

2023年12月13日

## 去通胀斜率趋平，市场降息预期或将继续修正

### ——美国11月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘伟桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**美国公布11月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.1%，符合市场预期；环比上升0.1%，略超过市场预期；核心CPI同比上升4.0%，环比上升0.3%，均符合市场预期。

#### ● 去通胀进程进入“波动期”，后续面临一定反弹压力

**1. 总体通胀继续下行，核心通胀维持不变。**美国11月CPI同比上升3.1%，较10月下降0.1个百分点；核心CPI同比上涨4.0%，较10月份持平，与11月非农数据可作为相互印证。总的来看，美国去通胀进程即将进入“波动期”，整体通胀与核心通胀的下行斜率均进一步趋平，后续核心通胀对整体通胀的作用将更加重要，且当前水平离美联储的通胀目标尚有距离。

**2. 能源通胀继续下行，核心通胀维持不变。**具体而言，11月能源项同比下降5.4%，同比跌幅较10月份扩大0.9个百分点；食品方面，11月份食品项同比上升2.9%，较10月份下降0.4个百分点；核心CPI方面，核心商品环比增速下降幅度较10月扩大0.2个百分点至-0.3%；核心服务环比上升0.5%，较10月份上升0.2个百分点。总的看，11月核心CPI同比增速未再下降，且环比增速有所提升，回落斜率进一步平坦，显示去通胀进程还需更多时间。

**3. 总体通胀水平面临一定的反弹压力。**11月的通胀数据显示美国去通胀进程仍在持续，但是一个波折反复的过程。往后看，随着通胀高基数向低基数水平的转变，在能源与食品价格未出现大幅下行的背景下，总体通胀水平或有一定的反弹风险。核心通胀作为美联储更关注的部分，其反弹风险虽然较小，但下行斜率将较为平坦，**我们认为美国去通胀进程将进入“波动期”，整体的走势需要我们保持密切观察。**

#### ● 美联储或将结束加息，但市场降息预期将面临修正风险

如何评估当前美国的经济数据及对美联储决策的影响？

**首先，**11月份的非农数据指向美国经济仍有韧性，与当前的通胀数据较为契合。不过考虑到后续美国劳动力市场将会波动式下降，因此美国通胀大幅反弹，特别是核心通胀大幅反弹的风险较小；

**其次，**在2024年失去高基数效应的有利条件后，美国整体通胀水平的波动或将有所放大，核心通胀或更加重要，对美联储决策的重要性也将会提升；

**最后，**对美联储而言，我们认为当前的通胀数据或将驱使其结束加息，**但当前市场的焦点显然已经不在于美联储是否会继续加息，更多的关注点在于美联储何时进入降息周期。**结合非农与通胀两份数据来看，美国经济在2024年实现软着陆的可能性仍然较大，而这或意味着美国通胀水平或需要更长时间才能回落至美联储的合意区间，因此当前市场较为积极的降息预期定价或将面临持续修正风险，这也是为何近期美债收益率连续上行的重要原因之一。仅从12月份FOMC会议来看，我们认为美联储的表态或将中性偏鹰，并对市场预期进行纠正，且不会就降息问题进行讨论。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

#### 相关研究报告

《以进促稳 先立后破—宏观周报》- 2023.12.10

《期待政策发力驱动物价良性回升—11月通胀数据点评》-2023.12.9

《就业市场韧性或将促使市场短期承压—美国11月非农就业数据点评》- 2023.12.9

## 目录

1、去通胀进程进入“波动期”，后续面临一定反弹压力 .....	3
1.1、总体通胀继续下行，核心通胀维持不变 .....	3
1.2、能源通胀继续下行，核心通胀维持不变 .....	3
1.3、总体通胀水平面临一定的反弹压力 .....	5
2、美联储或将结束加息，但市场降息预期将面临修正风险 .....	6
3、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：美国 11 月通胀下降较少 .....	3
图 2：11 月通胀环比增速较 10 月有所上升 .....	3
图 3：11 月能源通胀继续下降 .....	4
图 4：食品通胀继续下行 .....	4
图 5：11 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反 .....	4
图 6：美国汽油零售价格近期继续下跌 .....	5
图 7：粮食期货价格近期有涨有跌 .....	5
图 8：美国二手车价格短期或有下行压力 .....	6
图 9：美国房租通胀后续或将持续下行 .....	6
图 10：11 月美国非房核心服务通胀同比、环比均上行 .....	6

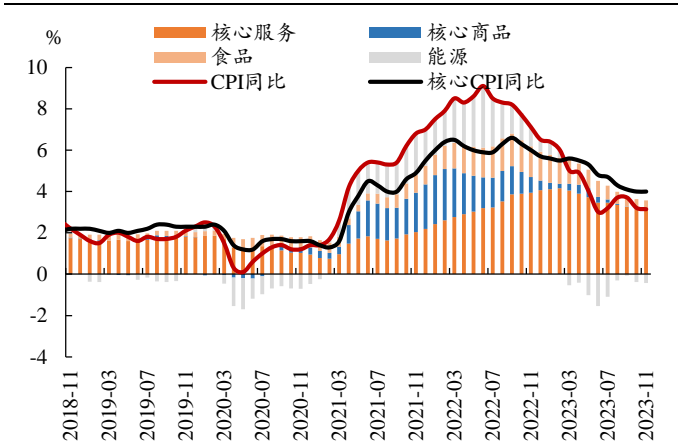
事件：美国公布 11 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.1%，符合市场预期；环比上升 0.1%，略超过市场预期；核心 CPI 同比上升 4.0%，环比上升 0.3%，均符合市场预期。

## 1、去通胀进程进入“波动期”，后续面临一定反弹压力

### 1.1、总体通胀继续下行，核心通胀维持不变

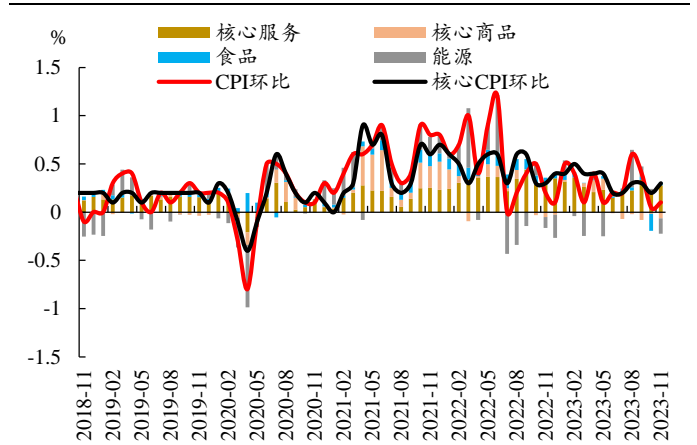
美国 11 月 CPI 同比上升 3.1%，较 10 月下降 0.1 个百分点，环比较 10 月上升 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 4.0%，环比上升 0.3%，分别较 10 月份持平、上升 0.1 个百分点，核心 CPI 下降趋势暂停，且环比有所提速。11 月份 CPI 与核心 CPI 走势背离，主因能源项通胀的下行与核心商品通胀的坚挺，与 11 月非农数据可作为相互印证。总的来看，美国去通胀进程即将进入“波动期”，整体通胀与核心通胀的下行斜率均进一步趋平，后续核心通胀对整体通胀的作用将更加重要，且当前水平离美联储的通胀目标尚有距离。

图1：美国 11 月通胀下降较少



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：11 月通胀环比增速较 10 月有所上升

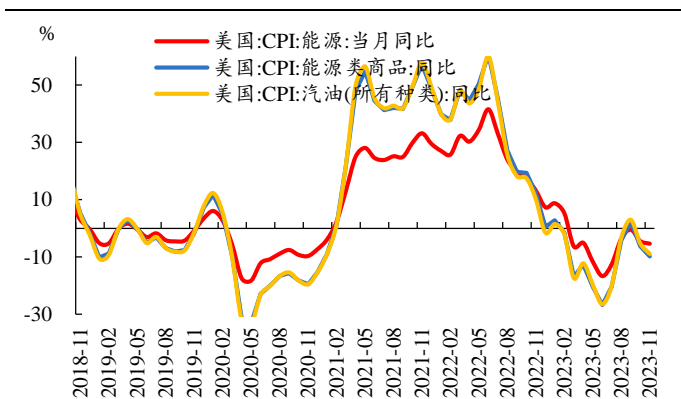


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

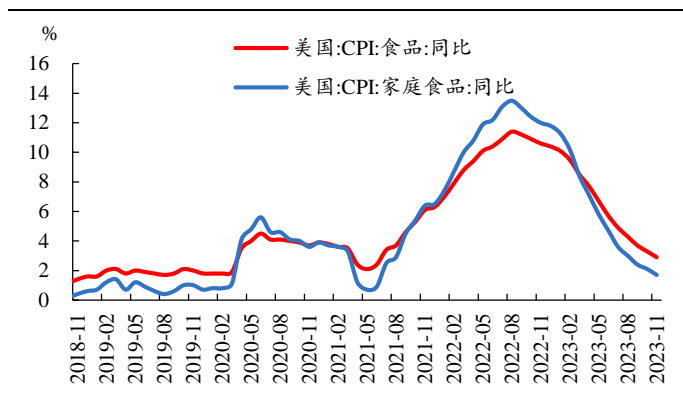
### 1.2、能源通胀继续下行，核心通胀维持不变

(1) **能源方面**，11 月能源项同比下降 5.4%，同比跌幅较 10 月份扩大 0.9 个百分点；环比下降 2.3%，环比增速较 10 月份收窄 0.2 个百分点。其中汽油项环比下降 6.0%，环比增速较 10 月份下降 1.0 个百分点；燃油项环比下降 2.7%，较 10 月份下降 1.9 个百分点。11 月能源通胀同比跌幅有所扩大，我们认为主要是 11 月国际原油价格大幅下降，基数上来看，2022 年 11 月份美国汽油价格已经出现较大幅度下行，相关价格与 2023 年基本处于相当水平，因此高基数效应或已消失。事实上，12 月初美国汽油价格从 10 月底的 3.32 美元/加仑下降至 3.10 美元/加仑，整体下跌约 6.5%，幅度较大。

(2) **食品方面**，11 月份食品项同比上升 2.9%，较 10 月份下降 0.4 个百分点，连续 15 个月下降；环比增长 0.2%，较 10 月下降 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 1.7%，较 10 月份下降 0.4 个百分点。食品项的同比与环比增速再度统一，主因居家食品（Food at home）通胀环比有所下行，显示当前粮食期货价格向居民消费端传导基本稳定。

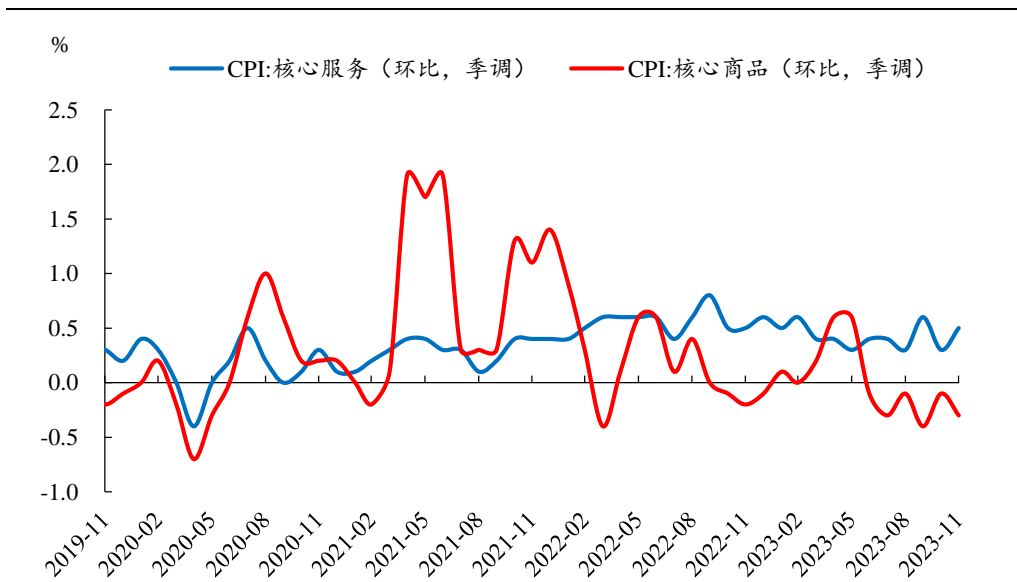
**图3：11月能源通胀继续下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：食品通胀继续下行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3) 核心 CPI 方面**，11月核心 CPI 同比上升 4.0%，环比上升 0.3%。同比与环比增速分别较 10月持平、上升 0.1 个百分点。**分项来看**，核心商品环比增速下降幅度较 10月扩大 0.2 个百分点至-0.3%；其中二手车项环比上升 1.6%，较 10 月份上升 2.4 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势基本保持相同；新车方面，环比下降 0.1%，环比增速较 10 月份持平。核心服务环比上升 0.5%，较 10 月份上升 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 6.5%，较 10 月份下降 0.2 个百分点；环比上升 0.4%，较 10 月上升 0.1 个百分点，房租通胀下行速度有一定程度减速。交通运输服务环比上升 1.1%，较 10 月份上升 0.3 个百分点。**总的来看**，11月核心 CPI 同比增速未再下降，且环比增速有所提升，回落斜率进一步平坦，显示去通胀进程还需更多时间。

**图5：11月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反**


数据来源：BLS、开源证券研究所

## 1.3、总体通胀水平面临一定的反弹压力

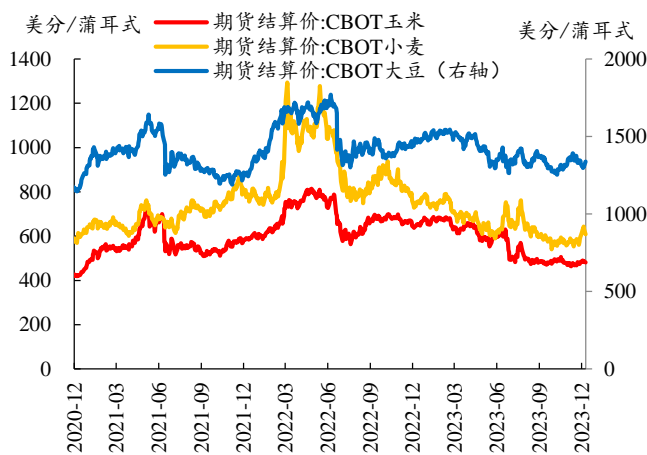
(1) **能源与粮食项短期内对通胀或有一定支撑。**能源方面，截至 12 月 11 日，美国汽油价格为 3.01 美元/加仑，较 11 月底汽油价格下降约 2.4%。从近期原油价格表现来看，近期原油价格虽然出现一定程度反弹，但 11 月底 OPEC+在减产下，油价反而出现下跌来看，即使美国补充战略石油储备等需求有所提升，考虑到欧美经济需求继续承压，后续油价或难有大幅上行。食品方面，随着阿根廷的小麦等产量的回升，粮食价格或也难继续上行。总的来看，虽然原油、粮食等价格基本稳定，但由于 2022 年同期相关价格基数较低，短期内能源与食品项对整体通胀或将起到一定的支撑作用。

图6：美国汽油零售价格近期继续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

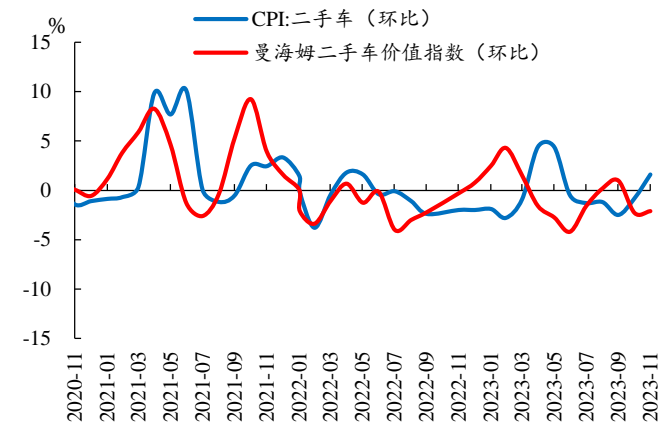
图7：粮食期货价格近期有涨有跌



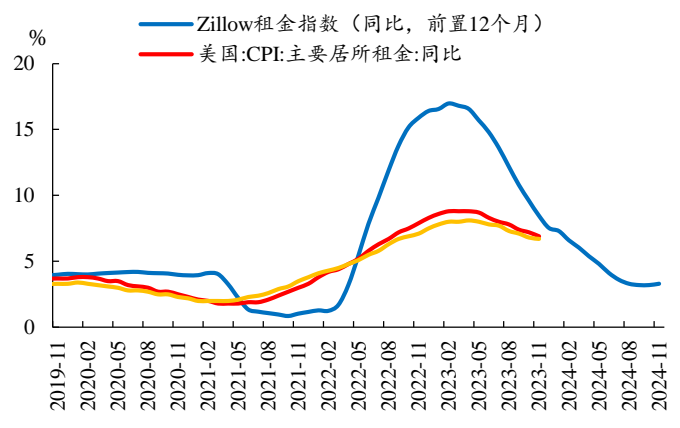
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀或将进一步下降，但斜率或较平坦。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 11 月环比下降 2.1%，二手车通胀后续有较大可能环比增速转负；新车方面，考虑到近期美国汽车工人涨薪，相关的成本可能会传导至新车价格，新车通胀或难有下行动力；核心服务方面，住房通胀仍是 11 月核心服务通胀的关键所在，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落，且下行幅度或将进一步放缓。往后看，由于核心商品通胀可能下行，核心服务下行斜率趋缓，核心通胀降幅或将延续，但斜率或较平坦。

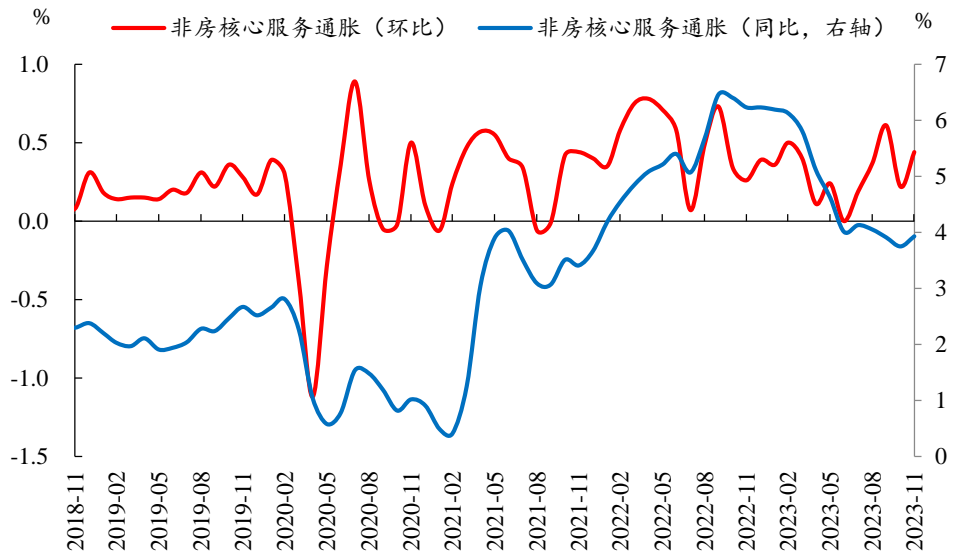
(3) **总的来看，11 月的通胀数据显示美国去通胀进程仍在持续，但环比增速有所提升。**此外核心通胀同比增速未再继续下降，且环比增速亦有所提速，显示去通胀是一个波折反复的过程。从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，11 月份同比、环比增速分别较 10 月份上升 0.18、0.22 个百分点，走势再次上行。往后看，随着通胀高基数向低基数水平的转变，在能源与食品价格未出现大幅下行的背景下，总体通胀水平或有一定的反弹风险。核心通胀作为美联储更关注的部分，其反弹风险虽然较小，但下行斜率将较为平坦，我们认为美国去通胀进程将进入“波动期”，整体的走势需要我们保持密切观察。

**图8：美国二手车价格短期或有下行压力**


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

**图9：美国房租通胀后续或将持续下行**


数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

**图10：11月美国非房核心服务通胀同比、环比均上行**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

## 2、美联储或将结束加息，但市场降息预期将面临修正风险

如何评估当前美国的经济数据及对美联储决策的影响？

**首先**，从 11 月份的非农数据来看，不仅新增就业继续超过市场预期，且失业率继续下行，薪资增速下行斜率也在趋缓，均指向美国经济仍有韧性，与当前的通胀数据较为契合。不过考虑到后续美国劳动力市场将会波动式下降（详见《就业市场韧性或将促使市场短期承压—美国 11 月非农就业数据点评》），因此美国通胀大幅反弹，特别是核心通胀大幅反弹的风险较小。从这个角度来看，美联储目前的紧缩政策对于经济起到了较为明显和有效的抑制作用；

**其次**，从当前的通胀形势来看，随着 2022 年原油价格所导致的高基数效应的消失，2024 年美国通胀的基数将会有较大幅度的降低，在失去高基数效应的有利条件后，美国整体通胀水平的波动或将有所放大，考虑到可能的大宗商品价格波动，因此核心通胀的作用或将进一步体现，对美联储决策的重要性也将会提升；

**最后**，对美联储而言，我们认为当前的通胀数据或将驱使其结束加息，**但当前**

市场的焦点显然已经不在于美联储是否会继续加息，更多的关注点在于美联储何时进入降息周期。在非农点评报告中，我们指出前期市场交易行为对美国经济放缓以及美联储降息的定价较为积极，美债收益率下降幅度较大，风险资产录得一定涨幅，这促使美国金融条件放松，对美联储而言或是一定的挑战。我们结合非农与通胀两份数据来看，美国经济在 2024 年实现软着陆的可能性仍然较大，而这或意味着美国通胀水平或需要更长时间才能回落至美联储的合意区间，因此当前市场较为积极的降息预期定价或将面临持续修正风险，这也是为何近期美债收益率连续上行的重要原因之一。仅从 12 月份 FOMC 会议来看，我们认为美联储的表态或将中性偏鹰，并对市场预期进行纠正，且不会就降息问题进行讨论。

### 3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年11月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn