

美国商品价格稳定下降，服务价格尚有一定粘性

——美国11月CPI点评

2023年12月15日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国11月CPI环比0.1%，预期0，前值0；同比3.1%，预期3.1%，前值3.2%。

核心CPI环比0.3%，预期0.3%，前值0.2%；同比4%，预期4%，前值4%。

主要观点：

- 1、商品价格稳定下降，住宅价格再升，非住宅服务价格环比并未减速，仍有部分粘性，但回落趋势不变。
- 2、明年一季度降息可能不大，二季度靠后段时间可开始考虑，第一阶段降息幅度为50bp左右，市场过于乐观。
- 3、明年美国十年期国债利率下限暂时看到3.65~3.85%；美股维持短期没有明显风险点，长期仍保持中性谨慎。

房屋价格继续增长，抵消了汽油价格的下降。 环比方面，能源价格环比-2.3%，其中汽油价格-6%；食品稳定0.2%；核心还比0.3%，增长的有住宅0.4%、医疗0.6%、二手车1.6%，车险1%；下降的有服饰-1.3%、家具装修-0.4%，通信-0.6%，以及休闲娱乐、机票、新车等。同比方面，核心通胀同比4%，住宅6.5%，贡献了接近70%，其他增长较多的为机动车保险19.2%，休闲娱乐2.5%，个人护理5.2%，新车1.3%。

能源和食品基本稳定，商品价格稳定下降，住宅价格再升。 今年下半年，通胀的基数效应结束，7月以来的CPI同比反复远好于预期。受住宅分项的有限回落，核心CPI下半年也没有反弹，继续回落。由于原油价格下跌（图13），短期内通胀不会有实质性压力。非能源食品的商品价格环比已连续6个月处于下降通道（图7）。住宅方面，价格端，房贷利率随着美十债利率下跌（图8）；供给端，住宅市场存量房屋数太少，住宅市场处于紧平衡状态；收入端，失业率极低，三重因素均支撑房价的再次反弹。随着加息周期结束，明年下半年可能进入降息通道，房价仍有支撑。预计核心通胀回落较通胀更为缓慢。

8月以来，非住宅服务价格环比并未减速。 注意到不含住宅的服务类价格基数效应11月结束，同比略有翘尾；环比略有回升，并未跌破前期平台（图5、图7）。非住宅服务价格停留在0.5~0.6%平台（图7），与服务业就业仍旧紧绷相吻合。商品价格回落而服务价格继续上升也符合商品冷服务热的经济特点。虽然服务价格粘性仍在，但相较于去年仍是有较大缓解（去年高位平台为0.8%~1%，图7）。

宏观上，通胀取决于两个方面，一政策面，包含货币和财政政策；二基本面，包含需求方和供给方。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性预期，财政政策受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，明年大概率支出会受到限制。基本面方面，由家庭消费主导的私人消费以及地产恢复利率弹性，总需求尚可，供给方从大宗价格和供应链来看都得到极大的缓解，预计明年通胀总体水平压力不大，如果每月环比稳定在0.2~0.3%附近，则明年CPI同比应在2.5~3.5%之间。若明年降息幅度过大，则下半年有通胀反弹的可能。

若岗位空缺如10月一样继续回落，则加息的必要性下降。我们今年一直认为政策利率高于5.25%的时间不会太长。今年年中美联储对通胀过于担忧，导致进一步加息。实际通胀数据远好于当时美联储的预期，并没有看到核心通胀，特别是非住宅部分的粘性过高，数据与美联储担忧不符。我们仍认为美国经济短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过5.25%衰退风险加大的观点。当核心CPI环比稳定在0.3以下则不会触发加息条件。

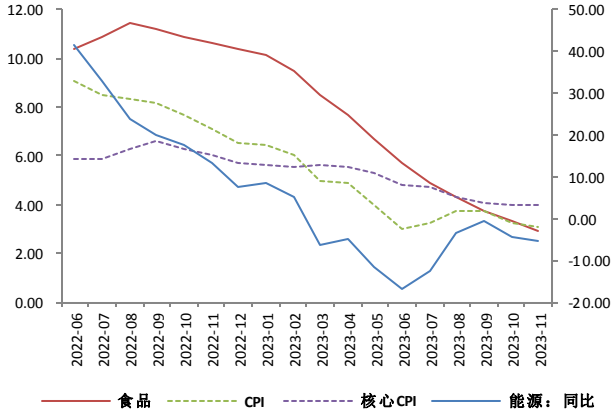
明年一季度降息可能不大，二季度靠后段时间可开始考虑。 若要避免后期过早衰退，停留在5.25%上方的时间不宜过长。此外，鉴于地产市场已摆脱08年次贷危机阴影，恢复了对利率的敏感度，当前地产市场处于紧平衡状态，而非疲软。这意味着明年也不能降息太多，目前市场对明年降息幅度预期过于乐观。当经济特别是地产开始恢复对利率的敏感度时，降息幅度

应更为谨慎。我们预计第一阶段降息幅度为 50bp 左右。市场方面，短端利率再次倒挂，显示市场定价已隐含降息预期。1 年期国债利率再次回落到 FFR 下方，倒挂利差约为 27bp（图 11）。

明年美国十年期国债利率下限暂时看到 3.65~3.85%。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平。股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，长期继续维持中性。最后，由于全球加息周期结束，美元强势结束。但全球需求不旺，通胀压力下降，大宗商品仍以震荡为主。

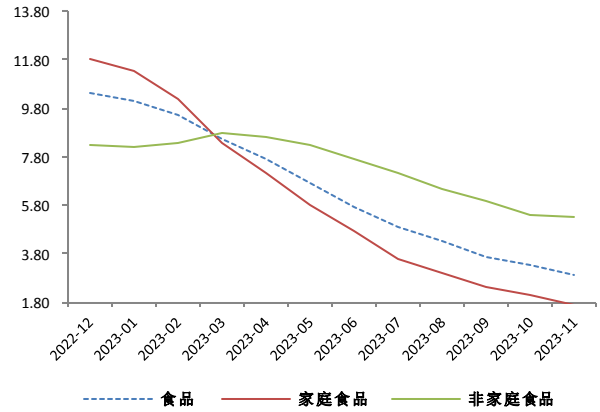
风险提示：海外经济衰退。

图1: CPI、核心CPI、食品和能源价格同比 (%)



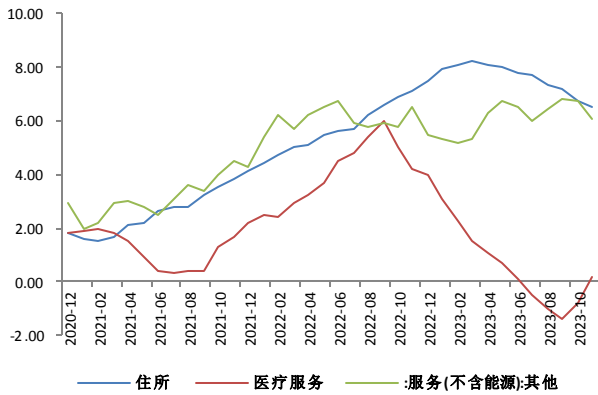
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: 食品同比回落显著 (%)



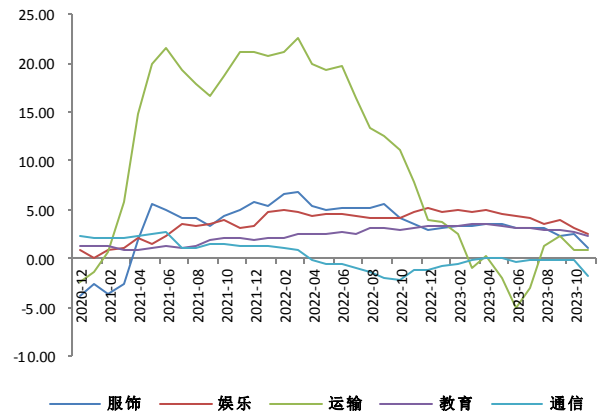
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 服务通胀同比分项 1 (%)



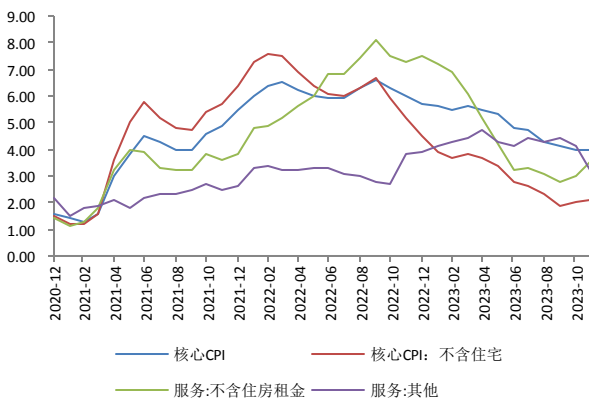
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 服务通胀同比分项 2 (%)



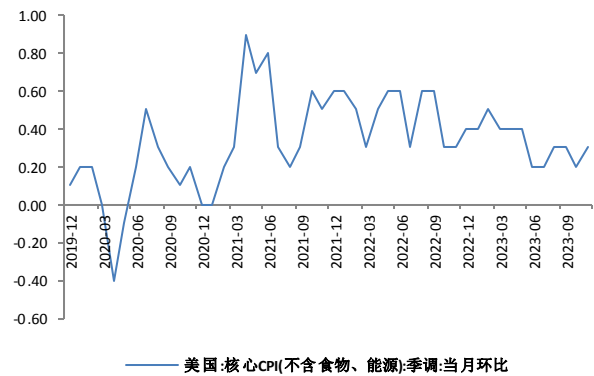
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 不含住宅服务同比略有翘尾 (%)



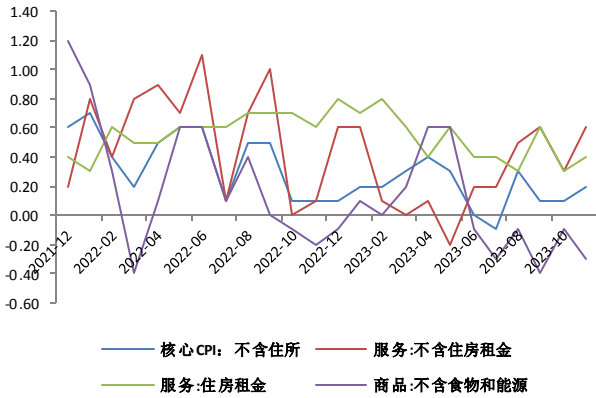
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 核心CPI环比维持0.3%平台 (%)



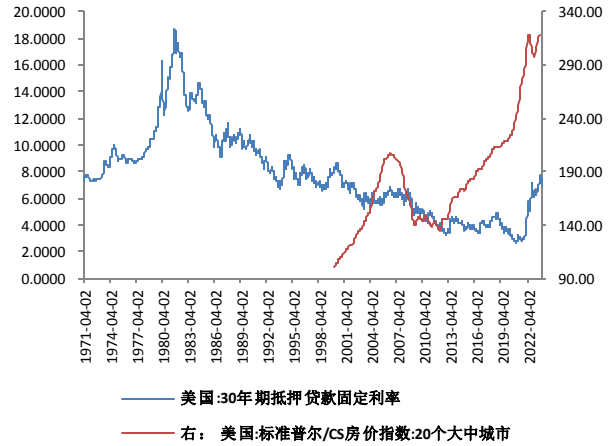
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7：非住宅服务环比尚未减速（%）



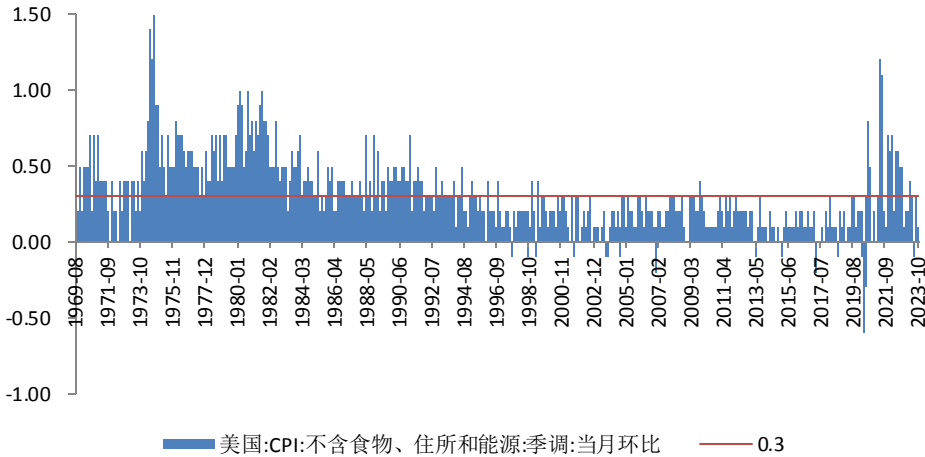
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房价反弹（%）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图9：非住宅核心CPI环比增速略有回升，11月环比为0.2（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：住宅分项继续降低通胀压力（%）：同比

