

美国11月通胀和非农数据点评——

11月核心通胀粘性较强，就业增长放缓趋势暂停

事件：

12月12日，美国劳工局（BLS）公布了11月通胀数据。11月通胀同比增速符合预期，为3.1%，低于前值3.2%。季调后CPI环比升0.1%，高于预期和前值的0%。

12月8日，美国劳工局（BLS）公布了11月非农数据。11月新增非农就业人数为19.9万人，高于市场预期的18万人，前值15万人。

投资要点：

- 能说明整体通胀走向的核心CPI同比增速与前值持平，环比增速高于前值。核心CPI同比上升4.0%，与预期和前值持平；环比升0.3%，符合预期，但高于前值的0.2%。其中，核心服务环比上升0.5%（前值0.3%）是核心CPI环比上升的主要原因。而核心商品环比下降0.3%（前值-0.1%），商品价格因供应链正常化而有所缓解。
- 从非农的分项数据来看，商品生产就业人数新增2.9万人，为5个月以来最大新增值。其中，制造业就业人数新增2.8万人为最大贡献项，罢工的美国汽车工人联合会（UAW）重返汽车装配线，导致11月就业人数有所回升，暂停了美国就业增长的放缓趋势。
- 同时，美国11月失业率为3.7%，低于前值和预期的3.9%。10月劳动力短缺率（就业率+广义职位空缺率-劳动力参与率）整体呈下降趋势，显示加息对劳动力供需的缺口继续改善，就业市场整体正在趋于供需平衡，但年底之前短缺率大幅降至0以下的概率较低。
- 总体来看，11月通胀数据支持美联储12月不再加息，就业市场正在趋于平衡的整体趋势未变。CPI数据公布后，美元指数DXY短线走低，芝商所Fed Watch工具显示美联储首次降息时间将在明年5月，此前市场预计该时间是在3月。11月新增非农就业人数有所回升，平均薪资增速有所上扬，就业数据公布后，互换合约显示美联储2024年降息押注有所下降，我们认为一方面，在美联储加息周期的尾声阶段，经济的好消息可能不再是市场的坏消息，此时就业和消费者的韧性强化了经济软着陆的预期，进而减少了需要快速大幅降息的必要性；另一方面，在罢工结束而对非农就业人数有所拉升的背景下，就业市场正在趋于平衡的整体趋势未变。
- 风险提示：美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

研究助理 章孟菲
邮箱：zmf30020@hfzq.com.cn

相关报告

- 1.《如何看待近期人民币汇率走强——11月全球经济观察》2023.12.04
- 2.《美国10月通胀超预期回落，本轮加息有望结束》2023.11.18
- 3.《就业市场降温明显——美国10月非农数据和议息会议点评》2023.11.05

正文目录

1	美国 11 月核心通胀粘性较强.....	1
2	美国就业增长放缓趋势暂停	4
3	风险提示	5

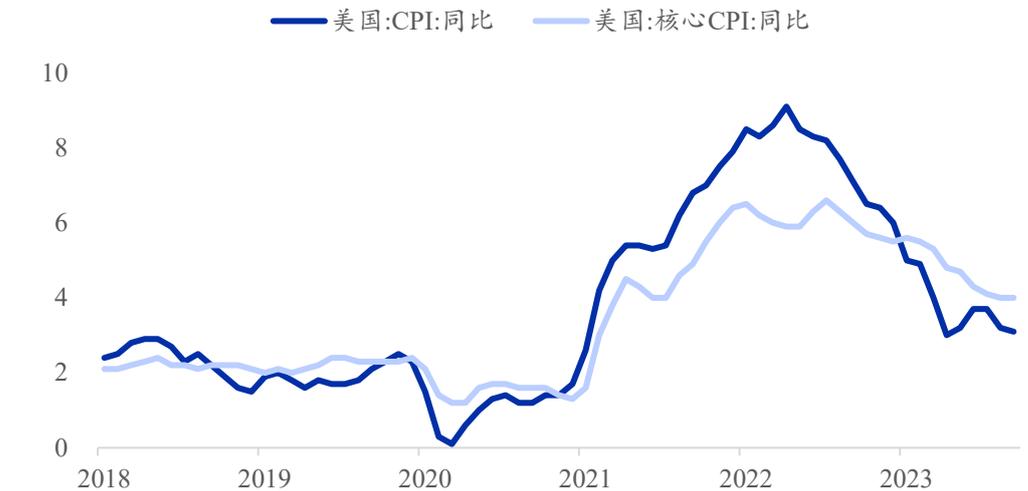
图表目录

图表 1: 美国 CPI 同比增速继续走弱, 但核心 CPI 粘性较强 (%)	1
图表 2: 美国 CPI 环比增速有所回升 (%)	1
图表 3: 11 月 CPI 分项数据.....	2
图表 4: 二手车和卡车分项或将拖累核心商品环比增速 (%)	2
图表 5: 住宅项环比增速未来有回升的可能	3
图表 6: 近期能源价格持续回落	3
图表 7: 美国就业增长放缓趋势暂停 (万人)	4
图表 8: 劳动力短缺率整体呈下降趋势	5

1 美国 11 月核心通胀粘性较强

12 月 12 日，美国劳工局（BLS）公布了 11 月通胀数据。11 月通胀同比增速符合预期，为 3.1%，低于前值 3.2%。季调后 CPI 环比升 0.1%，高于预期和前值的 0%。

图表 1: 美国 CPI 同比增速继续走弱，但核心 CPI 粘性较强 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 2: 美国 CPI 环比增速有所回升 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

能说明整体通胀走向的核心 CPI 同比增速与前值持平，环比增速高于前值。核心 CPI 同比上升 4.0%，与预期和前值持平；环比升 0.3%，符合预期，但高于前值的 0.2%。其中，核心服务环比上升 0.5%（前值 0.3%）是核心 CPI 环比上升的主要原因。而核心商品环比下降 0.3%（前值-0.1%），商品价格因供应链正常化而有所缓解。

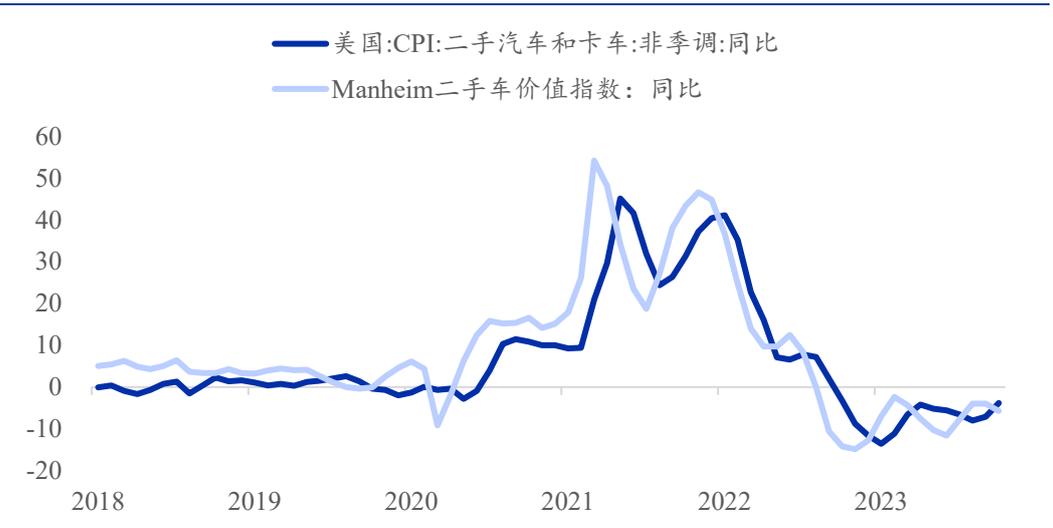
图表 3: 11 月 CPI 分项数据

	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7
CPI	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	0.1	0.0	0.4	0.6	0.2
食品	2.9	3.1	3.7	4.3	4.9	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
能源	-3.1	-2.5	-0.5	-3.6	-12.5	-2.3	-2.5	1.5	5.6	0.1
核心CPI	4.0	4.0	4.1	4.3	4.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
核心商品	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3
二手汽车和卡车	-0.8	-0.1	-8.0	-6.6	-5.6	1.6	-0.8	-2.5	-1.2	-1.3
医疗护理商品	5.0	4.7	4.2	4.3	4.1	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5
服装	1.1	2.0	2.3	3.1	3.2	-1.3	0.1	-0.8	0.2	0.0
核心服务	5.5	5.3	5.7	5.9	6.1	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4
住宅	5.2	5.2	5.6	5.7	6.2	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4
医疗护理服务	-0.9	-1.0	-1.6	-2.1	-1.5	0.6	0.3	0.3	0.1	-0.4
交通运输服务	10.1	9.2	9.1	10.3	9.0	1.1	0.8	0.7	2.0	0.3

来源: Wind, 华福证券研究所

核心商品中, 二手汽车和卡车分项环比上升 1.6% (前值-0.8%), 但从二手车价格领先指标——Manheim 二手车价值指数来看, 未来该分项将拖累核心商品环比增速。

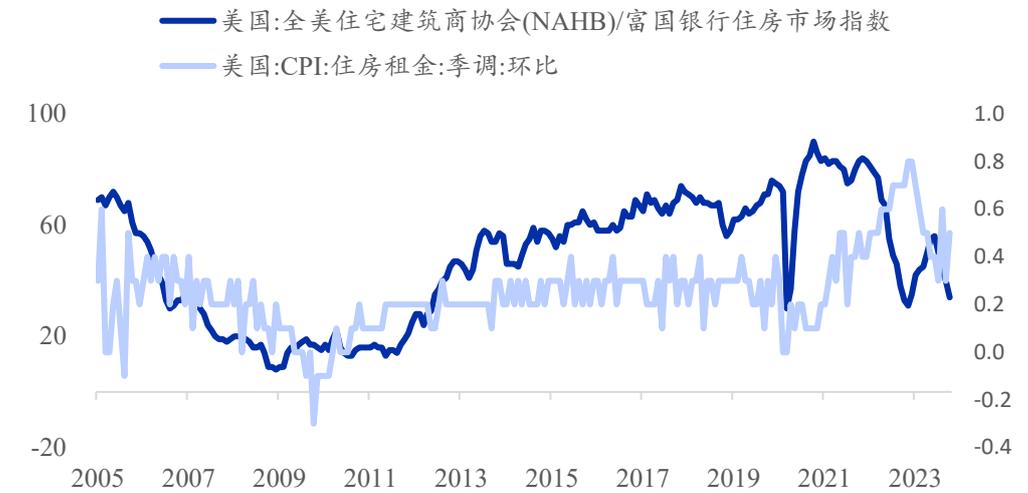
图表 4: 二手车和卡车分项或将拖累核心商品环比增速 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

权重最高的住宅分项环比上升 0.4%, 前值 0.3%, 是核心 CPI 环比回升的主要贡献项, 其中, 业主等价租金和主要住所租金环比都分别上升 0.5%。我们在此前的报告中指出, 从历史经验来看, 反映美国房地产景气度的 NAHB 住房市场指数自 2022 年 12 月以来连续 7 个月上升, 该上升趋势还未反映到 CPI 住房租金项中, 住宅项环比增速未来存在上行的可能, 向前看, 由于住宅占 CPI 权重较高, 住宅项的持续升温也将较大程度的影响 CPI 的未来走势。

图表 5: 住宅项环比增速未来有回升的可能



来源: Wind, 华福证券研究所

CPI 能源分项同比降幅继续扩大, 为本次 CPI 同比回落的主要贡献项。能源分项同比下降 5.4% (前值-4.5%); 环比下降 2.3%, 前值为-2.5%。由于新的减产协议力度不及预期, 近期能源价格持续回落, 产油国内部因石油产量配额方面的矛盾使减产措施对油价的托底支撑作用有所减弱, 此外, 美国、巴西等国原油产量增长, 将进一步给油价上行带来压力。

图表 6: 近期能源价格持续回落



来源: Wind, 华福证券研究所

2 美国就业增长放缓趋势暂停

12月8日，美国劳工局（BLS）公布了11月非农数据。11月新增非农就业人数为19.9万人，高于市场预期的18万人，前值15万人。数据公布后，三大股指集体低开，美元指数短线上扬，与美联储政策前景密切相关的基准两年期国债收益率上涨了14个基点，为6月以来的最大单日涨幅，反映了市场对美联储明年大幅放松货币政策预期的削弱。

从分项数据来看，商品生产就业人数新增2.9万人，为5个月以来最大新增值。其中，制造业就业人数新增2.8万人为最大贡献项，罢工的美国汽车工人联合会（UAW）重返汽车装配线，导致11月就业人数有所回升，暂停了美国就业增长的放缓趋势。建筑业新增0.2万人，连续8个月新增就业为正，但人数较前几个月有所放缓，采矿业减少0.1万人。

服务业新增就业人数为12.1万人，其中对利率不敏感的教育和保健服务业（+9.9万人）依然贡献了最大增长，休闲和酒店业新增就业（+4万人），其他服务业则出现不温不火的增长或彻底下降，信息业（+1万），批发业（+0.8万人），金融活动（+0.4万）均为正增长，零售业（-3.8万人），专业和商业服务（-0.9万），运输仓储业（-0.5万）为负增长。

图表 7: 美国就业增长放缓趋势暂停 (万人)

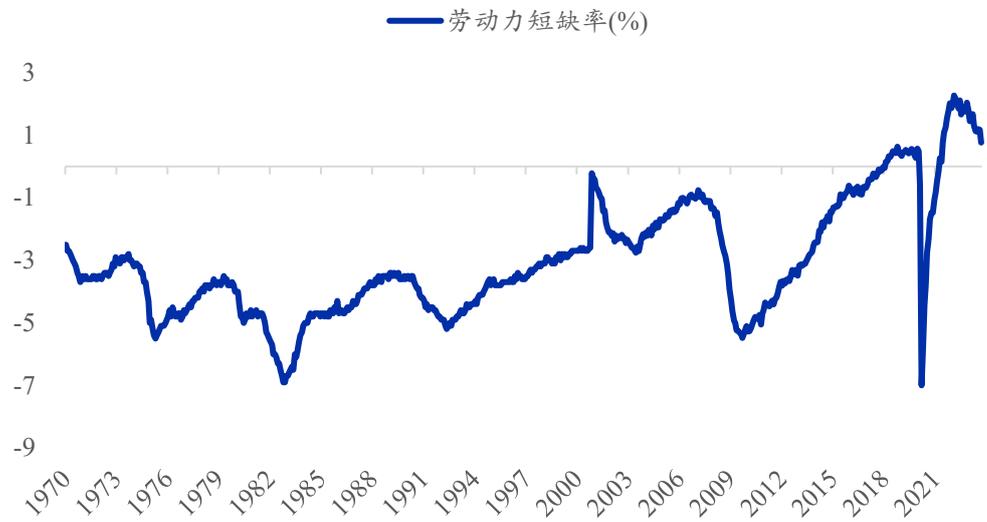
	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03
新增非农就业人数合计	19.9	15.0	26.2	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7	21.7
私人部门	15.0	8.5	19.9	11.4	14.5	8.6	25.5	17.9	15.7
商品生产	2.9	-1.0	2.1	2.8	1.2	3.2	2.4	2.5	-1.9
制造业	2.8	-3.5	1.1	-0.2	-0.2	0.4	-0.4	0.9	-1.2
建筑业	0.2	2.5	0.9	3.0	1.2	2.9	2.5	1.1	-0.9
采矿业	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.5	0.2
服务生产	12.1	9.5	17.8	8.6	13.3	5.4	23.1	15.4	17.6
金融活动	0.4	-0.5	0.0	0.1	1.5	0.2	1.3	2.7	-0.5
运输仓储业	-0.5	-1.2	1.2	-2.7	-0.7	-1.9	1.9	-1.5	1.6
休闲和酒店业	4.0	4.2	7.6	0.8	3.8	2.6	2.8	1.1	4.6
专业和商业服务	-0.9	0.2	-1.7	0.8	-2.9	-0.1	4.5	4.8	4.5
零售业	-3.8	-0.5	0.2	-0.6	1.3	-2.3	2.1	-0.2	-1.9
信息业	1.0	-1.9	-0.6	-2.2	-1.9	-1.0	-0.4	0.3	0.3
批发业	0.8	1.1	1.6	0.3	1.5	-0.7	0.8	-0.2	0.4
公用事业	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
教育和保健服务	9.9	8.3	8.6	10.5	10.4	7.9	8.8	7.7	7.0
其他服务业	1.2	-0.3	0.8	1.4	0.4	0.6	1.3	0.5	1.4

来源: Wind, 华福证券研究所

同时，美国11月失业率为3.7%，低于前值和预期的3.9%。10月劳动力短缺率（就业+广义职位空缺率-劳动力参与率）整体呈下降趋势，显示加息对劳动力供需的缺口继续改善，就业市场整体正在趋于供需平衡，但年底之前短缺率大幅降至0以下的概率较低。

从平均时薪来看，11月美国私营部门平均小时工资为34.1美元，高于前值33.98美元，但环比增速有所扩大，11月平均时薪环比上升0.35%，高于前值0.21%。其中，商品生产部门平均时薪环比增速为0.55%，高于前值的0.32%，在UAW罢工事件解决的背景下，制造业较高的时薪增速（+0.55%）拉动了商品生产部门平均时薪的上升。服务业部门平均时薪环比增速为0.30%，同样高于前值0.21%。

图表 8: 劳动力短缺率整体呈下降趋势



来源: Wind, 华福证券研究所

总体来看, 11月通胀数据支持美联储12月不再加息, 就业市场正在趋于平衡的整体趋势未变。CPI数据公布后, 美元指数DXY短线走低, 芝商所Fed Watch工具显示美联储首次降息时间将在明年5月, 此前市场预计该时间是在3月。11月新增非农就业人数有所回升, 平均薪资增速有所上扬, 就业数据公布后, 互换合约显示美联储2024年降息押注有所下降, 我们认为一方面, 在美联储加息周期的尾声阶段, 经济的好消息可能不再是市场的坏消息, 此时就业和消费者的韧性强化了经济软着陆的预期, 进而减少了需要快速大幅降息的必要性; 另一方面, 在罢工结束而对非农就业人数有所拉升的背景下, 就业市场正在趋于平衡的整体趋势未变。

3 风险提示

美联储加息超预期, 地缘政治影响超预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfyq.com.cn