

## 宏观报告

### 美国通胀出现放缓迹象

- 10月核心CPI环比上涨0.3%，增速低于此前两个月
- 住房仍然是通胀压力的主要来源，其他分项涨跌不一
- 美联储可能会在12月放缓加息步伐

**10月CPI涨幅低于市场预期。**11月10日，美国劳工统计局(BLS)公布的数据显示，10月美国CPI和核心CPI分别环比上涨0.4%和0.3%，低于市场预期的环比上涨0.6%和0.5%(9月：环比上涨0.4%和0.6%)。同比来看，CPI和核心CPI同比分别上涨7.7%和6.3%，同样低于市场预期的同比上涨7.9%和6.5%(9月：同比上涨8.2%和6.6%)。

**CPI分项涨跌不一。****1) 能源：**10月能源指数环比上涨1.8%(9月：环比下跌2.1%)。汽油分项指数在连续下跌三个月后环比上涨4.0%(9月：环比下跌4.9%)。电力分项指数环比上涨0.1%(9月：环比上涨0.4%)。然而，天然气分项指数环比下跌4.6%(9月：环比上涨2.9%)，部分抵消了能源指数的涨幅。**2) 食品：**10月食品指数环比上升0.6%，较上月有所放缓(9月：环比上升0.8%)。家庭食品分项指数环比上升0.4%(9月：环比上升0.7%)，是自2021年12月以来最小的环比涨幅。然而，10月外出就餐指数环比上升0.9%(9月：环比上升0.9%)，与前两个月涨幅持平。**3) 住房：**住房指数环比上涨0.8%(9月：环比上涨0.7%)，为1990年8月以来最高环比涨幅，并且贡献了10月整体CPI环比涨幅的一半以上。主要住宅租金和业主等价租金分项指数分别环比上涨0.7%和0.6%(9月：均环比上涨0.8%)，而非居住住宿分项指数环比上涨4.9%(9月：环比下降1.0%)。**4) 其他分项：**除住房以外，核心CPI的其他分项涨跌不一。一方面，新车指数环比上涨0.4%(9月：环比上涨0.7%)。机动车保险、娱乐和个人护理指数分别环比上涨1.7%、0.7%和0.5%(9月：环比上涨1.6%、0.1%和0.4%)。另一方面，二手车和服装指数分别下跌2.4%和0.7%(9月：环比下跌1.1%和0.3%)。医疗指数环比下跌0.5%(9月：环比上升0.8%)，机票价格指数环比下跌1.1%(9月：环比上升0.8%)。(注：医疗指数下跌的主要拖累因素为医疗保险分项指数下跌4.0%，而后者的变动是基于滞后数据进行年度调整所致。除医疗外CPI环比上升0.5%，比整体CPI增速高0.1个百分点。)与此同时，10月教育和通讯指数以及家居及营运指数均环比持平(9月：环比上升0.1%和0.5%)。

**我们的观点：**10月CPI报告显示通胀压力有缓解的迹象，但放缓部分归咎于医疗成本统计数据的技术性调整。展望未来，我们预计通胀将进一步放缓，但通胀回落到2%的目标仍有较长的距离。部分服务消费相关的通胀数据仍处于高位，劳动力市场依然紧张，表现为工资增速强劲且职位空缺高企。我们预计，美联储在即将召开的12月FOMC会议上将下调加息幅度至50个基点，FOMC官员很有可能通过更新预测(即经济预测摘要，包括利率点阵图)来反映他们预期的最终利率水平将高于此前给出的预测。由于美联储强调“数据依赖”而非提供“前瞻指引”，金融市场对经济数据的发布变得愈发敏感，正如过去数月的市场表现所印证。我们预计在通胀出现更实质降温迹象之前，市场波动性将持续。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121  
[jessiequo@cmschina.com.hk](mailto:jessiequo@cmschina.com.hk)

钱莺, CFA

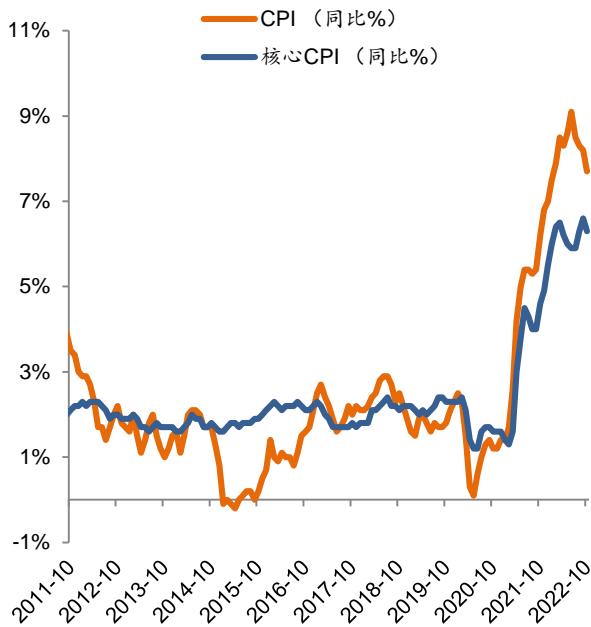
+852 3189 6752  
[edithqian@cmschina.com.hk](mailto:edithqian@cmschina.com.hk)

