

宏观点评 20231213

11月美国通胀：3.1%能否打开降息预期？

2023年12月13日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- **美国11月通胀看似符合预期，实则令人“失望”。**虽然整体通胀继续符合预期的回落，不过核心通胀增速并未放缓，且更关键的是美联储最关注的**超级核心通胀出现了加速，这在今年还是“屈指可数”的。**这无疑再次给美联储政策“定力”添上一笔，更是给市场的乐观情绪再“泼一盆冷水”。那么具体来看：
 - **油价是通胀下降的“好帮手”。**鉴于近期全球需求疲软及对欧佩克（OPEC）是否会按计划减产的怀疑带领油价继续下降。汽油价格在10月下降了5%之后，11月份又下降了6%，与去年同期相比下降8.9%。根据石油期货的价格来看，油价的逐渐正常化后，未来几个季度的能源通胀保持在低位，预计此项2024年将进一步下降。
 - **但是核心通胀的情况似乎有些“不容乐观”，商品和服务的价格压力在上涨：**
 - **从供给侧，半年内二手车通胀压力首次出现上涨。**供应链压力持续缓解的背景下，二手车价格一直在“降温”的路上，且是带领核心通胀下降的“主力军”。不过这一迹象似乎有“戛然而止”的迹象，二手车价格在10月下降0.8%之后，本月转为上涨1.6%。不过好的方面是，新车价格在汽车工人罢工结束回归工作后，价格延续10月下跌趋势，继续下降0.1%。
 - **从需求侧，住房租金通胀仍在“加码”。**房租分项在11月环比增速达0.4%，相较于10月继续上涨0.1%。由于住房租金CPI滞后于房价12-15个月，房租及房价从去年年底开始跳跌的价格终于开始反应在CPI房租分项上。叠加供给偏弱的地产结构下，房屋价格上涨，给房租通胀再次带来上涨压力。
 - **超级核心通胀的加速，意味着美国需要在工资通胀上“做更多功课”。**剔除掉住房后，左右此项的核心无疑是薪资增速的情况，而这主要则是取决于就业失衡的情况。虽然**供需失衡的矛盾在缓解，但仍处于历史较高水平。**11月薪资增速环比反弹，部分反映出的是罢工活动涨薪协议的影响，同时医疗系统也达成薪资上涨和福利补贴的初步协议造成了薪资的上涨。通胀粘性风险是否有所缓解还需进一步观察劳动力市场的供需矛盾。
 - **11月的非农+通胀给美联储更多腾挪的空间。**在12月议息会议前，美联储关心的“左右手”都为其提供了有效的支持。目前来看，受制于核心通胀，通胀回落的“最后一公里”的路是崎岖不平的，而“打配合”的劳动力市场的进一步放缓也还需要时间。在美联储没有看到持续软化的就业+通胀之前，讨论降息的空间尚小。**市场对于过于乐观的预期逐渐修正，降息时点从明年3月延后至5月。**
 - **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

相关研究

《中央经济工作会议：“以进促稳、先立后破”的深意》

2023-12-13

《11月非农：美联储“定力”更足？》

2023-12-10

图1: 美国通胀在石油的带领下整体回落, 但核心通胀回落粘性十足

	同比, 季调 (%)			环比, 季调 (%)		
	2023-11	2023-10	2023-09	2023-11	2023-10	2023-09
CPI	3.1	3.2	3.7	0.1	0.0	0.4
食品	2.9	3.3	3.7	0.2	0.3	0.2
家庭食品	1.7	2.1	2.4	0.1	0.3	0.1
非家用食品	5.3	5.4	6.0	0.4	0.4	0.4
能源	-5.4	-4.5	-0.5	-2.3	-2.5	1.5
能源类商品	-9.8	-6.2	2.2	-5.8	-4.9	2.3
汽油(所有种类)	-8.9	-5.3	3.0	-6.0	-5.0	2.1
燃油	-24.8	-21.4	-5.1	-2.7	-0.8	8.5
能源服务	0.0	-2.2	-3.4	1.7	0.5	0.6
电力	3.4	2.4	2.6	1.4	0.3	1.3
公共事业(管道)燃气服务	-10.4	-15.8	-19.9	2.8	1.2	-1.9
核心CPI	4.0	4.0	4.1	0.3	0.2	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.4
新汽车和卡车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手汽车和卡车	-3.8	-7.1	-8.0	1.6	-0.8	-2.5
服装	1.1	2.6	2.3	-1.3	0.1	-0.8
医疗护理商品	5.0	4.7	4.2	0.5	0.4	-0.3
服务, 不含能源服务	5.5	5.5	5.7	0.5	0.3	0.6
收容所	6.5	6.7	7.1	0.4	0.3	0.6
运输服务	10.1	9.3	9.0	1.1	0.8	0.7
医疗护理服务	-0.9	-2.0	-2.6	0.6	0.3	0.3

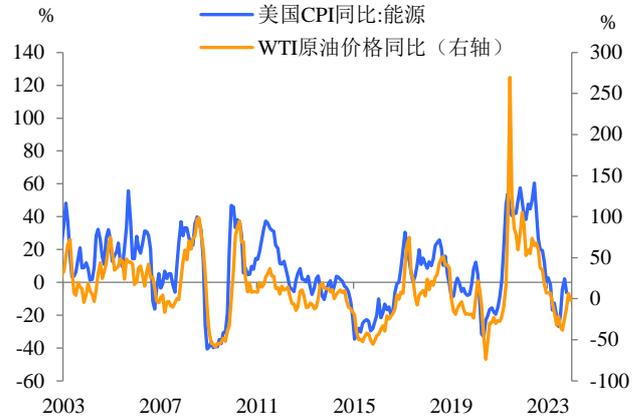
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 预计 2024 年国际能源价格维持稳定



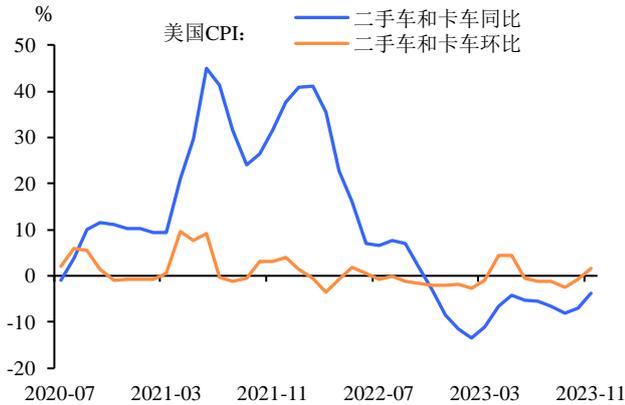
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 预计 2024 年能源通胀持续保持低位



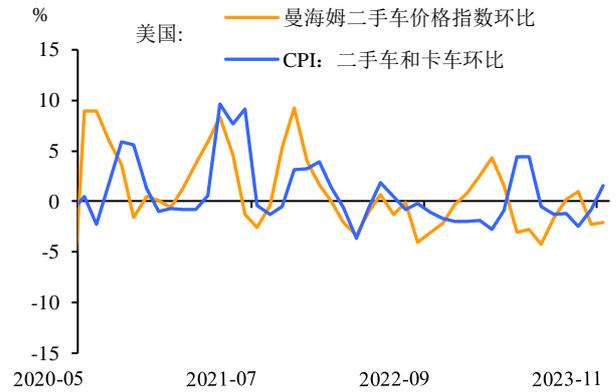
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：二手车价格压力上涨



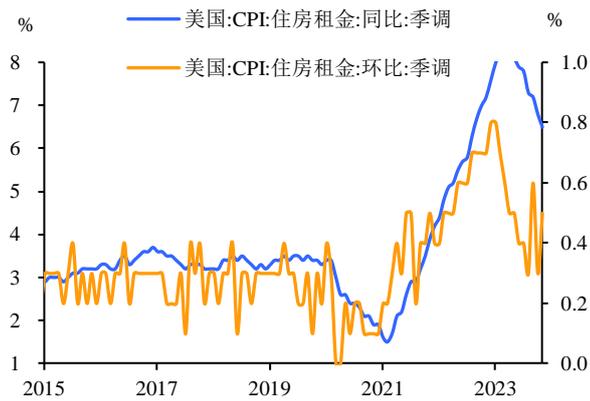
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：汽车价格指数与二手车通胀



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

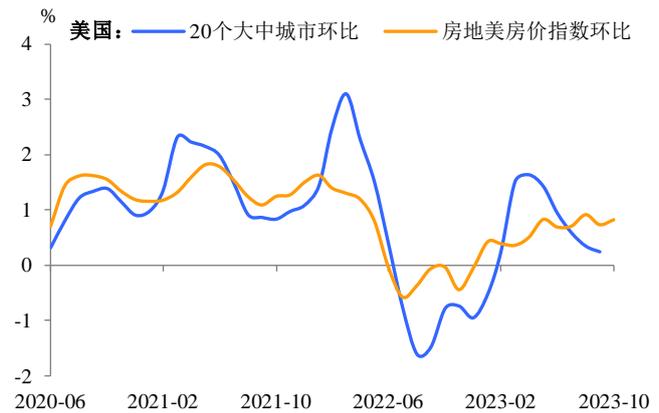
图6：房租通胀压力不减



注：数据截至2023年11月

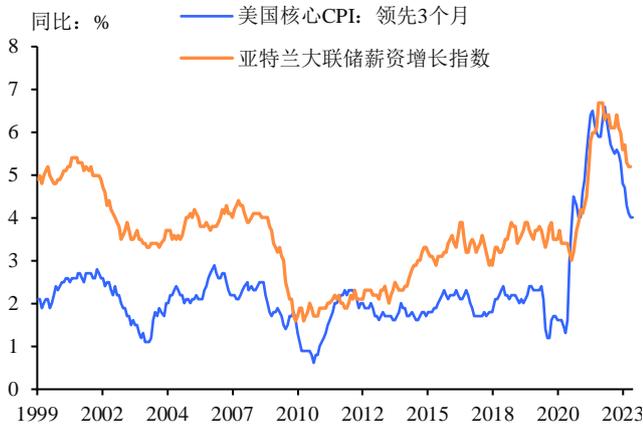
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：房地美房价指数环比上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

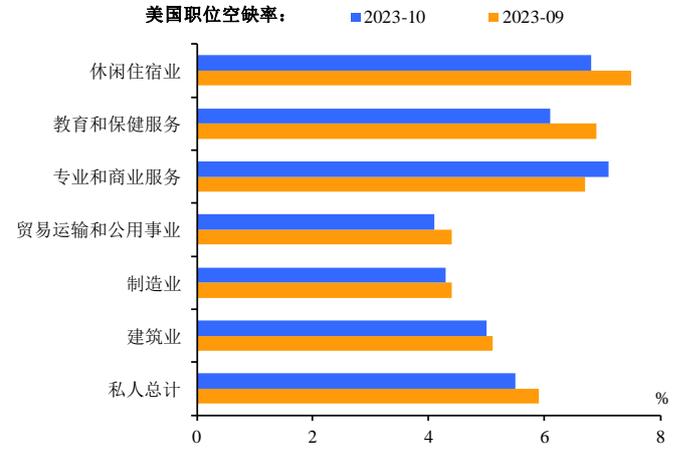
图8: 薪资上涨跟随通胀, 将会再次向服务业传导



注: 2023 年数据截止至 11 月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 美国专业和商业的职位空缺率依旧较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>