

2024年1月12日

全球宏观

去通胀之路遇挫—美国12月CPI点评

美国2023年12月CPI同比增3.4%，高于预期3.2%，前值3.1%；环比增0.3%，高于预期0.2%，前值0.1%。核心通胀重回“3”字头。12月核心CPI同比小幅降至3.9%，高于预期3.8%，低于前值4.0%；环比0.3%，持平预期和前值。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ① **能源产品及服务价格回升驱动名义通胀反弹。**连续两月回落的能源价格开始回升，12月汽油价格开始反弹，且随着冬季到来，能源服务价格快速上升，电力价格上涨也推动了整体能源价格反弹。同时，中东地缘局势也使得能源供应前景具有一定的不确定性，能源价格仍存上行风险。
- ② **核心商品价格止跌反弹，红海局势或推波助澜。**二手车价格已连续两个月上涨，并推动12月商品价格开始反弹。此外，我们注意到近期红海局势或使国际航运运力下降，成本上涨，供应链压力开始逐渐上升。预计核心商品价格或在未来一个季度开始有所反应，或拖累整体通胀回落的进展。详情请参阅我们此前报告 [《红海航运危机或考验降息预期》](#)。
- ③ **住房通胀顽固，环比再度上涨。**12月住房通胀环比上涨再度上行至0.5%，贡献了12月CPI月度涨幅的一半。当前住房服务通胀滞后效应仍在缓慢显现，预计仍将是未来几个月去通胀的主要推力，也是核心通胀持续放缓的关键。但值得注意的是，其领先指标房价指数已再度上涨，且酒店住宿及租金波动或使得后续住房通胀回落颠簸不平。
- ④ **剔除住房的核心服务通胀热度不减。**美联储青睐的剔除掉住房后的核心服务通胀热度不减，同比维持在3.9%，环比0.4%，较上月变化不大。其中，交通服务仍是主要驱动力，假期出行驱动机票价格继续上涨，而机动车保险价格也出现明显涨幅。同时，剔除住房的核心服务通胀与薪资增速相关性较高，而最新非农就业数据显示，12月薪资增速再度加速上行，且随着通胀回落，实际购买力提升或加剧通胀粘性。

超预期的通胀数据公布后，市场降息押注仅略有回落。利率期货市场隐含3月降息25基点概率降至63.4%，而CPI数据公布前为67.3%；5月前，累计降息50基点的概率为56.8%，CPI数据公布前为58.8%。同时，2024年全年降息仍在5-6次。

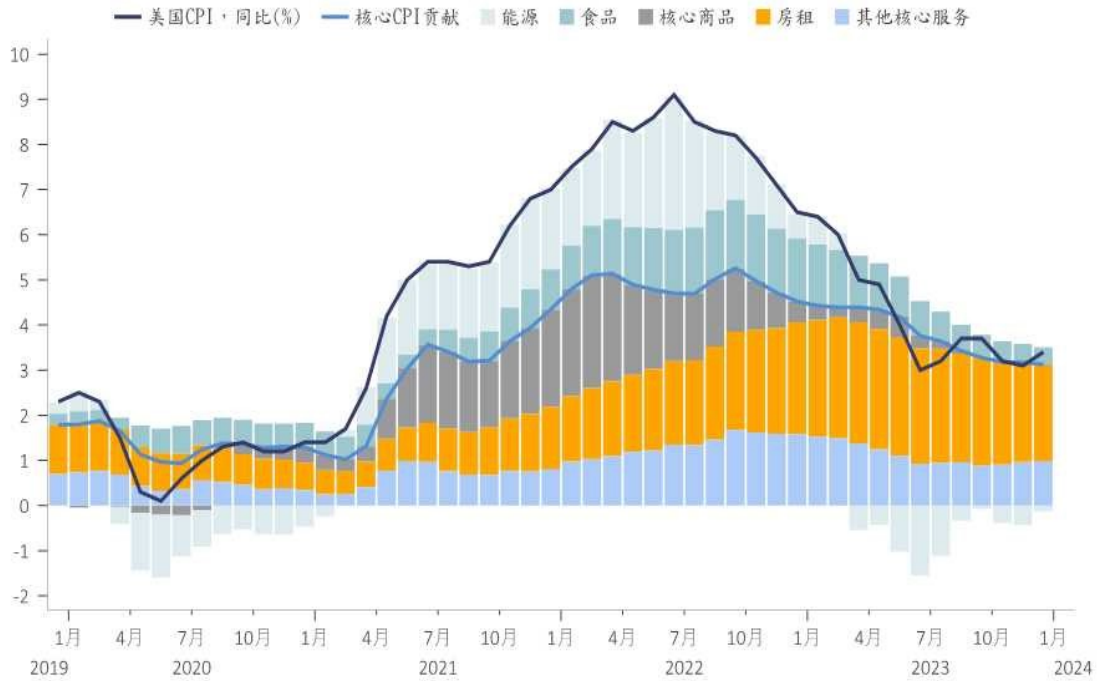
后市观察：尽管12月通胀数据超过市场预期，但市场对3月降息押注的概率仍超过50%，即市场认为单月起预期的通胀数据或许不会影响美联储转向，因而3月FOMC会议前的经济、就业和通胀数据仍十分关键。考虑到最新就业数据仍较为强劲，核心商品价格后续上行风险不容忽视，且核心服务通胀仍较为顽固，美联储将通胀降至2%的“最后一英里”仍存挑战。因此，当前降息押注可能仍显乐观，我们再度重申对于降息时点的谨慎判断，降息时点可能晚于市场预期，而降息幅度同样可能小于市场预期。

图表 1: 美国 CPI 及其分项走势

	权重(%)	同比(%)				环比(%)			
		12/2023	11/2023	10/2023	9/2023	12/2023	11/2023	10/2023	9/2023
CPI	100.0	3.4	3.1	3.2	3.7	0.3	0.1	0.0	0.4
食品	13.5	2.7	2.9	3.3	3.7	0.2	0.2	0.3	0.2
家庭食品	8.7	1.3	1.7	2.1	2.4	0.1	0.1	0.3	0.1
谷物烘焙	1.2	2.6	3.4	4.2	4.8	-0.3	0.5	0.2	-0.4
肉禽鱼蛋	1.8	-0.1	0.1	0.4	0.2	0.5	-0.2	0.7	0.5
奶制品及周边	0.8	-1.3	-1.4	-0.4	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.1
水果蔬菜	1.5	0.3	0.4	1.1	0.8	-0.1	0.3	0.0	0.0
非酒精饮料及原料	1.0	2.6	2.9	3.3	4.0	0.2	0.5	-0.1	0.0
其他食品	2.3	2.8	3.3	3.6	4.2	0.1	-0.1	0.3	0.3
外出饮食	4.8	5.2	5.3	5.4	6.0	0.3	0.4	0.4	0.4
能源	6.9	-2.0	-5.4	-4.5	-0.5	0.4	-2.3	-2.5	1.5
能源产品	3.5	-2.9	-9.8	-6.2	2.2	-0.1	-5.8	-4.9	2.3
燃油	0.2	-14.7	-24.8	-21.4	-5.1	-5.5	-2.7	-0.8	1.9
发动机燃料	3.3	-2.3	-9.2	-5.6	2.7	0.1	-6.0	-4.9	2.2
汽油(所有类型)	3.2	-1.9	-8.9	-5.3	3.0	0.2	-6.0	-5.0	2.1
能源服务	3.4	-1.1	-0.1	-2.3	-3.3	0.9	1.7	0.5	0.6
电力	2.5	3.3	3.4	2.4	2.6	1.3	1.4	0.3	1.3
公用燃气服务	0.9	-13.8	-10.4	-15.8	-19.9	-0.4	1.9	1.2	-1.9
核心CPI	79.5	3.9	4.0	4.0	4.1	0.3	0.3	0.2	0.3
除食品能源外商品	5.4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.4
服饰	2.5	1.0	1.1	2.6	2.3	0.1	-1.3	0.1	-0.8
新车	4.3	1.0	1.3	1.9	2.5	0.3	-0.1	-0.1	0.3
二手车和卡车	2.7	-1.3	-3.8	-7.1	-8.0	0.5	1.6	-0.8	-2.5
医疗保健品	1.5	4.7	5.0	4.7	4.2	-0.1	0.5	0.4	-0.3
酒精饮料	0.8	2.5	2.9	3.7	4.2	0.3	-0.1	0.2	0.8
烟草和吸烟制品	0.5	7.8	7.7	7.2	5.6	-0.1	1.1	1.9	0.2
除食品能源外服务	58.2	5.3	5.5	5.5	5.7	0.4	0.5	0.3	0.6
住所	34.4	6.2	6.5	6.7	7.2	0.5	0.4	0.3	0.6
主要住宅租金	7.5	6.5	6.9	7.2	7.4	0.4	0.5	0.5	0.5
业主等值住宅租金	25.4	6.3	6.7	6.8	7.1	0.5	0.5	0.4	0.6
医疗服务	6.7	-0.5	-0.9	-2.0	-2.6	0.7	0.6	0.3	0.3
医生服务	1.9	-0.6	-0.7	-1.2	-0.2	0.2	0.6	-1.0	0.0
医院服务	1.6	5.5	6.3	5.6	4.5	0.5	0.1	1.1	1.5
交通服务	5.8	9.7	10.1	9.2	9.1	0.1	1.1	0.8	0.7
机动车维修保养	1.1	7.1	8.5	9.6	10.2	-0.3	0.3	0.2	0.2
机动车保险	2.9	18.4	19.2	19.2	18.9	1.2	1.0	1.9	1.3
机票价格	0.5	-9.4	-12.1	-13.2	-13.4	1.0	-0.4	-0.9	0.3

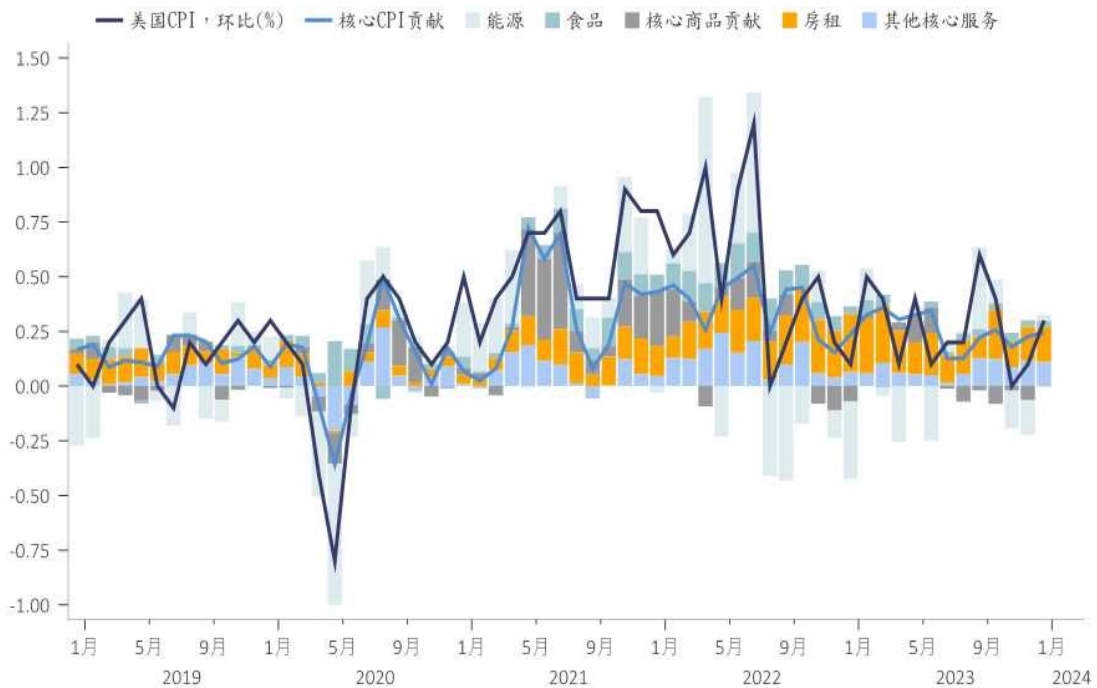
资料来源: Macrobond、美国劳工部、交银国际

图表 2: 美国 CPI 同比分项贡献情况



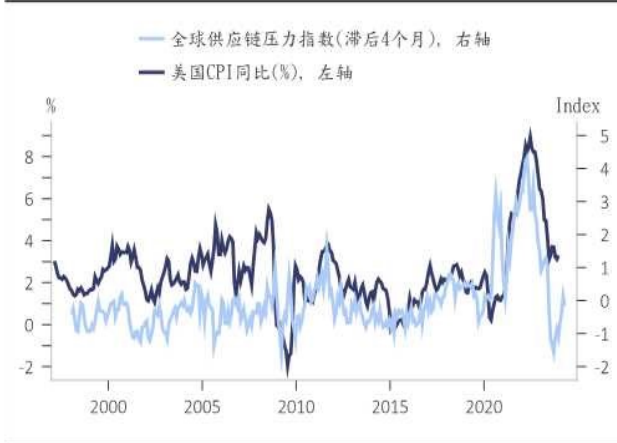
资料来源: Macrobond · 交银国际

图表 3: 美国 CPI 环比分项贡献情况



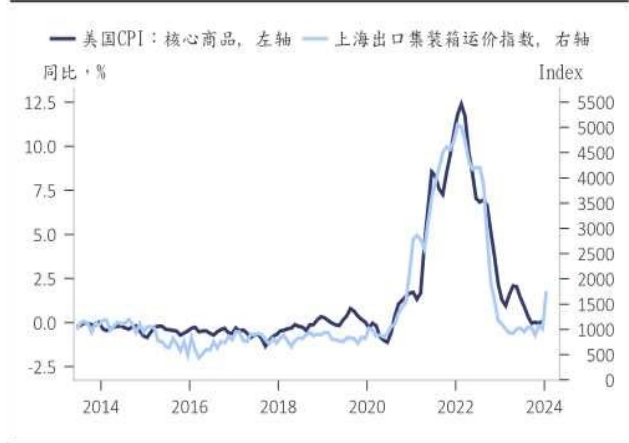
资料来源: Macrobond · 交银国际

图表 4: 供应链压力上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 航运成本上升或推动美国商品价格上涨



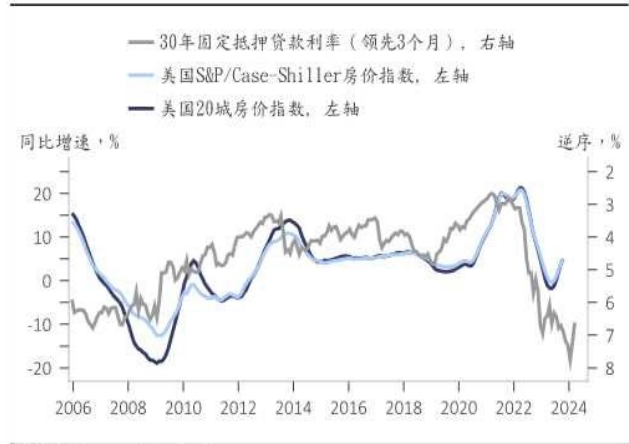
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 美国住房通胀仍在滞后显现



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 贷款利率回落或助推美国房价反弹



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司及長久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。