

通胀数据难以缓和美联储与市场的预期分歧

—美国11月CPI数据

核心要点:

- **CPI和核心CPI增速符合预期，能源商品的回落贡献明显：**美国11月消费者价格指数（CPI）同比增速从10月的3.2%降低至3.1%；剔除能源和食品的核心CPI同比4.0%，与10月持平，符合预期。季调环比方面，CPI增速为0.1%，核心CPI增速略回升至0.3%。名义CPI的进一步缓和主要是由于原油价格在产油国限产不及预期等因素的影响下回落，居住成本的下行仍然偏缓慢并对核心通胀形成支撑。市场仍然定价了美联储2024年较大幅度的降息，但近期劳动数据和核心通胀的韧性意味着美联储短期仍可能保持偏鹰派口吻，短期经济和通胀数据的震荡将使市场与美联储引导形成预期分歧继续存在。
- **通胀2024年向2%靠拢的概率提升，但短期美联储可能难以在降息预期上“松口”：**我们倾向于（1）11月能源价格在需求预期弱势、产油国难以进一步显著减少供给的情况下的走弱是名义CPI延续缓和的主因，居住成本0.4%的环比增长也表明核心通胀的走弱还需一段时间，但向2%目标靠拢的趋势没有改变。（2）尽管12月名义CPI同比增速仍可能因为基数效应等因素回升，但在2024年前三季度整体应处于持续放缓的状态，核心CPI也将在2024年一季度出现明显缓和，这有利于美联储在二季度末开启降息。（3）核心通胀放缓的主要动力依然是居住成本的下行和核心商品价格的持续疲弱，服务价格在劳动市场韧性和薪资的支撑下预计降幅更缓慢，但2024年中时核心CPI有不低的概率靠近2%。（4）密歇根大学调查的消费者通胀预期从高位回落，美联储对未来通胀稳定下行应当更有信心。（5）美联储在核心通胀保有粘性的情况下较难在2024年一季度开启降息，但其全年降息幅度预计不低于100BP。**我们目前对12月CPI的预测增速为3.3%，核心增速在3.9%左右。**
- **消费者通胀预期再度回落，“二次通胀”叙事短期失去动力：**不论是从CPI还是PCE的核心服务部分考虑，服务成本在薪资和需求逐渐下行的情况下的回落趋势也已经形成，这对通胀控制亦是积极信号，但短期的核心通胀还是阻碍美联储在2024年一季度即开始降息的理由。另一个好消息是此前密歇根大学消费者通胀预期调查中的反弹的短期和5年预期在油价降低、通胀和经济数据弱化的情况下开始回落。**短期通胀预期由4.5%重新回落至3%左右，5年期也在3%附近。尽管通胀预期和未来实际通胀增速的关系并不稳定，但这一美联储十分关键的预期指标的回落暗示此前“二次通胀”叙事的影响力逐渐消散。**
- **短期市场预期和美联储预期引导的分析仍将存续：**在劳动数据略强于市场预期的情况下，符合预期的CPI并不能解决市场与美联储在降息预期上的分歧。尽管通胀稳定回落的证据愈发充足，希望维护自身信誉并保持金融条件紧缩的美联储还在尽量营造中性偏鹰的货币政策环境。CPI数据公布后，美债收益率整体震荡，美股继续上涨，联邦基金利率期货显示市场预期的首次降息将在2024年5月出现，全年降息幅度依然维持125BP。在经济数据短期维持韧性、核心通胀下行幅度没有强于预期的情况下，市场对2024年降息的时点和幅度仍有“抢跑”的嫌疑。因此，短期美国国债的短端收益率依然存在震荡回升的可能，10年期在美联储发出鸽派声音前仍易以震荡为主；美元指数方面，在市场预期欧元区更早且更大幅度降息的情况下，其高位震荡的时间可能长于美债。

分析师

章俊

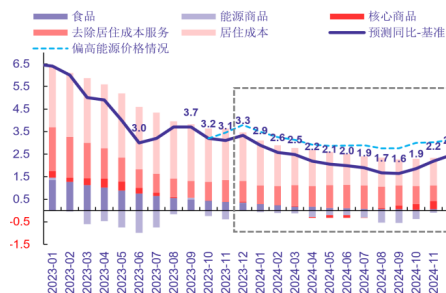
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

2024年通胀有望阶段性回到2%附近



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 地缘政治冲突加剧的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

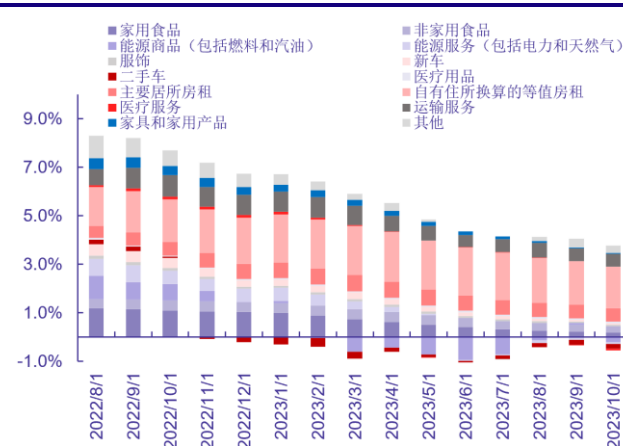
美国劳工数据局（BLS）公布 11 月消费者价格指数（CPI），其同比增速从 10 月的 3.2% 降低至 3.1%，与市场预期一致；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 4.0%，与 10 月持平，同样符合预期。季调环比方面，CPI 增速为 0.1%，核心 CPI 增速略回升至 0.3%。**名义 CPI 的进一步缓和主要是由于原油价格在产油国限产不及预期等因素的影响下回落，居住成本的下行仍然偏缓慢并对核心通胀形成支撑。市场仍然定价了美联储 2024 年较大幅度的降息，但近期劳动数据和核心通胀的韧性意味着美联储短期仍会保持偏鹰派口吻，短期经济和通胀数据的震荡将使市场与美联储引导形成预期分歧继续存在。**

我们倾向于（1）11 月能源价格在需求预期弱勢，产油国难以进一步显著减少供给的情况下的走弱是名义 CPI 延续缓和的主因，居住成本 0.4% 的环比增长也表明核心通胀的走弱还需一段时间，但向 2% 目标靠拢的趋势没有改变。（2）尽管 12 月名义 CPI 同比增速仍可能因为基数效应等因素回升，但在 2024 年前三季度整体应处于持续放缓的状态，核心 CPI 也将在 2024 年一季度出现明显缓和，这有利于美联储在二季度末开启降息。（3）核心通胀放缓的主要动力依然是居住成本的下行和核心商品价格的持续疲弱，服务价格在劳动市场韧性和薪资的支撑下预计降幅更缓慢，但 2024 年中核心 CPI 有不低的概率靠近 2%。（4）密歇根大学调查的消费者通胀预期从高位回落，美联储对未来通胀稳定下行应当更有信心。（5）美联储在核心通胀保有粘性的情况下较难在 2024 年一季度开启降息，但其全年降息幅度预计不低于 100BP。

我们继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。能源方面，能源商品环比和同比均明显下行，对名义 CPI 的回落有最显著的贡献；能源服务同比回升至零增长，环比因季节性因素回暖。食品环比有所放缓，但非家庭食品的韧性削弱了价格降幅。核心商品价格环比回落，11 月延续同比零增长，未来环比预计继续保持小幅通缩至零增长状态，新车与家具和家用产品等持续弱化，二手车环比仅边际回升，商品整体无需担忧。居住成本环比增速在 10 月回归常态后延续，缓慢降低的趋势会在 2024 年前三季度延续。服务方面仍然相对具有韧性，其弱化情况仍取决于劳动市场薪资的降幅，但走弱的趋势已经显现。因此总体上，2024 年名义和核心通胀回归 2% 中枢的希望正在加强，名义 CPI 存在阶段性低于 2% 的概率。**我们目前对 12 月 CPI 的预测增速为 3.3%，核心增速在 3.9% 左右。**

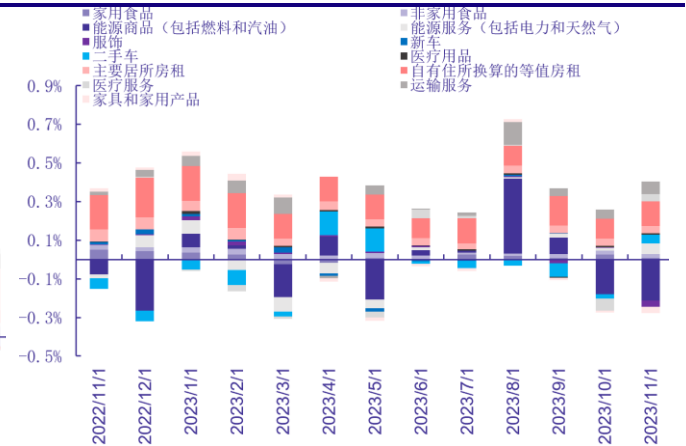
在劳动数据略强于市场预期的情况下，符合预期的 CPI 并不能解决市场与美联储在降息预期上的分歧，尽管通胀稳定回落的证据愈发充足，希望维护自身信誉并保持金融条件紧缩的美联储还在尽量营造中性偏鹰的货币政策环境。CPI 数据公布后，美债收益率整体震荡，美股继续上涨，联邦基金利率期货显示市场预期的首次降息将在 2024 年 5 月出现，全年降息幅度依然维持 125BP。**尽管我们的预测显示通胀有不低的概率在 2024 年回归 2% 的中枢，但在经济数据短期维持韧性、核心通胀下行幅度没有强于预期的情况下，市场对 2024 年降息的时点和幅度仍有“抢跑”的嫌疑。因此，短期美国国债的短端收益率依然存在震荡回升的可能，10 年期在美联储发出鸽派声音前仍易以震荡为主；美元指数方面，在市场预期欧元区更早且更大幅度降息的情况下，其高位震荡的时间可能长于美债。**

图 1：11 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 2：11 月 CPI 环比主要拉动项拆分

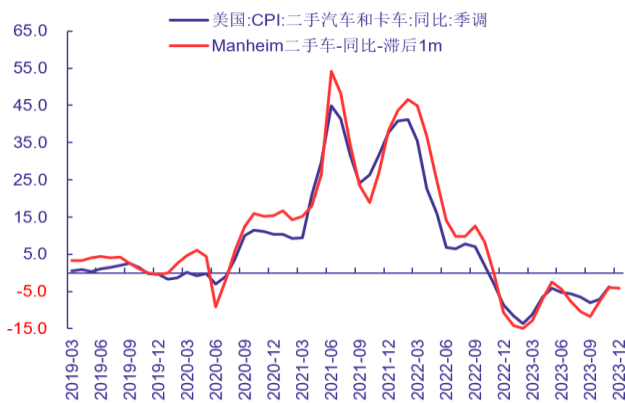


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

（一）能源商品再度回落，核心商品环比持续负增长

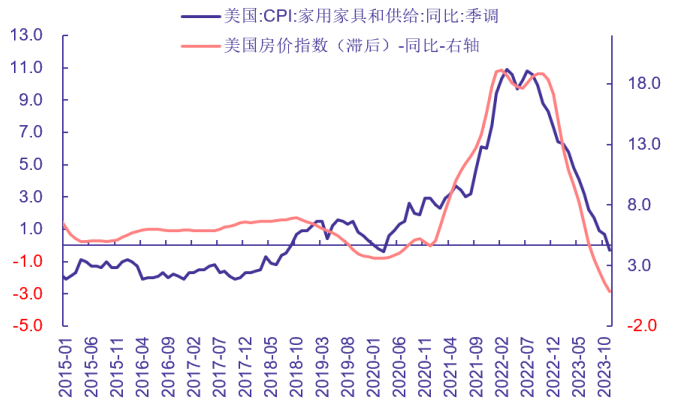
核心商品方面¹，二手车同比负增长 3.8%，拉动 CPI 下行 0.1 个百分点，季调环比回升 1.6%；新车同比增速放缓至 1.0%，季调环比延续零增长。从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格 12 月将保持同比通缩状态，环比也将下行，依然是降低商品通胀的重要力量。新车滞后于二手车，环比在零增长附近徘徊，随着美国居民收入和消费的进一步弱化可能进入负增长，乘用车对 CPI 的压力不大。家具和家用产品环比降低 0.7% 并连续 8 个月负增长，同比增速转为 -0.3%，预计短期依然将跟随房价的回落保持下行。服装环比负增长 1.3%，同比保持 2.6%。以上项目对 CPI 的同比拉动率仍在 0% 左右，2024 年随需求弱化可能进入疫情前的负增长状态，商品为通胀正常化持续提供信心。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）



资料来源: Wind、Manheim, 中国银河证券研究院整理

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落（%）

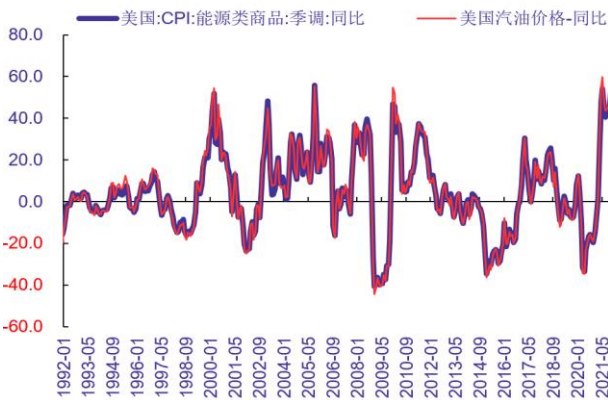


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

能源商品环比负增长 5.8%，能源服务环比则上升 1.7%，同比分别为 -9.8% 和 0%。在地缘政治风险相对稳定的情况下，美欧制造业的持续不振和未来需求放缓的预期叠加欧佩克国家减产幅度有限导致了原油价格的下行。NYMEX 天然气 11 月环比降低 3.12%，12 月预计环比进一步回落，此前的降幅由于滞后效果仍会进一步向能源服务传导，因此能源服务对服务部分整体的扰动也可能出现缓和。食品价格环比增长稍放缓至 0.2%，家用食品环比下行至 0.1%，非家用食品环比保持至 0.4%。食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，这意味着其同比回落的短期趋势保持，向上的拐点可能在 2024 年二季度才会出现，但这在居住成本下行，经济面临压力的情况下不会显著抬升通胀。总体上，CPI 下行的不确定性目前主要集中在能源和核心服务部分，食品、核心商品和居住成本在未来三个季度基本是带动通胀下行的力量。虽然如此，地缘政治冲突与能源价格的不确定性以及美国财政的力度仍然可能导致通胀意外的反弹。

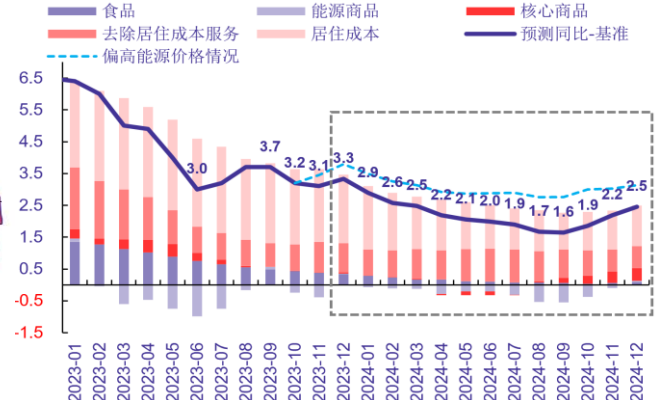
¹ 以下同比为非季调值，环比为季调值，与 BLS 公布数据的方式一致。

图 5：能源价格短期弱势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：CPI 向 2%靠拢的可能性继续增强（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

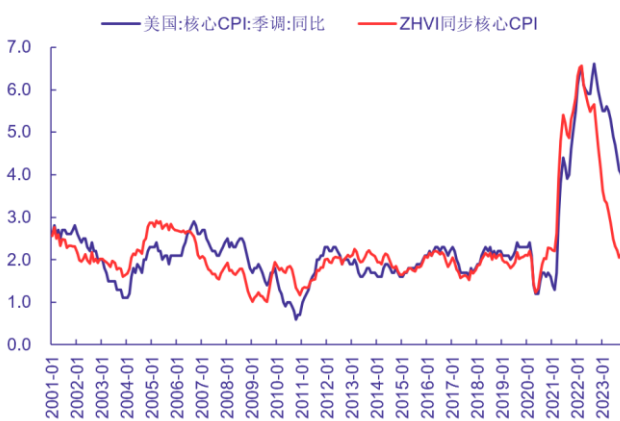
（二）居住成本和服务价格缓和延续，通胀预期回落

11 月的非能源服务价格表现符合预期，居住成本稳定且缓慢的下行和服务成本环比的相对韧性均继续维持，同时市场对通胀的下行和 2024 年降息幅度的预期也较为乐观。在此情况下，美联储有动力释放中性偏鹰信号以维持自身信用和防止市场预期导致金融条件继续大幅放松。

11 月 CPI 中，季调租金和业主等价租金的环比增速均为 0.5%，虽然在个别月份可能意外偏高，但下行趋势在 2024 年四季度前相对确定，是核心通胀稳定降低的主要因素。我们用 Zillow 的房价指数 ZHVI 调整的同步 CPI 显示名义通胀和核心通胀延续下行，名义 CPI 同比增速降至 2% 以下，核心增速也已经在 2% 左右，这表明 2024 年通胀在能源价格稳定的情况下可能阶段性回归 2% 的目标增速。核心服务方面，交通运输成本依然偏高、医疗服务在上月调整计算方式导致下行后环比回升 0.6%，同比仍然负增长。不论是从 CPI 还是 PCE 的核心服务部分考虑，服务成本在薪资和需求逐渐下行的情况下的回落趋势也已经形成，这对通胀控制亦是积极信号，但短期的核心通胀还是阻碍美联储在 2024 年一季度即开始降息的理由。

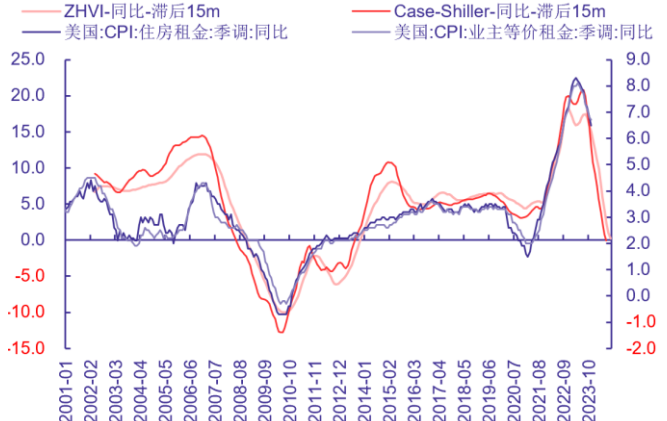
另一个好消息是此前密歇根大学消费者通胀预期调查中的反弹的短期和 5 年期预期在油价降低，通胀和经济数据弱化的情况下开始回落。短期通胀预期由 4.5% 重新回落至 3% 左右，5 年期也在 3% 附近。尽管通胀预期和未来实际通胀增速的关系并不稳定，但这一美联储十分关切的预期指标的回落暗示此前“二次通胀”叙事的影响力逐渐消散。

图 7：去除居住成本滞后效应后，核心处于 2% 左右（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 8：居住成本有继续稳定降低的空间（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 9: 核心商品环比延续弱势, 压力不大 (%)

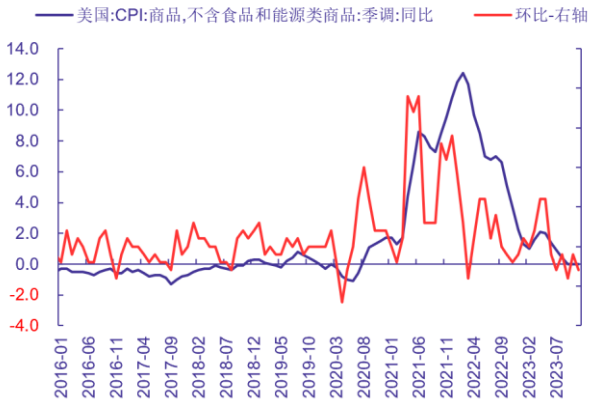
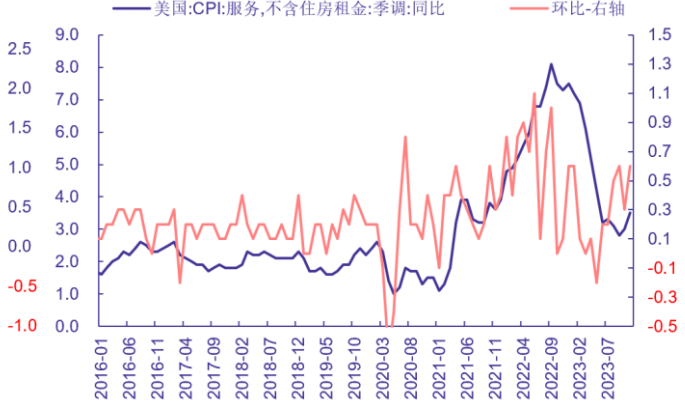


图 10: 服务部分的环比回升主要来自于能源服务 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

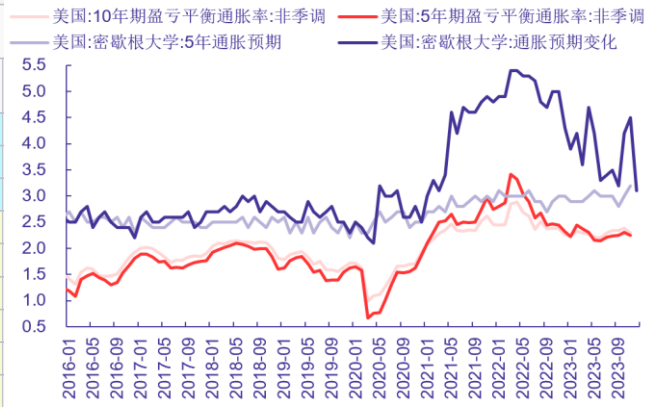
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: CME 数据显示市场依然预期较早的降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	92.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	42.3%	54.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	24.6%	48.9%	24.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	18.4%	42.4%	31.1%	6.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	12.5%	34.3%	34.9%	15.1%	2.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	9.3%	28.4%	34.8%	20.5%	5.8%	0.7%
2024/11/7	0.0%	0.3%	5.7%	20.5%	32.1%	26.4%	11.9%	2.8%	0.3%
2024/12/18	0.2%	4.0%	16.0%	28.6%	28.1%	16.3%	5.6%	1.1%	0.1%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 12: 美国消费者通胀预期反弹后回落 (%)



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、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn