

美CPI超预期走强，美联储会推迟降息吗？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第40期）

投资要点

◆ **超预期的通胀是否将减缓美联储降息步伐？** 能源价格回升，加之居民商品消费需求旺盛共同带动美国12月通胀数据再度超预期走强。时至今日，陆续公布的美国经济数据不断地暴露出美联储决策的滞后性特征，当前美国经济仍然处于供需两旺的格局之中。我们曾在前期的报告《点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——FOMC会议点评（2023.12）》（2023.12.14）中明确提及，当前，美联储基于已有经济数据的决策模式是较为滞后的，不可忽略通胀和零售再度升温的可能，以及由此造成的美联储降息时点不断推迟。我们在本篇报告中再度重申，需认识到美国当前实体经济供需两端持续过热的事实，我们预计2024年全年美国实际GDP增速为2.1%，美国经济陷入衰退的概率较低；美国失业率可能维持在4%或更低水平更长时间，核心通胀可能直至24Q4或才可向下接近美联储最新预测路径。**维持美联储不早于24Q3开始降息的预测不变，以12月强劲就业和通胀数据来看，不排除美联储在1月31日即将召开的2024年首次FOMC会议上再度转向鹰派立场的可能，由此可能对人民币造成的外溢性贬值压力仍然不容忽视。建议关注近期即将公布的美国2023年12月零售数据。**

◆ **中美通胀再度背离，我国政策如何应对？** 中美通胀再度背离，“脱钩断链”或对外需形成永久性挤出，提振内需、建立全国统一大市场，早日形成国际国内双循环体系才是长久之道。今日国家金融监督管理总局发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》，再度提及要“支持初创期科技型企业成长壮大，鼓励银行机构在防控风险的基础上加大信用贷款投放力度”，同时也强调“丰富成长期科技型企业融资模式，鼓励银行机构结合成长期科技型企业扩大生产需要，加大项目贷款投放”，体现政策从财政和货币两侧，对于先进制造业产业和现代化产业体系的呵护力度不断加大。欧、日、英的全球竞争力逐步减弱，中美之间对产业链的争夺和对内需的提振无疑是后续政策的着眼点和发力方向，我们更需考虑如何在美国的货币和财政政策之下打开更多的自主性政策空间。我们预计，明年的财政政策将是在年初房价基本见底稳定的大前提下，通过提升预算内赤字率的方式给中等收入人群实施更大力度的个税减税，以提升其收入预期，预计将对应3.5%的预算内赤字率和3.5万亿的地方政府专项债额度。货币政策方面，明年将继续进行中性偏松的操作，实施更大力度的降准和结构性降息措施，为实体经济和商业银行提供充足的流动性呵护，同时，进一步稳定商业银行的净息差，以求为实体经济提供长期优良的融资保障；我们预计2024年全年将实行100BP的降准操作，并同时小幅多次的降息操作，1月31日美联储FOMC会议召开之前将是下一个降准的时间窗口，预计将降准50BP。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：** 本周A股本周电力设备有所上涨，电子、计算机跌幅较深；美债收益率整体下行，中国国债收益率短端相对下行较多，中美10Y利差有所收窄；美元指数小幅下行，CNY基本持平；金价高位震荡，布油价格继续上涨。

◆ **风险提示：** 美联储维持高利率政策时间更长风险；人民银行降准晚于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

相关报告

强劲非农提升近期我国降准紧迫性——华金宏观·双循环周报（第39期） 2024.1.6
盘点2023：货币政策——货币专题暨双循环周报·第38期 2023.12.31
用什么政策才能推升PMI？——PMI点评（2023.12） 2023.12.31
油价大跌降低成本，推升工业企业利润——工业企业利润点评（2023.11） 2023.12.27
住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？——华金宏观·双循环周报（第37期） 2023.12.23



内容目录

1、超预期的通胀是否将推迟美联储降息步伐？	3
2、中美通胀再度背离，我国政策如何应对？	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	6

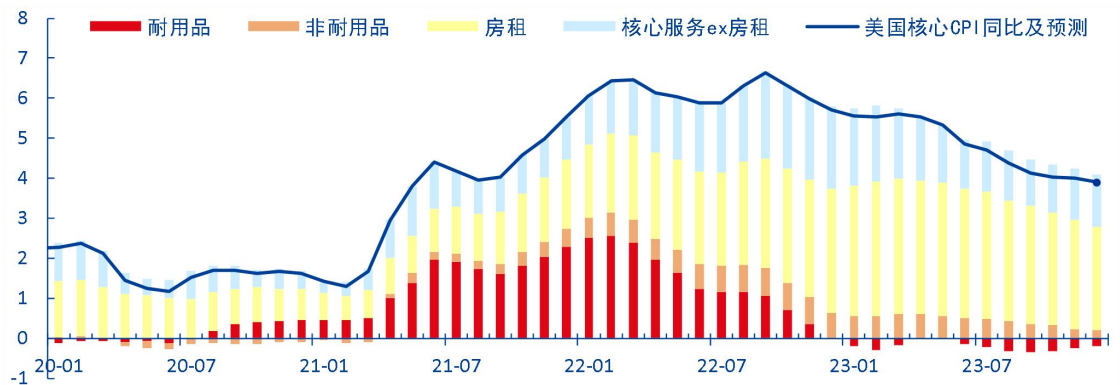
图表目录

图 1：美国 CPI 同比及贡献结构（%）	3
图 2：美国实际 GDP 增速及预测（%）	4
图 3：R007 与我国政策利率体系（%）	5
图 4：全球股市：本周日本股市上涨较多，A 股科创 50 跌幅最深	6
图 5：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周电力设备有所上涨，电子、计算机跌幅较深	6
图 6：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周 IT 板块领涨，能源板块跌幅较深	6
图 7：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行	7
图 8：中国国债收益率变动幅度：国债收益率短端相对下行较多	7
图 9：本周美债短端收益率下行 9BP（%）	7
图 10：中美 10Y 利差有所收窄（%）	7
图 11：10Y 国开债与国债利差小幅收窄（%）	8
图 12：1Y、3Y 信用利差有所收窄（BP）	8
图 13：美联储本周缩表步伐有所放缓（USD bn）	8
图 14：主要央行政策利率（%）	8
图 15：全球汇率：美元指数小幅下行	8
图 16：人民币基本持平	8
图 17：本周金价高位震荡	9
图 18：本周布油继续上行	9
图 19：12 月下旬焦煤价格继续小幅上行	9
图 20：本周铜价继续下行	9

1、超预期的通胀是否将推迟美联储降息步伐？

美国 12 月核心 CPI 环比上涨达 0.3%，同比 3.9% 均高于市场预期，房租维持较高涨幅、服务和非耐用消费品价格涨幅均超预期，显示美国居民消费需求旺盛、薪资传导两大因素可能共同推动核心通胀呈现较市场预期更强的高位黏性。据当地时间 1 月 11 日美国劳工统计局公布的数据，美国 2023 年 12 月 CPI 季调环比增长达 0.3%，较 11 月超预期上行 0.2 个百分点，季调同比 3.3%，同样较 11 月上行 0.2 个百分点。扣除食品和 12 月环比小幅上涨的能源，核心 CPI 季调同比 2023 年 12 月录得 3.9%，仅较 11 月小幅回落 0.1 个百分点，环比涨幅也达到 0.3%，核心 CPI 较大幅度超出市场预期。从结构来看，滞后体现薪资增长趋势的核心非耐用消费品、除房租外的核心服务两项 12 月环比涨幅都明显高于正常水平，开始传导过去半年美国薪资增速居高不下在核心通胀中的滞后黏性。而与房地产市场表现直接相关的房租项 12 月环比涨幅也超出市场预期，显示美国房地产市场在本轮加息周期中超市预期的偏强表现也对核心通胀持续形成支撑。总体上，12 月美国核心 CPI 所呈现的巨大高位黏性反映出美国居民消费需求旺盛、薪资通胀螺旋延续两大逻辑，验证了我们此前的观点：美国汽车工人大罢工事件对美国 10 月经济数据形成暂时性冲击，但当前罢工事件已得到妥善解决，短暂的供给冲击结束后，薪资增长或有所加速，需求和薪资可能同时对美国核心 CPI 形成支撑。

图 1：美国核心 CPI 同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

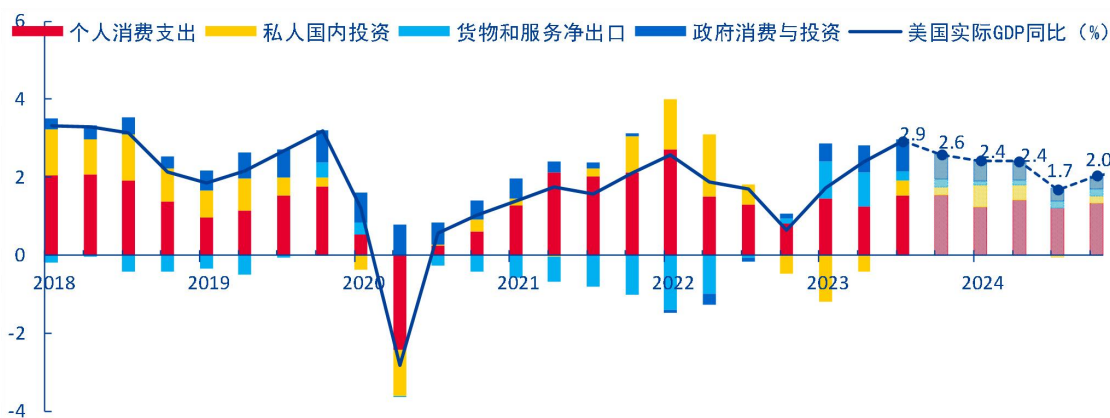
从数据结构来看，在 11 月国际原油价格大幅下行的背景下，12 月油价同比出现反弹趋势，能源 CPI 同比跌幅收窄 3.4 个百分点至 -2.0%，对 CPI 的拖累大幅收窄至仅 0.2 个百分点；此外，美国居民的商品消费需求降温速度开始逐步放缓，汽车 CPI 同比上行 0.2 个百分点至 0.1%，自 7 月来首度转正，验证了我们此前的观点：美国汽车工人大罢工事件对短期汽车供给造成冲击，但当前罢工事件已得到妥善解决，短暂的供给冲击结束后，汽车消费再度显现出升温趋势，核心耐用消费品对 CPI 的拖累也同步收窄至 0.2 个百分点。

面对超预期走强的核心 CPI 数据，美联储降息开始时点是否会比当前全球市场的预期明显延迟？关于这个问题的判断，应结合美国核心 CPI 走强的可持续性来分析。时至今日，陆续公布的美国经济数据不断地暴露出美联储决策的滞后性特征，当前美国经济实质上仍然处于供需两旺、薪资通胀螺旋强化的格局之中，上半年就启动降息很可能是海外金融市场“一厢情愿”的预期。超预期走强的数据当即引发市场波动，美元指数短线拉升之后又快速回落，全球市场对

于美联储会否提前降息的预期再度陷入纠结。我们曾在前期的报告《点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——FOMC 会议点评（2023.12）》（2023.12.14）中明确提及，当前，美联储基于已公布经济数据的决策模式是较为滞后的，不可忽略通胀和零售再度升温的可能，以及由此造成的美联储降息时点不断推迟的可能性。美国 2023 年 12 月核心 CPI 数据、连同上周公布的美国 2023 年 12 月就业数据共同超预期的走强，正显示出在需求仍然旺盛的同时，劳动力市场供给不但未如美联储假设连续大幅改善，甚至有趋于紧张的趋势，薪资降温并非一蹴而就，“薪资通胀螺旋”的解除仍需静待时日。美国汽车行业工人大罢工事件得到妥善解决后，对美国就业市场和通胀的影响尚未完全显现出来。

我们在本篇报告中愿再度重申，需重视美国当前实体经济供需两端持续过热、劳动力市场可能再度趋于紧张的趋势，我们预计 2024 年全年美国实际 GDP 增速可能达到 2.1%，美国经济陷入衰退的概率极低；美国失业率可能维持在 4% 或更低水平更长时间，核心通胀可能直至 24Q4 或才可向下接近美联储最新预测路径。维持美联储不早于 24Q3 开始降息的预测不变，以 12 月强劲的就就业和通胀数据来看，不排除美联储在 1 月 31 日即将召开的 2024 年首次 FOMC 会议上再度转向鹰派立场的可能，由此可能对人民币造成的外溢性贬值压力仍然不容忽视。建议关注近期即将公布的美国 2023 年 12 月零售数据。

图 2：美国实际 GDP 增速及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

2、中美通胀再度背离，我国政策如何应对？

中美通胀再度背离，“脱钩断链”或对外需形成永久性挤出，提振内需、建立全国统一大市场，早日形成国际国内双循环体系才是长久之道。今日公布的中国 CPI 和 PPI 数据再度与美国背道而驰，当前我国居民消费需求受房地产市场深度调整而大幅压抑不得释放；进出口数据结构或再度指向在美国对华持续采取“脱钩断链”政策的背景下，中美竞争日趋白热化，1994-2008 年间外需连续大幅拉动经济增长的发展阶段再难复刻。今日国家金融监督管理总局发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》，再度提及要“支持初创期科技型企业成长壮大，鼓励银行机构在防控风险的基础上加大信用贷款投放力度”，同时也强调“丰富成长期科技型企业融资模式，鼓励银行机构结合成长期科技型企业扩大生产需要，加大项目贷款投放”，体现政策从财政和货币两侧，对于先进制造业产业和现代化产业体系的呵护力度不断加大。欧、日、英的

全球竞争力逐步减弱，中美之间对产业链的争夺和对内需的提振无疑是后续政策的着眼点和发力方向，我们更需考虑如何在美国的货币和财政政策之下打开更多的自主性政策空间。

当前的政策在更多着眼长期的同时，也不忘兼顾短期内的刺激，长期供给创造需求、短期需求拉动供给是永恒的经济命题。从长期来看，谋划新一轮的财税体制改革、加快全国统一大市场建设，将从中央政府和地方政府事权、财权的划分这一根本命题之上实现经济的高质量发展；短期来看，当前亟待解决的无疑是内需受房地产市场拖累而持续偏弱这一问题。中央经济工作会议已经提及，2024年的财政政策将“适度加力，提质增效”，货币政策也多次强调要积极主动进行配合，“灵活适度，增强一致性”是对其明确定调。我们预计，2024年的财政政策将是在年初房价基本见底的大前提下，通过提升预算内赤字率的方式给中等收入人群实施更大力度的个税减税，以提升其收入预期，预计将对应3.5%的预算内赤字率和3.5万亿左右的地方政府专项债新增额度。货币政策方面，2024年将继续进行中性偏松的操作，实施更大力度的降准和结构性降息措施，为实体经济和商业银行提供充足的流动性呵护，同时，进一步稳定商业银行净息差，以求为实体经济提供长期可持续的信用融资保障；我们预计2024年全年将实行100BP的降准操作，并进行小幅多次的降息操作，1月31日美联储FOMC会议召开之前将是下一个降准的时间窗口，预计将降准50BP以满足春节期间的流动性需求。

图3: R007 与我国政策利率体系 (%)

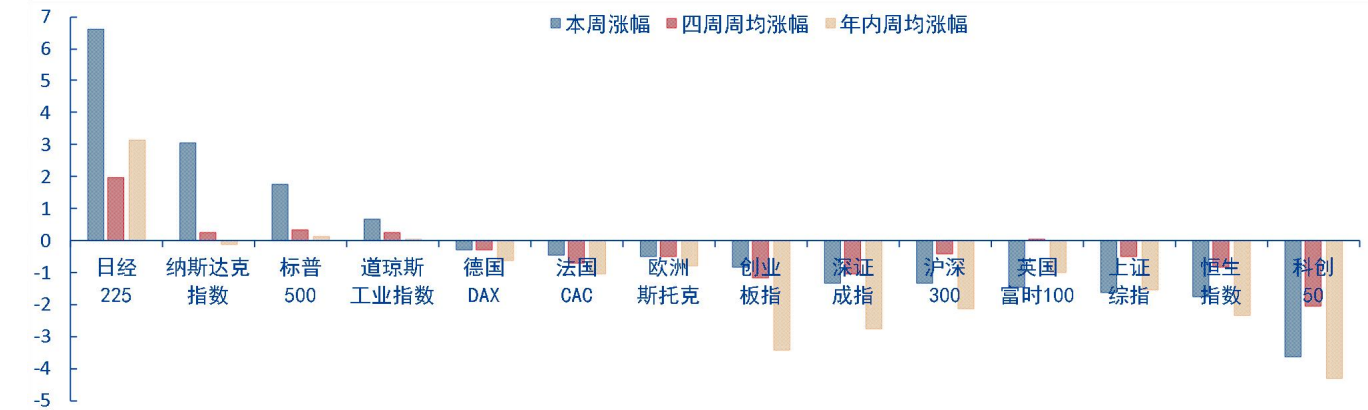


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 美联储维持高利率政策时间更长风险；人民银行降准晚于预期风险。

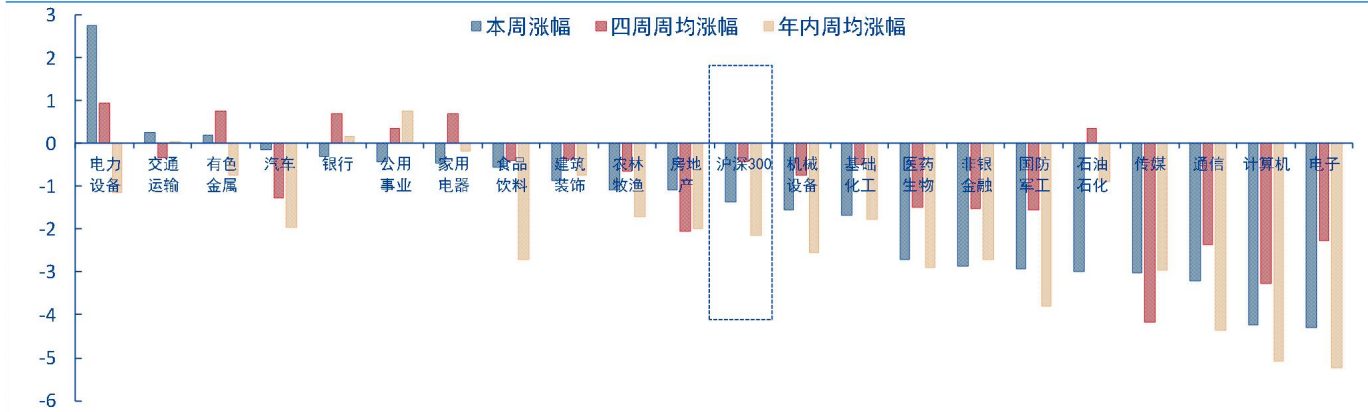
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 4: 全球股市: 本周日本股市上涨较多, A 股科创 50 跌幅最深



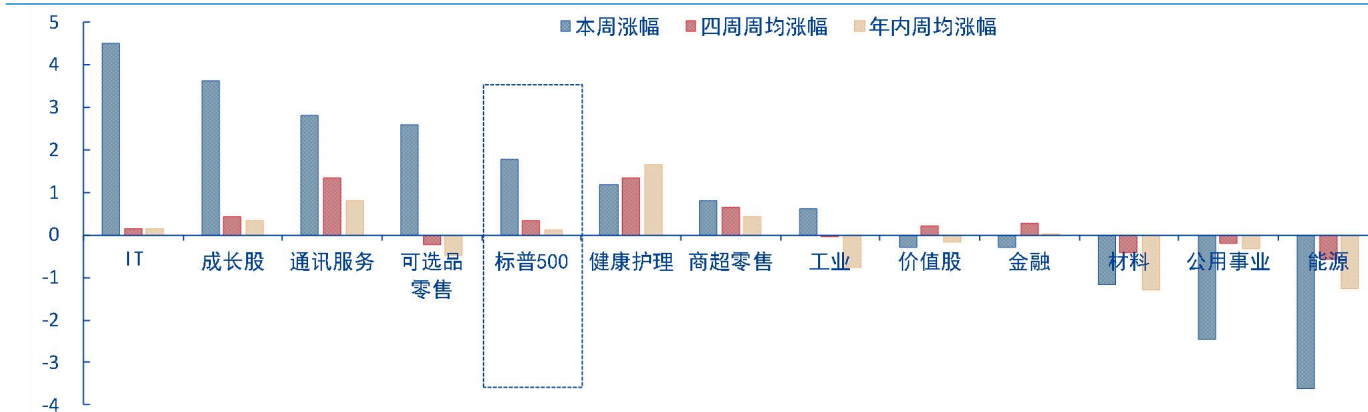
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 5: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周电力设备有所上涨, 电子、计算机跌幅较深



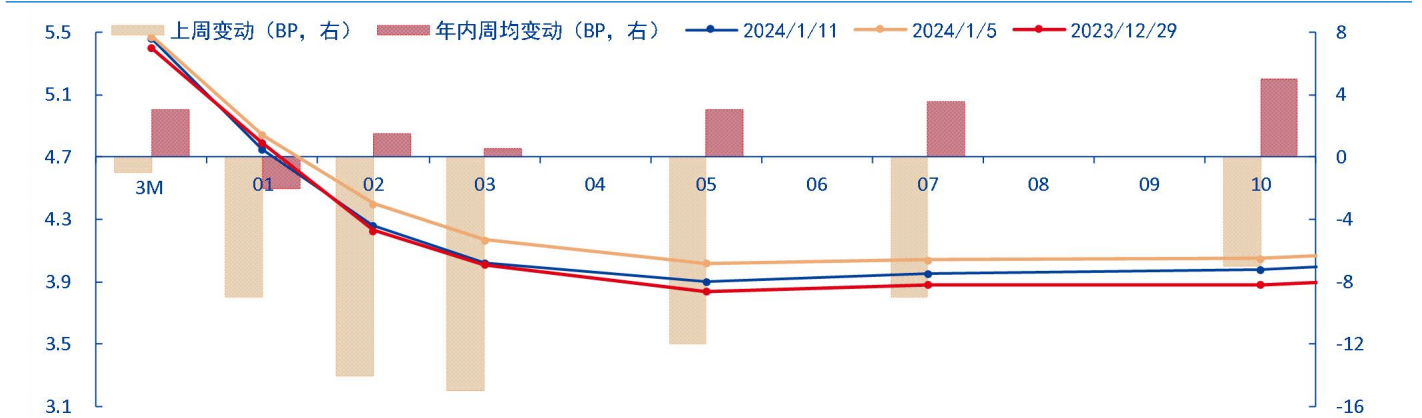
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周 IT 板块领涨, 能源板块跌幅较深



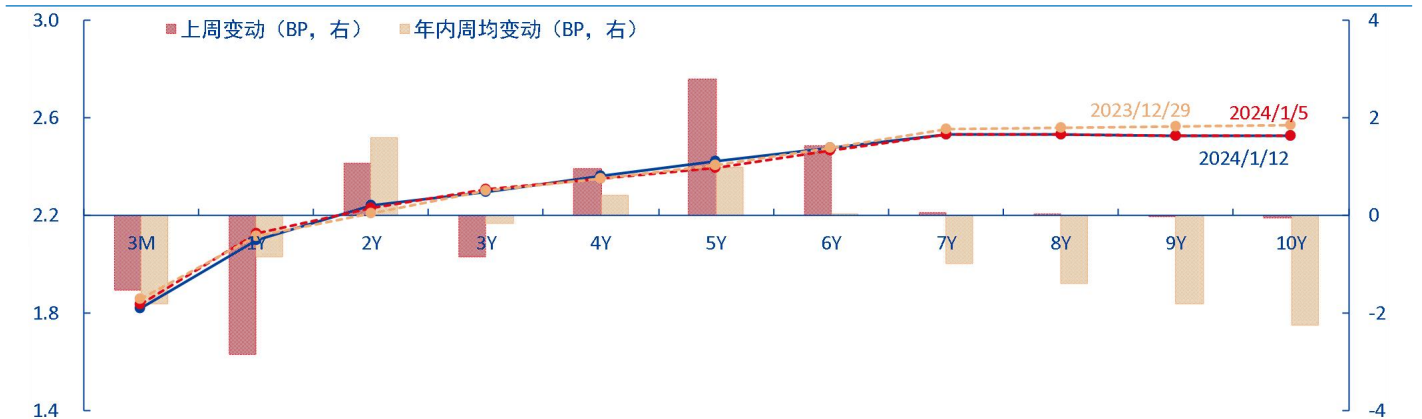
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行



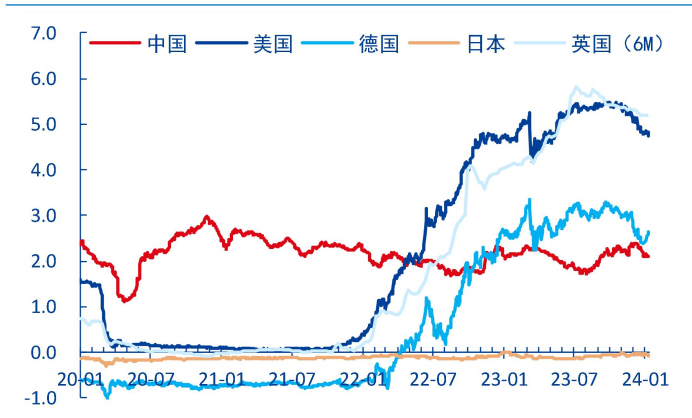
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：中国国债收益率变动幅度：国债收益率短端相对下行较多



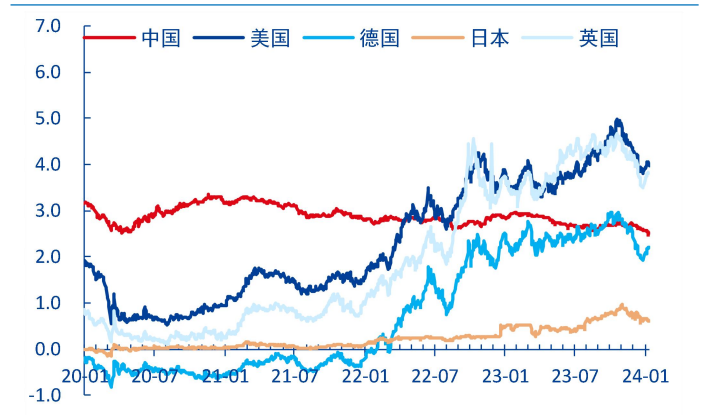
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 9：本周美债短端收益率下行 9BP（%）



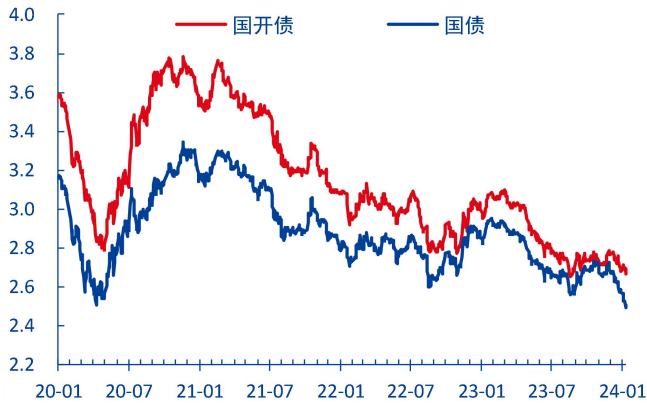
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：中美 10Y 利差有所收窄（%）



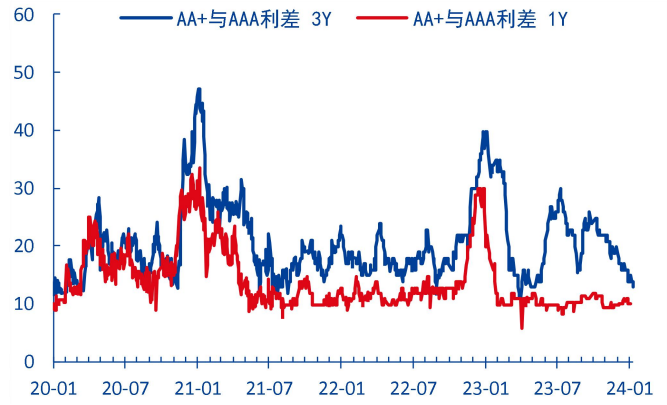
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11: 10Y 国开债与国债利差小幅收窄 (%)



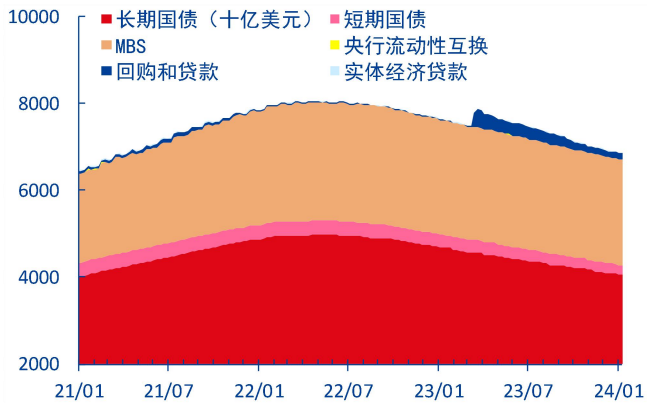
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 1Y、3Y 信用利差有所收窄 (BP)



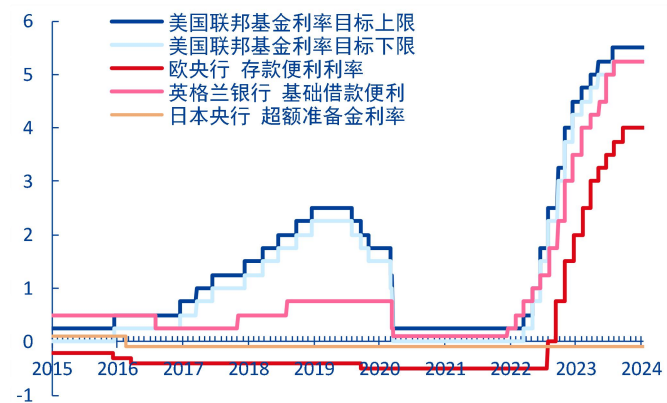
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美联储本周缩表步伐有所放缓 (USD bn)



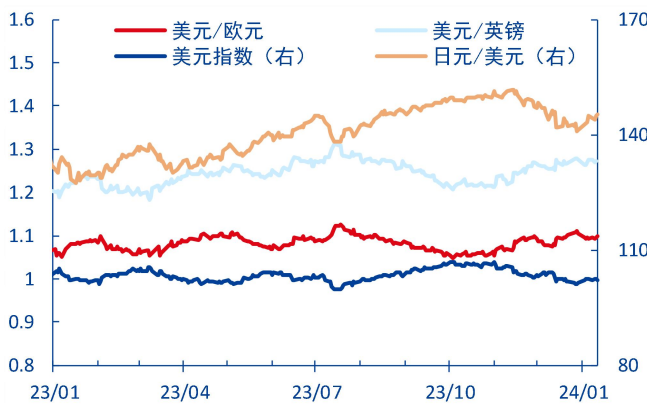
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 主要央行政策利率 (%)



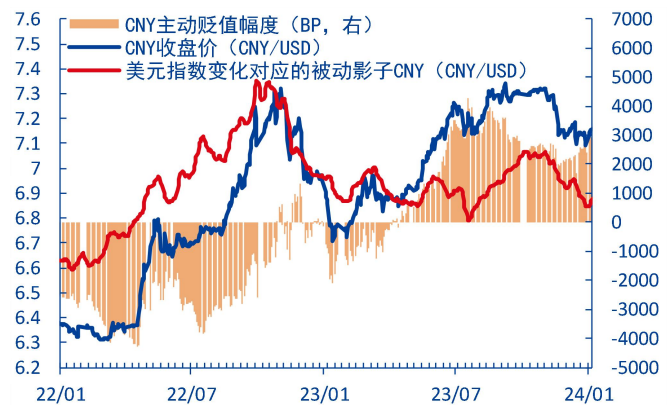
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 全球汇率: 美元指数小幅下行



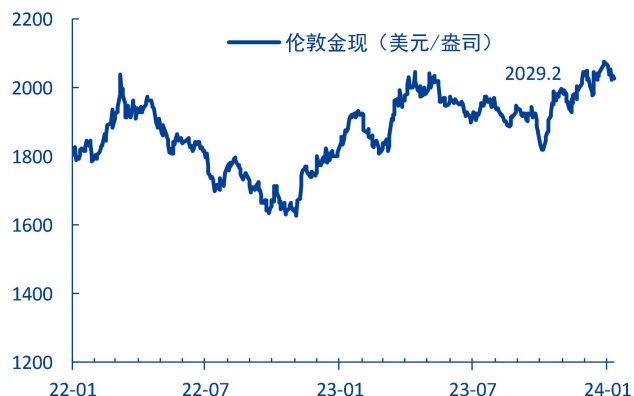
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 人民币基本持平



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 本周金价高位震荡



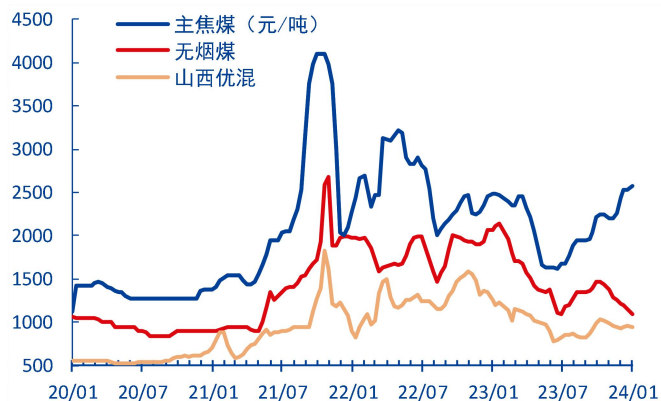
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 本周布油继续上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 12月下旬焦煤价格继续小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 本周铜价继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn