

海外市场快评系列（一）

美国12月CPI点评—降息预期面临修正，关注美债、黄金配置窗口

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 BOT313 WEIWEI170@pingan.com.cn
周畅	投资咨询资格编号 S1060522080004 ZHOUCANG115@pingan.com.cn



事项：

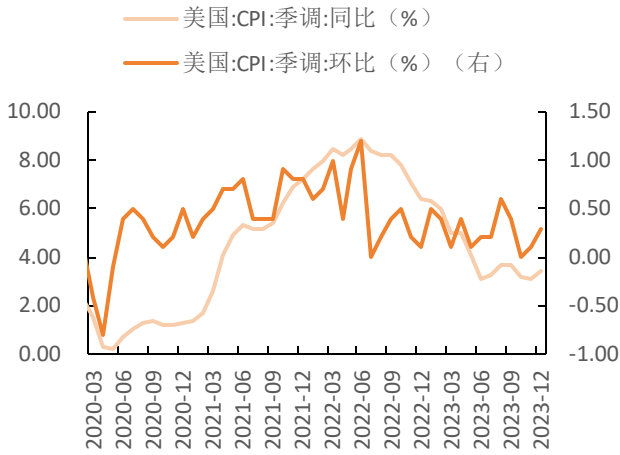
2024年1月11日，美国劳工统计局公布2023年12月份的CPI数据：美国12月CPI同比增加3.4%，高于市场预期的3.2%和前值的3.1%；核心CPI（除食品和能源外）同比增加3.9%，高于市场预期的3.8%，低于前值的4.0%。数据公布后，市场过早降息的预期面临修正，市场盘中震荡加剧，截至1月11日收盘，美债利率出现下行，10年美债下行6BP至3.98%，2年美债下跌11BP至4.26%，美元指数下行0.04%至102.3，美股三大股指纳指持平、道指上涨0.04%、标普500下跌0.07%。

平安观点：

- 12月美国通胀数据略超预期反弹，核心通胀仍顽固。12月CPI同比增加3.4%，高于市场预期的3.2%和前值的3.1%；季调环比增0.3%，高于预期的0.2%和前值的0.1%。核心CPI（除食品和能源外）同比增3.9%，高于预期的3.8%，低于前值的4.0%，延续回落态势，且为过去2年里最低水平；核心CPI季调环比增0.3%，符合预期，与前值持平。
- 从驱动因素看，由于基数效应减弱，能源项价格环比增速对整体CPI环比形成拉动；核心CPI中，住房项环比增速加快，形成主要支撑，而二手车环比增速大幅回落，为主要拖累项：
 - 电力项为CPI环比的主要支撑。12月能源项价格环比增速由前值的-2.3%反弹至0.4%，对整体CPI环比形成拉动。其中电力价格环比上升1.3%，低于前值的1.4%，为能源项环比反弹的主要贡献项，或与最近美国爆发的极端寒流，部分地区的批发电价飙升有关。
 - 住房项仍对核心CPI提供一定支撑。12月住房项价格环比上升0.5%，前值为0.4%，住房项仍对核心CPI提供一定支撑。其中12月主要居所租金环比升0.4%，低于前值的0.5%，业主等价租金环比升0.5%，与前值持平。住房分项回升主要来自圣诞假期提振学校住宿及酒店分项，持续性存疑。租房价格领先指标（Apartment list、Zillow等）从2022年2季度起持续回落，指向美国住房项通胀或将回归下行通道，后续将持续带动业主等价租金和主要居所租金将进一步放缓。
 - 核心CPI中的商品项延续回落态势，二手车环比增速在上月意外上涨后大幅回落，成为主要拖累项。12月二手车环比上升0.5%，前值为1.6%，在上月意外上涨后再度回落。展望后市，二手车领先指标Manheim二手车批发价格指数持续下探，二手车价或仍将进一步下行。

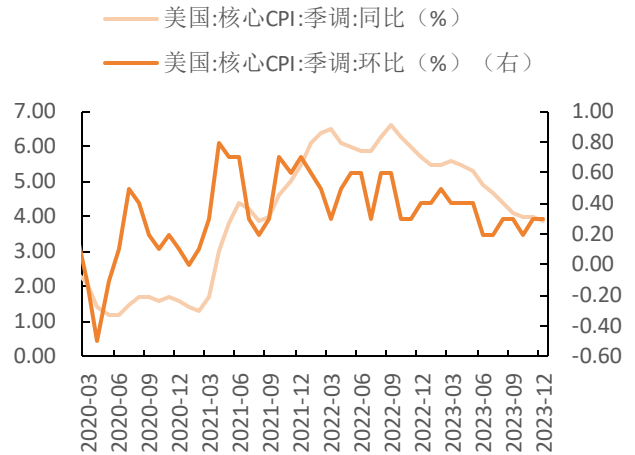
- **整体来看，12月CPI数据显示美联储3月开启降息意义不大，所谓的“降息最后一公里”或需要更多时间才能达到最终目标，根据菲利普斯曲线，当通胀降至一定程度后，通胀进一步下行需要就业市场大幅降温来支撑。**
- **2024年开年以来降息交易有所降温，CPI数据公布后美股表现不一、美债利率下行。**近期市场意识到此前降息交易抢跑过快，2024年开年以来降息交易出现持续降温，首周市场股债双杀，震荡加剧。根据美国劳工部发布的12月非农数据，12月非农数据喜忧参半，指向性不太明显：一方面，整体新增就业规模远超市场预期及前值，且就业广度情况有所好转，就业市场呈现较强韧性。另一方面，就业市场部分领域持续出现松动：一是，家庭新增就业下降幅度为2020年4月以来家庭调查最大的单月降幅，其中全职人数下降了150万，兼职人数上升了76.2万，指向大量不体现在企业调查的劳动者可能正在逐步退出劳动力市场。二是10月和11月数据下修了7.1万人，12月新增21.6万就业的数据亦存在较大的下修可能性。非农数据收集方式之一为问卷收集，盘点以往经济放缓时期就业数据通常出现持续下修情况，可能的原因在于经济放缓时期通常问卷回收率低，较晚提供回复的企业往往是经营状况不佳，以致美国劳工部前后收集到的样本情况存在较大差异，导致后续数据出现下修。三是12月ISM雇佣指数、JOLTS等其他就业数据均呈现不同程度放缓态势。本次CPI数据实际公布数值略超预期反弹，显示美联储3月开启降息意义不大，市场盘中震荡加剧。数据发布后，截至1月11日收盘，美股三大股指纳指持平、道指上涨0.04%、标普500下跌0.07%，美元指数下行0.04%至102.3，10年美债下行6BP至3.98%，2年美债下跌11BP至4.26%，或指向市场普遍认为今年利率将持续走低，虽然中间存在一定波动性，但目前3.9%-4.0%的美债点位仍有投资吸引力。
- **展望后续货币政策节奏，我们维持《平安观联储系列（一）：本轮美联储降息初期大类资产将如何表现？》中观点，即目前美国基本面仍维持较强韧性，实际并不支持过早降息，首次降息时点或于年中开启。**从基本面角度看，目前美国基本面韧性仍较强，衰退认证权威机构NBER关注的六大指标目前均显示美国经济未存在明显恶化迹象，基本面情况实际并不支持过早降息，主要包括：一则，薪资保持较高增速、超额储蓄仍在等支撑下，经济面临突然下行的概率较低，短期内降息未有较大降息紧迫性。二则，如前文所述，就业市场虽已在边际降温，但韧性仍在。三则，警惕近期红海局势等地缘冲突事件可能对全球通胀回落带来的阻碍。但同时，也需警惕大选等因素可能会推动降息提前，主要扰动因素包括：一是避开美国大选关键时点，美国大选将于今年7、8月选举出两党各自的正式候选人，按美联储以往举措，货币政策通常会避开大选关键时点，以避免货币政策的变化对大选结果产生一定扰动。二是不排除美联储为了预防经济“硬着陆”而选择预防式降息途径，复盘1990年以来美联储降息途径，1995年、2019年均采取了预防式降息，即经济未出现衰退前联储先降息，以防范过度紧缩的风险，但降息次数和幅度均有限。
- **展望后市，不必过于纠结短期降息博弈，中期来看美债与黄金仍有上涨空间，建议逢低超配美债、黄金，低配美股。**在《平安观联储系列（一）：本轮美联储降息初期大类资产将如何表现？》中，我们复盘了1990年以来历次降息前后各大类资产表现，从历史胜率上看，在末次加息后至首次降息开启前，美债占优，胜率100%，美股、黄金次之；降息周期开启后，黄金明显占优，胜率100%，且平均收益率明显高于其他资产，美债也仍有较好的机会。从去年11月议息会议以来，在市场降息交易抢跑下，10年期美债已从历史高位的5%下行至近期的低点3.8%，而黄金一度突破2100美元盎司。我们仍认为不必过于纠结短期降息博弈，中期来看美债、黄金仍有上涨空间。首先，美债仍是2024年确定性最高的资产，我们预测在美国经济软着陆情况下，首次降息前后有望达到低点3.4%-3.6%左右；如美国经济陷入衰退，10年期美债震荡中枢或下行至3.0%以下。不管那种情形，均低于目前3.9%的点位。黄金方面，目前美债实际利率为1.8%，如后续下行至美联储预测的自然利率0.5%点位，不排除黄金再度上涨的可能，同时地缘冲突下避险情绪上行、央行购金增加、美国债务扩张引发美元信用减弱等因素也利好黄金。**整体我们建议不必过于纠结短期降息博弈，可逢低超配美债、黄金，同时考虑到美国经济后续的放缓，叠加目前美股的高估值，短期内建议低配美股。**

图表1 12月CPI同比、环比均上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年1月12日

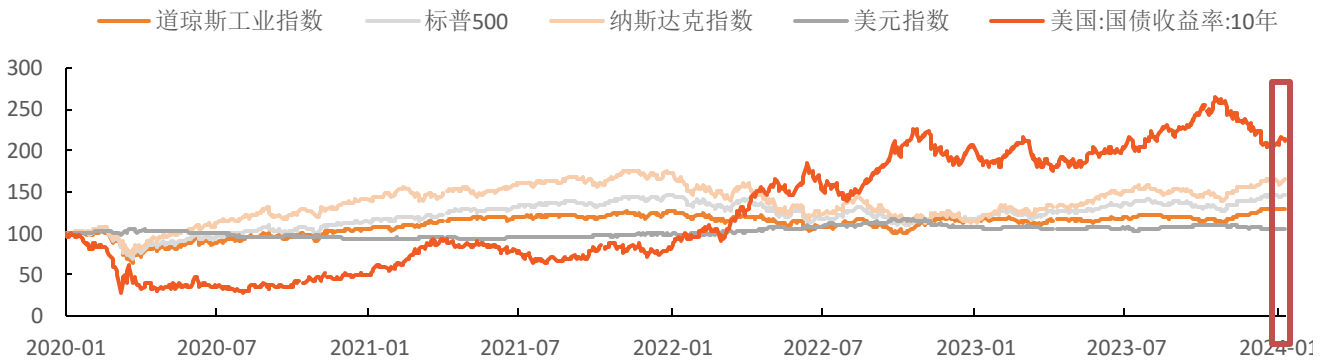
图表2 12月核心通胀仍然顽固



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年1月12日

图表3 年初以来降息交易持续降温

(2020年1月2日=100)



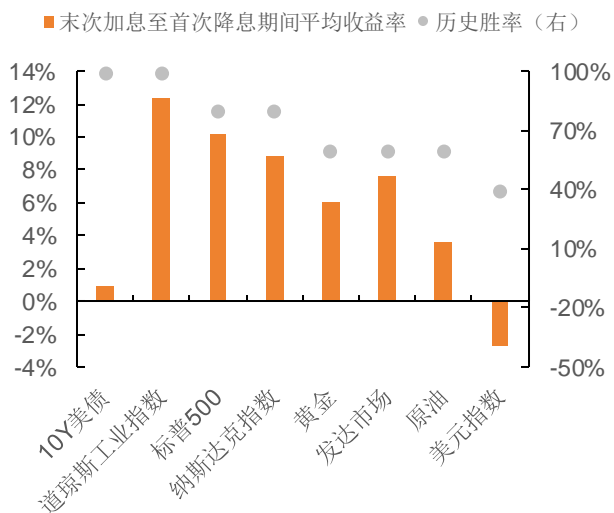
资料来源: Wind, 平安证券研究; 数据截至2024年1月12日

图表4 市场预期首次降息仍在今年3月

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%	3.6%	96.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	73.2%	24.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	70.4%	26.0%	0.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.7%	65.1%	23.0%	0.8%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.8%	60.2%	26.8%	2.8%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	11.8%	58.8%	25.9%	2.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	6.2%	35.3%	42.4%	14.3%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	5.8%	33.3%	41.9%	16.3%	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

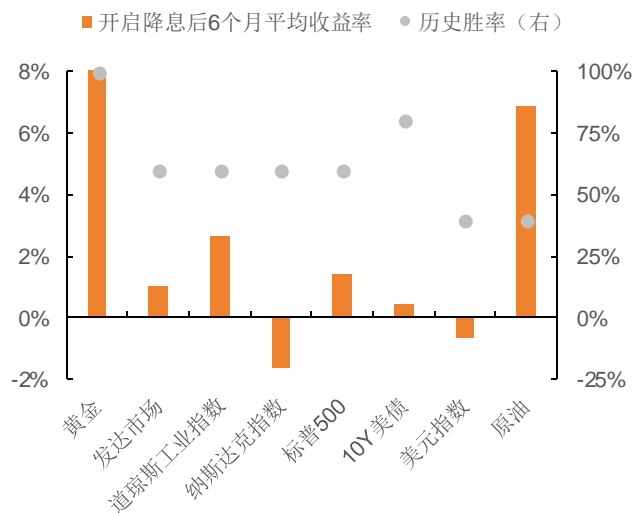
资料来源: Wind, 平安证券研究; 数据截至2024年1月12日

图表5 复盘结果：平台期美债胜率高达 100%



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：美债是绝对值变动

图表6 复盘结果：降息开启后6个月内黄金明显占优



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：美债是绝对值变动

风险提示

- 1) 美国经济下行超预期；
- 2) 美联储货币政策超预期收紧；
- 3) 地缘冲突升级；
- 4) 市场金融风险加剧。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层