

# 美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性

美国环比通胀率 12 月继续走强。从环比来看，核心通胀再回升 0.03 个百分点到 0.31%，符合市场预期（0.3%）。整体 CPI 环比增速亦回升 0.2 个百分点到 0.3%。能源价格反弹，而食品价格保持韧性。按同比来看，美国整体 CPI 反弹 0.3 个百分点到 3.4%，核心 CPI 小幅下滑 0.1 个百分点到 3.9%（图表 2）。

从环比细分数据看，核心服务 CPI 的强韧性仍是支撑核心 CPI 的最重要因素（图表 1）：

- **核心商品价格持平（12 月：0%，11 月：-0.3%）。**在“黑五”促销 11 月结束后，服装价格反弹，家居、娱乐商品、教育和通信商品价格跌幅收窄。二手车价格仍维持环比正增长（图表 3），支持交通价格。从短期来看，我们认为核心商品因为汽车售价的潜在下降或面临一定下行风险：2024 年能源车的税收优惠领取方式有所微调，从购车后数月领取后改到购车时领取，变相拉低了汽车购置成本。此外，一些被排除在购置优惠外的车型为了维持销量也可能会采取降价措施。从中期来看，近期的红海事件也给供应链带来了新的风险，可能在商品需求回升之季影响供给，引起商品价格的反弹。

- **住房价格环比增速 12 月维持在 0.46%（11 月：0.45%）。**正如我们所预期的，外宿（酒店）价格在圣诞节旺季由跌转升，是住房价格继续上升的主要推动力（图表 4）。此外，业主等价租金和主要居所租金环比也维持 0.4% 以上的较高增速。租金 CPI 滞后于房价变化约 1 年，在 2024 年大部分时候或维持高增速、甚至继续攀升（图表 5）。

除住房外核心服务价格增速略微减慢，但仍保持较高水平（12 月：0.41%，11 月：0.5%）。虽然油价继续下跌，假期出行需要帮助机票价格回升（12 月：1%，11 月：-0.39%）。不过整体交通价格上升幅度受油价影响有所减小。此外，圣诞节假期也抬高了娱乐服务价格。在劳动力成本仍然偏高的情况下，其余服务价格韧性仍高，尤其是医疗护理领域。

与此同时，强劲的 12 月非农报告再度证明劳动力市场的收紧程度或仍不够显著。新增就业人数 12 月继续超预期上升至 21.6 万人（11 月：19.9 万人，图表 6），时薪同比增速反弹 0.1 个百分点到 4.1%（图表 7），失业率维持在 3.7% 不变（图表 8）。尽管如此，我们相信劳动力市场已经开始收紧。首先，三个月平均的新增就业人数仍然呈现下降的趋势。其次，JOLT 职位空缺人数自 8 月起一路滑落，职位空缺和失业人数比例缓慢下行至 1.4，离 1.2 的疫情前水平差距明显收窄（图表 9）。

金晓雯, PhD, CFA  
首席宏观分析师  
xiaowen\_jin@spdbi.com  
(852) 2808 6437

2024 年 1 月 12 日



扫码关注浦银国际研究

12月通胀数据印证了我们核心通胀下行道路仍不明确的基本观点，拉低3月就开启降息的可能性。短期来看，劳动力市场收紧程度仍不足以导致劳动力成本显著下行，劳动力成本仍将是影响除住房外核心服务价格下行的主要原因。中期来看，又有来自供应链和租金价格的潜在压力。我们预计CPI从2023年的4.2%放缓到2024年的2.6%。不过美联储更为看重的核心PCE下降幅度或较小，仅下降1.4个百分点到2.8%。

尽管我们认为3月降息可能性仍低，但有45%的概率降息可能被提前到二季度（5或6月）。从数据基本面来看，我们依然维持美联储7月开启降息、2024年降100个基点的基本观点。然而，从美联储12月份的表态来看，美联储官员对经济陷入衰退的担忧似乎强于对通胀率在2%以上水平维持较长时间的担忧。如果此后有些月份劳动力市场和通胀数据可以持续给出正向信号，那么我们不排除降息将在二季度提前到来，全年降息幅度或在100-150个基点之间。在降息被提前的情况下，温和的经济衰退大概率有望被避免。然而提前降息也并非一劳永逸，有可能伴随着二次通胀以及经济过热的风险。

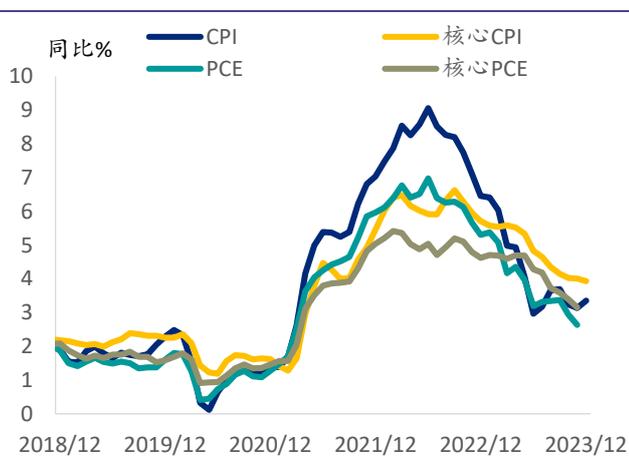
**风险提示：**提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，美联储再次转鹰派导致市场震荡。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	23 年 12 月	23 年 11 月	23 年 10 月		
CPI	0.30	0.10	0.04	100.0	0.30
食品	0.21	0.22	0.30	13.4	0.03
能源	0.41	-2.29	-2.45	6.6	0.03
<b>核心 CPI</b>	<b>0.31</b>	<b>0.28</b>	<b>0.23</b>	<b>80.0</b>	<b>0.25</b>
- 商品	<b>0.00</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.09</b>	<b>20.7</b>	<b>0.00</b>
家用家具和供给	-0.36	-0.66	-0.18	4.2	-0.02
服装	0.10	-1.29	0.10	2.4	0.00
运输	0.32	0.51	-0.37	7.5	0.02
医疗护理	-0.12	0.46	0.42	1.5	0.00
娱乐商品	-0.52	-0.61	0.15	2.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.19	-2.55	-1.27	0.8	0.00
酒精饮料	0.30	-0.14	0.17	0.8	0.00
其它	-0.59	0.11	1.09	1.3	-0.01
- 服务	<b>0.44</b>	<b>0.47</b>	<b>0.34</b>	<b>59.3</b>	<b>0.26</b>
住房	<b>0.46</b>	<b>0.45</b>	<b>0.33</b>	<b>35.3</b>	<b>0.16</b>
主要居所租金	0.42	0.48	0.50	7.8	0.03
外宿	0.39	-0.93	-2.45	1.1	0.00
业主等价租金	0.47	0.50	0.41	26.2	0.12
<b>核心服务扣除住房</b>	<b>0.41</b>	<b>0.50</b>	<b>0.34</b>	<b>23.9</b>	<b>0.10</b>
医疗护理	0.71	0.60	0.32	6.4	0.05
运输	0.12	1.06	0.83	6.1	0.01
娱乐	1.11	0.06	0.08	3.1	0.03
教育和通讯商品	0.16	0.07	0.02	4.8	0.01
其它个人服务	0.13	0.27	0.13	0.9	0.00

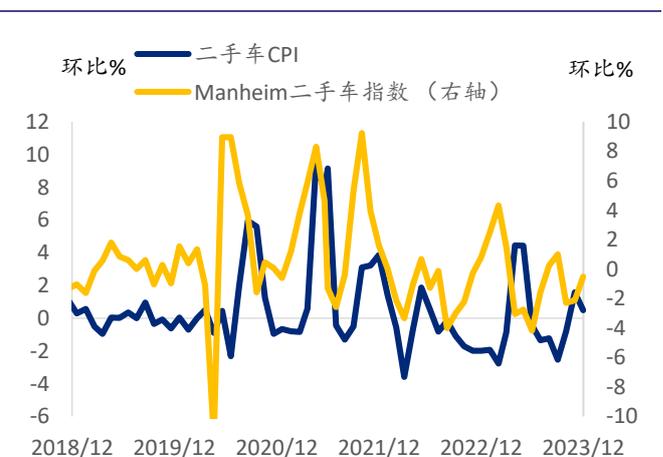
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 美国核心 CPI 通胀同比 12 月小幅下滑



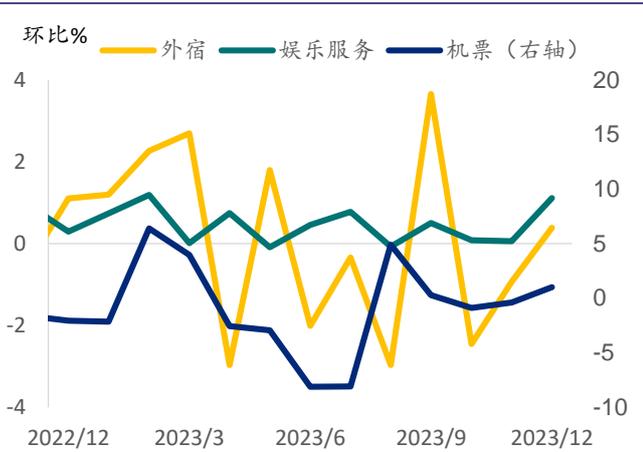
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 二手车 CPI 继续维持正增速



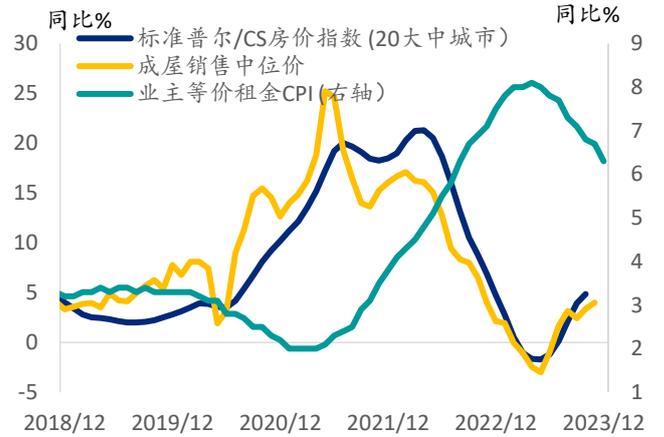
资料来源: Mannheim, CEIC, 浦银国际

图表 4: 圣诞假期抬高假期相关价格



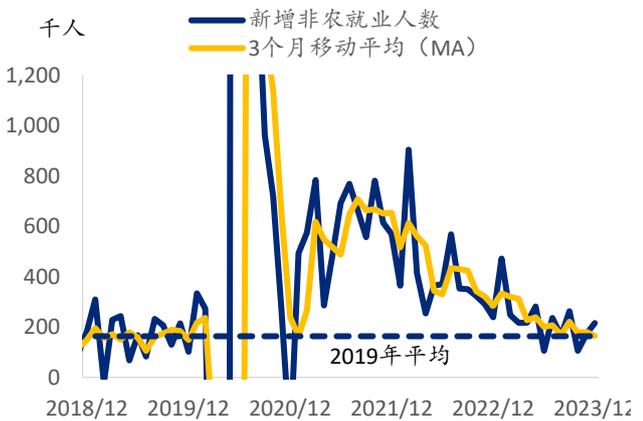
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 租金 CPI 滞后于房价变化约 1 年, 在 2024 年大部分时候或维持高增速、甚至继续攀升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 12 月非农新增就业人数继续超预期攀升



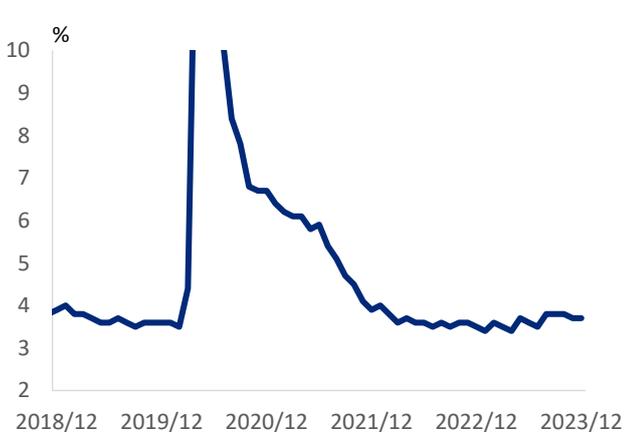
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 时薪同比增速 12 月有所反弹



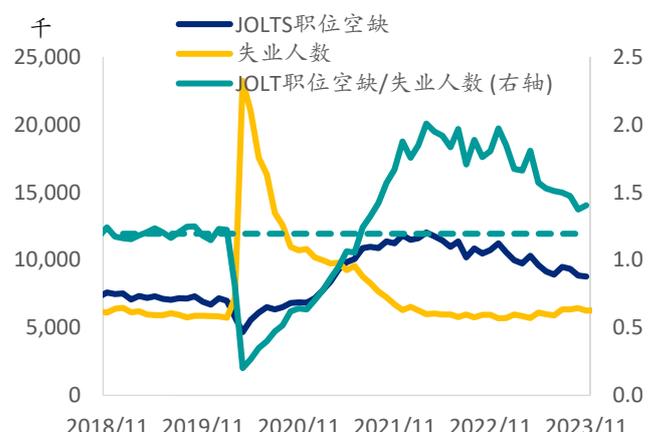
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 失业率维持在 3.7% 不变



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: JOLT 职位空缺人数自 8 月起一路滑落



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 1 月 5 日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023 年 12 月 15 日	<a href="#">11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023 年 12 月 14 日	<a href="#">12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 15 日	<a href="#">美国 10 月通胀超预期放缓，加息周期或已结束</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023 年 11 月 2 日	<a href="#">美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？</a>
2023 年 10 月 13 日	<a href="#">美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 21 日	<a href="#">美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久</a>
2023 年 9 月 14 日	<a href="#">美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023 年 8 月 11 日	<a href="#">美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023 年 7 月 27 日	<a href="#">美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束</a>
2023 年 7 月 13 日	<a href="#">美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议</a>
2023 年 7 月 6 日	<a href="#">美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际

## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

