

11月美国CPI点评

核心服务韧性仍在，紧缩政策不宜低估

12月13日，美国劳工部公布11月CPI数据：CPI同比增长7.1%，预期7.3%，前值7.7%；季调CPI环比增长0.1%，预期0.3%，前值0.4%。11月核心CPI中，商品价格环比继续下跌，服务价格韧性仍在。12月美联储加息放缓至50bp箭在弦上，但对于2023年美联储的紧缩决心不宜低估。

- 从同比增速来看，11月美国CPI增长7.1%，连续5个月回落，为2022年以来最低水平，较市场预期低0.2个百分点；核心CPI增长6.0%，较市场预期低0.1个百分点。11月CPI同比增速较上月减少0.6个百分点，主要贡献来自能源价格和核心商品价格，二者对CPI拉动作用均减少0.3个百分点。不过，核心服务价格增长加快，增速上升0.1个百分点至6.8%，对CPI拉动作用增加0.04个百分点。其中，医疗服务价格增长放缓，拉动作用回落0.08个百分点；住房价格和其他核心服务价格增长加快，二者对拉动作用分别增加0.07、0.04个百分点。
- 从环比增速来看，11月美国CPI增长0.4%，较市场预期低0.2个百分点；核心CPI增长0.2%，较市场预期低0.1个百分点。11月CPI增速较上月回落0.3个百分点，主要贡献来自能源价格，其价格增速由上月+1.8%转为-1.6%，对CPI拉动作用减少0.27个百分点。核心商品价格已经连续两个月出现负增长，增速由-0.4%扩大至-0.5%。核心服务价格增长小幅放缓。其中，医疗服务价格环比继续下跌，这与指标编制方法有关（2021年健康保险公司留存收益减少，体现为2022年10月至2023年9月医疗服务价格下降）；住房价格增速在连续三个月扩大之后，终于有所放缓，增速由0.8%降至0.6%，对CPI拉动作用减少0.04个百分点；其他核心服务价格增速变化较小，拉动作用依然维持在+0.1个百分点。
- 综合来看，11月份美国CPI中能源价格和核心商品价格下跌，是CPI同比和环比增速回落的主要原因。核心服务中，医疗服务价格延续跌势，住房价格环比增长放缓但同比增长加快，对CPI增速拉动作用变动较小，其他核心服务价格保持较强韧性，同比拉动作用仍未出现缓解迹象，11月已经升至1.3个百分点，这部分价格走势的关键在于劳动力市场。当前美国劳动力市场求人倍数仍然处于高位，劳动力供不应求状况较为严峻，薪资增长将继续支撑核心服务通胀韧性。
- 由于美国11月CPI继续低于市场预期，数据发布后，美元指数和美债收益率走低，黄金价格反弹，美股开盘大涨。从美联储加息节奏来看，即便11月CPI表现不佳，12月美联储加息放缓至50bp的可能性依然很大。CPI数据导致市场对于明年美联储加息放缓预期增强。Fed Watch数据显示，市场预期明年美联储仍将有两次加息，预期加息幅度由此前的50bp、25bp转为两次25bp。鉴于美国通胀韧性较强，在经济软着陆或温和衰退情况下，我们认为美联储紧缩政策或持续较长时间，不宜低估其紧缩决心。只有当美国经济出现显著衰退，或金融危机引发的深度衰退，美联储政策转向时间才会提前，届时全球资产价格或面临反转。

风险提示：地缘政治局势超预期，美联储紧缩超预期。

相关研究报告

《6月美国CPI点评：CPI再超预期，7月或至少加息75bp》20220714

《7月美国CPI点评：CPI终迎降温，但加息放缓仍然存疑》20220811

《8月美国CPI点评：CPI同比和环比再超预期，通胀韧性凸显》20220914

《9月美国CPI点评：服务通胀韧性较强，年内可能两次加息75bp》20221014

《10月美国CPI点评：通胀超预期回落，强化加息放缓预期》20221111

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

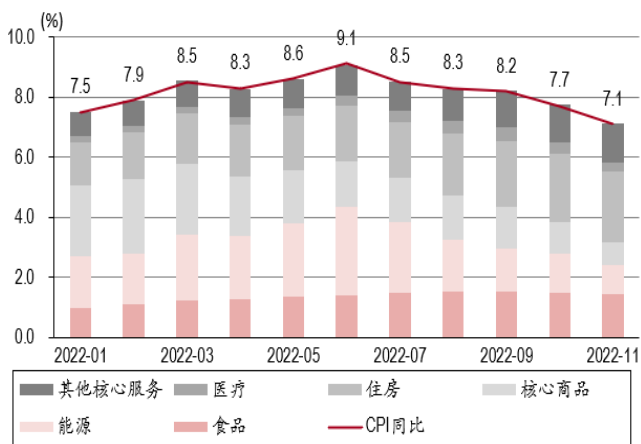
证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

图表 1. 美国 CPI 同比和季调环比增速

	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
CPI:同比	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5	7.9	7.5	7.0
核心CPI:同比	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	6.2	6.5	6.4	6.0	5.5
CPI:能源:同比	13.1	17.6	19.8	23.8	32.9	41.6	34.6	30.3	32.0	25.6	27.0	29.3
CPI:食品:同比	10.6	10.9	11.2	11.4	10.9	10.4	10.1	9.4	8.8	7.9	7.0	6.3
CPI:季调环比	0.1	0.4	0.4	0.1	0.0	1.3	1.0	0.3	1.2	0.8	0.6	0.6
核心CPI:季调环比	0.2	0.3	0.6	0.6	0.3	0.7	0.6	0.6	0.3	0.5	0.6	0.6
CPI:能源:季调环比	(1.6)	1.8	(2.1)	(5.0)	(4.6)	7.5	3.9	(2.7)	11.0	3.5	0.9	0.9
CPI:食品:季调环比	0.5	0.6	0.8	0.8	1.1	1.0	1.2	0.9	1.0	1.0	0.9	0.5

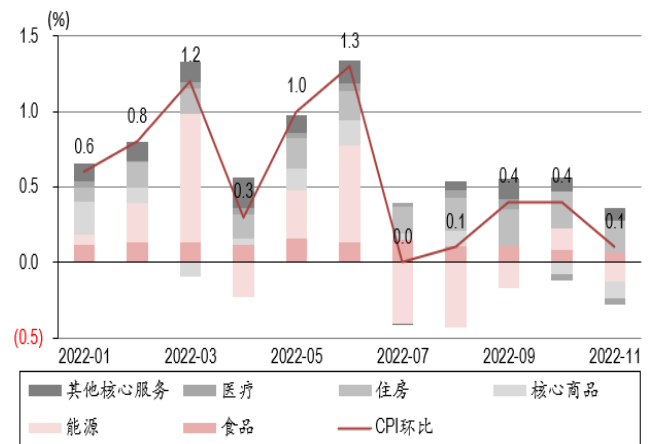
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国 CPI 同比增速及其构成情况



资料来源：美国劳工部，中银证券

图表 3. 美国 CPI 环比增速及其构成情况



资料来源：美国劳工部，中银证券

图表 4. 11 月美国 CPI 数据发布后，市场预期明年美联储加息放缓

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	79.4%	20.6%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	58.1%	36.4%	5.5%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.2%	47.9%	21.9%	2.9%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.4%	44.2%	26.6%	6.3%	0.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	23.8%	43.0%	25.2%	5.9%	0.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	6.2%	27.9%	39.3%	21.1%	4.8%	0.4%
2023/9/20	0.0%	0.1%	2.4%	14.0%	32.0%	32.7%	15.2%	3.2%	0.2%
2023/11/1	0.1%	1.5%	9.3%	24.6%	32.4%	22.4%	8.1%	1.5%	0.1%
2023/12/13	1.1%	7.3%	20.8%	30.5%	24.9%	11.7%	3.1%	0.4%	0.0%

资料来源：CME Group，中银证券

风险提示：地缘政治局势超预期，美联储紧缩超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371