#### 相关报告

1. 招证国际策略周报(2022/11/07)-美联储表示加息步伐放缓但峰值水平更高(2022/11/07)
2. 迎接新篇章：对投资中国的思考(2022/11/05)
3. 施政报告：提升香港长远竞争力(2022/10/21)
4. 美国9月通胀高位运行(2022/10/14)
5. 美联储点阵图暗示货币政策将进一步收紧(2022/09/22)

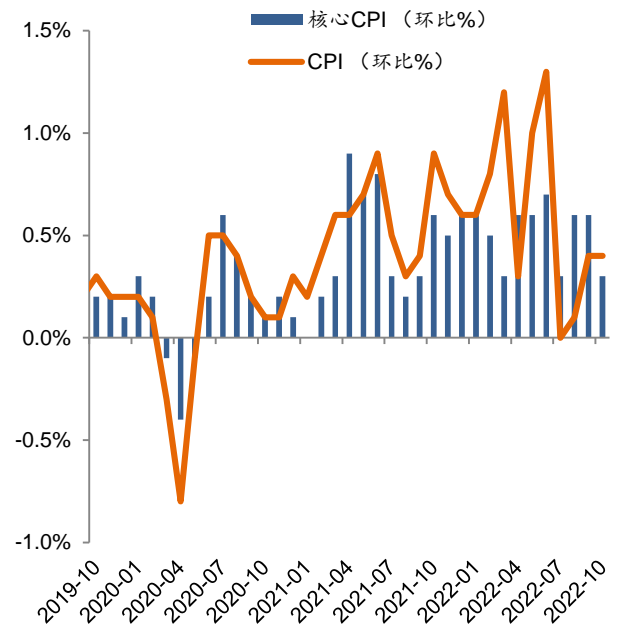
美国通胀数据

图表 1: 美国 CPI 和核心 CPI 同比



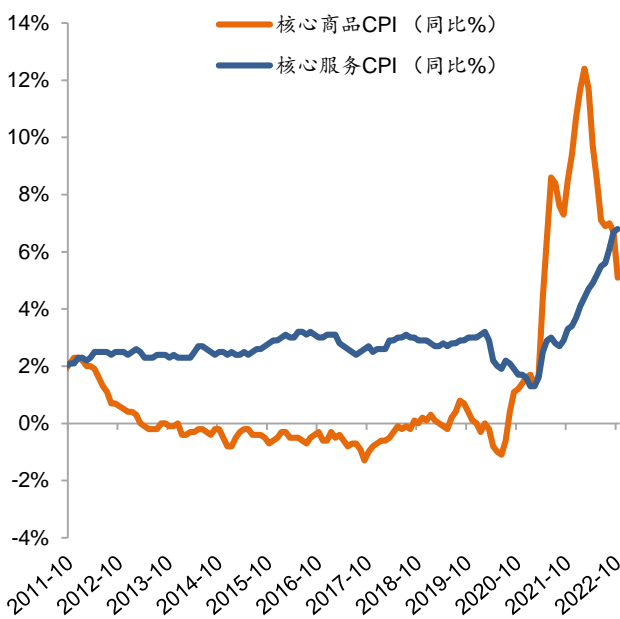
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 2: 美国 CPI 和核心 CPI 环比



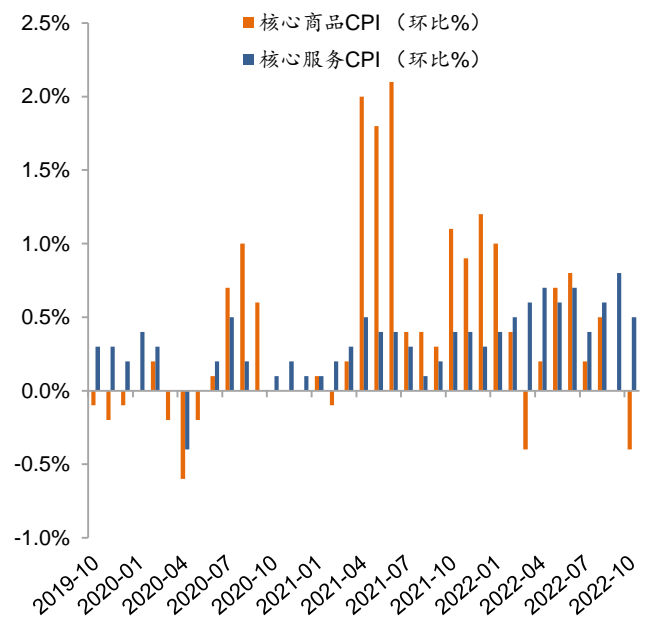
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 3: 核心商品和服务 CPI 同比



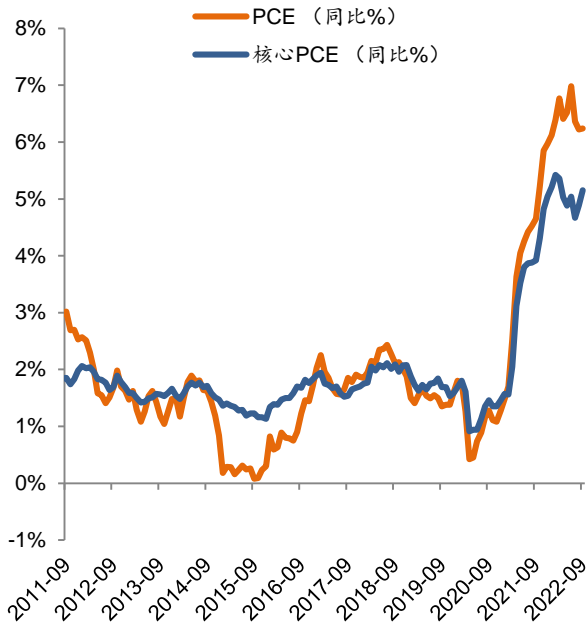
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 4: 核心商品和服务 CPI 环比



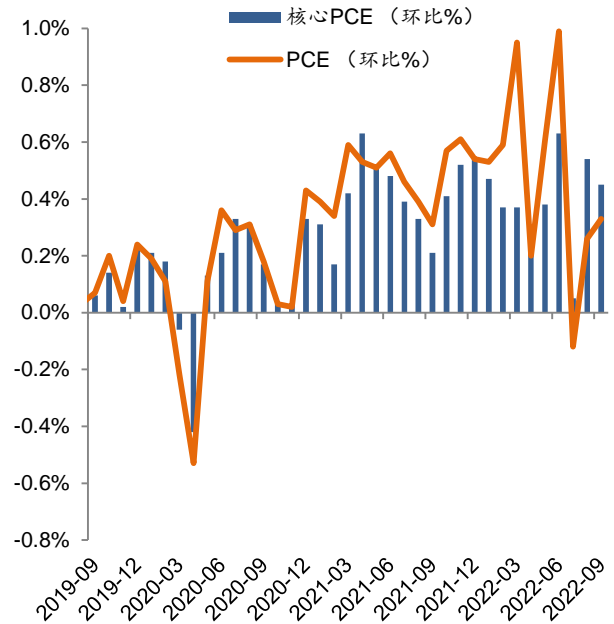
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 5: 美国 PCE 和核心 PCE 同比



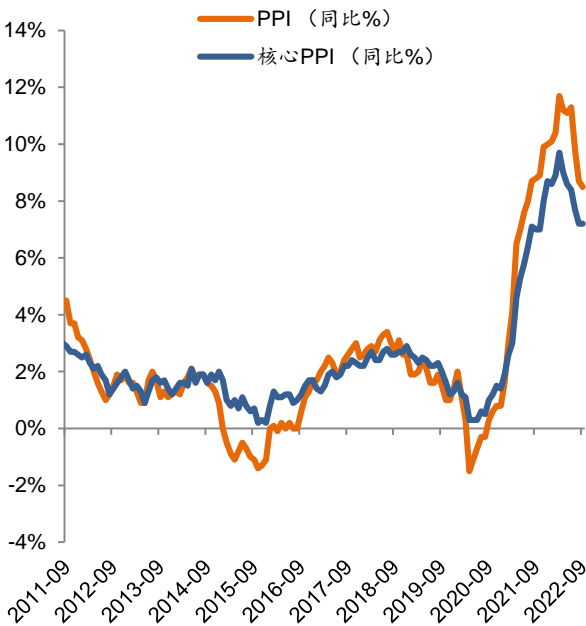
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 6: 美国 PCE 和核心 PCE 环比



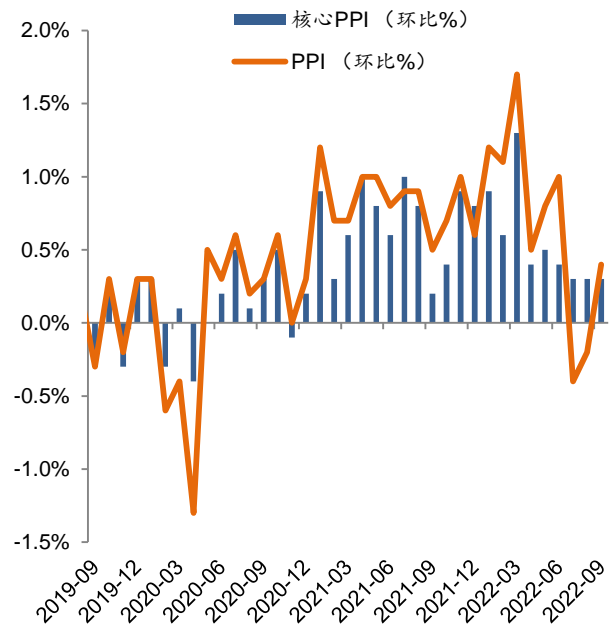
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 7: 美国 PPI 和核心 PPI 同比



