

海外宏观周报

美国通胀喜忧交织

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

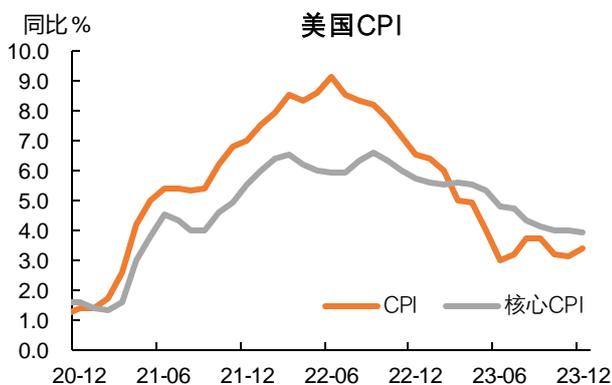
- **美国 2023 年 12 月通胀数据简评。**消费者物价方面，CPI 同比增速超预期反弹至 3.4%，核心 CPI 同比回落至 3.9%；结构上，住房和医疗服务价格环比增速扩大；从 CPI 同比拉动看，住房租金贡献最大，而能源分项的拖累缩窄；四季度 CPI 环比平均增速有所放缓，但是核心 CPI 环比基本持平于三季度，其中住房租金进入下半年后增速的回落幅度持续相对有限。生产者物价方面，PPI 同比增速小幅反弹至 1%，略逊于预期；核心 PPI 同比回落至 1.8%。市场降息预期有所升温。根据 CME 数据，截至 1 月 12 日，2024 年 3 月美联储至少降息一次的概率为 81%，高于 1 月 10 日的 67%。虽然 CPI 出现反弹压力，但核心 CPI 仍处于回落通道，而 PPI 的回落比预期更为顺利，市场对通胀回落的前景仍持乐观看法。我们认为，美联储会否在 3 月就开启首次降息，仍有待观察。未来一段时间，如果通胀较为顽固、经济增长较有韧性，市场对于首次降息以及全年降息幅度的判断或出现修正，可能出现“宽松交易”的纠偏。
- **海外经济政策：**1) 全球：世行最新全球经济展望，上修 2024 年美国 GDP 增速至 1.6%，下修欧元区 GDP 增速至 0.7%。2) 美国：多位美联储官员维持“鹰派指引”，认为讨论降息还为时尚早，其中纽约联储主席表示现阶段仍未到停止 QT 的时刻；国会两党达成支出协议，以阶段性避免政府“停摆”；联邦政府 2024 年第一财季（2023 年 10-12 月）利息支出同比上升 37%；最新初请失业金人数意外回落，创 2023 年 10 月以来新低；亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测，美国 2023 年四季度 GDP 环比折年率为 2.2%，较 1 月 5 日的预测（2%）上修。2) 欧洲：欧元区 11 月失业率回落至 6.4%，创历史新低。3) 日本：11 月实际收入同比下跌 2.6%，反映日本薪资通胀循环尚未成熟；通胀领先指标显示，日本东京地区 12 月 CPI 同比增速持续放缓至 2.4%，创 2022 年 6 月以来新低。
- **全球大类资产：**1) 股市：日本股市领涨，日经 225 指数升穿 35000 点；美国和欧陆股市上升。美股方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周上涨 3.1%、1.8% 和 0.3%。2) 债市：多数期限美债收益率回落。10 年美债收益率整周下跌 9BP 至 3.96%，10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下跌 14BP 至 1.69%，隐含通胀预期整周上涨 5BP 至 2.27%。3) 商品：油价回落，金价持平，有色金属和粮食价格持续回落。布伦特油价整周下跌 0.6%，至 78.3 美元/桶；金价整周收至 2055.7 美元/盎司。4) 外汇：美元指数整周基本持平，收至 102.44。全球多数货币贬值，但英镑和欧元逆势升值。
- **风险提示：**美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

一、美国 2023 年 12 月通胀数据简评

美国 12 月 CPI 同比增速超预期反弹至 3.4%，核心 CPI 同比回落至 3.9%。1 月 11 日，美国劳工部公布数据显示，美国 12 月 CPI 同比增速为 3.4%，预期为 3.2%，前值为 3.1%，创 2023 年 9 月以来最高涨幅；CPI 环比增速为 0.3%，预期为 0.2%，前值为 0.1%。剔除食品和能源，核心 CPI 同比增速为 3.9%，预期为 3.8%，前值为 4%，为 2021 年 5 月首次跌破 4%；核心 CPI 环比增速为 0.3%，符合预期，并且持平于前值。

