

2023 年 12 月 13 日

全球宏观

通胀回落，但粘性不减—美国 11 月 CPI 点评

美国 11 月 CPI 同比增 3.1%，符合预期，且较前值 3.2% 进一步放缓；环比增 0.1%，高于预期及前值 0.0%。核心通胀回落接近停滞。10 月核心 CPI 同比增 4.0%，持平预期及前值 4.0%；环比回升至 0.3%，持平预期，但高于前值 0.2%。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ⊕ **能源产品价格回落是整体 CPI 延续放缓的主要驱动因素，但能源服务价格已开始回升。**11 月 CPI 能源价格连续两月大幅下降，而汽油价格环比大幅回落 6%，也是带动整体 CPI 降至 2021 年初以来最低的水平的主要贡献因素。但与此同时，冬季到来使得能源服务价格开始回升，预计电力及燃气价格回升或使得后续能源价格整体回落的幅度相对有限。
- ⊕ **商品价格六连降，二手车价格环比快速上涨。**11 月商品价格延续回落，但二手车价格环比大幅上涨 1.6%，为 5 月以来的首次上涨，或反映此前汽车行业大罢工对供应链的扰动，但因其领先指数 Manheim 二手车价格指数重新恢复下跌，我们预计二手车价格后续对核心 CPI 扰动相对有限。
- ⊕ **滞后效应缓慢显现，住房通胀再度上涨。**继上月小幅回落后，住房通胀再度向上。11 月住房通胀环比上涨 0.4%，略高于上月 0.3% 的涨幅，仍是 CPI 月度涨幅的最大贡献项。当前住房服务通胀滞后效应仍在缓慢显现，预计仍将是未来几个月去通胀的主要推动力，但由于其回落轨迹仍有一定的不确定性，使得核心服务通胀回落之路仍显颠簸。
- ⊕ **粘性依旧不减，剔除住房的核心服务通胀再度上行。**剔除掉住房的核心服务通胀同比升至 3.9%，环比由 10 月的 0.2% 升至 0.4%，为今年第二次加速上涨。其中，交通服务分项热度不减，为主要贡献项目。考虑到剔除住房的核心服务通胀与薪资增速相关性较高，当前劳动力市场虽有放缓，但仍显韧性，预计对薪资增速仍有支撑，且预计将继续推动消费支出和整体经济活动。

美国 11 月 CPI 数据公布后，市场预期略有波动。市场隐含的 12 月暂停加息的概率维持为 99.8%，较 CPI 数据公布前几无变化。同时，11 月 CPI 数据公布之初，市场一度押注美联储于 2024 年 3 月份开始降息，随后降息时点调整至 5 月，但仍维持全年 5 次，即 125 基点左右的降息。

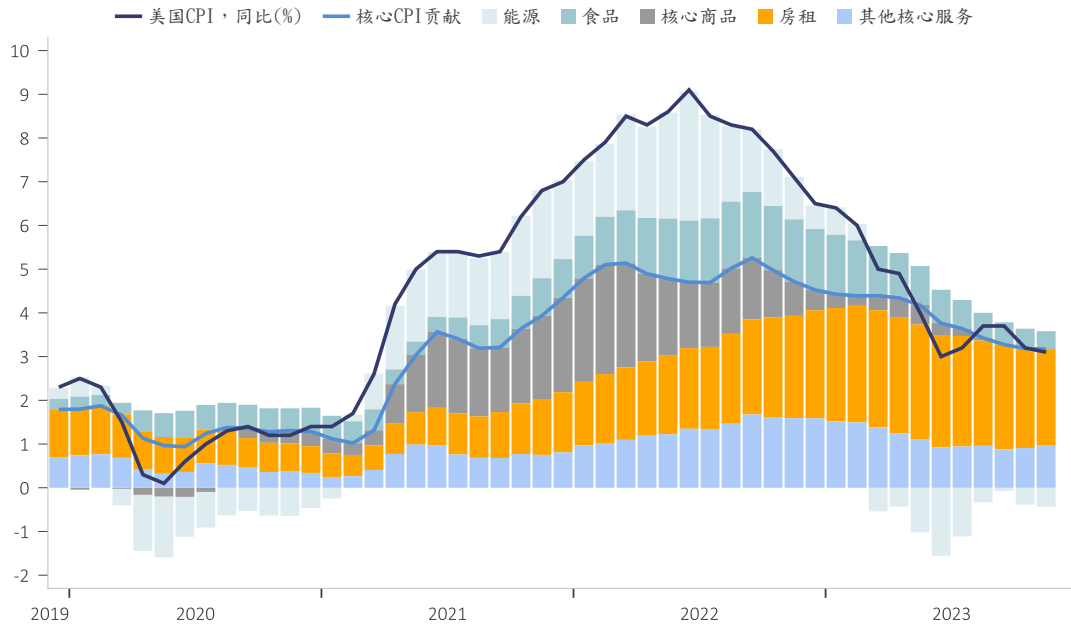
后市观察：尽管 11 月通胀略有回升，但大致符合市场预期，意味着美联储在 12 月 FOMC 会议上大概率将延续暂停加息的立场，因其当前对于加息风险更为谨慎。但考虑到 11 月就业数据加速上涨，以及当前核心 CPI 仍为通胀目标之两倍，美联储将通胀降至 2% 的“最后一英里”仍存挑战，或将强化其在短期内维持高利率的决心，回击近期市场押注大幅降息的乐观预期。我们再度重申对于降息时点的谨慎判断，市场对于降息时点可能过于乐观。

图表 1: 美国 CPI 及其分项走势

	权重(%)	同比(%)				环比(%)			
		11/2023	10/2023	9/2023	8/2023	11/2023	10/2023	9/2023	8/2023
CPI	100.0	3.1	3.2	3.7	3.7	0.1	0.0	0.4	0.6
食品	13.5	2.9	3.3	3.7	4.3	0.2	0.3	0.2	0.2
家庭食品	8.7	1.7	2.1	2.4	3.0	0.1	0.3	0.1	0.2
谷物烘焙	1.2	3.4	4.2	4.8	6.0	0.5	0.2	-0.4	0.5
肉禽鱼蛋	1.8	0.1	0.4	0.2	0.0	-0.2	0.7	0.5	0.8
奶制品及周边	0.8	-1.4	-0.4	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.1	-0.4
水果蔬菜	1.5	0.4	1.1	0.8	2.1	0.3	0.0	0.0	-0.2
非酒精饮料及原料	1.0	2.9	3.3	4.0	4.8	0.5	-0.1	0.0	-0.2
其他食品	2.3	3.3	3.6	4.2	4.5	-0.1	0.3	0.3	0.2
外出饮食	4.8	5.3	5.4	6.0	6.5	0.4	0.4	0.4	0.3
能源	6.9	-5.4	-4.5	-0.5	-3.6	-2.3	-2.5	1.5	5.6
能源产品	3.5	-9.8	-6.2	2.2	-4.2	-5.8	-4.9	2.3	10.5
燃油	0.2	-24.8	-21.4	-5.1	-14.8	-2.7	-0.8	8.5	9.1
发动机燃料	3.3	-9.2	-5.6	2.7	-3.7	-6.0	-4.9	2.2	10.7
汽油(所有类型)	3.2	-8.9	-5.3	3.0	-3.3	-6.0	-5.0	2.1	10.6
能源服务	3.4	-0.1	-2.3	-3.3	-2.7	1.7	0.5	0.6	0.2
电力	2.5	3.4	2.4	2.6	2.1	1.4	0.3	1.3	0.2
公用燃气服务	0.9	-10.4	-15.8	-19.9	-16.5	2.8	1.2	-1.9	0.1
核心CPI	79.5	4.0	4.0	4.1	4.3	0.3	0.2	0.3	0.3
除食品能源外商品	5.3	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1
服饰	2.5	1.1	2.6	2.3	3.1	-1.3	0.1	-0.8	0.2
新车	4.3	1.3	1.9	2.5	2.9	-0.1	-0.1	0.3	0.3
二手车和卡车	2.7	-3.8	-7.1	-8.0	-6.6	1.6	-0.8	-2.5	-1.2
医疗保健品	1.5	5.0	4.7	4.2	4.5	0.5	0.4	-0.3	0.6
酒精饮料	0.8	2.9	3.7	4.2	3.7	-0.1	0.2	0.8	0.0
烟草和吸烟制品	0.5	7.7	7.2	5.6	5.6	1.1	1.9	0.2	0.6
除食品能源外服务	58.2	5.5	5.5	5.7	5.9	0.5	0.3	0.6	0.4
住所	34.4	6.5	6.7	7.2	7.3	0.4	0.3	0.6	0.3
主要住宅租金	7.5	6.9	7.2	7.4	7.8	0.5	0.5	0.5	0.5
业主等值住宅租金	25.4	6.7	6.8	7.1	7.3	0.5	0.4	0.6	0.4
医疗服务	6.7	-0.9	-2.0	-2.6	-2.1	0.6	0.3	0.3	0.1
医生服务	1.9	-0.7	-1.2	-0.2	0.3	0.6	-1.0	0.0	0.1
医院服务	1.6	6.3	5.6	4.5	3.0	0.1	1.1	1.5	0.7
交通服务	5.8	10.1	9.2	9.1	10.3	1.1	0.8	0.7	2.0
机动车维修保养	1.1	8.5	9.6	10.2	12.0	0.3	0.2	0.2	1.1
机动车保险	2.9	19.2	19.2	18.9	19.1	1.0	1.9	1.3	2.4
机票价格	0.5	-12.1	-13.2	-13.4	-13.3	-0.4	-0.9	0.3	4.9

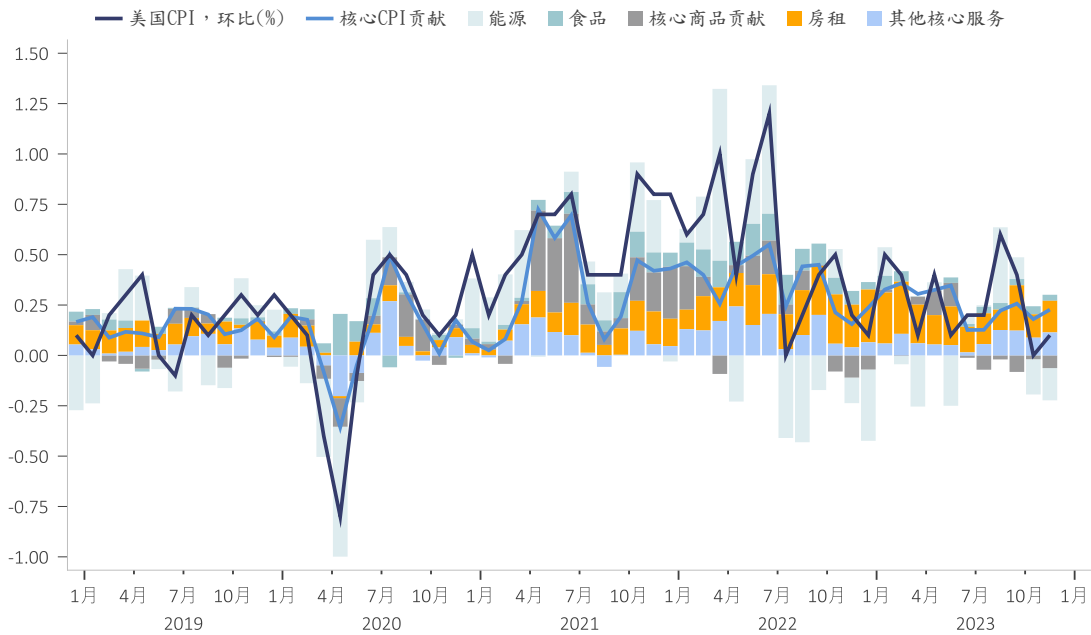
资料来源: Macrobond、美国劳工部、交银国际

图表 2: 美国 CPI 同比分项贡献情况



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 3: 美国 CPI 环比分项贡献情况



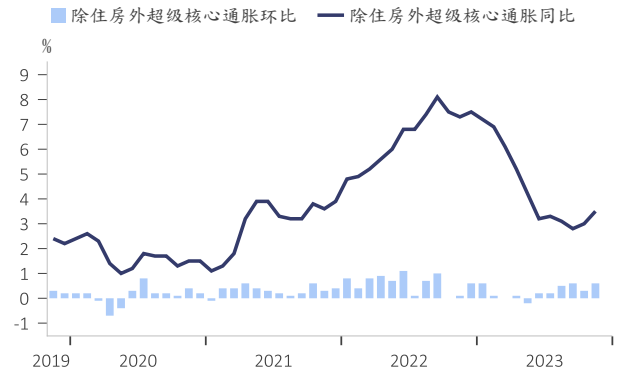
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 4: 美国 Manheim 二手车价格指数再度回落



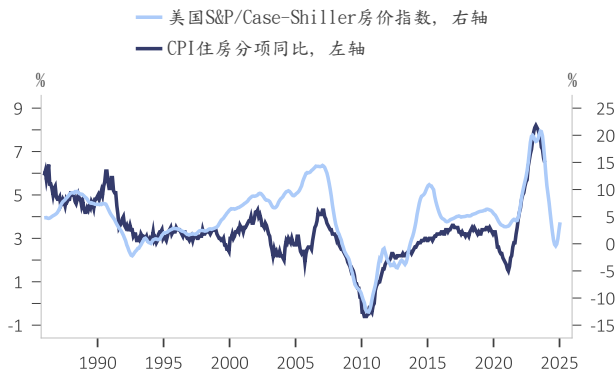
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 剔除掉住房的核心服务通胀环比再度上涨



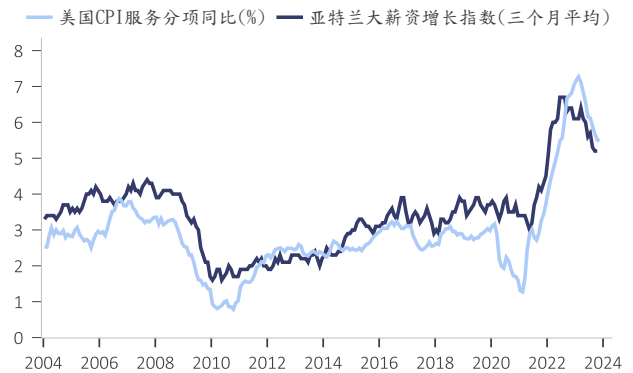
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 住房通胀滞后显现



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 薪资压力放缓但仍在相对高位



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司及集海资源集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。