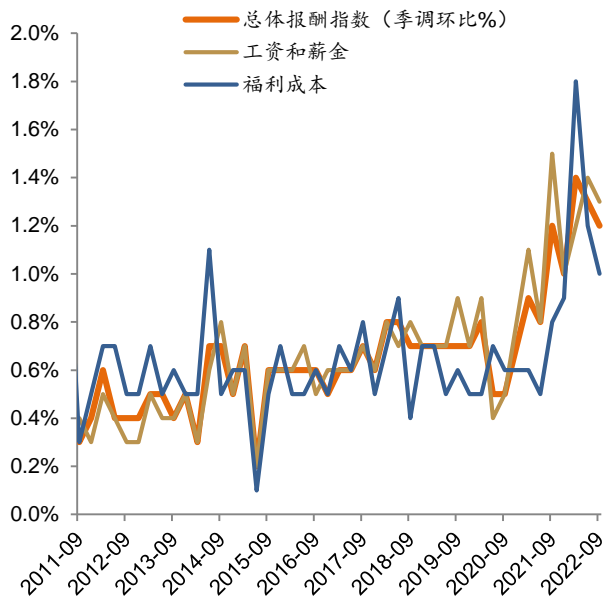
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 8: 美国 PPI 和核心 PPI 环比



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 9: 总体报酬指数



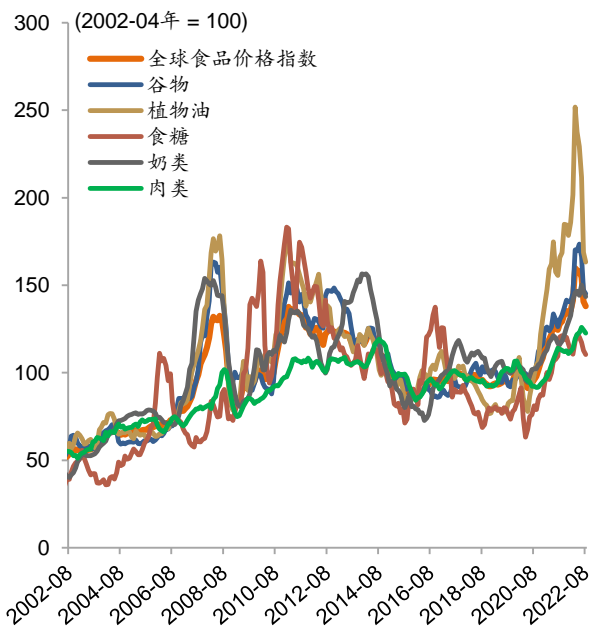
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 10: 汽油零售价格



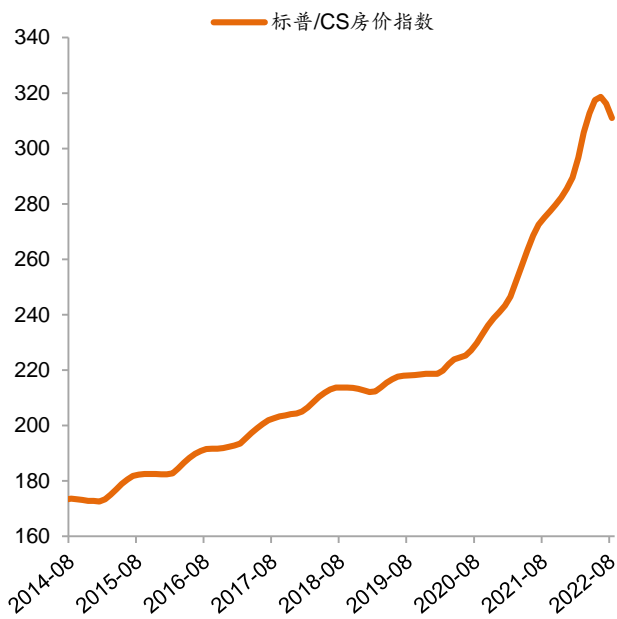
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 11: 全球食品价格指数



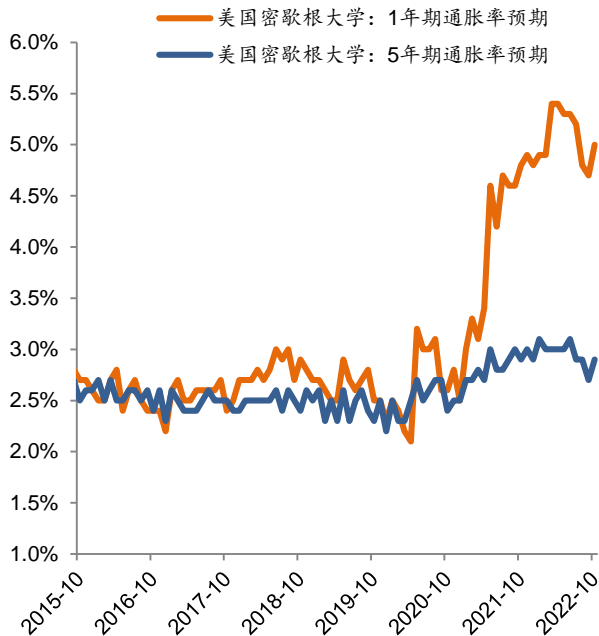
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 12: 美国房价指数



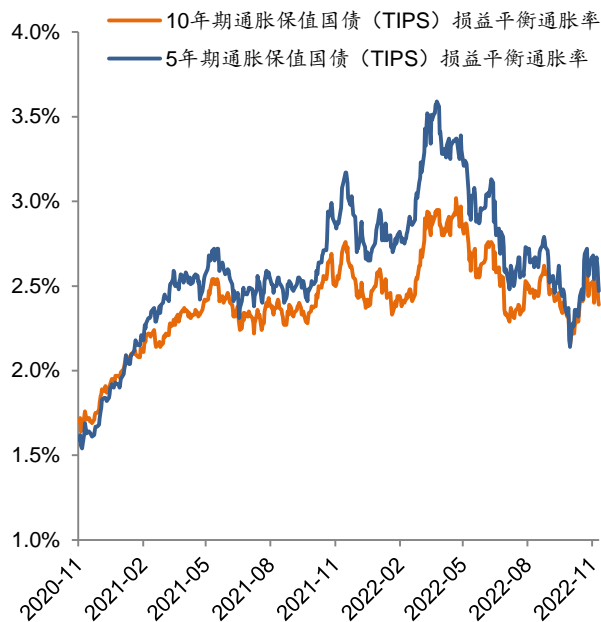
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 13: 密歇根大学通胀预期



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

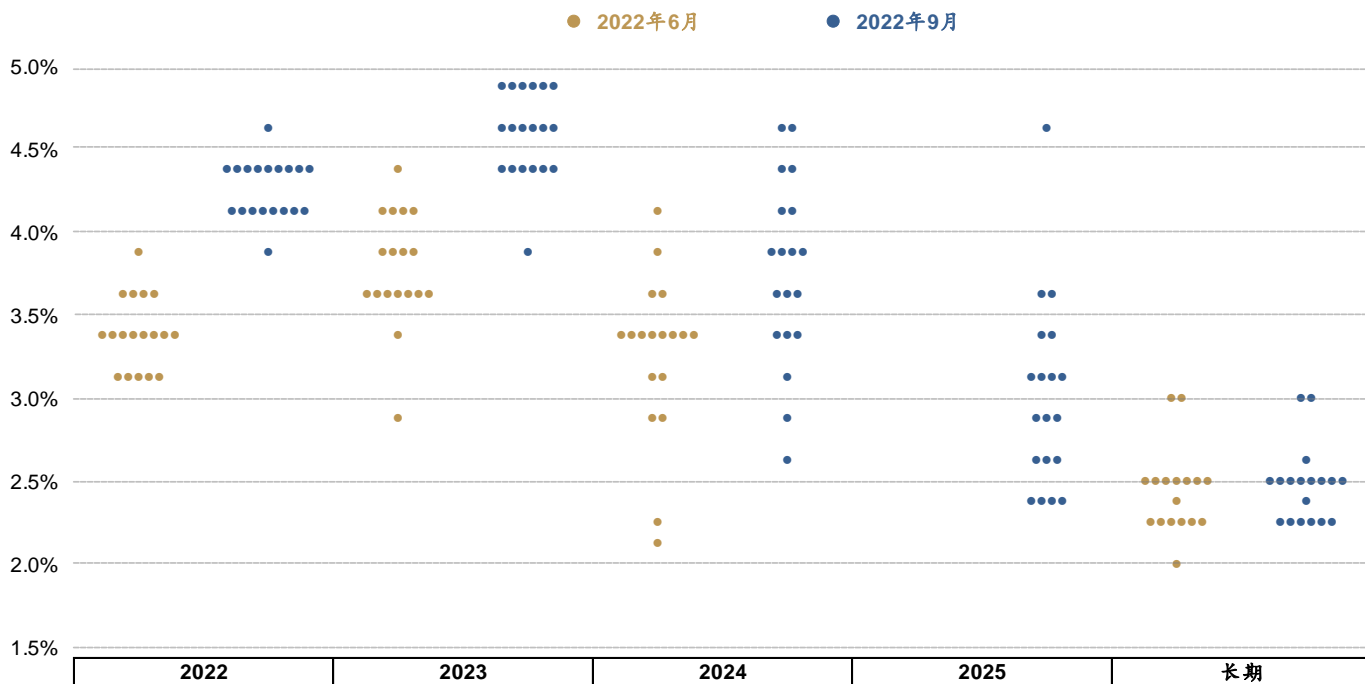
图表 14: TIPS 损益平衡通胀率



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部; 数据截至2022年11月10日

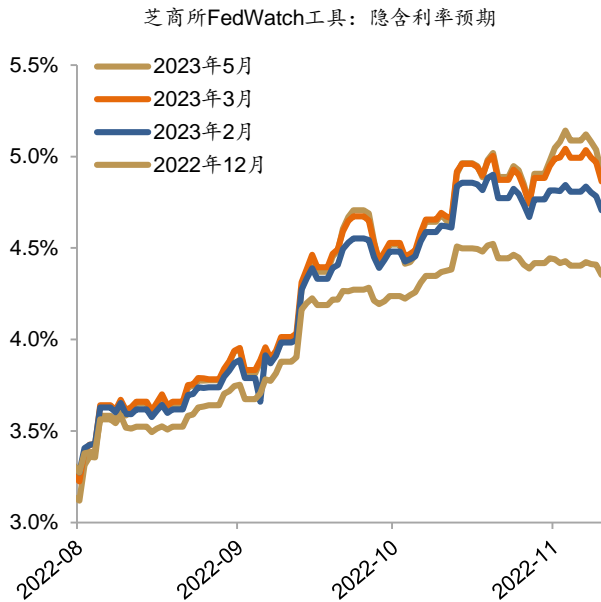
利率预期

图表 15: 美联储点阵图



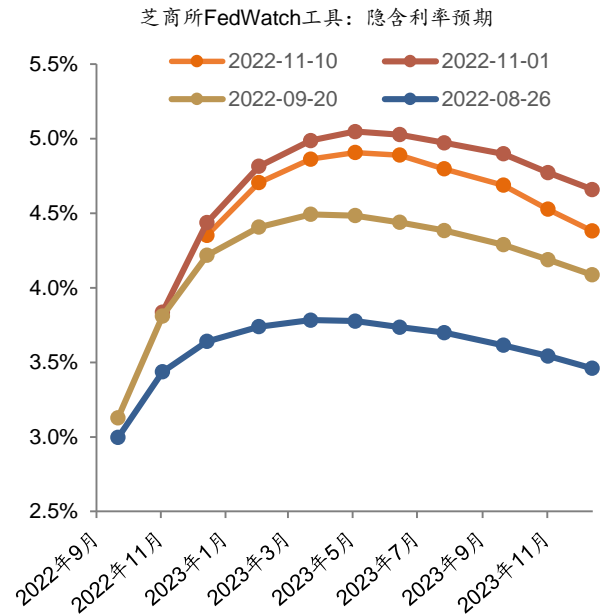
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 16: 联邦基金利率期货隐含预期变化



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;  
数据截至2022年11月10日

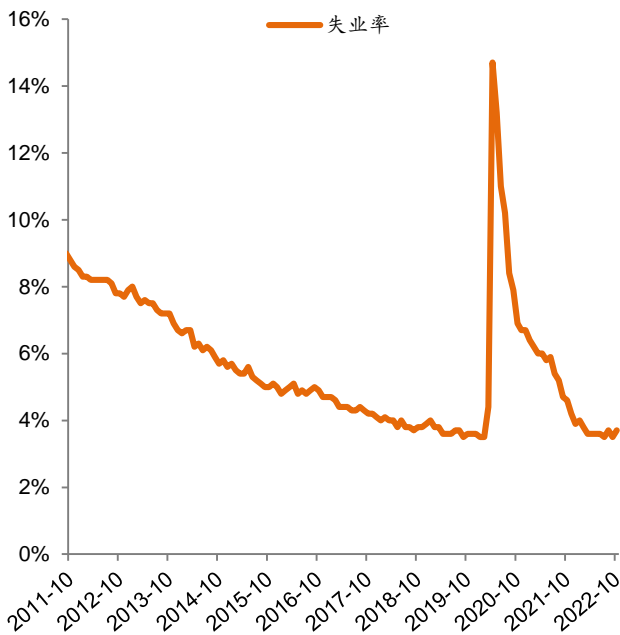
图表 17: 联邦基金利率期货隐含预期路径



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;  
数据截至2022年11月10日

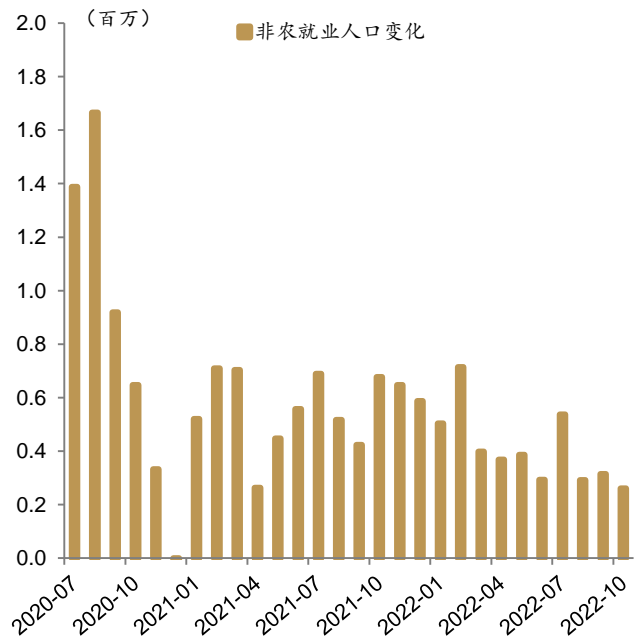
### 美国劳动力市场数据

图表 18: 失业率



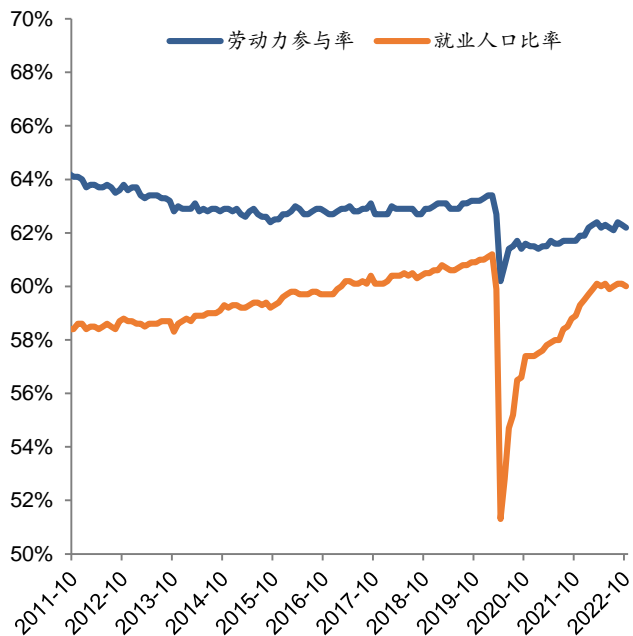
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 19: 新增非农就业人数



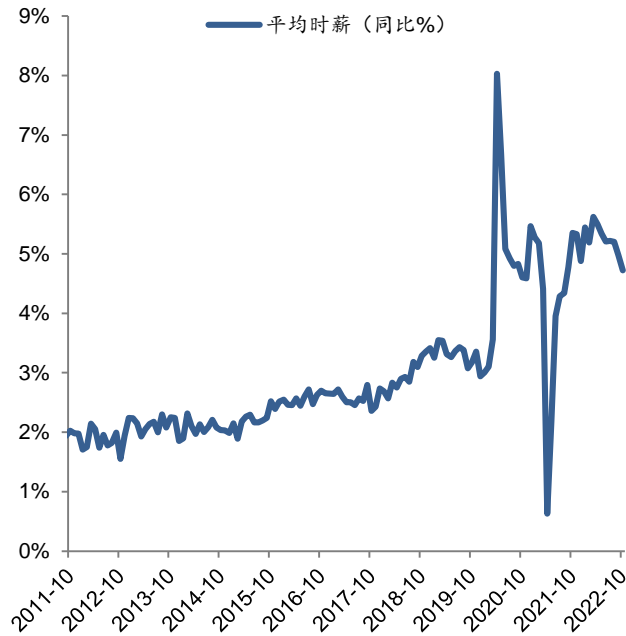
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 20: 劳动力参与率



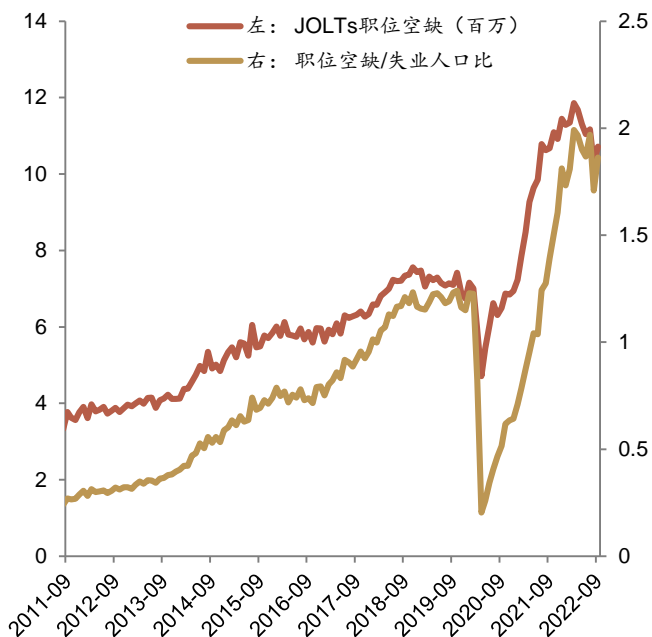
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 21: 平均时薪增速



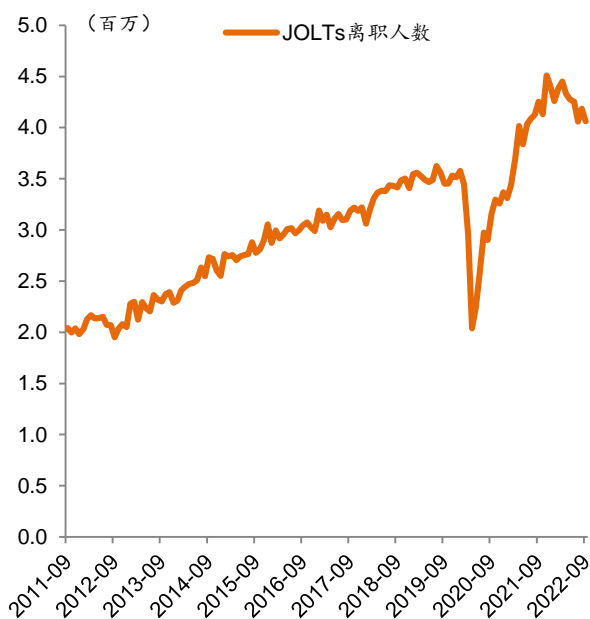
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 22: JOLTs 职位空缺



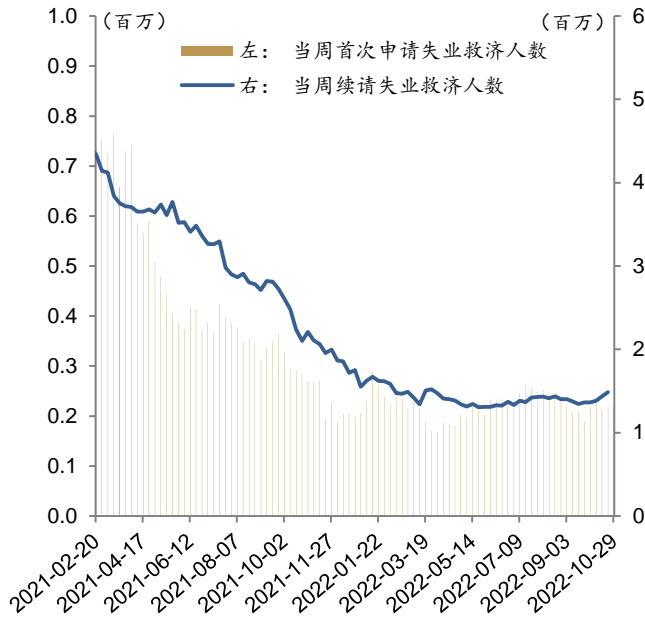
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 23: JOLTs 离职人数



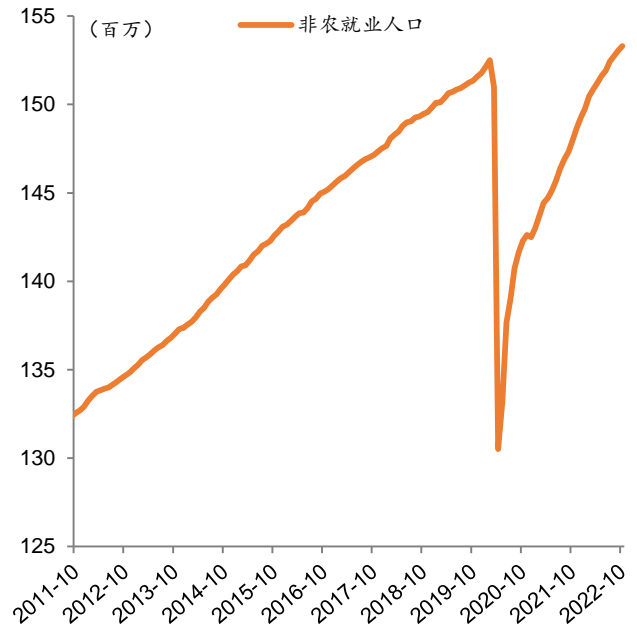
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 24: 首次和续请失业救济人数



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 25: 非农就业人口



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 26: 分行业非农就业人口(目前 vs 疫情前)

('000)	2020-02	2022-10	变动	变动%
<b>非农就业人口总计</b>	<b>152,504</b>	<b>153,308</b>	<b>804</b>	<b>0.5%</b>
<b>私人:合计</b>	<b>129,625</b>	<b>130,958</b>	<b>1,333</b>	<b>1.0%</b>
<b>私人:商品生产:总计</b>	<b>21,095</b>	<b>21,277</b>	<b>182</b>	<b>0.9%</b>
采矿业	686	634	-52	-7.6%
建筑业	7,624	7,721	97	1.3%
制造业	12,785	12,922	137	1.1%
耐用品	8,007	8,039	32	0.4%
非耐用品	4,778	4,883	105	2.2%
<b>私人:服务生产:合计</b>	<b>108,530</b>	<b>109,681</b>	<b>1,151</b>	<b>1.1%</b>
批发业	5,893	5,923	30	0.5%
零售业	15,598	15,829	232	1.5%
运输仓储业	5,795	6,526	732	12.6%
公用事业	547	544	-3	-0.5%
信息业	2,903	3,043	140	4.8%
金融活动	8,870	8,971	101	1.1%
专业和商业服务	21,393	22,493	1,100	5.1%
教育和保健服务	24,598	24,732	134	0.5%
休闲和酒店业	16,983	15,886	-1,097	-6.5%
<b>政府</b>	<b>22,879</b>	<b>22,350</b>	<b>-529</b>	<b>-2.3%</b>
联邦政府	2,861	2,873	12	0.4%
州政府	5,310	5,254	-56	-1.1%
地方政府	14,708	14,223	-485	-3.3%

资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部



## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828