

# 美国通胀的波动与市场的震荡

## —美国12月CPI数据

### 核心要点:

- CPI和核心CPI增速略高于预期，居住成本和服务存在韧性：**美国劳工数据局（BLS）公布12月CPI，其同比增速从11月的3.1%回升至3.4%，高于3.2%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比增3.9%，比11月降低0.1%，同样略高于3.8%的预期。季调环比方面，CPI增速升为0.3%，核心CPI增速保持0.3%。尽管通胀在2024年前三季度的大方向是向下的，但在需求和地缘政治问题等诸多不确定性下的降低是曲折的，同时2024年四季度有小幅回升的风险。因此，一些市场对美联储货币政策转向的时点和幅度的调整意味着震荡。
- 通胀数据反映的5个信息：**（1）12月能源商品和服务依然保持弱势，但季调后环比和同比的降幅收窄，部分服务价格同样不弱，同时权重最大居住成本韧性略强于预期影响明显，这些因素是CPI略强的主因。（2）虽然如此，居住成本在过往月份也曾出现过脉冲式上行的状态，这并不改变2024年前三季度通胀缓慢降低的趋势，通胀仍有望靠近2%的目标，核心CPI也将降低至3%以下，这依然利于美联储在二季度末或略晚开启降息。纽约联储主席威廉姆斯在1月10日也表示了对近期核心服务通胀放缓的认可。（3）尽管短期无需过虑通胀的回升，2024年四季度名义与核心通胀可能在滞后的居住成本影响下出现小幅上行，这意味着美联储全年的降息在经济不“硬着陆”的情况下会相对克制。（4）消费者通胀预期12月进一步回落，这同样利于美联储控制未来的价格增速。（5）在核心通胀仍有一定粘性，经济数据弱化不明显的环境下，美联储在一季度末开启降息的概率依然不高，定价全年6次降息有些操之过急。
- CPI的曲折下行依然有支撑：**能源方面，能源商品环比和同比均下行，但在基数因素影响下同比降幅收窄；能源服务环比同样降低，带动同比降幅收窄。食品价格继续逐步降低，非家庭食品的环比韧性强于家庭食品。核心商品价格在二手车的环比改善下略有恢复，但依然延续环比低增长或负增长状态，在美国消费缓慢降低的背景下预计短期难有明显反弹，商品延续弱势。居住成本12月环比有所回升但可能是脉冲效应，同比处于稳步降低的状态。服务方面，结合PCE通胀数据考虑，近期核心服务价格的回落趋势愈发突出，劳动市场的逐渐下行也利于服务成本的控制。综合来看，通胀的下行依然有动力。我们目前对1月CPI的预测增速为2.9%，核心增速在3.7%—3.8%左右。
- 市场在震荡中等待数据：**近期数据依然指向经济短期存在韧性，通胀的回落存在不确定因素，同时美联储官员在发言中也纷纷表示尚未形成明确的降息时间表或不倾向于过早降息使金融条件大幅放松。我们仍然认为从劳动市场、通胀和经济数据弱化的程度来看，当前定价2024年75BP到100BP的降息幅度是较为合理的，但市场已经一蹴而就定价150BP左右。CPI公布后，CME联邦基金利率期货交易员依然维持3月首次降息，全年降息6次的判断；美股波动中收平，美元和美债也以震荡为主。美债可能再度进入震荡等待的模式，需要关注1月底财政部的国债发行计划；美元的小幅上行需要等待欧央行立场的进一步软化，而欧洲疲弱的需求可能提供欧央行转向的动力；美股结合四季度经营数据和货币政策预期变动可能短期出现向下调整，虽然全年整体上行概率更高。

### 分析师

章俊

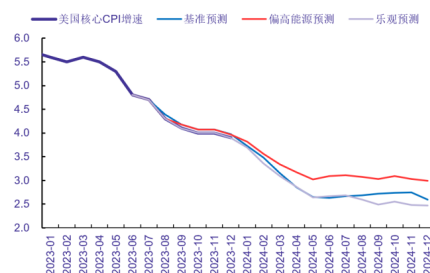
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

### 2024年核心通胀延续缓慢回落（%）



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

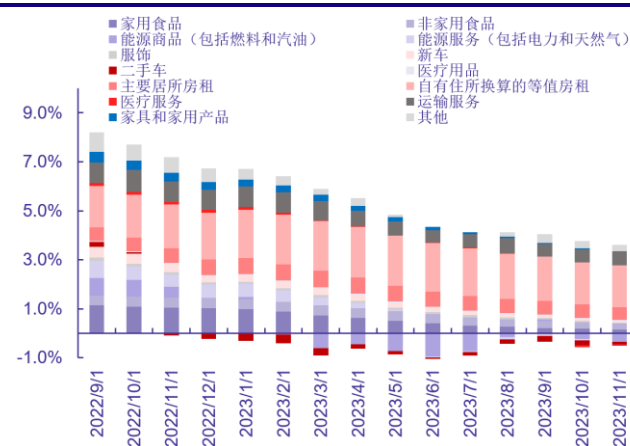
美国劳工数据局（BLS）公布 12 月消费者价格指数（CPI），其同比增速从 11 月的 3.1% 回升至 3.4%，高于 3.2% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 3.9%，比 11 月降低 0.1%，同样略高于 3.8% 的预期。季调环比方面，CPI 增速为 0.3%，核心 CPI 增速保持 0.3%。名义 CPI 的回升除了基数影响外，能源成本稍强于我们此前的预期，居住成本也有一定韧性，但核心 CPI 涨幅基本一致。尽管通胀在 2024 年前三季度的大方向是向下的，但在需求和地缘政治问题等诸多不确定性下的降低是曲折的，同时 2024 年四季度有小幅回升的风险。因此，一些市场对美联储货币政策转向的时点和幅度可能需要进一步的调整。

我们倾向于（1）12 月能源商品和服务依然保持弱势，但季调后环比和同比的降幅收窄，部分服务价格同样不弱，同时权重最大居住成本韧性略强于预期影响明显，这些因素是 CPI 略强的主因。（2）虽然如此，居住成本在过往月份也曾出现过脉冲式上行的状态，这并不改变 2024 年前三季度通胀缓慢降低的趋势，通胀仍有望靠近 2% 的目标，核心 CPI 也将降低至 3% 以下，这依然利于美联储在二季度末或略晚开启降息。纽约联储主席威廉姆斯在 1 月 10 日也表示了对近期核心服务通胀放缓的认可。（3）尽管短期无需过虑通胀的回升，不过 2024 年四季度名义与核心通胀可能在滞后的居住成本影响下出现小幅上行，这意味着美联储全年的降息在经济不“硬着陆”的情况下会相对克制。（4）消费者通胀预期 12 月进一步回落，这同样利于美联储控制未来的价格增速。（5）在核心通胀仍有一定粘性，经济数据弱化不明显的情况下，美联储在一季度末开启降息的概率依然不高，定价全年 6 次降息有些操之过急。

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下行，但在基数因素影响下同比降幅收窄，是名义 CPI 回升的动力之一；能源服务环比同样降低，带动同比降幅收窄。食品价格继续逐步降低，非家庭食品的环比韧性强于家庭食品。核心商品价格在二手车的环比改善下略有恢复，但依然延续环比低增长或负增长状态，在美国消费缓慢降低的背景下预计短期难有明显反弹，商品依然无需忧虑。居住成本 12 月环比有所回升但可能是脉冲效应，同比处于稳步降低的状态，依然是带动 CPI 和核心 CPI 继续下行的决定性力量。服务方面，结合 PCE 通胀数据考虑，近期核心服务价格的回落趋势愈发突出，劳动市场的逐渐下行也利于服务成本的控制。综合来看，通胀的下行依然有动力，不过一方面需要注意向 2% 目标靠拢的过程仍会有波折，另一方面 2024 年末通胀有温和回升的风险。我们目前对 1 月 CPI 的预测增速为 2.9%，核心增速在 3.7%–3.8% 左右。

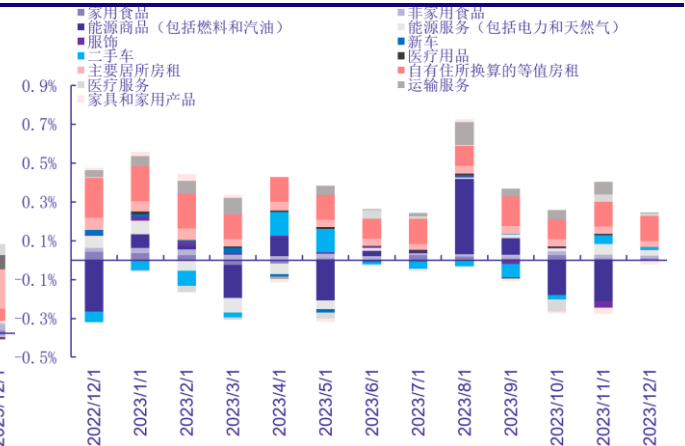
近期数据依然指向经济短期存在韧性，通胀的回落存在不确定因素，同时美联储官员在发言中也纷纷表示尚未形成明确的降息时间表或不倾向于过早降息使金融条件大幅放松。我们仍然认为从劳动市场、通胀和经济数据弱化的程度来看，当前定价 2024 年 75BP 到 100BP 的降息幅度是较为合理的，预期更多的降息则需要经济数据更显著的恶化。美债可能再度进入震荡等待的模式，需要关注 1 月底财政部的国债发行计划；美元的小幅上行需要等待欧央行立场的进一步软化，而欧洲疲弱的需求可能提供欧央行转向的动力；而美股结合四季度经营数据和货币政策预期变动可能短期出现向下调整，虽然全年整体上行概率更高。

图 1：12 月 CPI 季调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 季调环比主要拉动项拆分

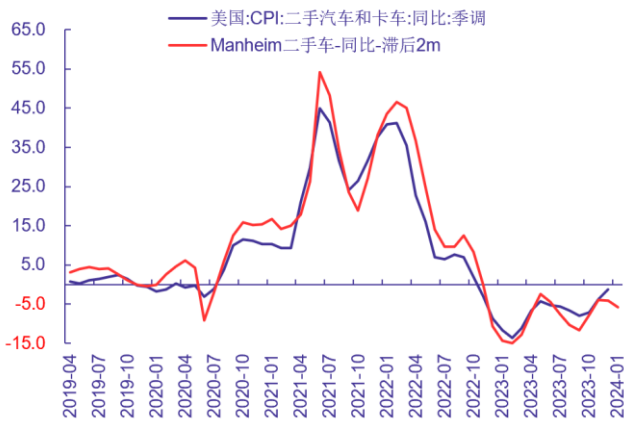


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

### (一) 能源延续弱势，核心商品环比稍有回升

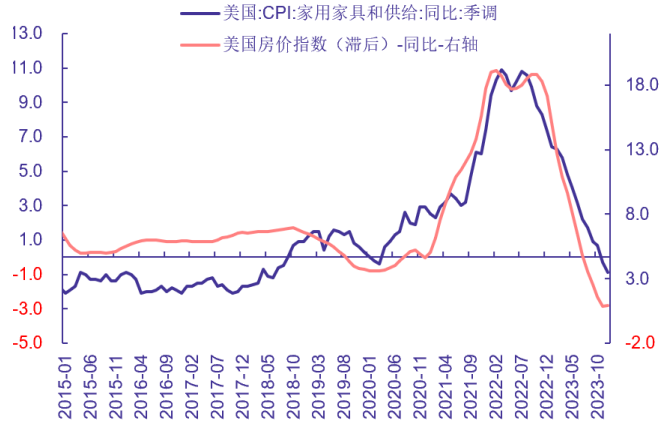
核心商品方面<sup>1</sup>，二手车同比负增长 1.3%，拉动 CPI 下行 0.4 个百分点，季调环比继续回升 0.5%；新车同比增速放缓至 0.4%，季调环比 0.3%。从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格 1 月依然有望维持同比通缩状态，环比预计仍增长缓慢，继续使商品通胀处于低位。新车滞后于二手车，环比在零增长附近徘徊，乘用车对 CPI 的压力不大。家具和家用产品环比降低 0.4%并连续 9 个月负增长，同比增速进一步降低至-0.9%，短期依然将跟随房价的回落保持下行，但底部区间可能随未来地产需求的边际回暖而开始形成。服装环比增长 0.1%，同比为 2.6%。以上项目对 CPI 的同比拉动率仍在 0%左右，即使考虑医疗商品也不足 0.1%。2024 年跟随需求的弱化，商品依然可能进入疫情前的负增长状态，是通胀下行的重要动力。

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（%）

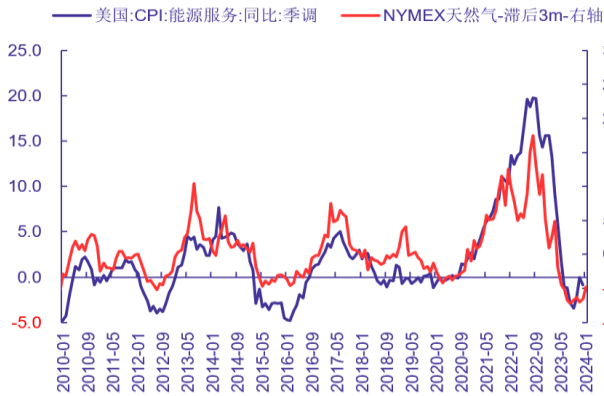


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比负增长 0.1%，能源服务环比则上升 0.9%，同比分别为-2.9%和-0.9%。尽管地缘政治冲突对能源价格预期产生了一定扰动，但在美欧经济延续偏弱状态，需求不足的情况下，能源价格在 12 月保持了弱势，原油和天然气价格环比均继续下降。NYMEX 天然气 12 月环比降低 17.3%，2024 年 1 月预计环比回升，此前的降幅因滞后效果仍会进一步向能源服务传导，使其同比短期保持在负增长区间。食品价格环比增长维持 0.2%，家用食品环比为 0.1%，非家用食品环比从上月的 0.4%下行至 0.3%。食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，所以其向上的拐点可能在 2024 年二季度才会出现，短期同比延续放缓态势的压力不大。总体来看，食品、能源和商品中仅食品存在一定粘性，但也已经稳定向 2%靠拢，不过能源部分和商品的运输成本在地缘政治问题下存在抬升的风险，单月的波动可能干扰对通胀趋势的判断。

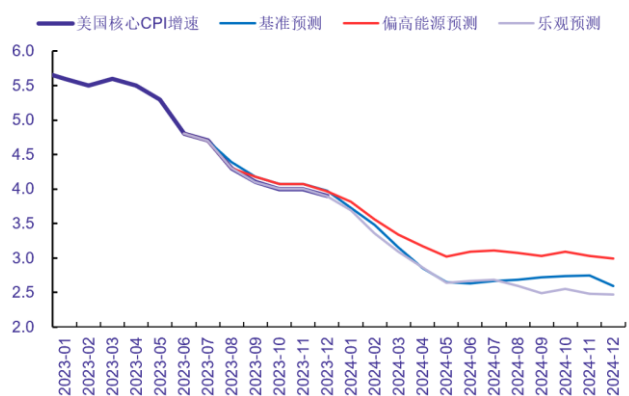
<sup>1</sup> 以下同比、环比为季调值。

图 5：能源成本同比降幅有所收窄（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：核心 CPI 可能受到能源和居住成本的影响（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

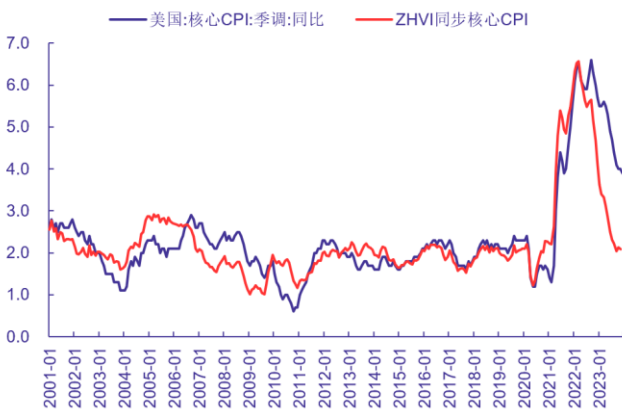
## （二）居住成本和服务价格稍显韧性，通胀预期延续回落

12 月的非能源服务价格依然高于美联储目标，但下行趋势也在形成，PCE 核心服务通胀也支持这一观察。虽然如此，市场已经提前并较为充分的交易了降息预期，而数据导向的美联储可能在短期保持谨慎，预防金融条件的大幅放松为 2024 年后期通胀的回升埋下隐患。

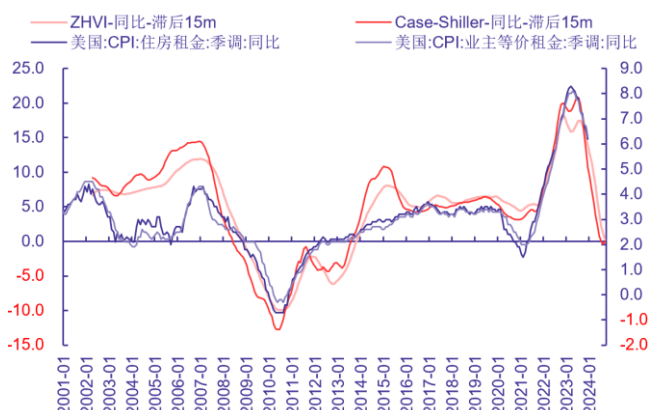
12 月 CPI 中，季调租金环比增速均为 0.4%，业主等价租金为 0.5%，整体为 0.5%；由于居住成本存在一定脉冲效应，单月环比依然存在波动，如 2023 年 9 月意外的 0.6%，但同比方面其回落相对确定，可以观察 2024 年一季度环比是否降至 0.3%或更低。我们用 Zillow 的房价指数 ZHVI 调整的同步 CPI 显示 12 月名义通胀低位稳定，核心增速保持在 2%左右，这表明 2024 年通胀在能源价格稳定的情况下有望阶段性靠近 2%的目标增速。核心服务方面，交通运输成本环比回落但同比仍较高，医疗服务同比较弱，娱乐服务同比也降至 3%下方但环比回升，休闲服务环比增长 1.1%，仍偏强。不过从 CPI 和 PCE 的核心服务部分考虑，回落趋势也已经形成，美联储重要官员也认可了核心服务部分取得的成绩，但通胀的波动表明在 2024 年一季度开始降息对谨慎的美联储来说仍需要更弱的经济的通胀数据。

密歇根大学消费者通胀预期调查延续回落，短期通胀预期跌回 3.1%，5 年期通胀预期降至 2.9%；美债 breakeven 通胀率也进一步向 2%靠近。尽管通胀预期和未来实际通胀增速的关系并不稳定，通胀预期的回落利于通胀控制，美联储短期无需担忧明显的价格水平反弹，但四季度居住成本可能带动价格重新温和上行。

图 7：去除居住成本滞后效应后，核心仍然位于 2%左右（%） 图 8：居住成本前三季度稳定回落，但四季度可能回升（%）

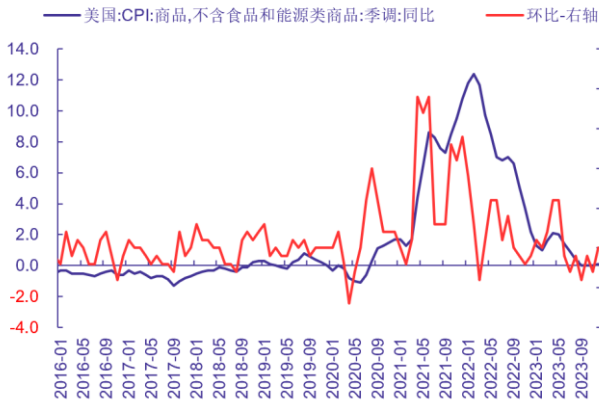


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理



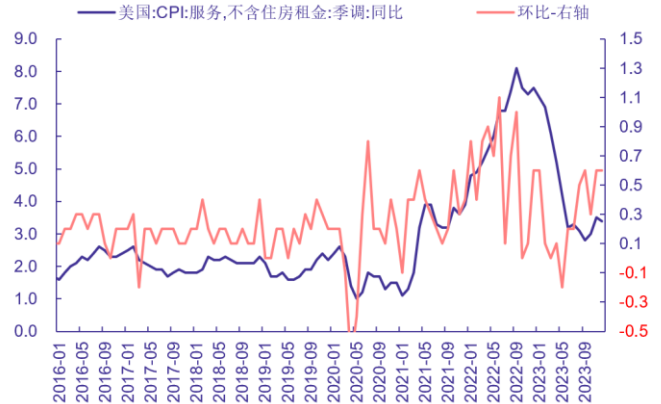
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 9: 核心商品环比延续弱势, 压力不大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 服务部分的环比回升主要来自于能源服务 (%)



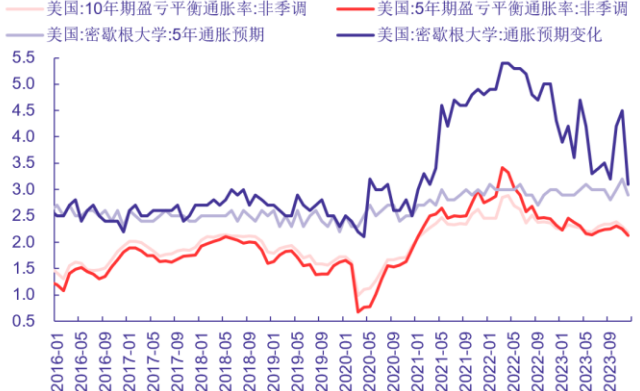
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: CME 数据显示该市场维持了偏乐观的降息预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	95.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	70.2%	26.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	64.5%	30.5%	2.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.7%	60.7%	27.3%	2.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.6%	60.2%	27.6%	2.2%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	9.2%	58.2%	28.9%	3.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	6.0%	40.5%	39.5%	12.5%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	4.8%	33.7%	39.7%	17.9%	3.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

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延续回落 (%)



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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn