

通胀放缓的证据继续增加

20230113

核心内容:

- **CPI 下行符合预期，通胀放缓证据增加** 12月消费者价格指数的同比增速从11月的7.1%下行至6.5%；核心CPI同比降低至5.7%，比10月下行0.3%。季调环比方面，CPI自2020年5月以来增速首次转负，降低0.1%，核心CPI增速为0.3%，比上月的0.2%略有加快。核心通胀与名义通胀的分化继续，部分能源和核心商品在高基数下陷入通缩的势头愈发明显，加息终值难以继续提升。关于2月的FOMC会议，我们倾向于美联储保持50BP的加息幅度，因为虽然通胀如期回落，核心部分的压力仍然不低，且美国商业银行的信贷派生尚未显著放缓。因此，50BP不仅可以尽快让实际利率转正，也可以纠正市场中过分乐观的预期，防止通胀反复。
- **能源与汽车领头下行，食品价格开始缓和** 能源和汽车部分对价格回落贡献最大。12月CPI能源商品同比增速0.4%，2023年1月即将进入负增长区域；能源服务同比上行至15.6%，但在天然气价格放缓的背景下未来也会下行。在2022年末较快的回落，能源价格可能随着美欧经济恶化程度弱于预期以及中国经济的复苏而找到一定支撑，未来继续大幅下行概率偏低。12月家庭和非家庭食品的环比增速再次下行，处于两年来的较低位置。食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右，尽管未来该指数还有一个小峰值，但食品通胀越过拐点，整体保持回落的趋势开始确认，这也增加了通胀继续下行的理由。
- **居住成本在2023上半年整体高位，服务仍有粘性** 居住成本按照预估的路径继续上行，对CPI的拉动仍将保持在2%以上，但也难再继续大幅上升，只是阻碍通胀向2%更快靠近；2023年下半年也将逐渐走弱。美国的服务业缺口使核心服务部分粘性较强：一方面，短期的劳动供给缺口不会弥合，只能靠需求的回落，而目前美国的消费数据和各项贷款显示需求强于预期。另一方面，工会在铁路和其他服务行业的议价能力有所加强。最后，美国的劳动生产率因为疫情出现了负增长，也不利于劳动需求放缓。
- **短期关注美元回落、美债和黄金的配置机会** 2023上半年的通胀数据大概率继续确认价格回落，因此美元指数会进一步震荡下行，但外部投资者对美债的配置、美联储的缩表和美国经济的相对韧性会防止其快速下滑。利率终值不再上升与衰退概率的加深也使长端美债的配置价值更加确定。权益市场仍在等待“盈利底”，但是2023年盈利预计下滑最大的是能源板块，通信、可选消费等已经在2022年出现较大回落，也即能源以外板块的利润下行可能没有指数的整体预期反映的那么悲观。近期PMI等数据的回落也在支持实际利率回落的预期，黄金价格有继续上行的空间。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

特别感谢: 于金潼

主要风险: 重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

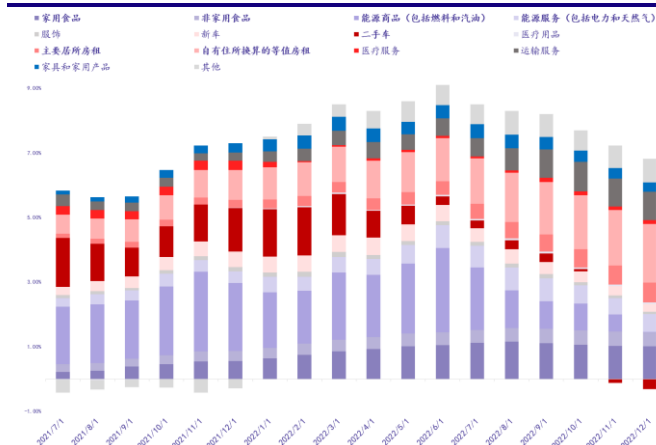
美国劳工数据局（BLS）公布的12月消费者价格指数（CPI）下行，符合市场预期：同比增速从11月的7.1%下行至6.5%；剔除能源和食品的核心CPI同比降低至5.7%，比10月下行0.3%。季调环比方面，CPI自2020年5月以来增速首次转负，降低0.1%，核心CPI增速为0.3%，比上月的0.2%略有加快。在12月时薪增速低于预期后，物价增速的又一次大幅放缓在为美联储提供更多确立通胀回落的证据；虽然核心部分的环比仍然保持了一定增长，但中枢也已降低。核心通胀与名义通胀的分化继续，部分能源和核心商品在高基数下陷入通缩的势头愈发明显。尽管鲍威尔在12月的FOMC会议上保持了偏鹰派的引导，但是通胀在2023上半年较快回落的判断无疑得到了数据的印证，加息终值难以继续提升。关于2月的FOMC会议，市场有不少倾向放缓至25BP的讨论，我们倾向于美联储保持50BP的加息幅度，因为虽然通胀如期回落，核心部分的压力仍然不低，且美国商业银行的信贷派生尚未显著放缓。因此，50BP不仅可以尽快让实际利率转正，也可以纠正市场中过分乐观的预期，防止通胀反复。

从构成来看，能源和商品部份继续对回落做出最大贡献，高权重的汽车和能源商品价格显著走低。其他同比增速回落的重要项目还有食品、服装、家居和家用产品等；而滞后的居住成本和包括运输、娱乐以及医疗服务在内的项目同比增速比11月小幅加快。环比方面，食品类的增速进一步放缓至0.3%，很快将成为带动同比快速回落的又一动力；能源与二手车价格延续了幅度较大的环比负增长；服务部分增速仍有0.5%，这主要是由于滞后的居住成本增长了0.8%，但也反映出服务粘性更强。

能源和商品价格增速的进一步放缓料将持续，零售数据也在印证商品消费的走弱，非核心服务部分涨价弱化是较为确定的；居住成本的上行源于统计滞后，在2023Q3也将逐步走弱，所以不确定性主要在核心服务部分。在美国劳动供给存在中长期问题的情况下，服务价格的回落会相对缓慢。我们认为2023Q2末，CPI同比增速有望降低至3%以下，但核心仍处于3.3%左右的水平且不会迅速靠近2%。

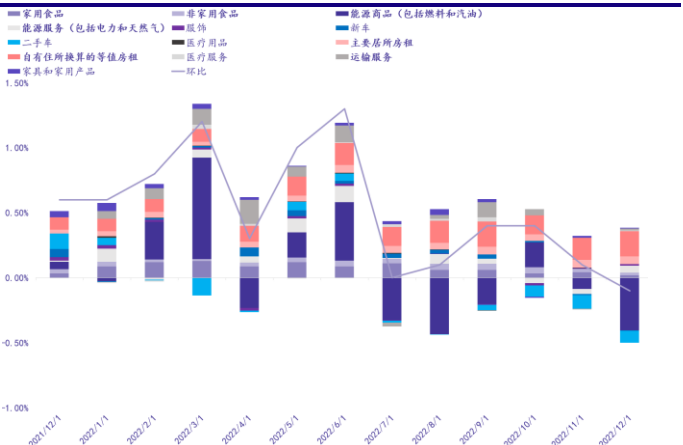
CPI提供了更多通胀放缓的证据，5.00%-5.25%的加息终值暂无提升的必要，美联储有望在2023年Q1后停止加息，实际利率也将转正。美国经济的韧性可能使浅衰退在四季度或更晚出现，因此降息也不会迅速来临。通胀下行和衰退预期使美债的配置价值上升，美元将在通胀回落的背景下跟随下行，但外部投资者对美债的配置、美联储的缩表以及美国韧性较好的经济阻止美元大幅回落。美股风险偏好的短期改善后的“盈利底”还未到来，衰退幅度可能较浅也是一个好消息，未来盈利回落可能更多来自能源企业。市场中仍存在较强的实际利率走弱的预期，黄金还有上行空间。

图 1：12月CPI同比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：12月CPI环比主要拉动项拆分（%）



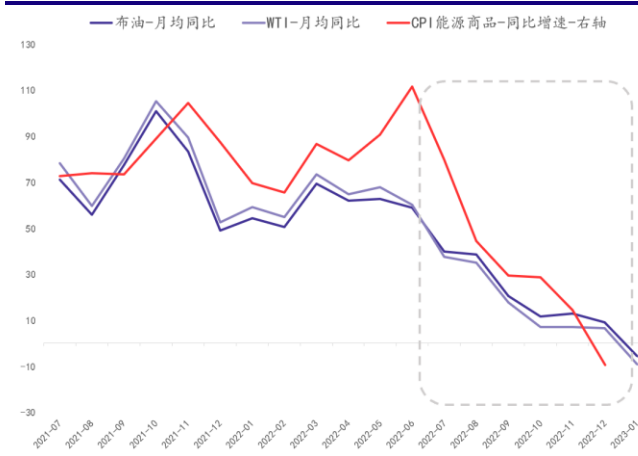
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(一) 能源与汽车领头下行，食品价格同样开始缓和

12月份能源部分价格整体继续回落，WTI原油环比下行9%，NYMEX天然气环比下行-10%，在同期基数抬升的背景下加速回落。12月CPI能源商品同比增速0.4%，2023年1月即将进入负增长区域；能源服务同比上行至15.6%，但在天然气价格放缓的背景下未来也会下行。在2022年末较快的回落后，能源价格可能随着美欧经济恶化程度弱于预期以及中国经济的复苏而找到一定支撑，未来继续大幅下行概率偏低；虽然如此，高基数效应依然会支持能源部分在2023上半年进入负增长，加快通胀的回落。不过，仍然需要警惕俄乌冲突和其他超预期因素对能源价格造成向上的压力。

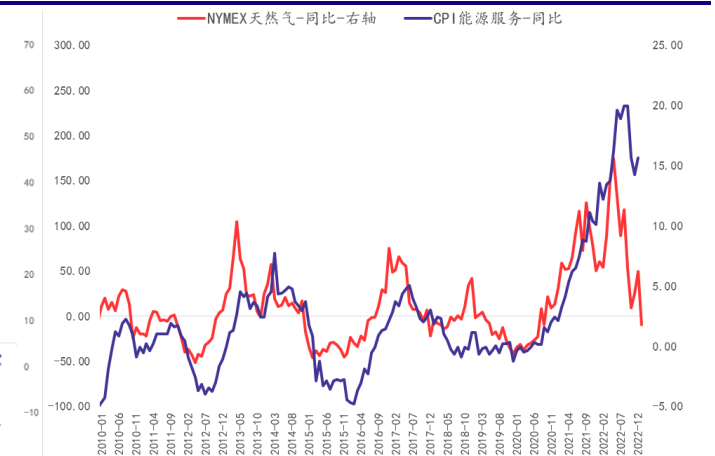
另外一个好消息来自于食品价格，12月家庭和非家庭食品的环比增速再次下行，处于两年来的较低位置。食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右，尽管未来该指数还有一个小峰值，但食品通胀越过拐点并整体保持回落的趋势开始确认，这也增加了通胀继续下行的理由。

图 3：原油价格同比增速继续 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：天然气价格的下行可能在未来传导 (%)

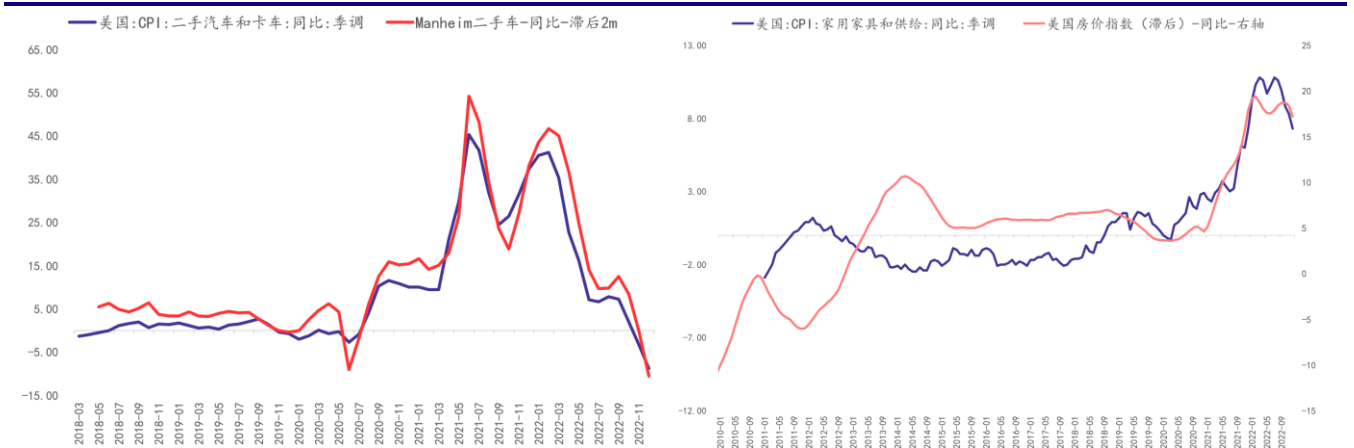


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

商品方面的下行仍然来自于（1）供应链和改善，（2）美联储加息打击总需求的效果进一步体现和（3）部分商品的高基数效应加深。二手车价格已经滑落至-8.8%，短期在高基数下仍会保持负增长，新车也随着二手车价格的回落和供给的增加下行，环比也保持了负增长。其他商品方面，医疗商品在低位震荡，服饰虽然出现环比回升，但对通胀构成的压力不大。家具和家用产品出现环比从 0.2，同比增速也在基数效应下缓慢降低；家具和家用产品与地产价格和销售关系较为密切，但不像居住成本一样存在滞后效应，所以粘性较低，2023 年预计跟随房价下行。至此，核心商品回落的势头也已确认。

图 5：二手车价格由于高基数大幅下跌 (%)

图 6：家居相关商品预计跟随房价回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 居住成本在 2023 上半年高位震荡，服务仍有粘性

最大的不确定性依然来自美国劳动市场在供需不平衡下的超预期韧性。从供给侧考虑，美国短期面临由 200 万超额退休、40 万的新冠死亡以及 100 万移民构成的巨大缺口，婴儿潮一代的持续退休、65 岁以上劳动参与率的中枢下降以及美国中长期人口结构问题预示供给缺口短期难以弥合。从需求侧考虑，美国居民的实际服务消费尚未恢复到疫情前，消费信贷的派生仍在继续，超额储蓄和相对健康的资产负债表支持服务支出；同时，随着未来通胀的回落和名义工资增速短期保持在 5% 附近，居民实际收入增速存在转正的可能。因此，超额储蓄的存续、信贷的短期支持和服务需求的继续恢复都在阻碍通胀回落至 2% 的目标附近。我们的菲利普斯曲线模型也暗示劳动紧张下价格短期难以回到 2%，更可能在 3% 上方。

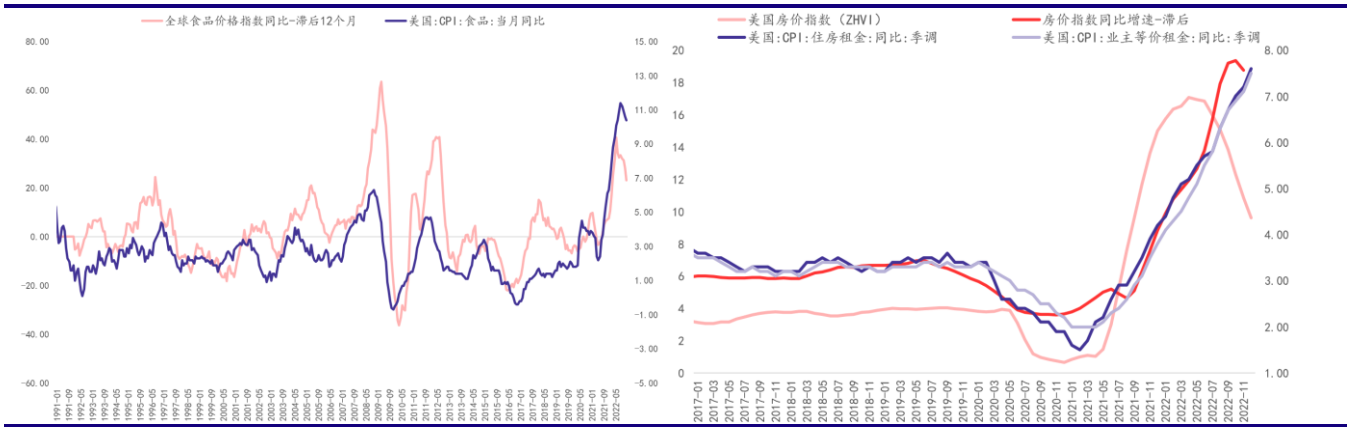
12 月部分价格出现了小幅反弹，商品中服饰类环比上行 0.5%，运输服务环比 0.2%，医疗服务 0.1%。不过这些类别 11 月环比基本为负增长或零增长，权重也较低，并不会改变价格回落的趋势。食品和运输服务未来均有望放缓，支持通胀在上半年下行。不过，美国的服务业缺口使核心服务部分整体粘性较强：一方面，短期的劳动供给缺口不会弥合，只能靠需求的回落，而目前美国的消费数据和各项贷款显示需求强于预期。另一方面，工会在铁路和其他服务行业的议价能力有所加强，可以参考美国参议院在 12 月增加福利以避免铁路工人罢工的事件。最后，美国的劳动产出率因为疫情出现了负增长，这意味着同样的产出需要更多的雇员。因此，名义通胀虽然回落，但核心部分的中枢可能出现小幅抬升。

居住成本两项对 CPI 的拉动在 12 月已经达到 2.44%。CPI 对房价和房租的统计一般滞后 12-16 个月，且 Zillow 和房地美统计显示 2022 上半年房价同比增速仍高达 15%-18%。这意味着 2023 上半年，无论美联储加息与否，居住成本都将对名义和核心通胀构成持续的压力。虽然居住成本两项对 CPI 的拉动仍将保持在 2% 以上，但是也难再继续大幅上升，只是阻碍通胀向 2% 更快靠近。

从 10-12 月的通胀数据来看，能源和部分商品陷入负增长的态势明确，已经形成了价格回落和高基数的叠加，食品也展现出下行势头。居住成本短期不会下降，2023 下半年也会跟随房价回落。未来对于通胀路径的判断，尤其是 2023 年下半年的走势，需要重点关注劳动市场的情况。

图 7: 食品价格下行幅度可能加大 (%)

图 8: 居住成本对 CPI 的拉动还会持续一段时间 (%)

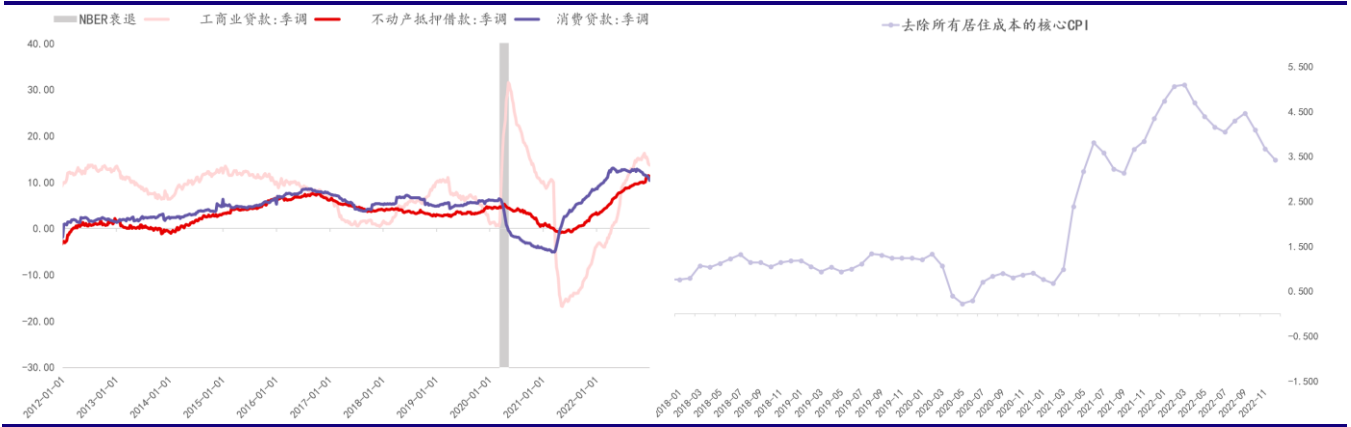


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 存在滞后的消费信贷增速仍然较高 (%)

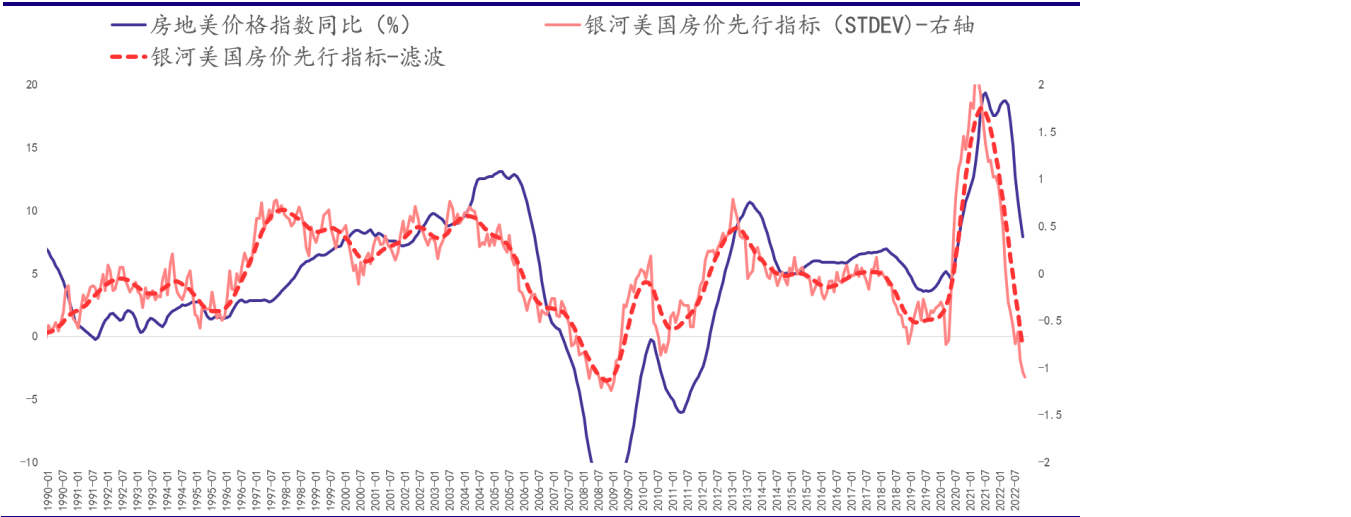
图 10: 核心价格在商品带动下放缓, 但服务需要警惕



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 美国房价先行指标指向下行



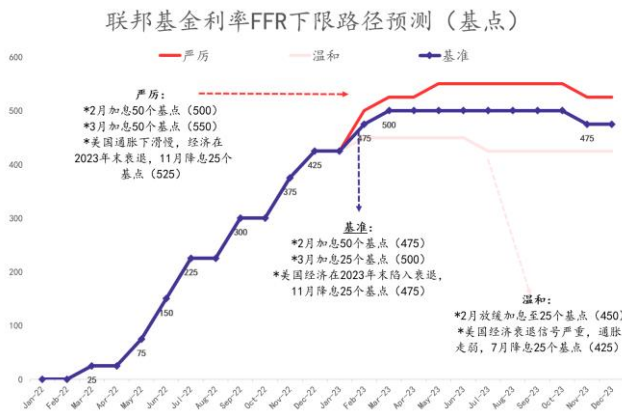
资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

(三) 短期关注美元震荡回落、美债以及黄金的配置机会

CPI 数据公布后，美股小幅收涨，美债收益率回落，美元进一步下行。居住成本的韧性和部分价格的小幅反弹可能对市场情绪有一定克制，但在 2023 上半年通胀快速回落的概率加快，美联储内部也出现了讨论进一步放缓加息的声音。在此基础上，不排除 2 月 FOMC 会议进一步放缓加息至 25BP 的可能，但我们更倾向于美联储维持 50BP 以尽快使实际利率回正、防止预期反弹的看法。

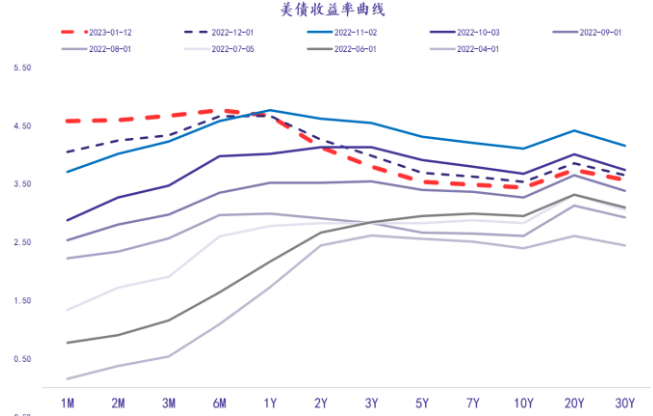
2023 上半年的通胀数据大概率继续确认价格回落，因此美元指数会进一步震荡下行，但外部投资者对美债的配置、美联储的缩表和美国经济的相对韧性会防止其快速下滑。利率终值不再上升与衰退概率的加深也使长端美债的配置价值更加确定。权益市场仍在等待“盈利底”，但是 2023 年盈利预计下滑最大的是能源板块，通信、可选消费等已经在 2022 年出现较大回落，也即能源以外板块的利润下行可能没有指数整体预期反映的那么悲观。近期 PMI 等数据的回落也在支持实际利率回落的预期，黄金价格有继续上行的空间。

图 12：美联储加息路径预测 (%)



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 13：美债收益率曲线倒挂加深 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn