

宏观报告

美国 11 月 CPI 超预期放缓

- 核心 CPI 环比增速为 2021 年 8 月以来最低
- 能源价格普跌；服务行业相关通胀仍然高企
- 预计美联储将放缓加息步伐；但维持利率在更高峰值水平更长时间

11 月 CPI 涨幅再度低于预期。12 月 13 日，美国劳工统计局 (BLS) 公布的数据显示，11 月美国 CPI 和核心 CPI 分别环比上升 0.1% 和 0.2%，低于市场预期的环比上升 0.3% 和 0.3% (10 月：分别环比上升 0.4% 和 0.3%)。核心 CPI 的环比涨幅为 2021 年 8 月以来最低。同比来看，CPI 和核心 CPI 分别同比上升 7.1% 和 6.0%，同样低于市场预期的同比 7.3% 和 6.1% (10 月：分别同比上升 7.7% 和 6.3%)。

能源指数的下跌被住房指数的上涨所抵消。1) **能源**：11 月能源指数环比下跌 1.6%，10 月则环比上涨 1.8%。汽油、电力和天然气分项指数均录得下跌，11 月分别环比下跌 2.0%、0.2% 和 3.5% (10 月：环比上升 4.0%、上升 0.1% 和下跌 4.6%)。2) **食品**：11 月食品指数环比上涨 0.5% (10 月：环比上涨 0.6%)。家庭食品和外出就餐分项指数均环比上涨 0.5% (10 月：环比上涨 0.4% 和 0.9%)。3) **住房**：11 月住房指数环比上涨 0.6% (10 月：环比上涨 0.8%)。住房指数是核心 CPI 环比涨幅的主要贡献因素。主要住宅租金和业主等价租金分项指数环比分别上升 0.8% 和 0.7% (10 月：环比上升 0.7% 和 0.6%)，而非居家住宿分项指数环比下降 0.7% (10 月：环比上升 4.9%)。4) **其他分项**：核心 CPI 的其他分项涨跌不一。11 月通讯、娱乐、机动车保险、教育、个人护理和服装等均有所上升，环比涨幅分别为 1.0%、0.5%、0.9%、0.3%、0.7% 和 0.2% (10 月：环比下降 0.1%、上升 0.7%、上升 1.7%、上升 0.1%、上升 0.5% 和下降 0.7%)。11 月录得下跌的指数包括二手车、医疗和机票，环比跌幅分别为 2.9%、0.5% 和 3.0% (10 月：环比分别下降 2.4%、0.5% 和 1.1%)。其中二手车指数在 11 月录得连续第 5 个月下跌，目前已跌至 2021 年 9 月以来的最低水平，但仍然显著高于疫情前的水平。

我们的观点：通胀压力继续显示出放缓迹象。然而，一些劳动密集型服务业的通胀仍然处于高位。展望未来，我们预计美国通胀将在 2023 年持续放缓，但仍然高于美联储 2% 的长期通胀目标。美联储主席鲍威尔在近期讲话中表达了对劳动力市场失衡和除住房外核心服务业通胀压力的担忧 (详情请参阅我们于 2022 年 12 月 1 日发布的报告《鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡》)。我们预计美联储在 12 月 FOMC 会议上将加息 50 个基点，由此加息周期将迎来拐点。然而，美联储官员可能会利用更新后的预测来暗示明年仍将进一步收紧货币政策，并强调有必要在较长一段时间内将利率维持在较高水平。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessiequo@cmschina.com.hk

钱莺, CFA

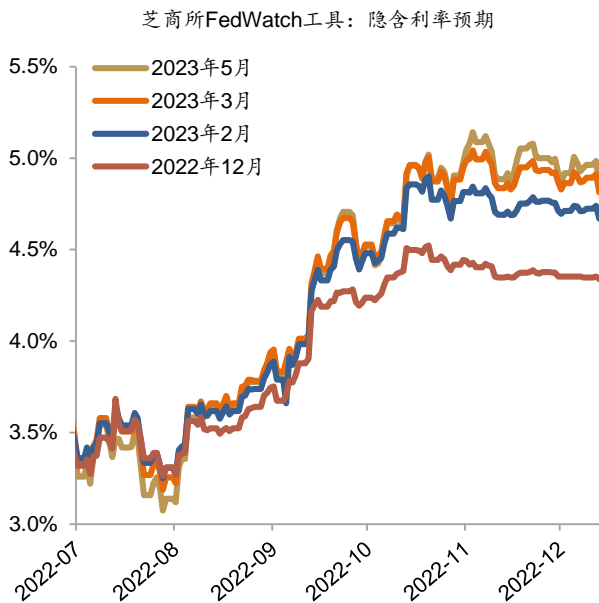
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 终于等到你：疫情政策拐点对股市的影响 (2022/12/13)
2. 招证国际策略周报 (2022/12/12) - 防疫政策迎来拐点 (2022/12/12)
3. 美国 11 月 ISM 服务业 PMI 超预期反弹 (2022/12/06)
4. 美国 11 月劳动力市场依旧紧张 (2022/12/05)
5. 鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡 (2022/12/01)
6. 美国通胀出现放缓迹象 (2022/11/11)

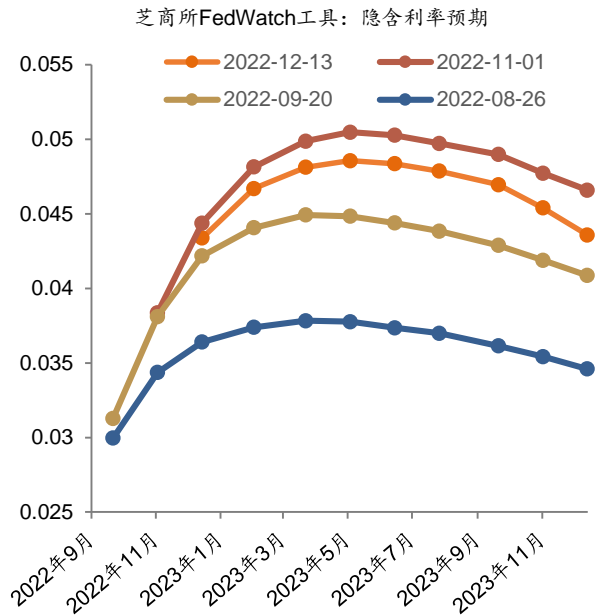
利率预期

图表 1: 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12月13日

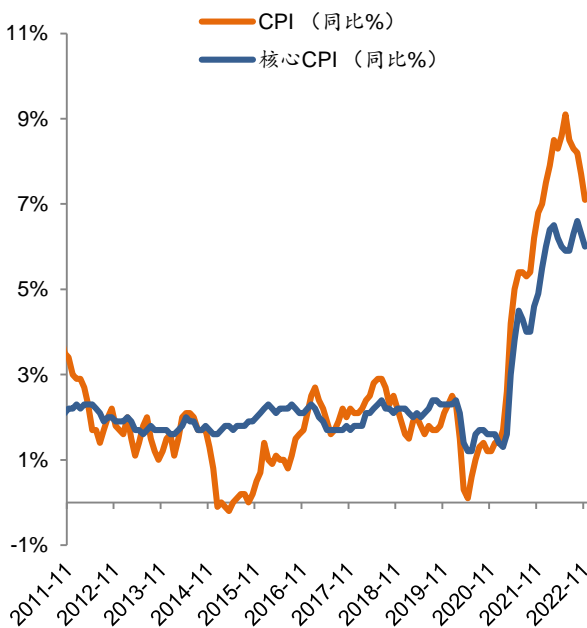
图表 2: 联邦基金利率期货隐含预期路径



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年12月13日

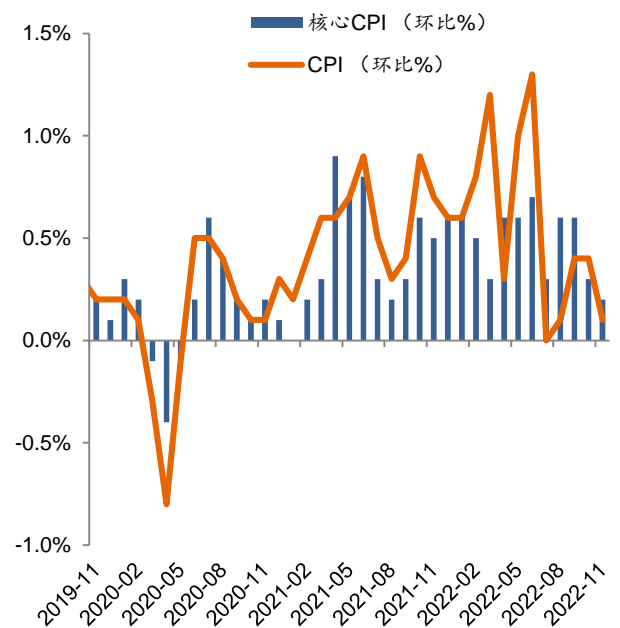
美国通胀数据

图表 3: 美国 CPI 和核心 CPI 同比



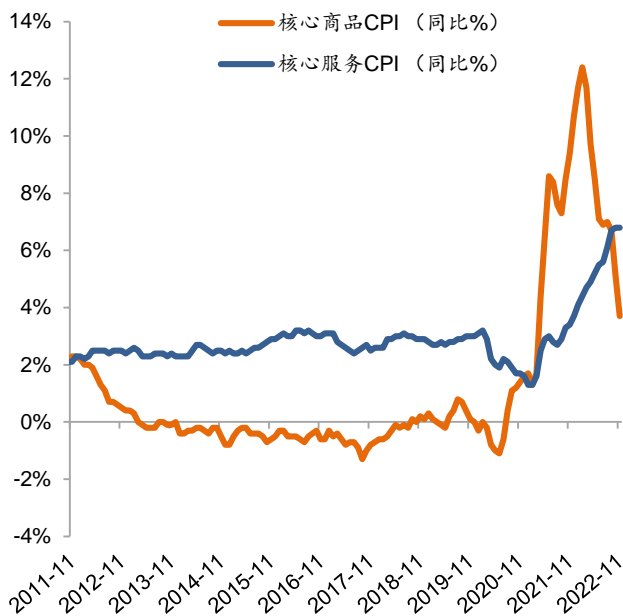
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 4: 美国 CPI 和核心 CPI 环比



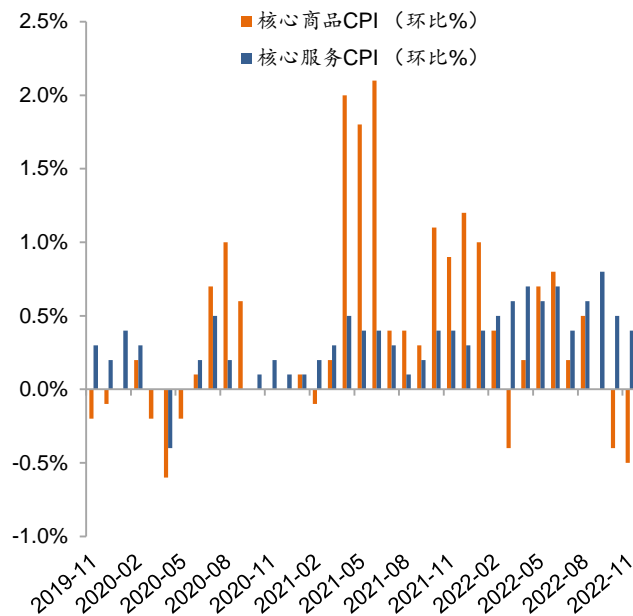
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 5: 核心商品和服务 CPI 同比



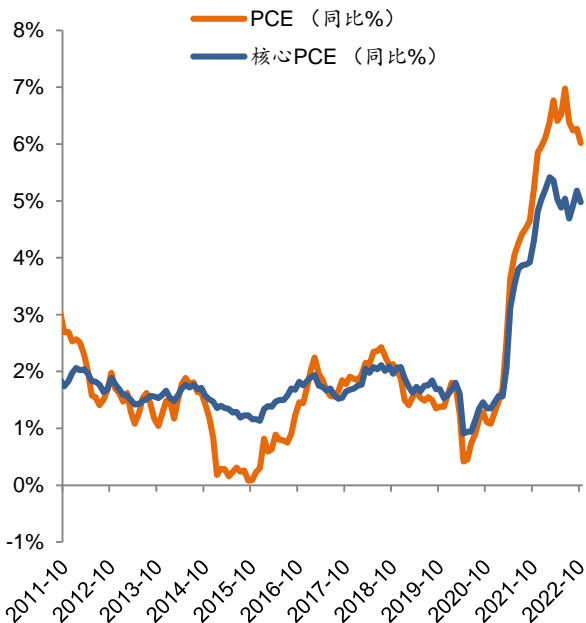
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 6: 核心商品和服务 CPI 环比



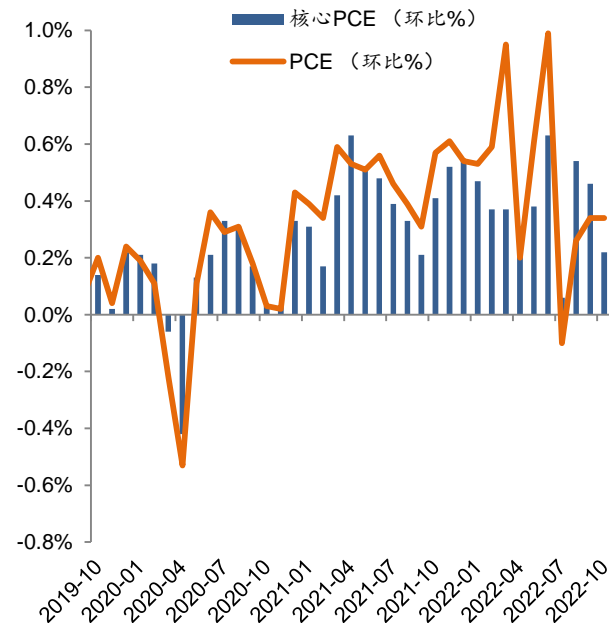
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 7: 美国 PCE 和核心 PCE 同比



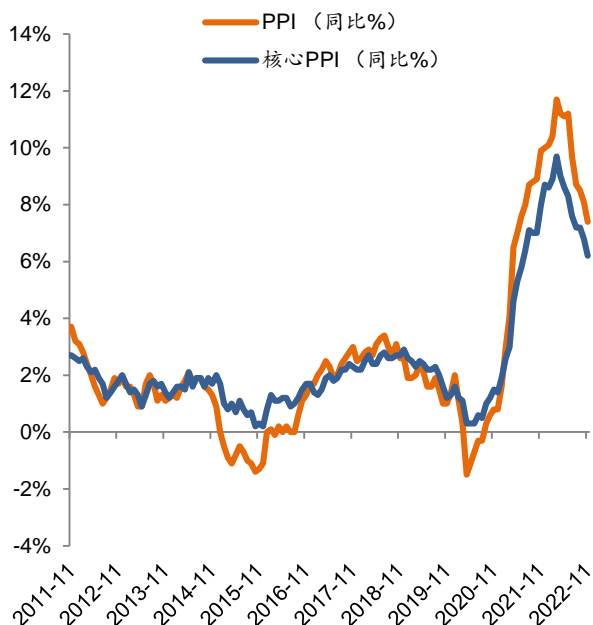
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 8: 美国 PCE 和核心 PCE 环比



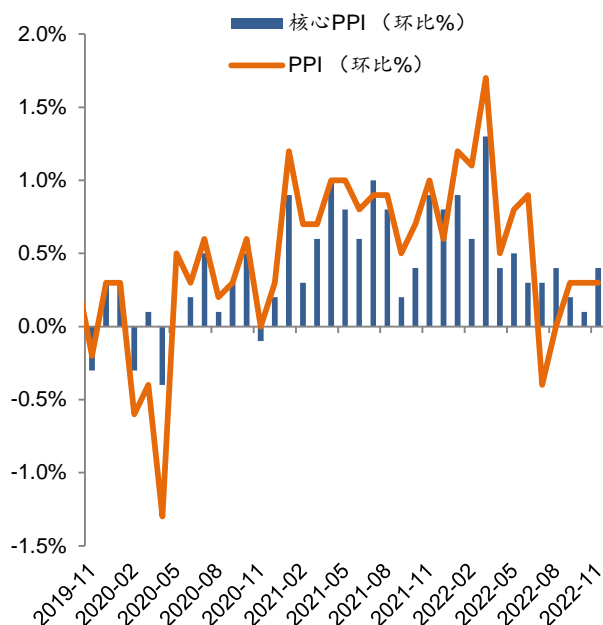
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 9: 美国 PPI 和核心 PPI 同比



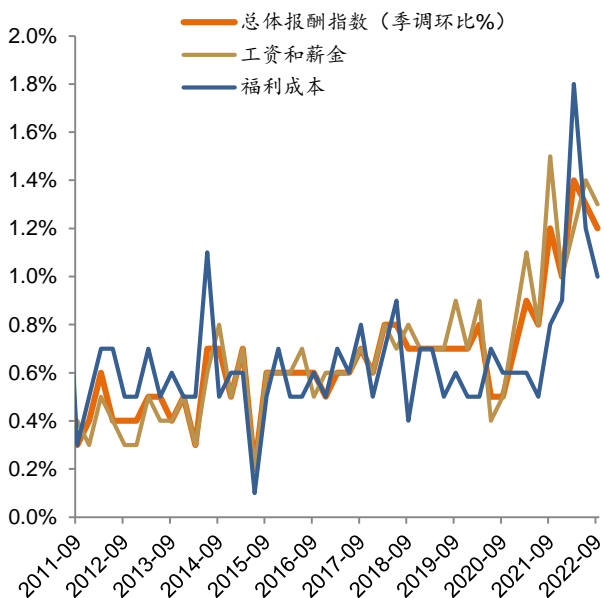
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 10: 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 11: 总体报酬指数



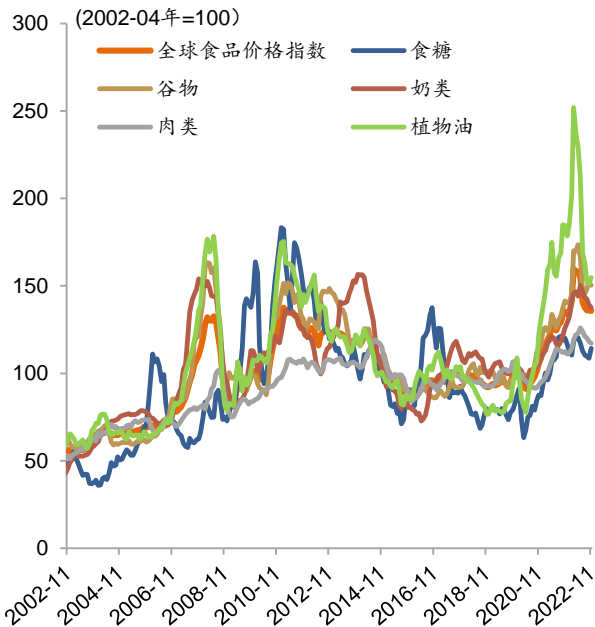
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 12: 汽油零售价格



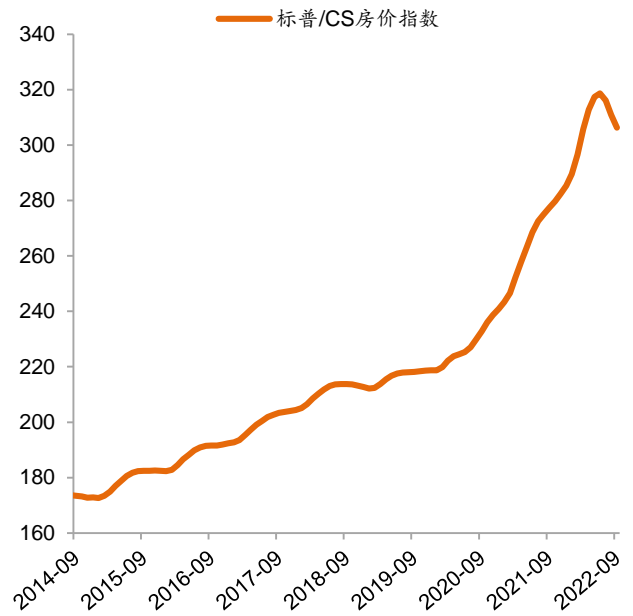
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 13: 全球食品价格指数



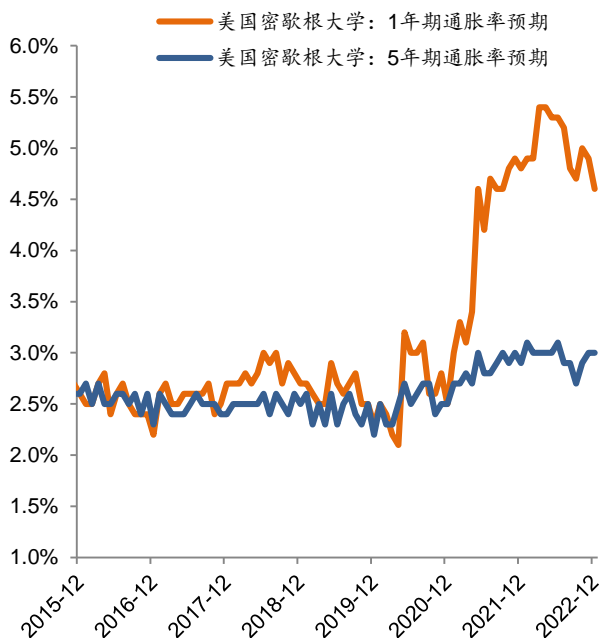
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 14: 美国房价指数



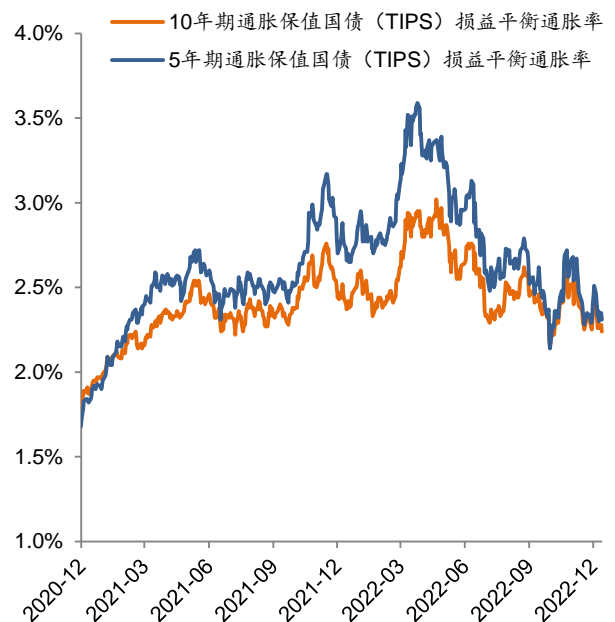
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 15: 密歇根大学通胀预期



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

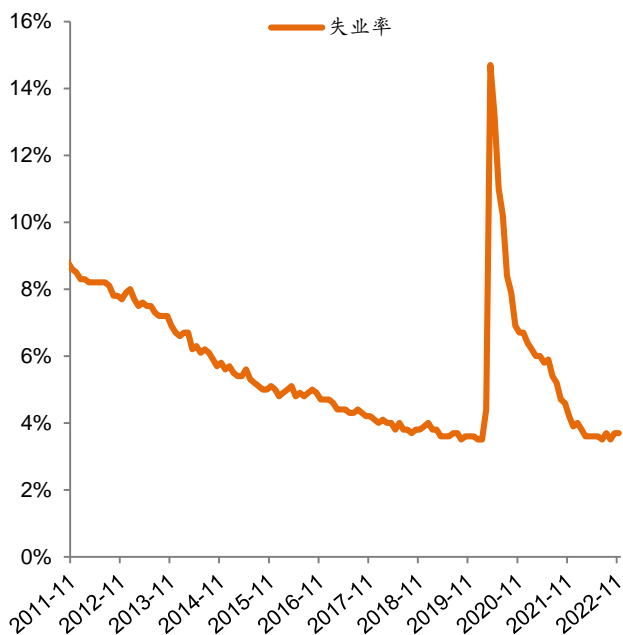
图表 16: TIPS 损益平衡通胀率



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年12月13日

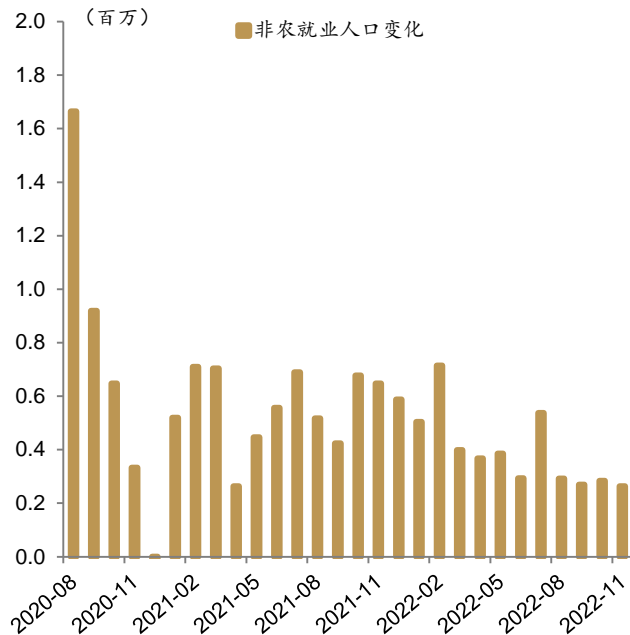
美国劳动力市场数据

图表 17: 失业率



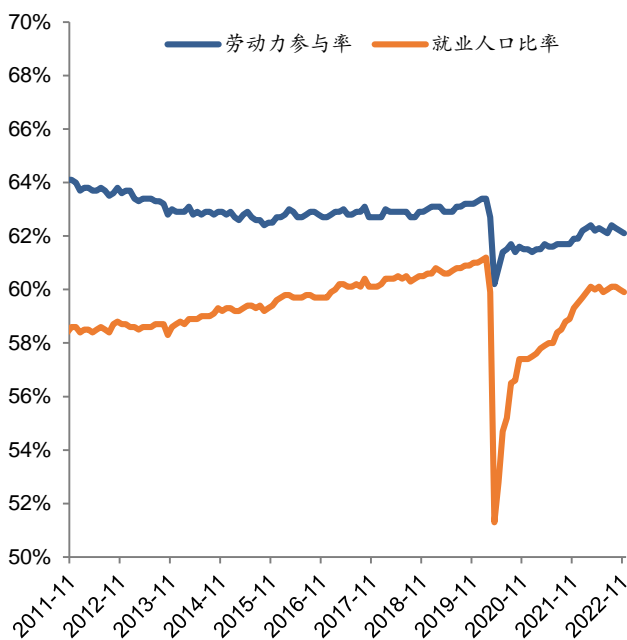
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 18: 新增非农就业人数



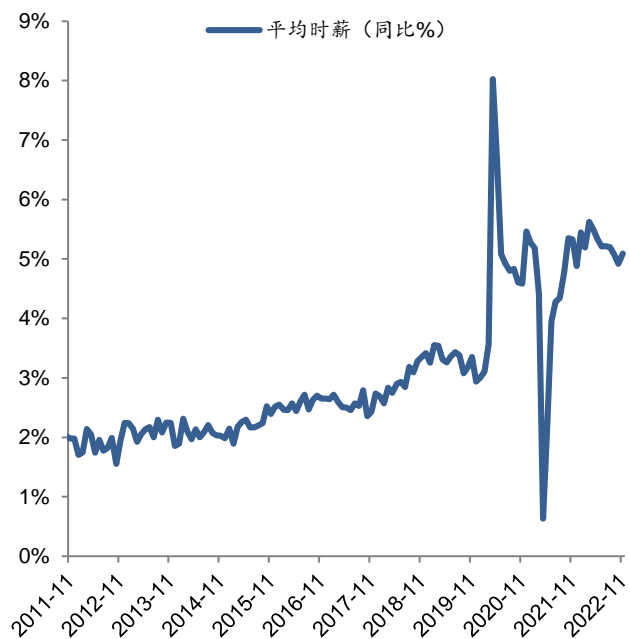
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 19: 劳动力参与率



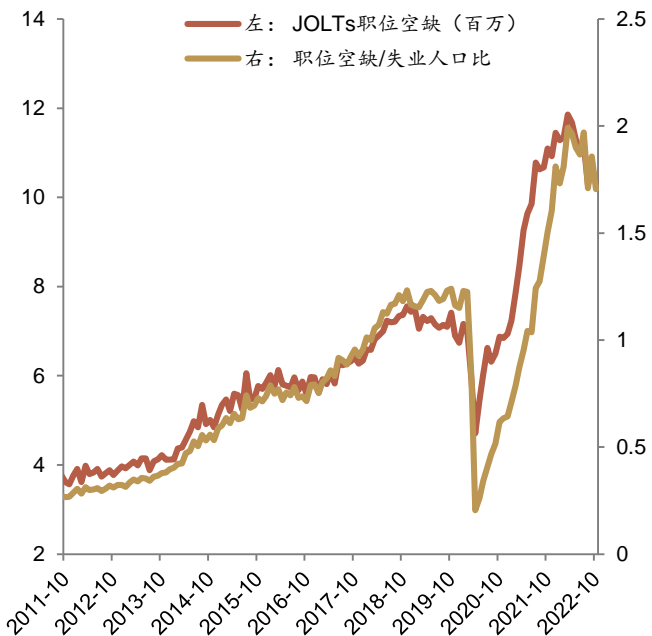
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 20: 平均时薪增速



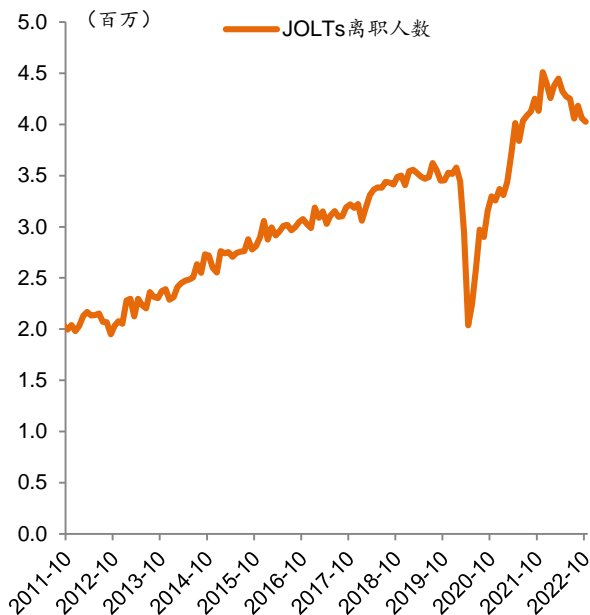
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 21: JOLTs 职位空缺



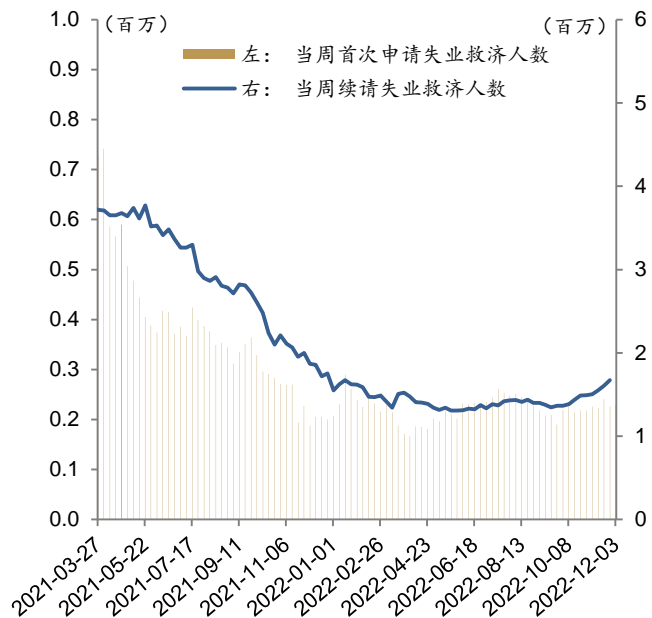
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 22: JOLTs 离职人数



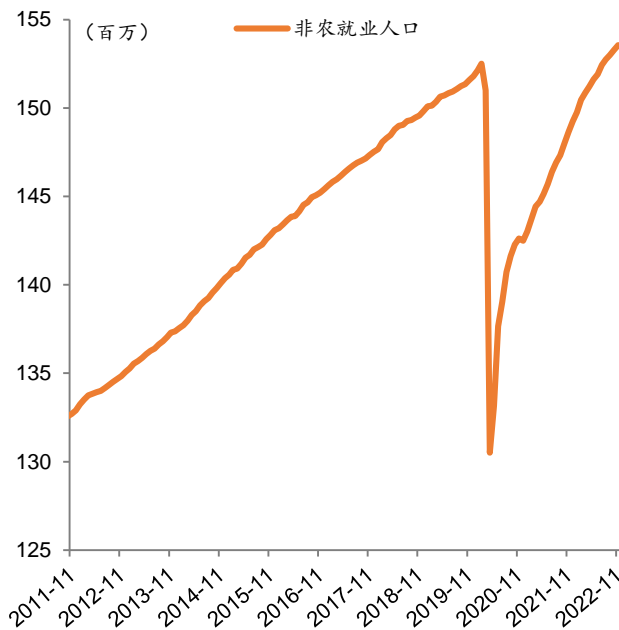
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 23: 首次和续请失业救济人数



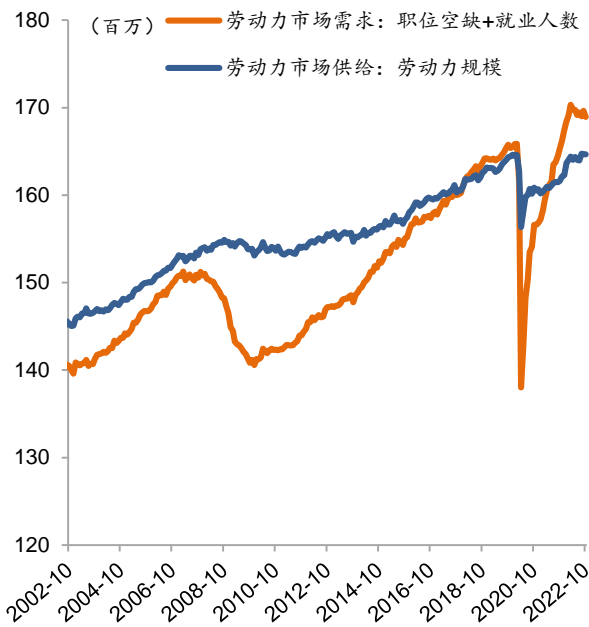
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 24: 非农就业人口



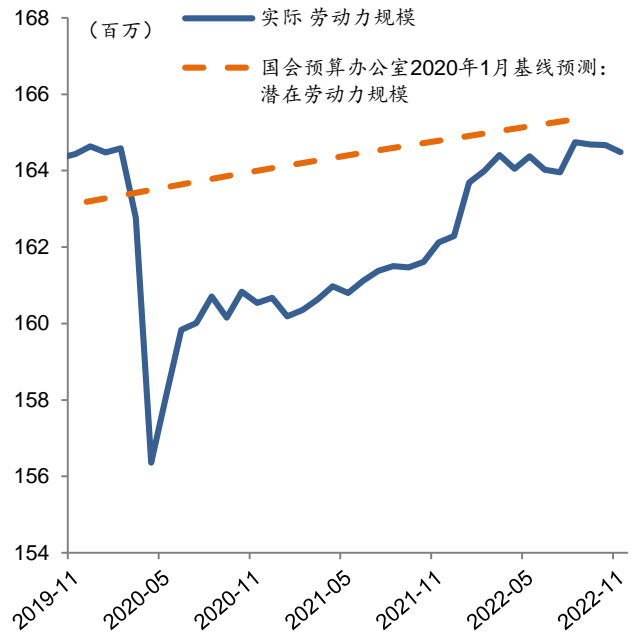
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 25: 美国劳动力市场供需缺口



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 26: 美国实际劳动力规模 vs 疫情前预测



资料来源: 万得、国会预算办公室、招商证券(香港)研究部

图表 27: 分行业非农就业人口(目前 vs 疫情前)

('000)	2020-02	2022-11	变动	变动%
非农就业人口总计	152,504	153,548	1,044	0.7%
私人:合计	129,625	131,130	1,505	1.2%
私人:商品生产:总计	21,095	21,323	228	1.1%
采矿业	686	639	-47	-6.9%
建筑业	7,624	7,750	126	1.7%
制造业	12,785	12,934	149	1.2%
耐用品	8,007	8,050	43	0.5%
非耐用品	4,778	4,884	106	2.2%
私人:服务生产:合计	108,530	109,807	1,277	1.2%
批发业	5,893	5,909	17	0.3%
零售业	15,598	15,767	170	1.1%
运输仓储业	5,795	6,493	698	12.0%
公用事业	547	543	-4	-0.7%
信息业	2,903	3,065	162	5.6%
金融活动	8,870	8,997	127	1.4%
专业和商业服务	21,393	22,459	1,066	5.0%
教育和保健服务	24,598	24,806	208	0.8%
休闲和酒店业	16,983	16,003	-980	-5.8%
其他服务业	5,951	5,765	-186	-3.1%
政府	22,879	22,418	-461	-2.0%
联邦政府	2,861	2,871	10	0.3%
州政府	5,310	5,284	-26	-0.5%
地方政府	14,708	14,263	-445	-3.0%

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