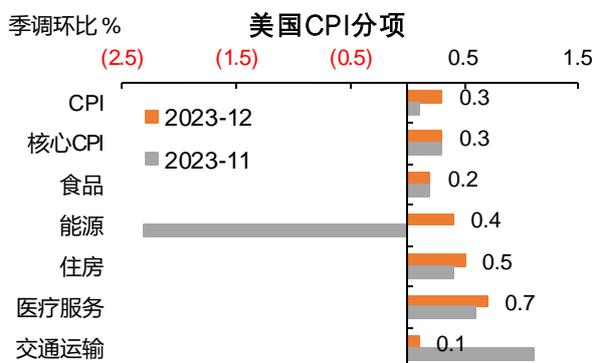
结构上，住房和医疗服务价格环比增速扩大。首先，住房和医疗服务通胀压力尤显韧性，价格分别环比上涨 0.5% 和 0.7%，均高于 11 月的环比增速（分别为 0.4% 和 0.6%）。其次，能源价格小幅反弹，环比增速在连续两个月后首次转正，环比上涨 0.4%。再次，食品价格持续上涨，其中外出就餐价格环比增速为 0.3%。最后，核心商品价格环比持平。

图表1 美国 12 月 CPI 同比增速反弹至 3.4%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

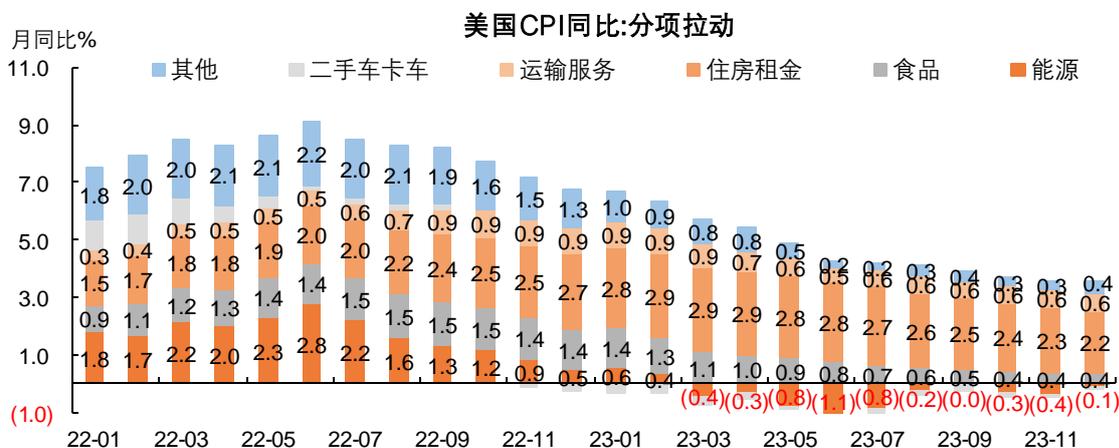
图表2 住房和医疗服务价格环比增速扩大



资料来源：美国劳工部 (BLS), 平安证券研究所

从 CPI 同比拉动看，住房租金贡献最大，而能源分项的拖累缩窄。住房价格在整个 CPI 指数中约占三分之一，住房租金对 CPI 的拉动为 2.2%，但前值为 2.3%，连续第三个月放缓；交通运输服务的拉动为 0.6%，持平于前值；能源的拖累为 0.13%，拖累程度有所缩小；食品的拉动为 0.4%，持平于前值。

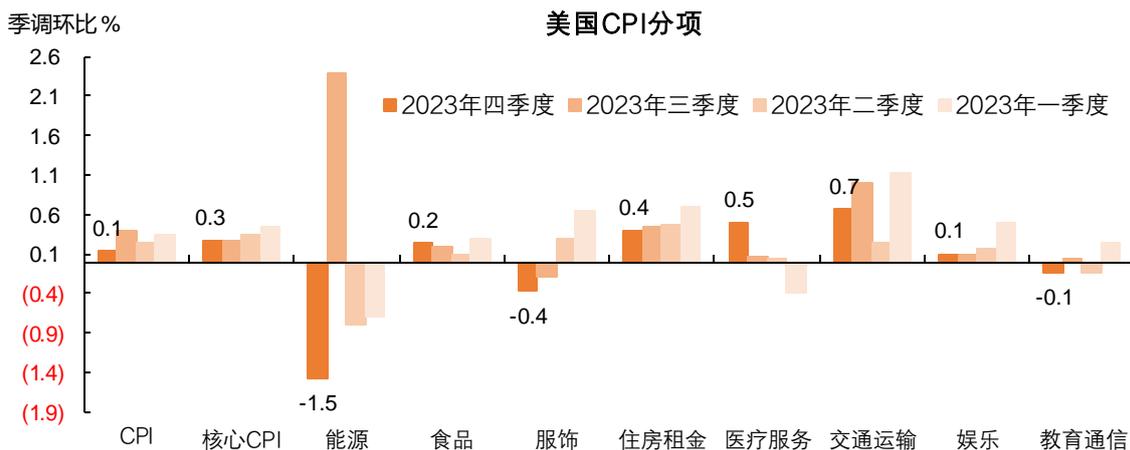
图表3 从 CPI 同比拉动看，住房租金贡献最大，而能源分项的拖累缩窄



资料来源：同花顺,平安证券研究所

美国四季度 CPI 环比增速有所放缓，但是核心 CPI 环比回落幅度相对有限。我们测算，美国四季度 CPI 平均月环比增速为 0.1%，低于三季度和上半年的平均水平（0.4%和 0.3%）；但是，核心 CPI 平均月环比为 0.3%，持平于三季度，略低于上半年的 0.4%。商品方面，四季度能源价格大幅回落，平均下跌 1.5%，全年下降 4%，反映供给驱动的通胀持续缓解；食品价格增速持续为正，其中家庭外出就餐全年上涨 5%。服务方面，进入下半年后，住房租金增速的回落持续相对有限，其中四季度平均增速为 0.4%，基本持平于三季度的水平；医疗服务价格现回升迹象，四季度平均上涨 0.5%；交通运输服务价格持续维持高增速，可见服务通胀压力仍较为顽固。

图表4 美国四季度 CPI 环比增速有所放缓，但是核心 CPI 环比回落幅度相对有限



资料来源：同花顺,平安证券研究所

此外，本周还公布了生产者价格数据，美国 12 月 PPI 同比增速小幅反弹至 1%，略逊于预期；核心 PPI 同比回落至 1.8%。1 月 12 日，美国劳工部公布数据显示，美国 12 月 PPI 同比增速为 1%，预期为 1.3%，前值为 0.8%；剔除食品和能源，核心 PPI 同比增速为 1.8%，预期为 1.9%，前值为 2%，创 2020 年 12 月以来新低。结构上，食品价格同比下降 0.9%；能源价格同比下降 1.2%，跌幅较 11 月（下降 2.4%）有所收窄。

市场降息预期有所升温。根据 CME 数据，截至 1 月 12 日，2024 年 3、5 月美联储至少降息一次的概率分别为 81%和 99.5%，均高于公布通胀数据前（1 月 10 日）的 67%和 94%。1 月 11-12 日，美债利率冲高回落，10 年美债利率两日下降 8BP 至 3.96%；美元指数两日小幅上涨 0.04%至 102.44；美股三大指数涨跌互现，其中纳指 CPI 公布当日高开回落，两日基本持平。虽然 CPI 出现反弹压力，但核心 CPI 仍处于回落通道，而 PPI 的回落比预期更为顺利，市场对通胀回落的前景仍持乐观看法。我们认为，美联储会否在 3 月就开启首次降息，仍有待观察。当前，市场对美联储降息幅度的判断远超于美联储最新预测。未来一段时间，如果通胀较为顽固、经济增长较有韧性，市场对于首次降息以及全年降息幅度的判断或出现修正，继而可能会出现“宽松交易”的纠偏，即美债利率和美元指数可能反弹，而科技股或有回调压力。

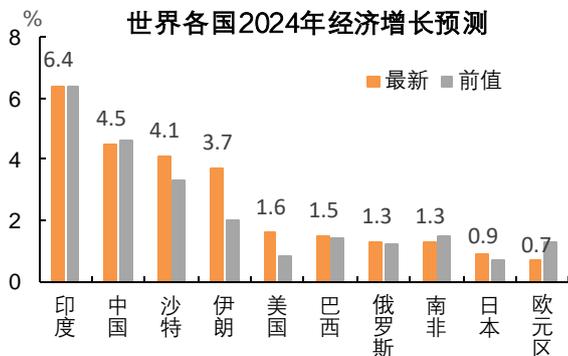
二、海外经济政策

1.1 全球：世行上修美国经济预测

世行最新全球经济展望，上修 2024 年美国 GDP 增速至 1.6%，下修欧元区 GDP 增速至 0.7%。1 月 9 日，世界银行（世行）公布全球经济展望，预计 2024 年全球经济增长将连续第三年放缓，由 2023 年的 2.6%降至 2.4%，继而令全球经济将面临 30 年来增长最疲弱的 5 年（2020-24 年）。发达经济体方面，美国经济强劲，在大程度上减弱了全球经济衰退的风险，预计 2024 年经济增速为 1.6%，较 2023 年 6 月的预测翻倍，但欧日经济状况仍相对低迷，其中欧元区 2024 年经济增速由

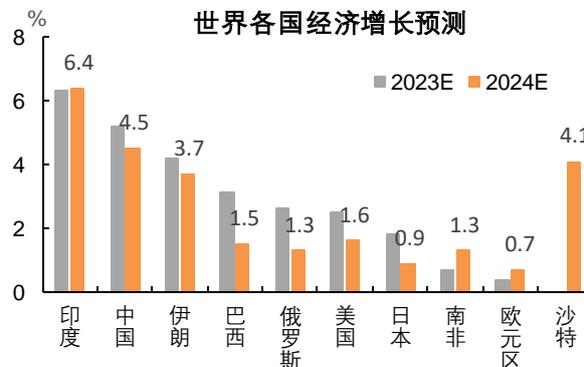
1.3%下修至 0.7%，仅小幅高于 2023 年的 0.4%，复苏进程较为乏力。发展中经济体方面，在多数主要经济体增长放缓、全球贸易低迷以及紧缩的金融条件下，许多发展中经济体的中期前景变得黯淡，但世行看好印度经济。

图表5 世行上修 2024 年美国 GDP 增速至 1.6%



资料来源：世界银行, 平安证券研究所

图表6 世行预计全球多数经济体经济放缓



资料来源：世界银行, 平安证券研究所

1.2 美国：两党达成财政协议

截至 1 月 12 日，多位美联储官员维持“鹰派指引”，认为讨论降息还为时尚早；纽约联储主席表示，现阶段仍未到停止 QT 的时刻。1 月 8-12 日，关于何时降息，多位美联储官员重申，现在呼吁降息还为时过早，因为美联储在让通胀率回到 2% 目标上还有一段距离；关于停止 QT，纽约联储表示，银行业的流动性水平并未发出美联储近期需要停止缩减其资产负债表的信号。

图表7 近一周美联储官员讲话主要观点

时间	人物	主要观点
1月8日	亚特兰大联储主席 Bostic	由于通胀率仍高于美联储 2% 的目标，他倾向于让货币政策继续保持紧缩状态，即使经济中的整体风险已在价格上涨带来的风险和就业增长放缓带来的风险之间取得平衡。他确实预计今年晚些时候会降息，到 2024 年底可能需要降息两次，每次 25 个基点，而首次降息将在第三季度的某个时候。
1月8日	美联储理事 Bowman	现在认为美国的货币政策“具有足够的限制性”，并暗示随着通胀回落，她愿意支持最终降息。
1月10日	纽约联储主席 Williams	现在呼吁降息还为时过早，因为美联储在让通胀率回到 2% 目标上还有一段距离；随着通胀压力减弱，降低利率是合理的，但何时降息“我没有答案”。银行业的流动性水平并未发出美联储近期需要停止缩减其资产负债表的信号。
1月11日	克利夫兰联储主席 Mester	最新的 CPI 数据显示，通胀率回到美联储 2% 目标的道路坎坷不平，这意味着美联储在 3 月下调政策利率可能为时过早。

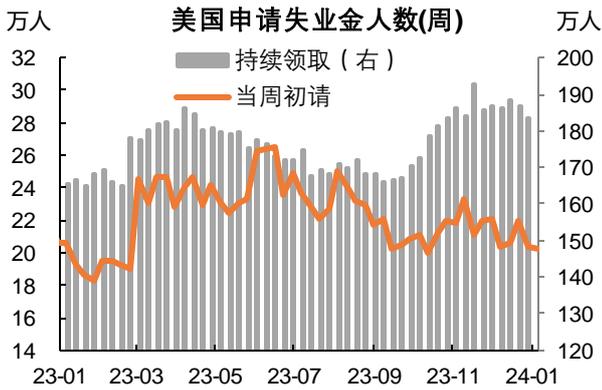
资料来源：美联储, 平安证券研究所

美国国会两党达成财政支出协议，以阶段性避免政府“停摆”。1 月 7 日，据美国路透报道，美国国会众议院议长约翰逊表示，国会两党领导人就一项总额达 1.6 万亿美元的支出协议达成一致，其中 8860 亿美元用于国防支出，7040 亿美元用于非国防支出。该协议的达成有效避免许多联邦机构的资金在 1 月 19 日告罄，包括农业发展、食品、药物管理局、能源和水资源发展、军队建设和退伍军人事务等领域。但仍有剩下的 8 个拨款领域的政府资金可能会在 2 月 2 日到期。此外，美国联邦政府 2024 年第一季赤字同比上升，其中利息支出同比为 37%。1 月 11 日，美国财政部报告，美国政府 2024 财年第一财季（2023 年 10 月至 12 月）预算赤字已达到 5099 亿美元，同比扩大了 21%，其中利息支出同比上涨 37%。

美国最新初请失业金人数意外回落，创2023年10月以来新低。截至1月5日当周，美国初请失业金人数为20.2万人，预期为21万人，前值为20.3万人，创2023年10月以来新低；截至12月29日当周，美国续请失业金人数为183.4万人，预期187万人，前值186.8万人，续请人数持续回落，创2023年10月以来新低，反映就业市场仍显韧性。

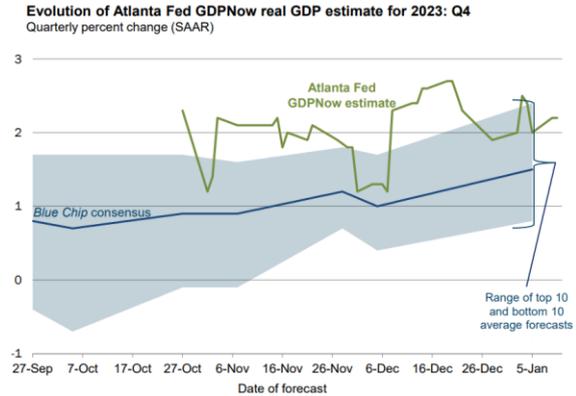
截至1月12日，亚特兰大联储GDPNow模型最新预测，预计美国2023年四季度GDP环比折年率为2.2%，较1月5日的预测（2%）有所上修。

图表8 美国最新初请失业金人数持续回落



资料来源：同花顺，平安证券研究所

图表9 预计美国四季度GDP环比折年率为2.2%



资料来源：亚特兰大联储（2024.1.12），平安证券研究所

1.3 欧洲：失业率创历史新低

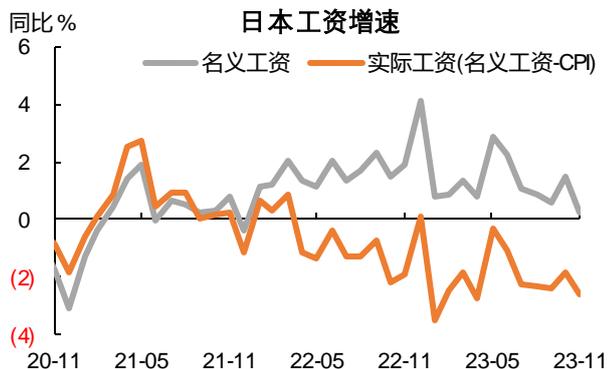
欧元区11月失业率回落至6.4%，创历史新低。欧元区11月失业率为6.4%，预期6.5%，前值6.5%，创历史新低。尽管人们担心其在2023年下半年陷入了衰退，但就业市场仍较为紧俏。即使在经济温和下滑的情况下，雇主也难以招到员工，这推高了工资，并给通胀带来了上行风险。

1.4 日本：通胀、工资回落

日本11月实际收入同比下跌2.6%，反映日本薪资通胀循环尚未成熟。1月10日，日本厚生劳动省公布数据显示，日本11月总现金收入（名义收入）同比增速为0.2%，预期和前值为1.5%，创2021年12月以来新低；剔除物价因素，实际收入（名义收入同比-CPI同比）同比增速为-2.6%，前值为-1.8%，创2023年4月以来新低，反映日本薪资通胀循环尚未成熟。

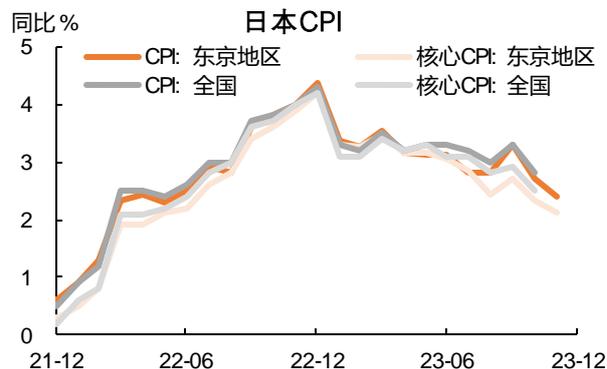
通胀领先指标显示，日本东京地区12月CPI同比增速持续放缓至2.4%，创2022年6月以来新低。1月9日，日本统计局公布数据显示，日本东京地区12月CPI（全国CPI的领先指标）同比增速为2.4%，预期为2.5%，前值为2.7%，创2022年6月以来新低；剔除新鲜食品，核心CPI同比增速为2.1%，符合预期，前值为2.3%，同创2022年6月以来新低，可见供给驱动的通胀压力正在消退，部分印证了此前日银关于“成本推动的通胀将会减弱”的观点。

图表10 日本 11 月实际收入同比下跌 2.6%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表11 日本东京 CPI 同比 (领先指标) 回落至 2.4%



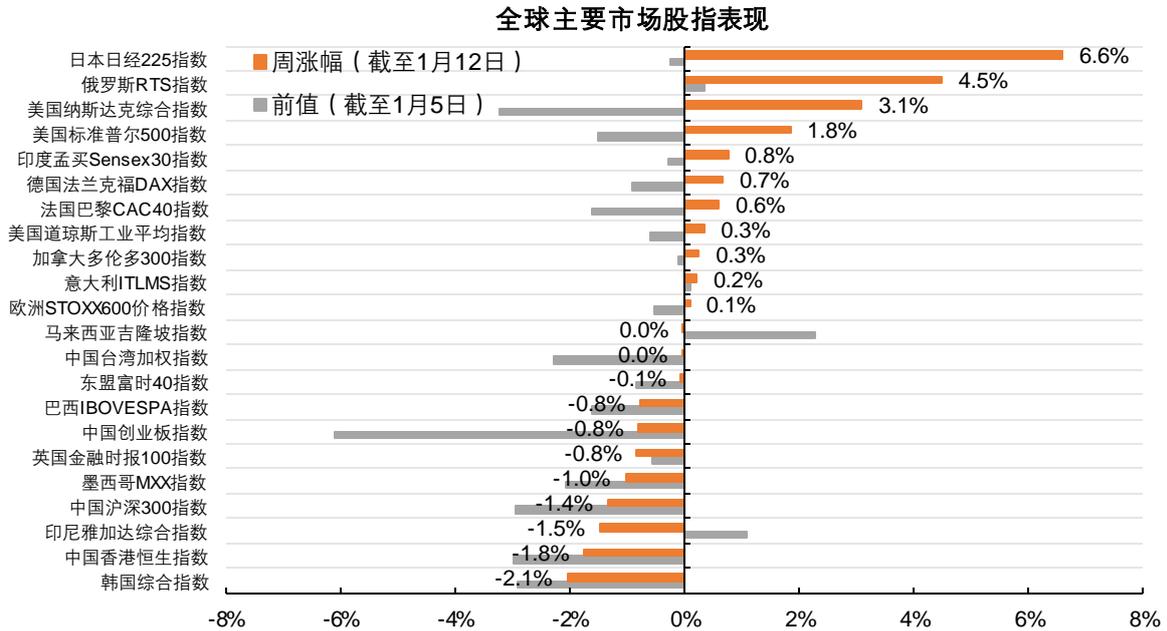
资料来源：日本统计局,同花顺,平安证券研究所

三、全球大类资产

2.1 股市：日经升穿 35000 点

近一周（截至1月12日），日本股市领涨，日经 225 指数升穿 35000 点；美国和欧陆股市上升，英股偏软。美股方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周上涨 3.1%、1.8% 和 0.3%。宏观层面，最新通胀、就业数据显示，需求韧性犹存，美国经济仍未出现较为明显的衰退。微观层面，由于区域性银行危机导致存款保险机构收取额外费用、信贷损失增加等因素的影响，美国主要银行 2023 年四季度盈利情况恶化，令银行业股价承压，例如美国银行、花旗银行和摩根大通整周分别下挫 4.7%、3% 和 1.9%；波音客机存在安全隐患遭停飞，公司股价整周暴跌 13%。欧洲股市方面，欧洲 STOXX600 指数、德国 DAX 指数和法国 CAC 指数整周上涨 0.1%、0.7% 和 0.6%，英国金融时报 100 指数整周下跌 0.8%。本周公布数据显示，欧元区就业市场仍较为紧俏，市场对于欧央行首次降息的预期有所弱化；英国 2023 年 11 月经济超预期增长，市场同样弱化了对于英伦银行降息的押注。亚洲股市方面，日本日经 225 整周爆升 6.6%，升穿 35000 点，创 34 年来新高。本周公布的数据显示，通胀持续回落，名义工资增速意外放缓，或令日银对维持宽松货币政策更有定力，刺激市场风险资产投资偏好。

图表12 日本股市领涨，美国和欧陆股市上升，英股偏软

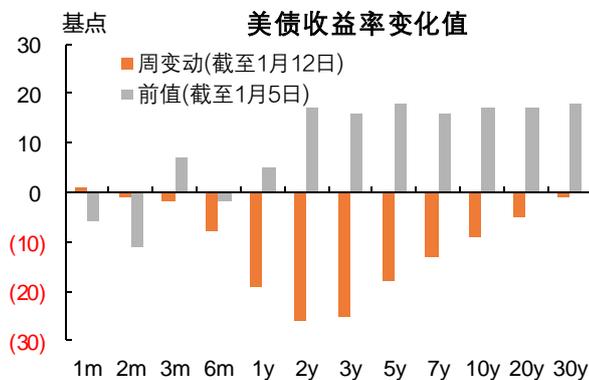


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 债市：美债利率回落

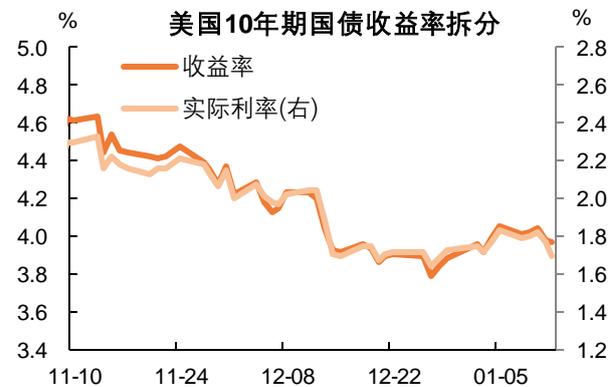
近一周（截至1月12日），多数期限美债收益率回落。10年美债收益率整周下跌9BP至3.96%，10年TIPS利率（实际利率）整周下跌14BP至1.69%，隐含通胀预期整周上涨5BP至2.27%。截至本周，10年与2年美债利率倒挂幅度缩小17BP至18BP。尽管美国本周公布消费者物价数据有所回升，但是市场持续押注美联储3月首次降息；美英对也门胡塞武装发动空袭，地缘政治局势有所紧张，市场避险情绪上升，对美债需求有所支持。日本最新数据显示物价薪资循环或尚未成熟，市场预期日银对维持宽松货币政策可能更具耐心，10年期日债利率承压，整周下跌4BP至0.59%，创2023年12月以来的新低；但不同的是，鉴于英欧经济逆境中展露韧性，市场对于欧央行和英伦银行首次降息预期有所推迟，英国和德国10年期国债整周跌幅相对有限。

图表13 多数期限美债收益率回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 10年期名义和实际利率同步回落

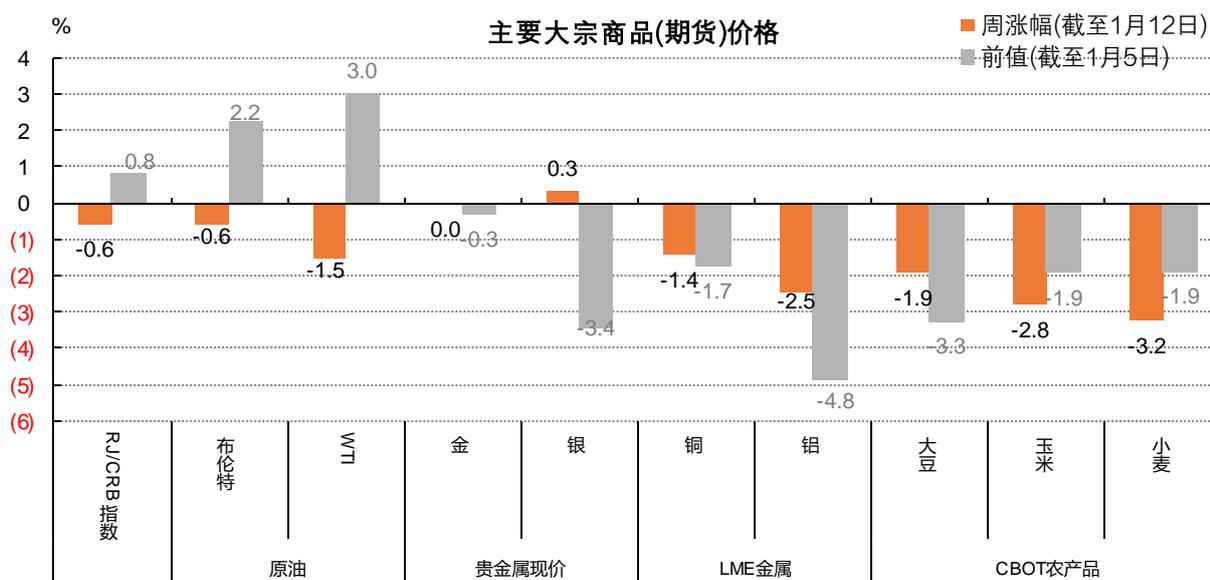


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 商品：油价回落

近一周（截至1月12日），油价回落，金价持平，有色金属和粮食价格持续回落。原油方面，布伦特油价整周下跌0.6%，至78.3美元/桶；WTI原油价格整周下跌1.5%，至72.7美元/桶。1月8日，美国路透报道，鉴于亚洲市场需求疲软，沙特阿拉伯国有石油生产商沙特阿美下调销往亚洲的旗舰原油售价，对油价有所拖累。不过，1月12日，据美国CNN报道，也门胡塞武装控制多地遭受美英联军空袭，显示地缘政治局势有所紧张，对油价有所支持。贵金属方面，金价整周基本持平，至2055.7美元/盎司；银价整周微涨0.3%。金属方面，LME铜和铝价整周下跌1.4%和2.5%。农产品方面，CBOT大豆、玉米和小麦价格整周下跌1.9%、2.8%和3.2%。

图表15 油价回落，金价基本持平，有色金属和粮食价格持续回落

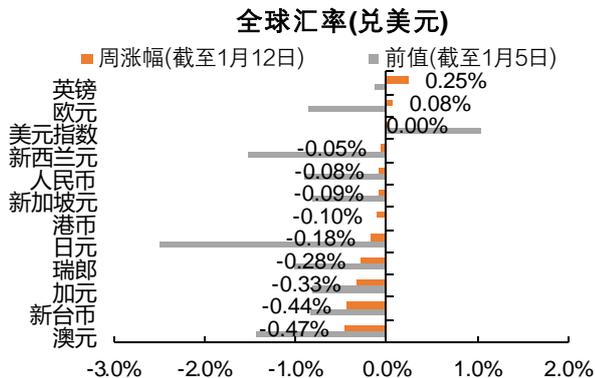


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇：英镑欧元走强

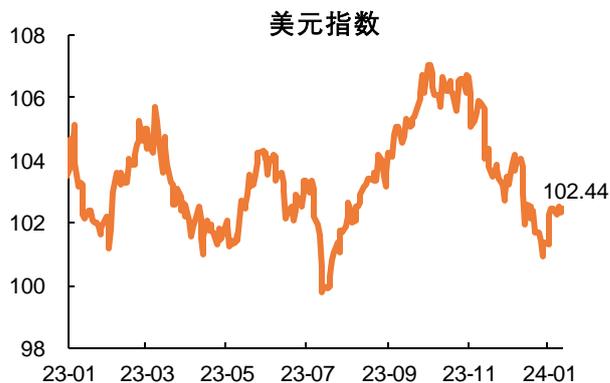
近一周（截至1月12日），美元指数整周基本持平，收至102.44；全球多数货币贬值，英镑和欧元逆势升值。美国方面，尽管美国本周公布消费者物价数据有所回升，但是市场持续押注美联储3月首次降息；美英对也门胡塞武装发动空袭，地缘政治冲突升级催生市场避险需求，美元指数有所支持。欧元区方面，欧元兑美元整周上涨0.1%。英国方面，英镑兑美元整周上涨0.3%。英欧经济逆境中展露韧性，市场对于欧央行和英伦银行首次降息预期有所推迟，令欧元和英镑汇率走强。日本方面，日元兑美元整周下跌0.2%。日本最新数据显示物价薪资循环或尚未成熟，日债利率承压，日元贬值。

图表16 欧元和英镑逆势升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 美元指数整周基本持平, 收至 102.44



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国金融风险超预期上升, 美国经济超预期下行, 美联储降息超预期提前等。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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