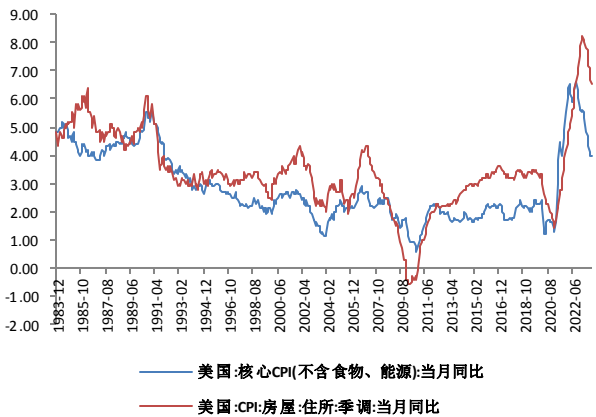
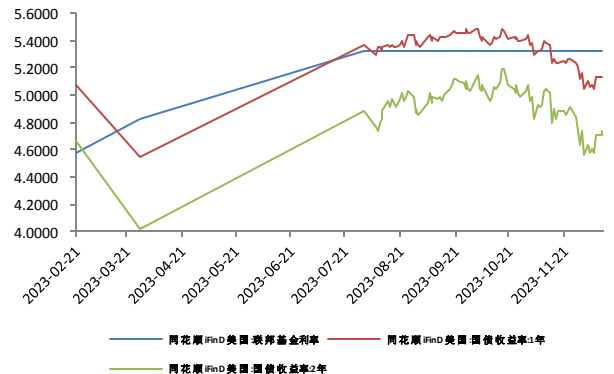
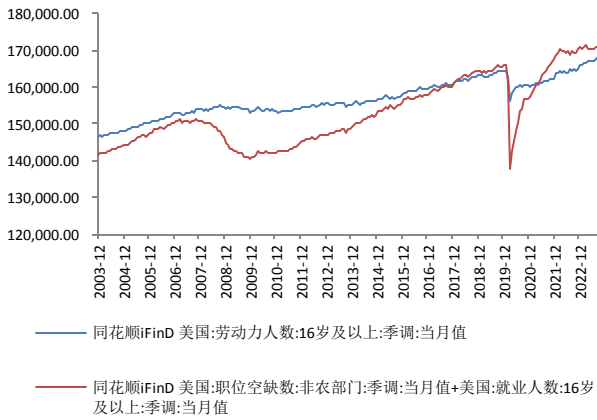


图11：一年期国债利率回落至 FFR 下方（%）

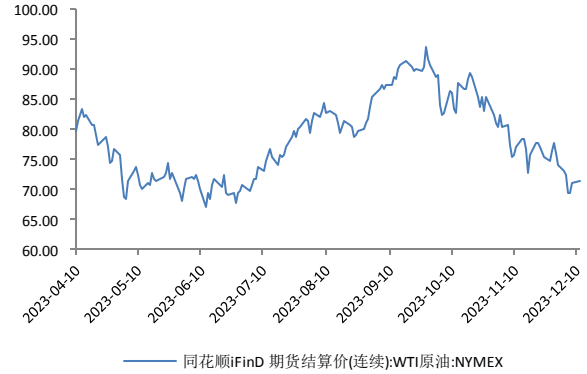


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：岗位空缺数下降（千人）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：原油价格下降（美元）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，海外进入降息通道	2023-12-08
宏观普通报告	宏观普通报告：加息周期接近结束	2023-11-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期偏鹰	2023-09-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀数据尚可，关注9月	2023-09-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能略有减弱	2023-09-13
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能略有减弱	2023-09-12
宏观普通报告	宏观普通报告：美国劳动力市场紧绷进入中后期	2023-09-05
宏观普通报告	宏观普通报告：美国服务业就业快速恢复期结束	2023-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储保留进一步加息空间	2023-07-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀压力下降	2023-07-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526