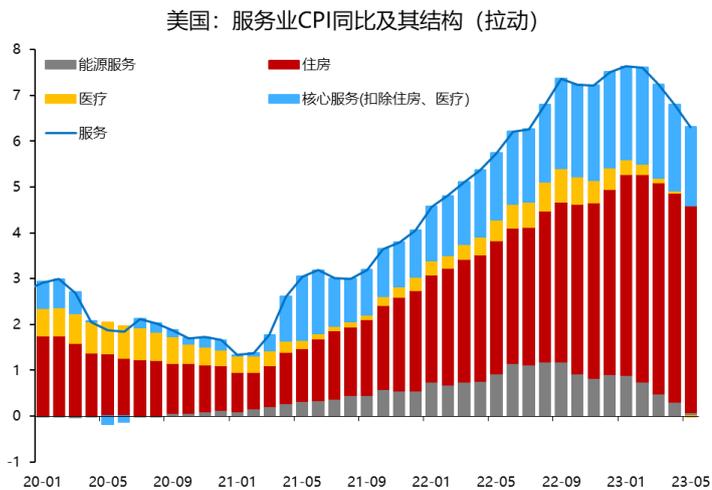
图表6: 食品价格同比仍处高位，但近几个月有所放缓



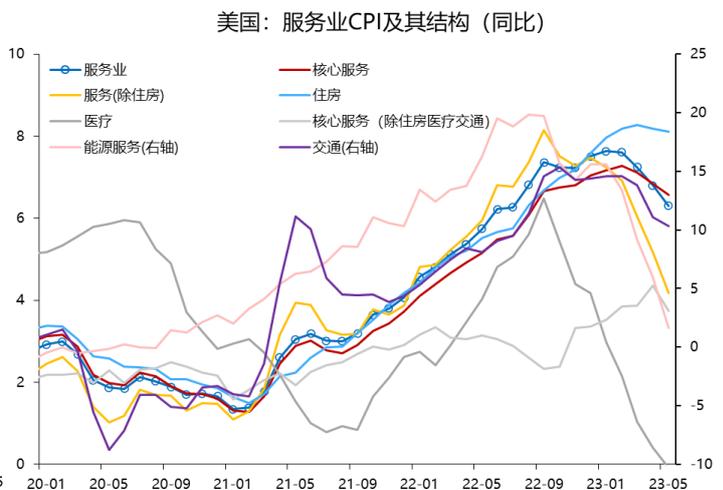
来源: BLS、wind、国金证券研究所

服务业CPI同比6.3%，前值6.8%，连续4个月放缓，各分项均处于去通胀过程中，但住房仍是最大贡献者。住房同比增速8.1%，前值8.2%，拉动了服务业CPI 4.5个百分点，贡献率72%，4月贡献率为67%。扣除住房之后的服务业CPI同比为4.2%，前值5.2%。能源服务价格进一步持续大幅下降，同比1.6%，前值5.9%。

图表7: 住房通胀及其贡献率仍在创新高



图表8: 5月服务各分项均处于去通胀



来源: BLS、wind、国金证券研究所

二手车和住房价格继续对核心通胀构成压力，但随着汽车供应链继续恢复、住房通胀拐点的渐行渐近，二者将可能在未来几个月内抑制核心通胀。

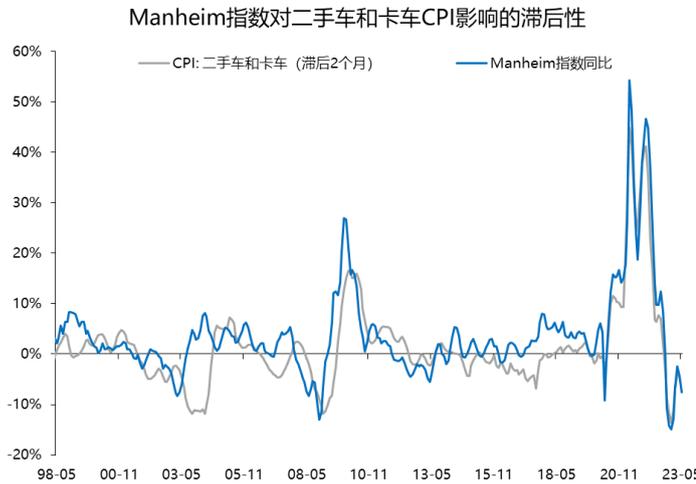
美国二手车零售价格往往跟随批发价格变动，Manheim二手车价值指数(the Manheim Used Vehicle Value Index, MUVVI)反映了经销商们为零售二手车所支付的批发价格，是追踪二手车价格趋势的首要指标。全样本下，Manheim指数同比与二手车和卡车CPI同比之间的互相关函数结果表明：Manheim指数同比领先二手车和卡车CPI同比2个月，Manheim指数同比与二手车和卡车CPI同比（滞后2个月）之间的pearson相关系数为0.84。

二手车价格在基数、库存和需求侧的影响下仍倾向于下行，但斜率可能减缓。Manheim二手车价格连续两个月下跌，MUVVI同比进一步回落(5月-7.6%，前值-4.4%)，但去年5月至11月拍卖价格较低；此外，二手车零售库存仍低于去年，对价格形成一定程度的支撑，因此今年下半年价格回落的速度可能会有所放缓。但需求侧已出现降温，根据vAuto的跟踪，5月二手车零售销量相比于4月基本稳定，但同比下降，初步估计，5月二手车零售额同比下降11%，后续随着汽车供应链继续恢复，二手车将可能继续抑制核心通胀。

由于租金价格指数既考虑存量租约和续约,又考虑新租约,故住房服务通胀滞后于租金的边际变化。全样本下,标普/CS 房价指数(20 大中城市)同比与住所租金 CPI 同比之间的互相关函数结果表明:标普/CS 房价指数(20 大中城市)同比领先住所租金 CPI 同比 16 个月,标普/CS 房价指数(20 大中城市)同比与住所租金 CPI 同比(滞后 16 个月)之间的 pearson 相关系数为 0.76。房价指数同比自 2022 年 5 月以来下行,考虑到本轮房价和房租下行斜率较陡峭,住房通胀拐点时间或略有提前,下半年向下拉动 CPI 会更明显。

图表9: Manheim 指数和二手车通胀的领先-滞后关系

图表10: 房价指数和房租通胀的领先-滞后关系

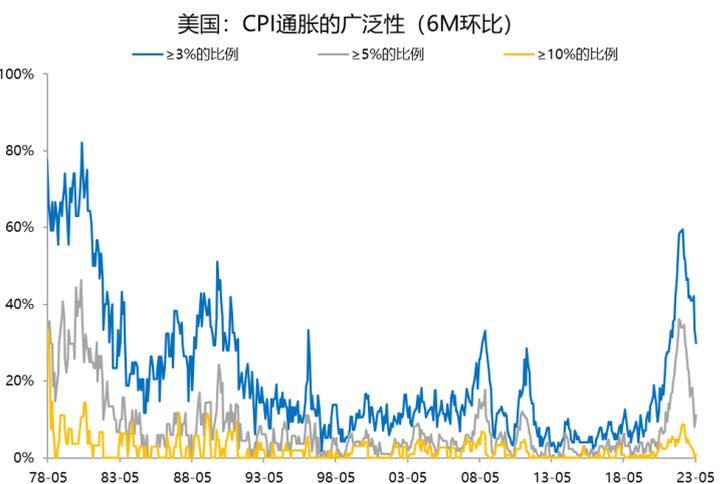
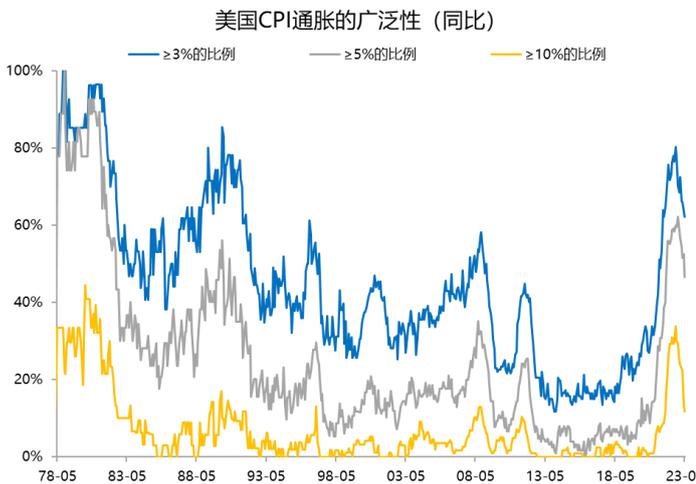


来源: BLS、Manheim Consulting、wind、国金证券研究所

通胀扩散压力持续好转。大幅涨价的细分科目数量持续下降,在 CPI 的 127 个细分科目中,同比增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比 5 月读数分别为: 62%、46%、12%,即通胀率超过 10%的细分科目数量为 15 个(去年 9 月为 43 个)。6 个月环比表现出相似的特征。

图表11: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (同比)

图表12: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (6M 环比)



来源: BLS、wind、国金证券研究所

## 二、市场反应: 6 月暂停加息概率上升, 美股上涨, 美债、美元及黄金下跌

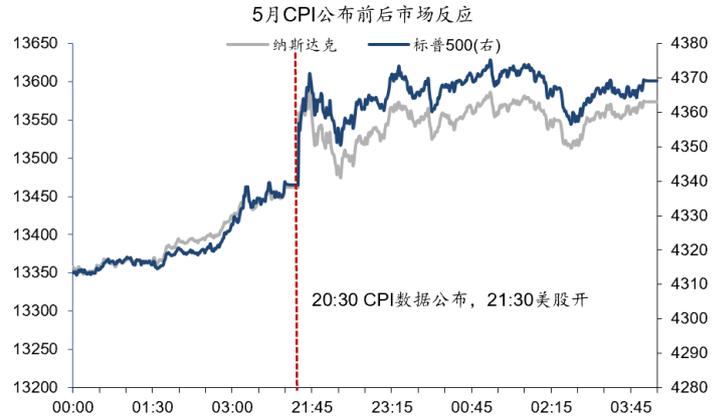
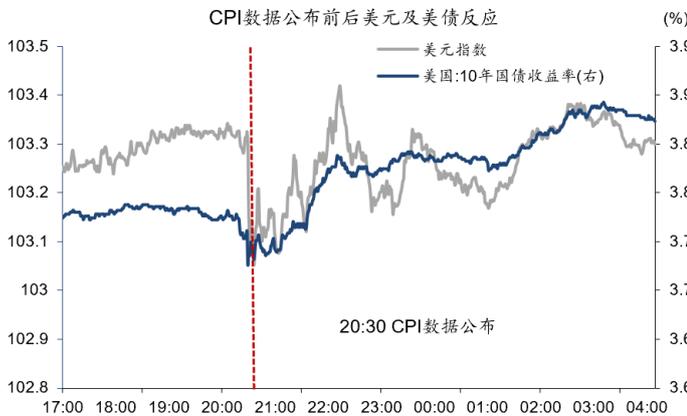
### (一) 市场反应: 宽松预期带动美股上涨, 美债、美元及黄金下跌

美国 CPI 数据公布后, 低于预期数据增强了 6 月不加息的预期。美股集体高开, 道琼斯指数日内最大涨幅 1.2%, 收盘上涨至 0.4%; 标普 500 指数最大上涨 1.6%, 收盘上涨 0.7%; 纳斯达克开盘上涨 2.4%, 收涨 0.8%。10 年期美债收益率日内上涨后下跌, 至美股收盘微跌至 3.8%, 相比 6 月初的 3.69 已经回升了 11bp。美元指数开盘后走弱, CPI 数据发布后急跌至 103, 收于 103.3, 相比 6 月初(104)下跌了 1%。COMEX 黄金在通胀数据公布后波

动较大，后转为下跌，至美股收盘下跌 0.04% 至 1958 美元/盎司，所以，6 月前两周，市场整体在交易宽松，也是对前期偏鹰派的紧缩预期的修正。

图表13: CPI 数据公布前后美元美债走势

图表14: CPI 数据公布前后美股走势



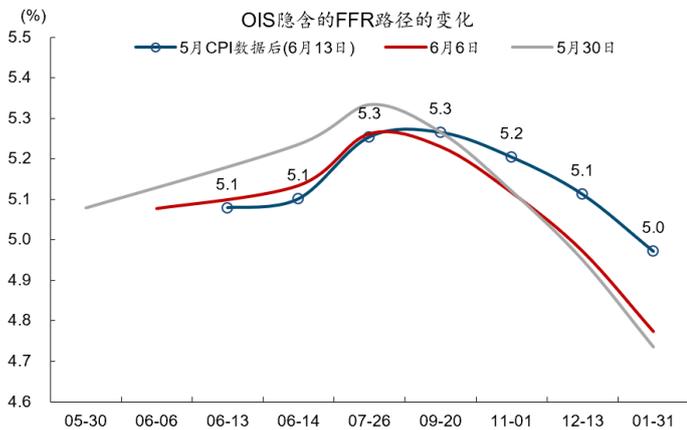
来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 加息预期: 6 月可能跳过一次加息, 高利率可能维持到年底

CPI 数据发布后, 6 月不加息的预期进一步上升。芝商所期货交易隐含的信息显示, 美联储 6 月不加息的概率由前日日的 78% 提高到 93%。但下半年维持高利率的时间将可能更长,, 7 月加息的概率提高至 63% (前一日为 54%), 9 月及 11 月维持利率不变的概率分别为 61% 和 46%, 均有不同程度上修。OIS 隐含的 FFR 路径显示, CPI 公布后, 市场上修了 9 月份之后的 FFR 预期。终点利率与一周前相比变动较小, 维持在 5.3% 左右。OIS 隐含的降息时间点为 11 月份, 但芝商所期货交易隐含的降息时间则推迟到了 12 月份, 考虑到美国经济基本面边际转弱的事实逐渐显现, 6 月再次加息的概率较低, 2023 年底降息的条件或较为充分, 但具体时间仍取决于“外生冲击”。

图表15: 市场上调了 9 月份之后的 FFR 路径

图表16: CPI 公布后, 6 月不加息概率上升



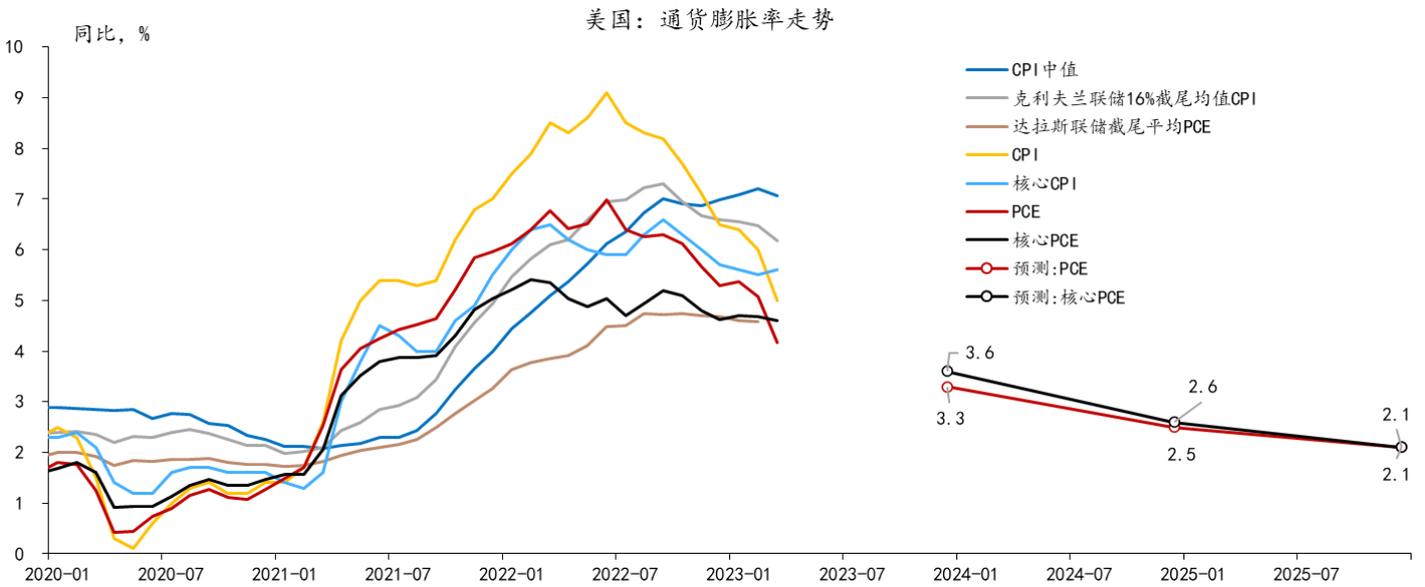
区间/日期	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	5	8	6	4	2	1
525-550	0	0	0	7	63	61	46	33	17	7
500-525	0	0	100	93	33	31	40	42	37	23
475-500	0	86	0	0	0	0	9	19	31	35
450-475	100	14	0	0	0	0	0	3	12	25
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	2	9
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
250-275	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: CME、Bloomberg、国金证券研究所

三、前瞻: 商品“去通胀”已基本完成, 服务“去通胀”或将加速

截止到 5 月, 美联储“去通胀”(deflation) 任务的进展较为顺利。CPI 通胀已经从 2022 年 6 月的 9% 高位下降至 4% (连续 11 个月下降), 核心 CPI 从 2022 年 9 月的 6.6% 高位下降至 5.3%。整体 PCE 通胀从 2022 年 6 月的 7% 高位降至 4.4%, 核心 PCE 从 2022 年 2 月的 5.4% 高位降至 4.7%。整体通胀的降幅更为明显, 部分源自去年非核心商品价格的高基数效应。核心 CPI 更有粘性, 一者在于美国经济基本面的韧性 (疫情期间的财政扩张效应+劳动力市场的韧性), 二者在于住房通胀统计方法上的“技术性时滞”。

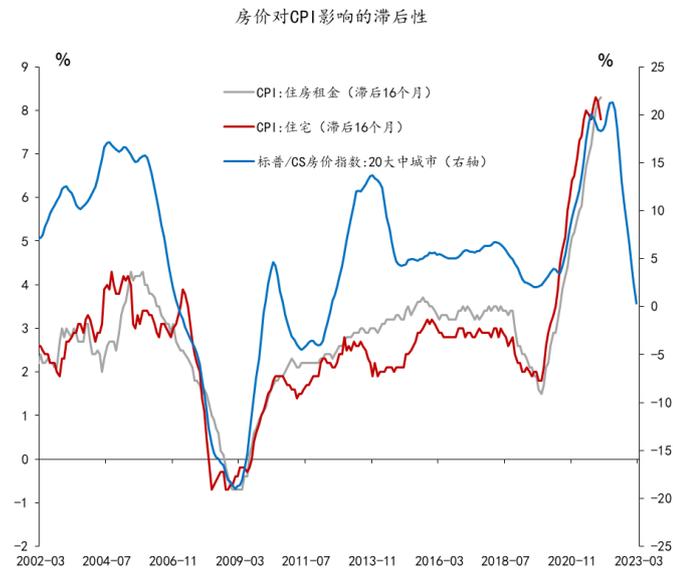
图表17: 后疫情时代美国通胀走势及预测



来源: 美联储、国金证券研究所

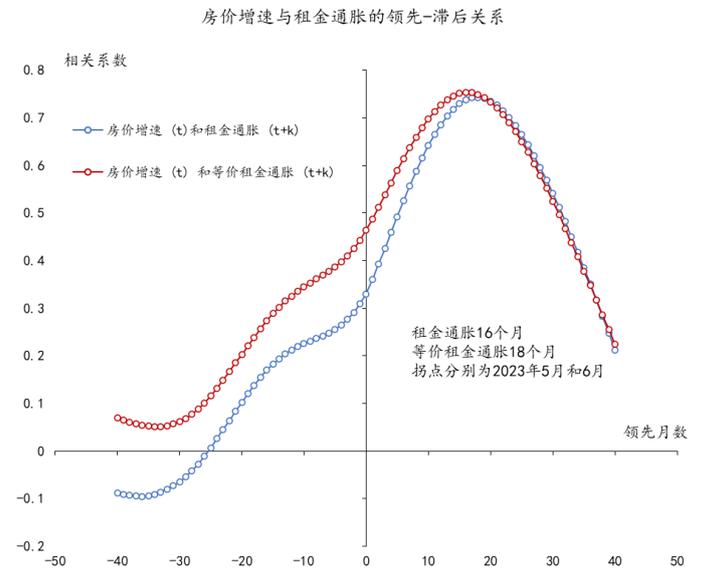
商品“去通胀”已基本完成，服务“去通胀”任重道远。美国5月核心商品CPI同比为2%，服务业CPI同比仍高达6.6%。可见，商品“去通胀”已基本完成，下一阶段的任务主要是服务业“去通胀”——可分为住房和非住房两个分项。5月CPI住房分项同比8.0%（前值8.1%），拉动了CPI 2.6个百分点。非住房分项主要归因于劳动力市场的韧性和工资增长的粘性。根据房价-租金的滞后关系，下半年租金通胀或进入下降通道。又由于美国劳动力市场转弱的信号在增强，工资下行的趋势或将延续。下半年美国核心通胀或加速下行。通胀越来越不足以成为美联储降息的“绊脚石”。

图表18: 房价与租金通胀的领先-滞后关系



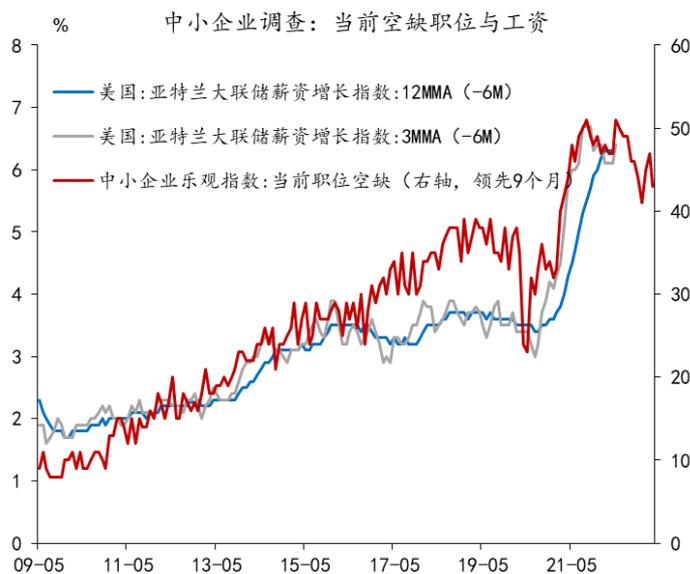
来源: 达拉斯联储、wind、国金证券研究所

图表19: 租金通胀的拐点渐行渐近



图表20: 核心服务CPI与工资相关系数高达0.82

图表21: 工资短期内或维持下行态势



来源: wind、国金证券研究所 说明: 相关系数计算期为2000年1月至2023年3月。

**重申观点:** 2023年底降息的条件或较为充分,但具体时间仍取决于“外生冲击”: 1. 利率维持高位的时间平均6.5个月; 2. 降息时点平均滞后于通胀拐点5个月; 3. 劳动力市场转弱信号增强; 4. 降息时点与周期的顶点的偏离度较小; 5. 金融风险是迫使美联储“紧急”转向的重要条件; 在我们的基准假设下,年底降息与历史经验相符,并不算是“提前降息”。

### 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月,美德继续向乌克兰提供军事装备,俄罗斯称,视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来,海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%,在全球性劳动短缺的情况下,美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402