

# 美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早

美国环比通胀率 11 月再次反弹。从环比来看，核心通胀回升 0.05 个百分点到 0.28%，符合市场预期 (0.3%)。整体 CPI 环比增速亦回升 0.06 个百分点到 0.1%。能源价格继续回落但食品价格保持韧性。按同比看，美国整体 CPI 继续下滑 0.1 个百分点到 3.1%，核心 CPI 维持在 4% (图表 2)。

从环比细分数据看，核心服务 CPI 再次走强，是核心 CPI 回升的主要原因 (图表 1)：

- **核心商品 CPI 跌幅扩大 (11 月：-0.3%，10 月：-0.09%)。**在“黑五”促销的影响下，家具、服装、教育和通信商品价格显著下降。然而二手车价格由跌转正，帮助交通价格回升。
- **住房价格环比增速 11 月回升至 0.45% (10 月为 0.33%)。**外宿 (酒店) 价格跌幅的收窄是主要推动力。随着圣诞节旺季的来临，外宿价格 12 月可能进一步改善。此外，业主等价租金 CPI 再度维持在 0.5% 左右。住房类 CPI 的韧性和潜在上行仍是核心通胀下行缓慢的主要原因之一 (图表 3)。
- **除住房外核心服务价格增速也有所回升 (11 月：0.5%，10 月：0.34%)。**虽然油价继续下跌，需求改善帮助机票价格环比跌幅收窄 (11 月：-0.39%，10 月：-0.91%)。在劳动力成本仍然偏高的情况下，其余服务价格韧性仍高，尤其是医疗价格环比增速几乎翻倍。

与此同时，我们维持劳动力市场在缓慢收紧但尚未发生质变的基本观点。和我们此前**预期**一致，10 月较弱的就业报告并不可持续：11 月非农新增就业人数反弹至 19.9 万人 (10 月：15 万人，图表 5)，失业率出乎意料地下跌 0.2 个百分点到 3.7% (图表 6)，时薪同比增速停止了连续三个月的下滑，持平在 4% (图表 7)。即便如此，我们仍然相信劳动力市场在缓慢地收紧中。首先，汽车行业罢工对制造业就业数据的扰动或是 11 月较强非农就业的一大推动力，制造业新增就业回升到 2.8 万人，而 10 月份是下降 3.5 万人。其次，10 月的 JOLT 职位空缺和失业人数比例下行至 1.3 (图表 8)，离 1.2 的疫情前水平差距明显收窄。最后，周度的当周初次申请失业金人数连续三周上升 (图表 9)。

金晓雯, PhD, CFA  
首席宏观分析师  
xiaowen\_jin@spdbi.com  
(852) 2808 6437

2023 年 12 月 13 日



扫码关注浦银国际研究

11 月核心通胀环比增速的反弹符合我们核心通胀下行仍将缓慢且波折的**基本观点**。短期来看，劳动力成本仍将是影响除住房外核心服务价格下行的主要原因。中期来看，又有来自商品需求回升（图表 4）和住房价格反弹的潜在压力。我们预计 CPI 从 2023 年的 4.2% 放缓到 2024 年的 2.6%。不过美联储更为看重的核心 PCE 下降幅度或较小，仅下降 1.4 个百分点到 2.8%，高于美联储目前预测的 2.6%。

我们预计明年 7 月开始降息，2024 年下半年共降 100 个基点。鉴于货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，我们预计明年二季度美国经济进入衰退，那么降息或许至少要等到明年三季度。即将在 12 月 14 日举行的美联储会议或给利率决议提供更多线索：我们预计 14 日的美联储会议将小幅调低联储对通胀率的预测，并下调 2024 年政策利率 25 个基点到 4.85%（即预计降息次数从 2 次升至 3 次）。鲍威尔可能会暗示加息已经结束，但是对降息问题态度仍模棱两可。

在加息已经结束，降息明年下半年才开始的基本假设下，我们预计 10 年期美国国债收益率将继续下行，但是暴跌的概率不高，2024 年底或仍在 3.8% 以上。由于经济比较优势和预计晚于其他发达经济体的降息决策，美元指数在加息周期结束后的跌幅或明显小于国债收益率（参见：[《2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场》](#)），2024 年底或仍在 98-100 之间。

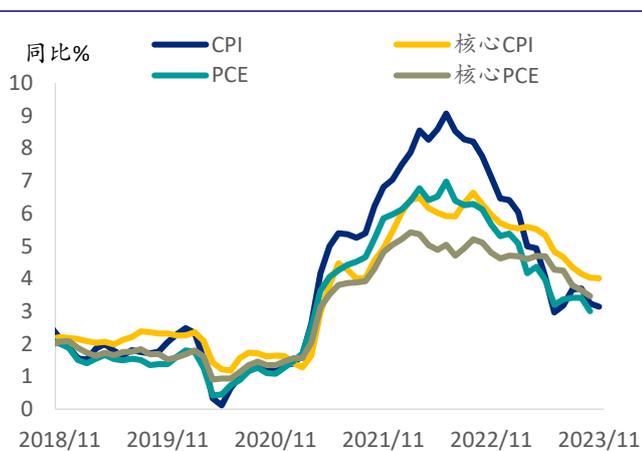
**风险提示：**紧缩周期引发金融危机、美国经济衰退比预计的更深、延续更久。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	23 年 11 月	23 年 10 月	23 年 9 月		
CPI	0.10	0.04	0.40	100.0	0.10
食品	0.22	0.30	0.23	13.4	0.03
能源	-2.29	-2.45	1.52	6.7	-0.15
核心 CPI	<b>0.28</b>	<b>0.23</b>	<b>0.32</b>	79.8	0.23
- 商品	<b>-0.30</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.39</b>	20.8	-0.06
家用家具和供给	-0.66	-0.18	-0.28	4.2	-0.03
服装	-1.29	0.10	-0.76	2.5	-0.03
运输	0.51	-0.37	-0.88	7.5	0.04
医疗护理	0.46	0.42	-0.29	1.5	0.01
娱乐商品	-0.61	0.15	0.29	2.3	-0.01
教育和通讯商品	-2.55	-1.27	0.33	0.8	-0.02
酒精饮料	-0.14	0.17	0.81	0.8	0.00
其它	0.11	1.09	0.48	1.3	0.00
- 服务	<b>0.47</b>	<b>0.34</b>	<b>0.57</b>	59.1	0.28
住房	<b>0.45</b>	<b>0.33</b>	<b>0.65</b>	35.2	0.16
主要居所租金	0.48	0.50	0.49	7.7	0.04
外宿	-0.93	-2.45	3.65	1.1	-0.01
业主等价租金	0.50	0.41	0.56	26.0	0.13
核心服务扣除住房	<b>0.50</b>	<b>0.34</b>	<b>0.46</b>	23.9	0.12
医疗护理	0.60	0.32	0.32	6.4	0.04
运输	1.06	0.83	0.69	6.1	0.07
娱乐	0.06	0.08	0.50	3.1	0.00
教育和通讯商品	0.07	0.02	0.07	4.8	0.00
其它个人服务	0.27	0.13	1.10	0.9	0.00

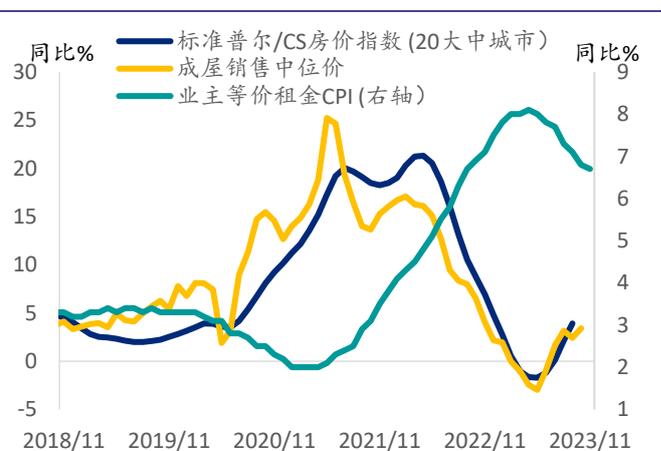
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 美国核心通胀同比 11 月持平



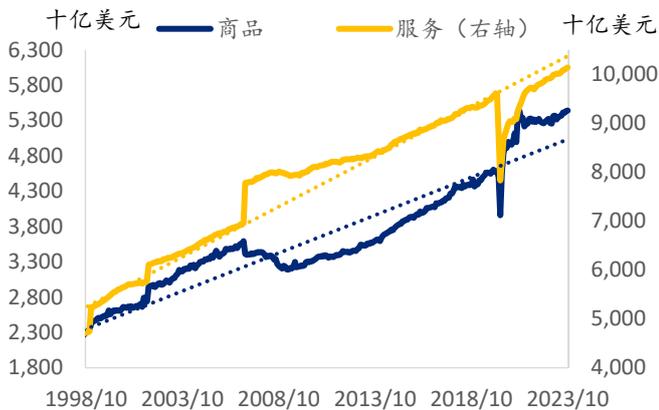
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 租金 CPI 落后房价约 1 年, 明年可能反弹



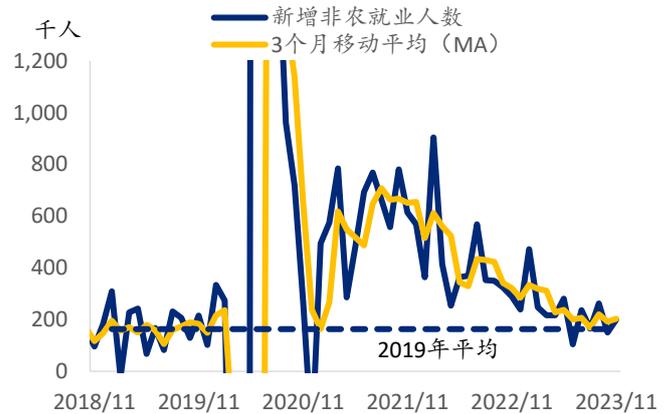
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 商品需求回升或推高核心商品 CPI



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 11月非农新增就业人数反弹至19.9万人



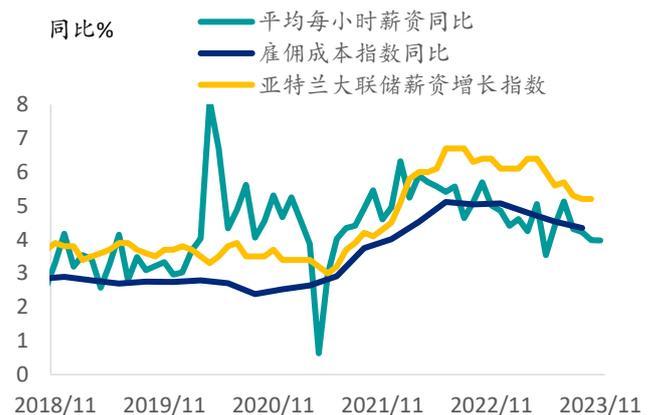
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 失业率出乎意料地下跌 0.2 个百分点到 3.7%



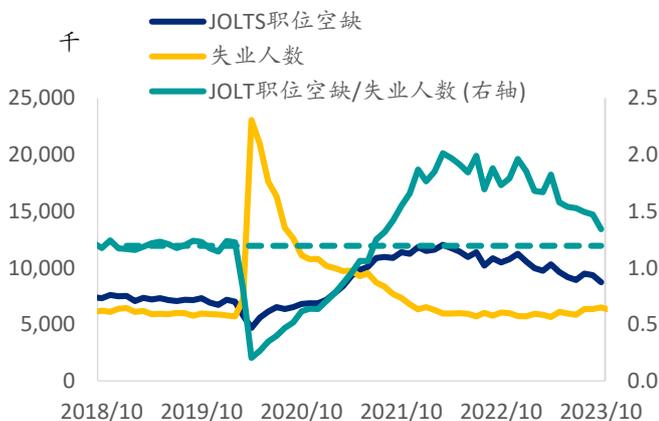
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 时薪同比增速停止了连续三个月的下滑, 持平在 4%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 10 月的 JOLT 职位空缺和失业人数比例下行至 1.3



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 周度的当周初次申请失业金人数连续三周上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 15 日	<a href="#">美国 10 月通胀超预期放缓，加息周期或已结束</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023 年 11 月 2 日	<a href="#">美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？</a>
2023 年 10 月 13 日	<a href="#">美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 21 日	<a href="#">美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久</a>
2023 年 9 月 14 日	<a href="#">美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023 年 8 月 11 日	<a href="#">美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023 年 7 月 27 日	<a href="#">美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束</a>
2023 年 7 月 13 日	<a href="#">美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议</a>
2023 年 7 月 6 日	<a href="#">美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际

## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文颀

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

