

## 意料之外，情理之中

### ——美国物价 2023 年 12 月数据点评

12 月美国 CPI 通胀 3.4%，环比增速 0.3%，超出市场预期；核心 CPI 通胀 3.9%，环比增速 0.3%，符合市场预期。

“服务分项粘性不减，其他分项完成去化”的整体格局未有改变，电价和季调因子是超预期的边际贡献项。初看之下，12 月美国 CPI 通胀超出市场预期。但仔细分析，这份物价数据并未提供足以改变市场判断的增量信息。不论如何，我们预计 2024 年美国通胀粘性仍将高于市场预期，制约美联储降息空间。

#### 一、能源&食品：振幅收敛

随着供给侧扰动退潮，非核心分项对总通胀的影响降至历史低位。疫前三年（2017-2019）非核心分项对总通胀的贡献度中枢为 23.6%，疫中三年（2020-2022）贡献度中枢高达 61.1%，而 2023 年全年贡献度中枢仅为 12.8%，12 月贡献度更是低至 6.7%。从环比看，四季度电价是通胀超预期的边际贡献项，滞后反映了三季度油价上涨的影响，叠加年底季调因子高企，能源价格涨幅超出市场预期。

#### 二、核心商品：低位徘徊

自 2001 年中国加入 WTO 以来，美国商品通胀持续处于低位，“脱钩”并未对疫后商品通胀造成显著影响。2023 年四季度核心商品通胀中枢仅为 0.1%，疫前三年（2017-2019）中枢约为 -0.2%。从环比看，各分项均在“回归均衡”。前期价格大幅下跌的汽车有所反弹，其他分项的价格振幅则普遍收窄。

#### 三、核心服务：缓慢去化

服务分项“去通胀”进展缓慢。12 月核心服务通胀仍高达 5.3%，对总通胀的贡献高达 3.1%。即使其他分项合计通胀为 0，总通胀也会在服务价格支撑下远高于 2% 的通胀目标。

一方面，住房服务通胀受到了房价持续上涨的支撑。2023年美国住宅价格累计涨幅达到5%，住宅租金累计涨幅达到3%，受此影响12月美国住房服务CPI环比增速仍高达0.4%，同比增速则高达6.2%。

另一方面，非房服务通胀则受到了来自薪资上涨和消费韧性的双重支撑。从薪资增速看，12月非房服务通胀和平均时薪同比增速均录得4.0%，二者相关性显著；从消费韧性看，12月服务业PMI的回落主要来自于供给端就业分项的拖累，需求端并未显著走弱。出行相关服务价格全体回暖，旅馆、机票、娱乐价格均环比转涨。

#### 四、市场表现：相对平淡

“弱商品、强服务”的整体格局未有改变，市场对12月CPI数据反应平淡。美元隔夜利率曲线(OIS)暗示的美联储2024年合计降息幅度升至157bp，首次降息时点仍然为3月。美股三大指数全面横盘。标普500指数收跌0.07%，纳斯达克指数收平，道琼斯指数收涨0.04%。美国国债收益率全面下行。2年期下行11.3bp至4.25%，5年期下行9.5bp至3.88%，10年期下行6.3bp至3.97%，30年期下行3.2bp至4.17%。美元小幅走弱。美元指数从102.36下行至102.29，美元兑换离岸人民币汇率从7.18下行至7.17。美元流动性相对宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜5.32%，1w5.40%，1m5.60%，3m5.70%，6m5.65%。

#### 五、影响及前瞻：继续去化，幅度受限

从即期租金水平推算，住房服务通胀仍有至少2pct的下行空间，这将在短期内驱动通胀水平进一步回落。受红海冲突影响，商品通胀可能有所反弹，总通胀和核心通胀回落至3%下方的时点可能延后至年中。

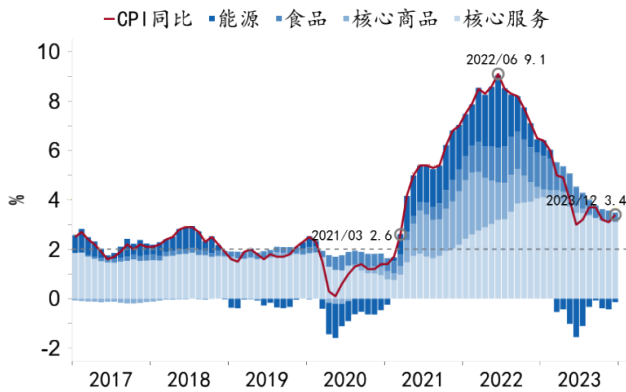
然而，“低住宅库存”和“低劳动力供给”带来的服务通胀粘性大概率会令全年通胀水平超出市场预期，年内总通胀或难以回落至2%，核心通胀或难以回落至2.5%，这意味着市场可能仍然高估了美联储转鸽的时点和力度。

(评论员：谭卓 王天程 李芸 陈诚)

**附录**

**图 1: 服务通胀占据主导地位**

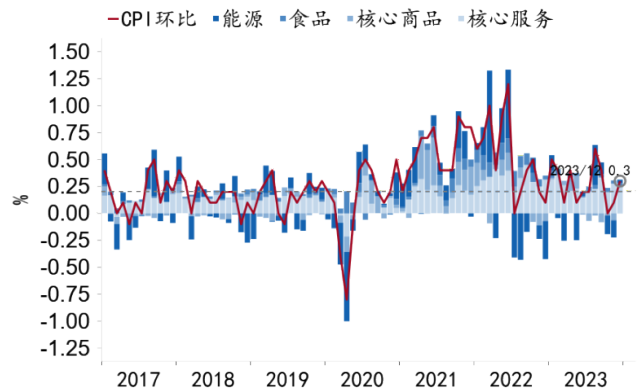
美国CPI同比增速及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

**图 2: 能源、核心商品价格双双环比止跌**

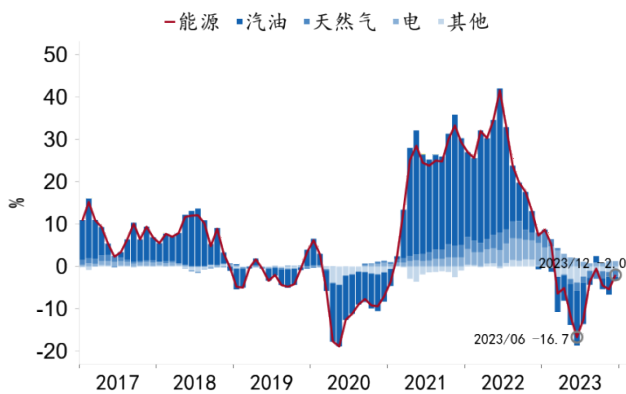
美国CPI环比增速及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

**图 3: 能源通胀跌幅收敛**

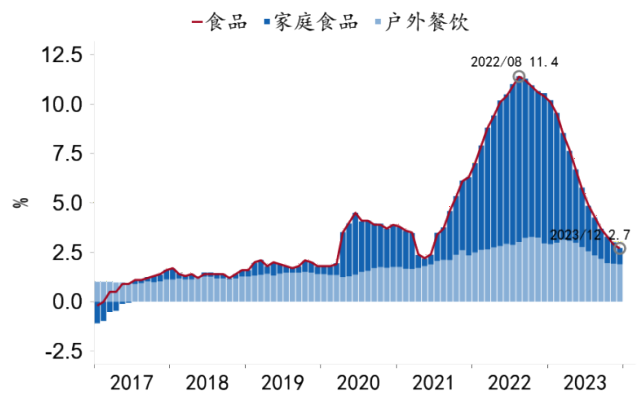
美国能源CPI通胀构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

**图 4: 食品通胀持续去化**

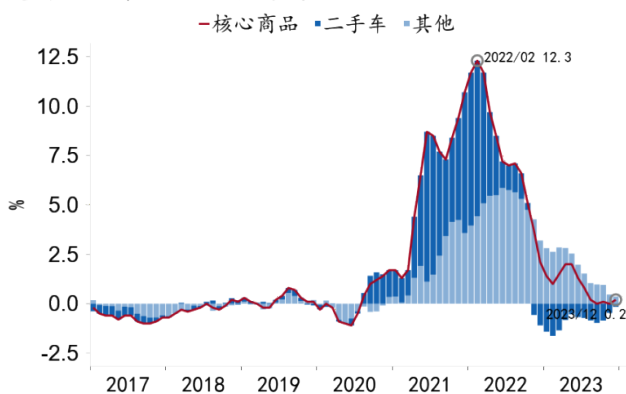
美国食品CPI通胀构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

**图 5: 核心商品通胀低位震荡**

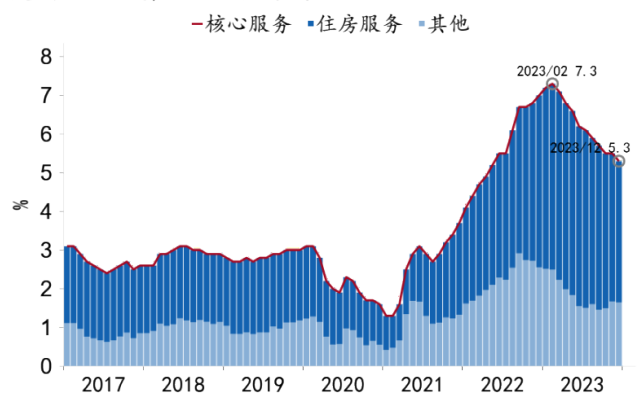
美国核心商品CPI通胀构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

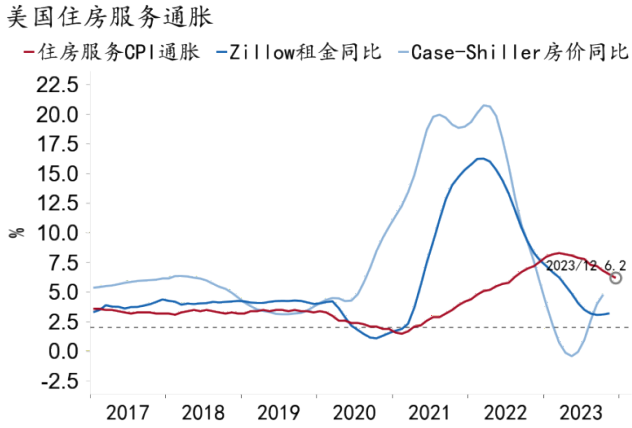
**图 6: 核心服务通胀去化缓慢**

美国核心服务CPI通胀构成



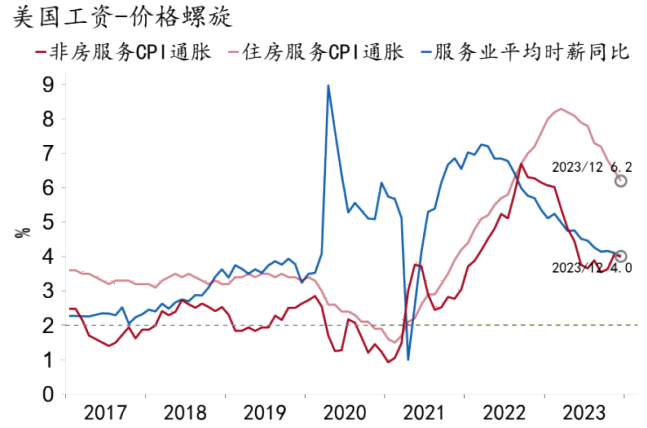
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

**图 7：住房市场支撑住房服务通胀**



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 8：薪资增速支撑非房服务通胀**



资料来源：Macrobond、招商银行研究院