



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

能源跌价助力美国通胀放缓，关注服务涨价

——2023年11月美国通胀数据点评

日期： 2023年12月18日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《社融反弹并未动摇债市看多基础》

——2023年12月14日

《高质量发展道路上稳中求进》

——2023年12月13日

《美债或继续下调，长期配置价值明显》

——2023年11月19日

■ 主要观点

高基数导致CPI同比增速略有下降。

11月份美国CPI同比增长3.1%，较上月下降0.1%。其中，CPI环比增长0.1%，翘尾因素下降0.2%，可见同比下行主要是去年高基数造成的。

能源降价导致CPI环比涨幅较低，警惕服务环比涨幅扩大。

从环比结构看，11月美国核心CPI环比增长0.3%，食品项环比上升0.2%，能源项环比下降2.3%，能源项降价是10、11月美国环比增速保持低位的重要原因，8、9月份环比增速高达0.6%、0.4%也是能源项大幅涨价所致。

从另一种分类角度看，商品项环比下降0.7%，跌幅较上月扩大0.3%；而服务项环比上升0.5%，增速较上月提高0.2%。服务价格坚挺或在一定程度上构成通胀下行阻碍。

核心CPI中，商品项连续6月降价，服务项下房租涨价明显。

核心CPI中的商品项，环比自6月以来保持下降，11月环比下降0.3%，降幅略升，细分来看，除运输产品、医疗产品和其他环比有所上升外，其余均环比下降，且较上月相比降幅有较大程度提高。

核心CPI中的服务项11月环比增长0.5%，涨幅较上月扩大。其中，住房分项环比增长0.4%，涨幅较上月扩大0.1%，主要是房租涨价；教育通信服务环比涨幅略微扩大，共同推动服务项涨价趋势。

PPI同比增速下降，系能源、服务价格下降所致。

11月，美国PPI同比上升0.9%，增速较上月降低0.3%。其中，环比下降0.3%，翘尾因素变化0.0%。可见物价下跌是PPI同比回落的主要因素。

细分项来看，商品与服务价格均下降，11月分别环比下降0.4%与0.3%。其中，商品主要是能源商品跌价拖累，11月环比下降2.9%，其他商品均涨价。服务中的贸易与运输仓储价格也出现明显降价，11月分别环比下跌0.9%与0.7%。

原油价格下跌有望对冲服务涨价，后续美国CPI较难出现大幅反弹。

10、11月美国通胀压力有所缓解，原油价格下跌起到较大的作

用。12 月上半月原油价格仍然在下跌，WTI 原油期货结算价目前已跌至 70 美元/桶以下，有望对冲 CPI 中服务项涨价。我们认为后续美国 CPI 较难出现大幅反弹，美联储也不会因此转鹰。

## ■ 投资建议

**警惕非农超预期对美债收益率的影响，暂不拉久期。**

美债收益率快速下降，已经充分反映通胀稳定以及议息会议鸽派基调的影响，展望美债收益率后续表现，即将公布的非农数据是重要变量。由于 11-20 日汽车行业大罢工已经结束，我们认为 11 月非农数据可能表现超预期，对美债收益率产生向上的影响。因此，我们建议暂不拉久期。

## ■ 风险提示

原油价格波动较大，可能因加以冲突扩大而大涨；  
服务价格上涨超预期。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。