

美国12月经济数据点评——

美国12月通胀有所反弹，就业市场平衡趋势未变

事件：

1月11日，美国劳工局（BLS）公布了12月通胀数据。12月通胀同比增速为3.4%，高于预期3.2%和前值3.1%，为2023年9月以来新高；季调后CPI环比增速升0.3%，高于预期0.2%和前值0.1%。

1月5日，美国劳工局（BLS）公布了12月非农数据。12月新增非农就业人数为21.6万人，高于市场预期的17万人，前值由19.9万人下修至17.3万人。

1月4日，美联储发布了2023年12月议息会议的会议纪要。

投资要点：

- 能说明整体通胀走向的核心CPI同比增速继续走弱，环比增速与预期和前值持平。核心CPI同比上升3.9%，为2021年5月以来新低，高于预期的3.8%，但低于前值4%；环比升0.3%，与预期和前值持平。其中，核心服务环比上升0.4%（前值0.5%）是核心CPI环比上升的主要原因。而核心商品环比增速为0%（前值-0.3%），商品价格因供应链正常化而有所缓解。
- 12月新增非农就业人数为21.6万人，高于市场预期的17万人，前值由19.9万人下修至17.3万人，10月非农就业人数从15万修正至10.5万，经过修正后，10月和11月的就业人数比之前公布的数据减少了7.1万人。
- 同时，美国12月失业率为3.7%，与前值持平，但低于预期的3.8%。11月劳动力短缺率（就业率+广义职位空缺率-劳动力参与率）较上月有所回升，但仍处于1%以下。劳动力短缺率整体呈下降趋势，显示加息对劳动力供需的缺口继续改善，就业市场整体正在趋于供需平衡。
- 12月议息会议纪要显示，几乎所有与会者都认为鉴于通胀预测有所改善，到2024年底，降低联邦基金利率是合适的。而一些与会者则认为其通胀预测伴随着异常的高度不确定性，某种经济状况下进一步加息可能是合适的。
- 总体来看，12月通胀和就业数据不支持美联储过早开启降息。CPI数据公布后，美元指数DXY短线上涨超40点，芝商所Fed Watch工具显示美联储首次降息时间在3月的概率从此前的64.7%上升至70.2%。目前距离上一次加息也过去了三个月左右，12月非农数据虽然超预期，但同时美国劳工局下调了10月和11月的非农数据，整体来看四季度新增非农就业人数是明显放缓的，就业市场正在趋于平衡。12月会议纪要偏鸽，显示利率水平可能已经见顶。我们认为12月有所回升的通胀数据不支持美联储过早开启降息，在美联储加息周期的尾声阶段，经济的好消息可能不再是市场的坏消息，此时就业和消费者的韧性可能会强化经济软着陆的预期，进而减少了需要快速大幅降息的必要性。
- 风险提示：美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

研究助理 章孟菲
邮箱：zmf30020@hfzq.com.cn

相关报告

- 《近四次加息-降息周期中主要大类资产表现》2024.01.04
- 《11月核心通胀粘性较强，就业增长放缓趋势暂停》2023.12.14
- 《如何看待近期人民币汇率走强——11月全球经济观察》2023.12.04

正文目录

1	美国 12 月通胀有所反弹.....	1
2	就业市场平衡趋势未变.....	3
3	美联储 12 月议息会议纪要点评.....	5
4	风险提示.....	6

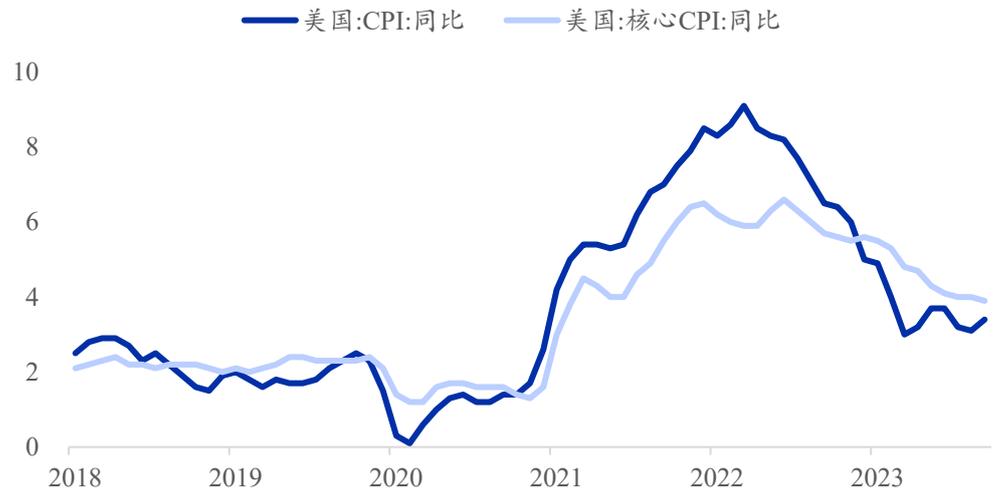
图表目录

图表 1:	美国 CPI 同比增速有所反弹, 核心 CPI 继续走弱 (%)	1
图表 2:	美国 CPI 环比增速超预期回升 (%)	1
图表 3:	12 月 CPI 分项数据.....	2
图表 4:	二手车和卡车分项或将拖累核心商品同比增速 (%)	2
图表 5:	住宅项环比增速未来有回升的可能	3
图表 6:	地缘政治风险对能源价格造成短期扰动	3
图表 7:	美国就业增长放缓趋势暂停 (万人)	4
图表 8:	劳动力短缺率整体呈下降趋势	5

1 美国 12 月通胀有所反弹

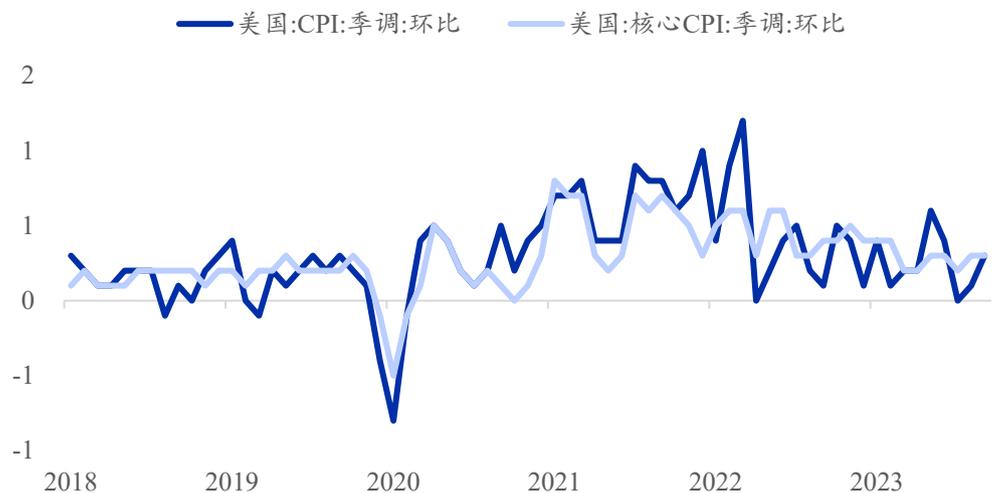
1 月 11 日，美国劳工局（BLS）公布了 12 月通胀数据。12 月通胀同比增速为 3.4%，高于预期 3.2% 和前值 3.1%，为 2023 年 9 月以来新高；季调后 CPI 环比增速升 0.3%，高于预期 0.2% 和前值 0.1%。

图表 1: 美国 CPI 同比增速有所反弹，核心 CPI 继续走弱 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 2: 美国 CPI 环比增速超预期回升 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

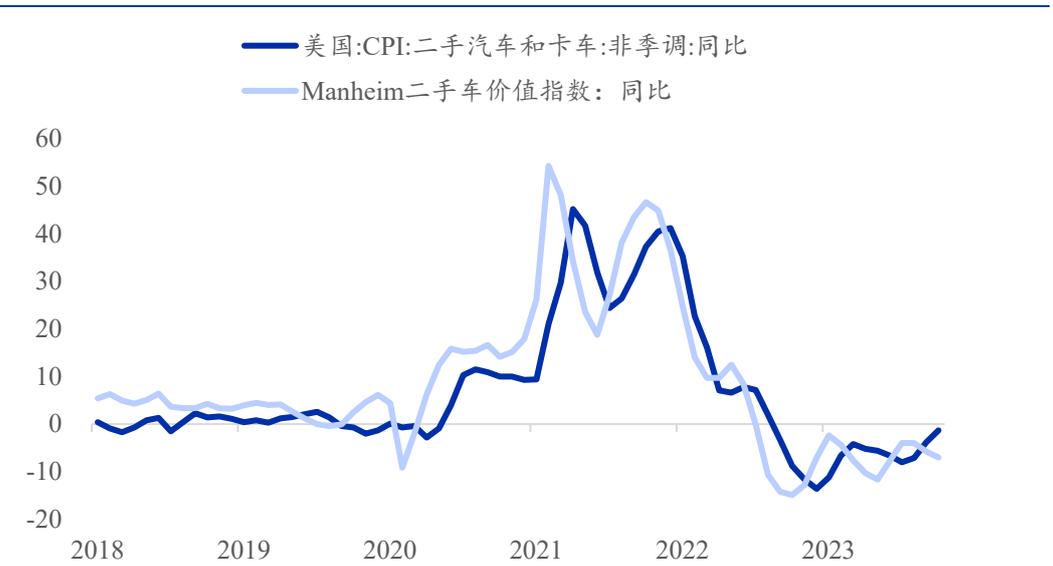
能说明整体通胀走向的核心 CPI 同比增速继续走弱，环比增速与预期和前值持平。核心 CPI 同比上升 3.9%，为 2021 年 5 月以来新低，高于预期的 3.8%，但低于前值 4%；环比升 0.3%，与预期和前值持平。其中，核心服务环比上升 0.4%（前值 0.5%）是核心 CPI 环比上升的主要原因。而核心商品环比增速为 0%（前值-0.3%），商品价格因供应链正常化而有所缓解。

图表 3: 12月 CPI 分项数据

	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8
CPI	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	0.3	0.1	0.0	0.4	0.6
食品	2.7	2.9	3.3	3.7	4.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
能源	-2.0	-5.4	-7.5	-7.5	-3.6	0.4	-2.3	-2.5	1.5	5.6
核心CPI	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
核心商品	0.2	0.0	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1
二手汽车和卡车	-1.3	-3.8	-5.1	-8.0	-6.6	0.5	1.6	-0.8	-2.5	-1.2
医疗护理商品	4.7	5.0	4.7	4.2	4.5	-0.1	0.5	0.4	-0.3	0.6
服装	1.0	1.1	2.6	2.3	3.1	0.1	-1.3	0.1	-0.8	0.2
核心服务	5.3	5.5	5.5	5.7	5.9	0.4	0.5	0.3	0.6	0.4
住宅	4.8	5.2	5.2	5.6	5.7	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3
医疗护理服务	-0.5	-0.9	-2.0	-2.6	-2.1	0.7	0.6	0.3	0.3	0.1
交通运输服务	9.7	10.1	9.2	9.1	10.3	0.1	1.1	0.8	0.7	2.0

来源: Wind, 华福证券研究所

核心商品中, 二手汽车和卡车分项环比上升 0.5% (前值 1.6%), 同比下降 1.3% (前值 -3.8%) 从二手车价格领先指标——Manheim 二手车价值指数来看, 未来该分项将继续拖累核心商品同比增速。

图表 4: 二手车和卡车分项或将拖累核心商品同比增速 (%)


来源: Wind, 华福证券研究所

权重最高的住宅分项环比上升 0.4%, 与前值持平, 是核心 CPI 环比回升的主要贡献项, 其中, 业主等价租金环比上升 0.5%, 主要住所租金环比上升 0.4%。我们在此前的报告中指出, 从历史经验来看, 反映美国房地产景气度的 NAHB 住房市场指数自 2022 年 12 月以来连续 7 个月上升, 该上升趋势还未反映到 CPI 住房租金项中, 住宅项环比增速未来存在上行的可能, 向前看, 由于住宅占 CPI 权重较高, 住宅项的持续升温也将较大程度的影响 CPI 的未来走势。

图表 5: 住宅项环比增速未来有回升的可能



来源: Wind, 华福证券研究所

CPI 能源分项同比下降 2.0% (前值-5.4%); 环比上升 0.4% (前值-2.3%)。红海危机对原油价格造成扰动, 但由于伊拉克、安哥拉和尼日利亚的产量增加抵消了沙特和其他的欧佩克+成员持续减产的影响, 欧佩克去年 12 月份石油产量上升欧佩克上月产量为 2788 万桶/日, 较 11 月增加 7 万桶。往后看, 地缘政治风险对油价将会继续造成短期扰动, 但由于产油国内部因石油产量配额方面的矛盾将使减产措施对油价的托底支撑作用有所减弱。

图表 6: 地缘政治风险对能源价格造成短期扰动



来源: Wind, 华福证券研究所

2 就业市场平衡趋势未变

1 月 5 日, 美国劳工局 (BLS) 公布了 12 月非农数据。12 月新增非农就业人数为 21.6 万人, 高于市场预期的 17 万人, 前值由 19.9 万人下修至 17.3 万人, 10 月非农就业人数从 15 万修正至 10.5 万, 经过修正后, 10 月和 11 月的就业人数比之前公布的数据减少了 7.1 万人。数据公布后, 美元指数 DXY 短线上扬, 非美货币普遍走低, 互换市场定价美联

储 3 月份降息的可能性回到 50%，反映了市场对美联储今年一季度开始放松货币政策预期的削弱。

从分项数据来看，商品生产就业人数新增 2.2 万人。其中，建筑业就业人数新增 1.7 万人为最大贡献项，连续 9 个月新增就业为正。制造业新增 0.6 万人，采矿业减少 0.1 万人。

服务业新增就业人数为 14.2 万人，其中对利率不敏感的教育和保健服务业（+7.4 万人）依然贡献了最大增长，休闲和酒店业新增就业（+4 万人），其他服务业则出现小幅增长或彻底下降，零售业（+1.7 万），信息业（+1.4 万人），专业和商业服务（+1.3 万），批发业（+0.6 万）等均为正增长，运输仓储业（-2.3 万人）为负增长。

图表 7：美国就业增长放缓趋势暂停（万人）

	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04
新增非农就业人数合计	21.6	17.3	10.5	26.2	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7
私人部门	16.4	13.6	4.4	19.9	11.4	14.5	8.6	25.5	17.9
商品生产	2.2	3.0	-1.2	2.1	2.8	1.2	3.2	2.4	2.5
制造业	0.6	2.6	-3.8	1.1	-0.2	-0.2	0.4	-0.4	0.9
建筑业	1.7	0.6	2.7	0.9	3.0	1.2	2.9	2.5	1.1
采矿业	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.5
服务生产	14.2	10.6	5.6	17.8	8.6	13.3	5.4	23.1	15.4
金融活动	0.2	0.1	-0.8	0.0	0.1	1.5	0.2	1.3	2.7
运输仓储业	-2.3	-0.5	-2.8	1.2	-2.7	-0.7	-1.9	1.9	-1.5
休闲和酒店业	4.0	1.2	2.5	7.6	0.8	3.8	2.6	2.8	1.1
专业和商业服务	1.3	-1.9	-2.6	-1.7	0.8	-2.9	-0.1	4.5	4.8
零售业	1.7	-2.4	1.7	0.2	-0.6	1.3	-2.3	2.1	-0.2
信息业	1.4	1.5	-1.2	-0.6	-2.2	-1.9	-1.0	-0.4	0.3
批发业	0.6	0.5	0.8	1.6	0.3	1.5	-0.7	0.8	-0.2
公用事业	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.2
教育和保健服务	7.4	10.9	8.4	8.6	10.5	10.4	7.9	8.8	7.7
其他服务业	-0.1	1.3	-0.5	0.8	1.4	0.4	0.6	1.3	0.5

来源：Wind，华福证券研究所

同时，美国 12 月失业率为 3.7%，与前值持平，但低于预期的 3.8%。11 月劳动力短缺率（就业率+广义职位空缺率-劳动力参与率）较上月有所回升，但仍处于 1% 以下。劳动力短缺率整体呈下降趋势，显示加息对劳动力供需的缺口继续改善，就业市场整体正在趋于供需平衡。

从平均时薪来看，12 月美国私营部门平均小时工资为 34.3 美元，高于前值 34.1 美元，环比增速进一步扩大，12 月平均时薪环比上升 0.44%，高于前值 0.35%。其中，商品生产部门平均时薪环比增速为 0.35%，低于前值的 0.58%。服务业部门平均时薪环比增速为 0.47%，高于前值 0.32%。

图表 8: 劳动力短缺率整体呈下降趋势



来源: Wind, 华福证券研究所

3 美联储 12 月议息会议纪要点评

北京时间 1 月 4 日凌晨, 美联储发布了 2023 年 12 月议息会议的会议纪要, 纪要显示, 几乎所有与会者都认为鉴于通胀预测有所改善, 到 2024 年底, 降低联邦基金利率是合适的。而一些与会者则认为其通胀预测伴随着异常的高度不确定性, 某种经济状况下进一步加息可能是合适的。

本次公布的 12 月议息会议纪要有三个点值得关注: 一是关于未来经济形势的评估; 二是对通货膨胀形势的展望; 三是关于未来货币政策的讨论。

在评估经济前景时, 与会者普遍认为, 2024 年实际国内生产总值增长将降温, 劳动力市场的再平衡将继续, 失业率将从目前的水平略有上升。基于好于预期的通胀数据, 与会者下调了 2023 年的通胀预测, 并在较小程度上下调了随后几年的通胀预测。与会者认为目前的货币政策具有限制性, 似乎对经济活动和通货膨胀造成了压力。鉴于已实施的政策限制以及更有利的通胀数据, 与会者普遍认为通胀和就业风险正趋于平衡。然而, 与会者仍然高度关注投资风险。

关于通胀形势的展望, 大多数与会者仍然认为通胀面临上行风险。通胀上行风险的来源包括地缘政治发展对全球能源和食品价格可能产生的影响、供应链改善期后核心商品价格可能出现的反弹, 或近岸外包和离岸外包活动对劳动力需求和通胀的影响。与会者指出的经济活动面临的下行风险包括: 过去政策紧缩的影响可能超出预期、家庭资产负债表明显疲软的风险、一些外国经济体增长下降可能带来的负面溢出效应、地缘政治风险以及银行信贷进一步紧缩的持续风险。

关于未来货币政策的走向, 几乎所有参与者都表示, 到 2024 年底, 降低联邦基金利率的目标区间是适当的, 不过与会者也指出他们的展望通常具有较高的不确定性, 某种经济状况下进一步加息可能是合适的。有几位与会者还指出, 可能需要在比目前预期更

长的时间内将目标区间保持在当前值。与会者普遍强调，在作出货币政策决定时，必须保持谨慎和依赖数据的方法，并重申在通胀明显持续下降以实现委员会的目标之前，政策在一段时间内保持限制性立场是适当的。

此外，与会者还指出委员会将放慢资产负债表规模的下降速度，然后在储备金余额略高于储备金充足的水平时停止下降。这些与会者建议，委员会最好在作出放慢缩减速度的决定之前，就开始讨论指导这一决定的技术因素，以便向公众提供适当的预先通知。

美联储传声筒 Nick Timiraos 撰文称由于通胀和工资增长放缓，近几个月来美国的经济前景已相当明朗。这将为美联储提供更多空间，即美联储可以在经济疲软超出官员预期时迅速降低利率，而且即使经济持续扩张没有停滞，也仍可能为美联储降息打开大门。

总体来看，12月通胀和就业数据不支持美联储过早开启降息。 CPI 数据公布后，美元指数 DXY 短线上涨超 40 点，芝商所 Fed Watch 工具显示美联储首次降息时间在 3 月的概率从此前的 64.7% 上升至 70.2%。目前距离上一次加息也过去了三个月左右，12 月非农数据虽然超预期，但同时美国劳工局下调了 10 月和 11 月的非农数据，整体来看四季度新增非农就业人数是明显放缓的，就业市场正在趋于平衡。12 月会议纪要偏鸽，显示利率水平可能已经见顶。我们认为 12 月有所回升的通胀数据不支持美联储过早开启降息，在美联储加息周期的尾声阶段，经济的好消息可能不再是市场的坏消息，此时就业和消费者的韧性可能会强化经济软着陆的预期，进而减少了需要快速大幅降息的必要性。

4 风险提示

美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfyq.com.cn