

2024 年 01 月 12 日

## 通胀或已不是美联储降息的制约

——美国 12 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**美国公布 2023 年 12 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.4%，环比上升 0.3%，均略超过市场预期；核心 CPI 同比上升 3.9%，略超过市场预期；环比上升 0.3%，符合市场预期。

● **通胀水平反弹略超预期，但去通胀进程或仍在进行中**

1. **总体通胀反弹略超预期，核心通胀继续下行。**美国 12 月 CPI 同比上升 3.4%，较 11 月上升 0.3 个百分点；核心 CPI 同比上涨 3.9%，较 11 月份下降 0.1 个百分点。总的来看，美国去通胀进程短期内处于“波动期”，随着能源项基数的上升，后续整体通胀与核心通胀的方向或将统一，当前水平离美联储的通胀目标距离正在接近。

2. **分项看，能源通胀有所反弹，住房通胀仍相对较坚挺。**具体而言，12 月能源项同比下降 2.0%，同比跌幅较 11 月份缩小 3.4 个百分点；食品方面，12 月份食品项同比上升 2.7%，较 11 月份下降 0.2 个百分点，连续 16 个月下降；核心 CPI 方面，核心商品环比增速较 11 月上升 0.3 个百分点，核心服务环比上升 0.4%，较 11 月份下降 0.1 个百分点，住房通胀仍相对较坚挺。

3. **去通胀进程仍在持续中。**12 月的通胀数据显示美国去通胀进程存在着一定的“波动性”，不过我们认为美国去通胀进程仍在持续中。往后看，随着通胀低基数向较高基数水平的转变，在能源与食品价格继续下行的助推下，**总体通胀水平或将会迎来较大程度的下行。**核心通胀作为美联储更关注的部分，后续大概率将继续缓坡下行，我们认为美国去通胀进程整体或仍较顺利，后续货币政策对通胀水平的影响是我们需要密切注意的。

● **通胀或已不是降息的制约，但实质性降息仍需更多数据**

由上述分析可知，后续通胀水平或将继续下降，特别是核心通胀也将继续缓慢下行。从劳动力市场来看，12 月的非农数据显示当前劳动力市场缓慢下行的趋势并未破坏，后续劳动力市场对美国通胀的支撑力也将逐渐减弱。在没有突发重大冲击事件的情形下，考虑到美国通胀水平在 2023 年经历了较为明显的下行（-3%），叠加近期美国消费者通胀预期创 2021 年 1 月份以来新低，我们认为通胀水平对美联储降息或已不构成制约。这或也是 2023 年 12 月 FOMC 会议上美联储主席鲍威尔转“鸽”并基本确认加息结束的重要原因。

但这也并不意味着美联储将很快进入到实质性降息，自 12 月份 FOMC 会议以来，市场参与者对降息的交易较为积极，CME 期货显示市场预期 3 月份降息的概率超过 50%。不过结合非农就业数据以及通胀数据来看，我们认为虽然整体通胀数据确实处于下行区间，但结合历史经验来看，去通胀的“最后一英里”往往并非易事，若美联储过早降息，有一定可能会破坏当前通胀下行的趋势，反而增加其货币政策的波动，其或需要更多数据进行观察。因此**基准情形下，我们仍倾向于认为美联储或将在 2 季度进行首次降息，且后续降息节奏的不确定性仍旧较大。**

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《发挥好政府投资的带动放大效应——宏观周报》-2024.1.7

《就业市场或尚不支持美联储快速降息——美国 12 月非农就业数据点评》-2024.1.6

《人民币汇率：2024 年可能的“变与不变”——宏观经济专题》-2024.1.5

宏观研究

宏观经济点评

开源证券 证券研究报告

## 目录

1、 通胀水平反弹略超预期，但去通胀进程或仍在进行中.....	3
1.1、 总体通胀反弹略超预期，核心通胀继续下行.....	3
1.2、 能源通胀有所反弹，核心通胀缓慢下行.....	3
1.3、 去通胀进程仍在持续中.....	5
2、 通胀或已不是降息的制约，但实质性降息仍需更多数据.....	6
3、 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1： 美国 12 月通胀水平反弹.....	3
图 2： 12 月通胀环比增速较 11 月有所上升.....	3
图 3： 12 月能源通胀有所反弹.....	4
图 4： 食品通胀继续下行.....	4
图 5： 12 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反.....	4
图 6： 美国汽油零售价格近期继续下跌.....	5
图 7： 粮食期货价格近期大多下跌.....	5
图 8： 美国二手车价格短期或有仍下行压力.....	6
图 9： 美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10： 12 月美国非房核心服务通胀同比、环比均有微幅下行.....	6

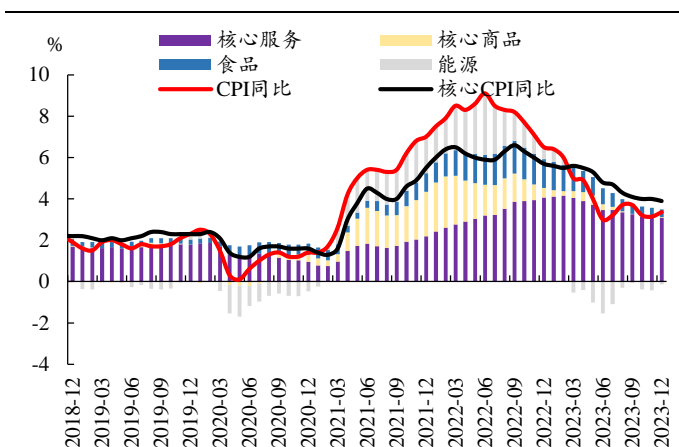
**事件：**美国公布 2023 年 12 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.4%，环比上升 0.3%，均略超过市场预期；核心 CPI 同比上升 3.9%，略超过市场预期；环比上升 0.3%，符合市场预期。

## 1、通胀水平反弹略超预期，但去通胀进程或仍在进行中

### 1.1、总体通胀反弹略超预期，核心通胀继续下行

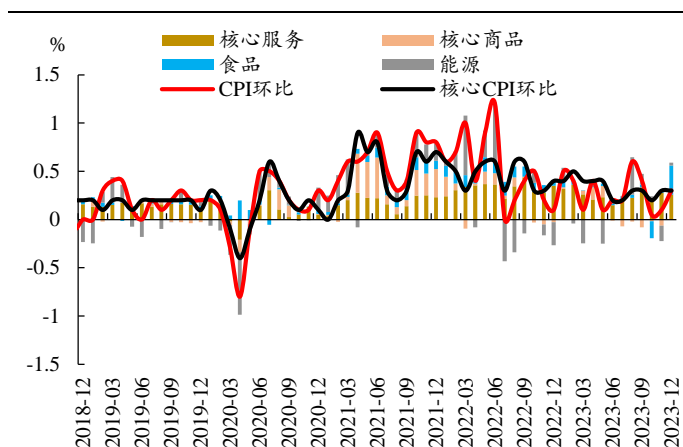
美国 12 月 CPI 同比上升 3.4%，增速较 11 月上涨 0.3 个百分点，环比增速较 11 月上涨 0.2 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.9%，环比上升 0.3%，同比增速较 11 月份下降 0.1 个百分点。12 月份 CPI 与核心 CPI 走势再度背离，主因能源项通胀的反弹。总的来看，美国去通胀进程短期内处于“波动期”，随着能源项基数的上升，后续整体通胀与核心通胀的方向或将统一，核心通胀对整体通胀的作用将更加重要，当前水平离美联储的通胀目标正在接近。

图1：美国 12 月通胀水平反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：12 月通胀环比增速较 11 月有所上升

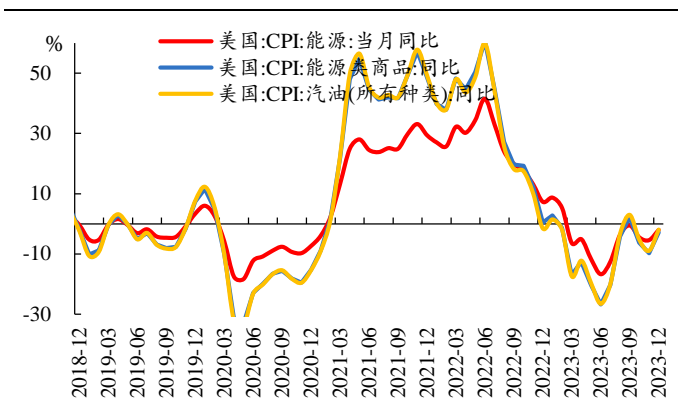


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

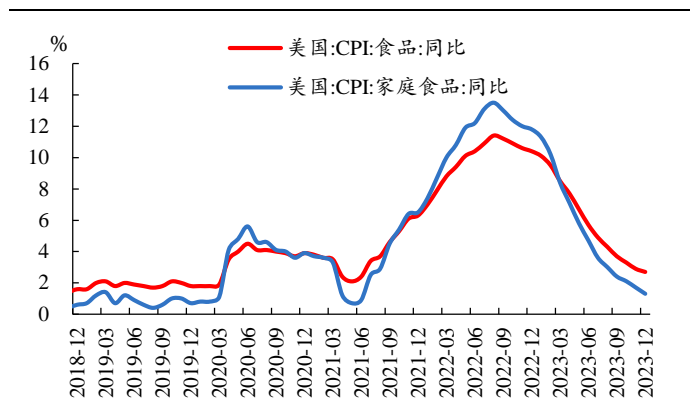
### 1.2、能源通胀有所反弹，核心通胀缓慢下行

**(1) 能源方面**，12 月能源项同比下降 2.0%，同比跌幅较 11 月份缩小 3.4 个百分点；环比上升 0.4%，环比增速较 11 月份上升 2.7 个百分点。其中汽油项环比上升 0.2%，环比增速较 11 月份上升 6.2 个百分点；燃油项环比下降 5.5%，较 11 月份下降 2.8 个百分点。12 月能源通胀同比跌幅有所缩窄，我们认为主要是 12 月中下旬国际原油价格有所反弹，基数上来看，2022 年 12 月份美国汽油价格处在下行区间，相关价格与 2023 年基本处于相当水平，高基数效应已基本消失。事实上，12 月初美国汽油价格从 11 月底的 3.09 美元/加仑下降至 3.01 美元/加仑，整体下跌约 2.5%，幅度与通胀数据较为一致。

**(2) 食品方面**，12 月份食品项同比上升 2.7%，较 11 月份下降 0.2 个百分点，连续 16 个月下降；环比增长 0.2%，与 11 月份持平。其中居家食品（Food at home）同比上升 1.3%，较 11 月份下降 0.4 个百分点。食品项的同比与环比增速均有较大幅度的下行，或主因粮食期货价格近期下跌向居民消费端传导基本稳定。

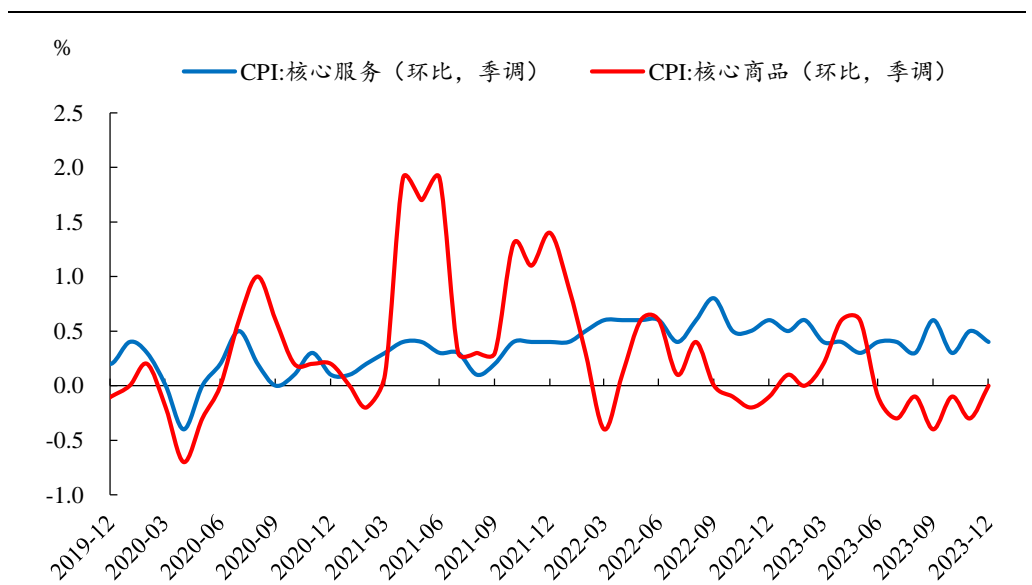
**图3：12月能源通胀有所反弹**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：食品通胀继续下行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3) 核心 CPI 方面**，12 月核心 CPI 同比上升 3.9%，环比上升 0.3%。同比与环比增速分别较 11 月下降 0.1 个百分点、持平。**分项来看**，核心商品环比增速较 11 月上升 0.3 个百分点至 0；其中二手车项环比上升 0.5%，较 11 月份下降 1.1 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势略有差异；新车方面，环比上升 0.3%，环比增速较 11 月份提升 0.4 个百分点。核心服务环比上升 0.4%，较 11 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 6.2%，较 11 月份下降 0.3 个百分点；环比上升 0.5%，较 11 月上升 0.1 个百分点，连续两个月上升，房租通胀下行速度较缓慢。交通运输服务环比上升 0.1%，较 11 月份下降 1.0 个百分点。**总的来看**，12 月核心 CPI 同比增速略有下降，但环比增速维持 0.3% 相对高位，显示去通胀进程还需更多时间。

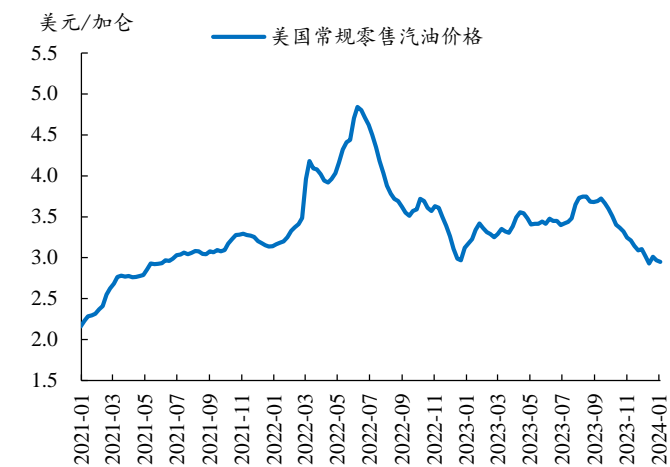
**图5：12月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反**


数据来源：BLS、开源证券研究所

### 1.3、去通胀进程仍在持续中

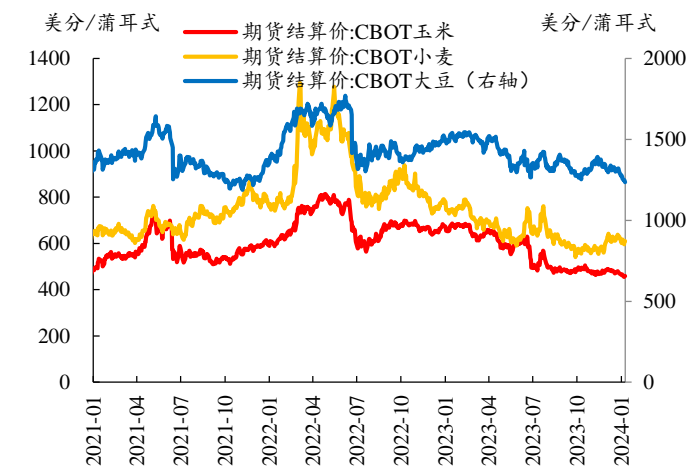
(1) **能源与粮食项短期内对通胀形成一定拖累。**能源方面，截至 1 月 8 日，美国汽油价格为 2.95 美元/加仑，较 12 月底汽油价格下降约 0.7%。从近期原油价格表现来看，近期原油价格出现一定程度反弹，主因俄罗斯进行了较大力度的减产，但考虑到欧美经济需求仍在承压，后续油价或难有大幅上行。食品方面，随着农业主产国的丰收，粮食价格或也将继续下行。总的来看，原油、粮食等价格或将有一定的下行压力，考虑到 2022 年同期相关价格有较大程度反弹，基数效应或有提升，短期内能源与食品项或对整体通胀形成一定拖累。

图6：美国汽油零售价格近期继续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：粮食期货价格近期大多下跌

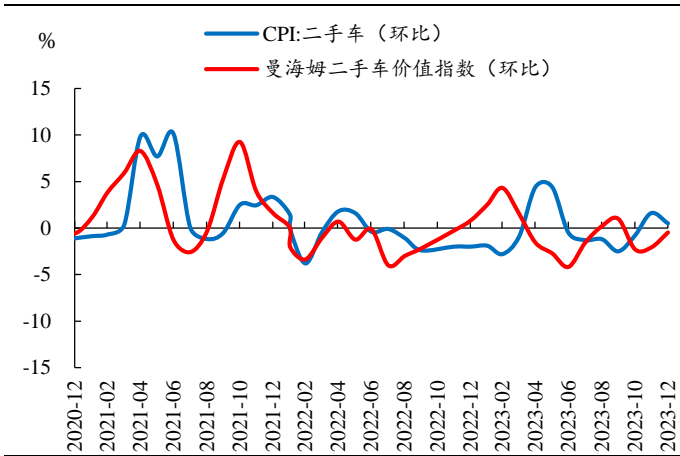


数据来源：Wind、开源证券研究所

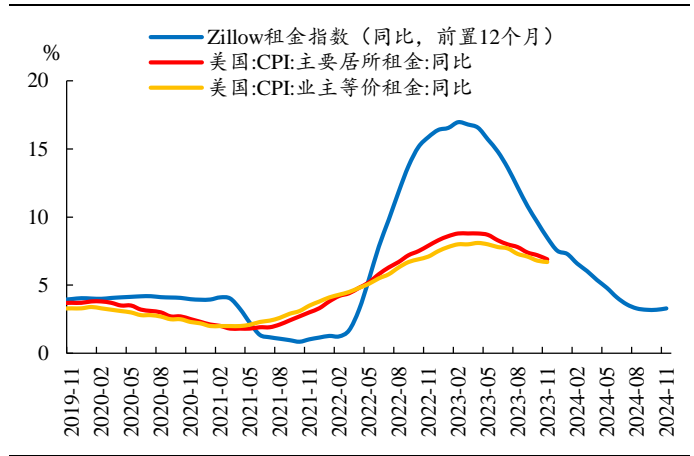
(2) **核心通胀或将继续下降，但斜率或保持平坦。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 12 月环比下降 0.49%，预计二手车通胀后续环比增速转负；新车方面，考虑到美国汽车工人涨薪的影响或将持续体现，相关的成本可能会继续向至新车价格传导，新车通胀或难有下行动力；核心服务方面，住房通胀仍是 12 月核心服务通胀的关键所在，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀后续还将持续趋势性回落，但下行幅度将会较为缓慢。往后看，由于核心商品通胀可能下行，核心服务缓慢下行，核心通胀降幅或将延续，但斜率或较平坦。

(3) **总的来看**，12 月的通胀数据显示美国去通胀进程存在着一定的“波动性”，不过我们认为美国去通胀进程仍在持续中。一则 12 月份通胀反弹有一定的低基数效应，后续随着基数逐渐提升，通胀增速有望回落；二则核心服务仍在下行，虽然整体速度较缓，但下行趋势并未逆转。从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，12 月份同比、环比增速分别较 11 月份下降 0.02、0.04 个百分点，整体仍在缓慢向下。往后看，随着通胀低基数向较高基数水平的转变，在能源与食品价格继续下行的助推下，总体通胀水平或将会迎来较大幅度的下行。核心通胀作为美联储更关注的部分，后续大概率将继续缓坡下行，我们认为美国去通胀进程整体或仍较顺利，后续货币政策对通胀水平的影响是我们需要密切注意的。

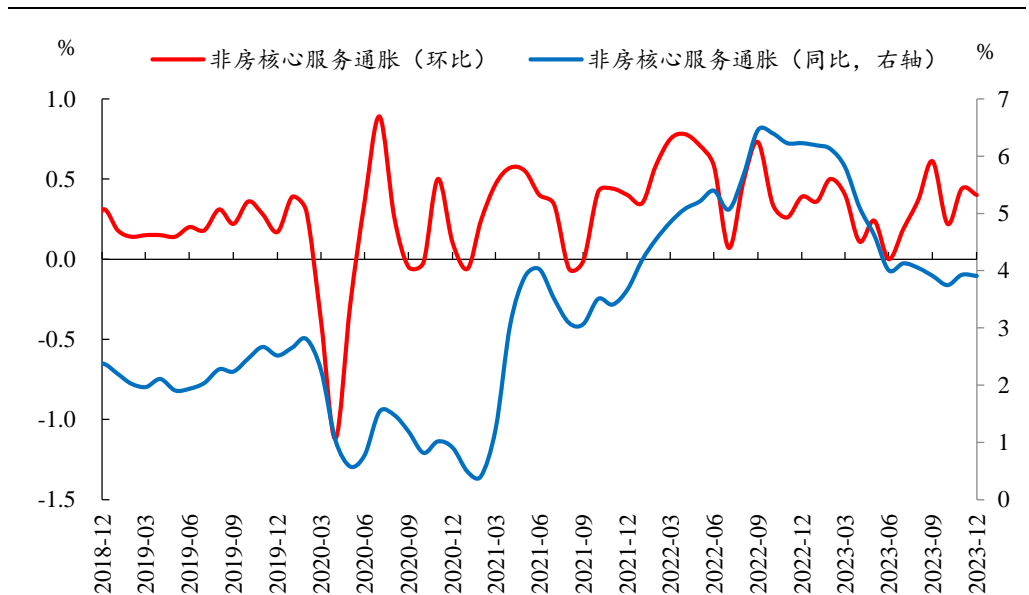


**图8：美国二手车价格短期或有仍下行压力**


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

**图9：美国房租通胀后续或将持续下行**


数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

**图10：12月美国非房核心服务通胀同比、环比均有微幅下行**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

## 2、通胀或已不是降息的制约，但实质性降息仍需更多数据

我们认为从 12 月份数据来看，**通胀数据或已不构成美联储降息的制约，但实质性降息或仍需更多数据进行观察**。由上述分析可知，后续通胀水平或将继续下降，特别是核心通胀也将继续缓慢下行。从劳动力市场来看，12 月的非农数据显示当前劳动力市场缓慢下行的趋势并未破坏，后续劳动力市场对美国通胀的支撑力也将逐渐减弱。在没有突发重大冲击事件的情形下，考虑到美国通胀水平在 2023 年经历了较为明显的下行（全年-3%），叠加近期美国消费者通胀预期创 2021 年 1 月份以来新低<sup>1</sup>，我们认为通胀水平对美联储降息或已不构成制约。这或也是 2023 年 12 月 FOMC 会议上美联储主席鲍威尔转“鸽”并基本确认加息结束的重要原因。

<sup>1</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3705916?keyword=%E9%80%9A%E8%83%80%E9%A2%84%E6%9C%9F>

但这也并不意味着美联储将很快进入到实质性降息，自 12 月份 FOMC 会议以来，市场参与者对降息的交易较为积极，CME 期货显示市场预期 3 月份降息的概率超过 50%。不过结合非农就业数据以及通胀数据来看，我们认为虽然整体通胀数据确实处于下行区间，但结合历史经验来看，去通胀的“最后一英里”往往并非易事，若美联储过早降息，有一定可能会破坏当前通胀下行的趋势，反而增加其货币政策的波动，其或需要更多数据对经济情况进行观察。因此基准情形下，我们仍倾向于认为美联储或将在 2 季度进行首次降息，且后续降息节奏的不确定性仍旧较大。

### 3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年12月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn