

美国经济

通胀可能先降后升

美国 12 月 CPI 数据喜忧参半，同比增速走平仍显著高于 2% 目标，环比增速有降有升。各类价格增速趋势分化，食品、住房、医疗、娱乐等类别价格涨幅回升，但能源、交通运输、通信等类别价格涨幅回落。由于之前联邦政府停摆，11 月和 12 月 CPI 数据统计质量下降。根据我们的分析预测，今年一季度 CPI 增速可能小幅回落，因为能源、房租、教育与通讯价格涨幅下降将抵消其他商品和服务价格涨幅回升；第二季度 CPI 增速基本走平，价格涨幅升降力量基本平衡；下半年 CPI 增速可能回升，因为油价和房租通胀可能见底，而其他商品和服务通胀上涨将推动整体通胀止跌回升。CPI 数据公布后，市场对美联储今年两次降息的预期变化不大，我们仍维持美联储今年仅在 6 月降息一次的预测，因为美国经济增长依然平稳、通胀仍高于目标、风险资产延续上涨和政策利率已接近中性利率。通胀先降后升预示流动性先松后紧，美元先贬后升，风险资产价格上半年可能创出新高，但下半年面临回调风险。

■ **通胀降势趋缓。**12 月 CPI 与核心 CPI 同比增速分别达到 2.7% 和 2.6% 与 11 月持平，各类别趋势分化，食品、住房、服装、医疗护理和娱乐价格同比增速分别从 11 月 2.6%、3.5%、0.1%、2.9% 和 1.8% 升至 12 月 3.1%、3.6%、0.5%、3.2% 和 3%，但能源、交通运输和通信价格同比增速从 4.1%、1.5% 和 0.3% 降至 2%、0.3% 和 -1.5%。12 月 CPI 环比年化增速达到 3.6%，保持 6 月以来平均超过 3% 的状态，显著高于 2-5 月平均水平，预示未来 CPI 同比增速将会反弹；核心 CPI 环比年化增速 2.4%，呈现小幅回落趋势，预示未来核心 CPI 同比增速将低于全口径 CPI 增速。分类别来看，食品、住房、服装、医疗护理和娱乐价格环比涨幅反弹，但能源、交通运输和通信价格环比涨幅回落。从驱动因素来看，油价持续走低和通信价格大跌构成降通胀的主要力量，但被其他价格上涨所抵消。总体来看，去年下半年以来，美国去通胀势头趋缓，CPI 增速从 3-5 月的 2.4% 升至 9 月 3%，11-12 月又降至 2.7%。

■ **通胀可能先降后升。**今年去通胀力量有两个：一是油价进一步下跌。由于生活成本是决定中期选举民意的核心变量，特朗普将降油价作为可负担性政策的重点，但油价存在下限在 50 美元左右，低于 50 美元将令美国页岩油退出市场并伤害产油区选民利益。特朗普降油价手段是施压 OPEC 增产和恢复委内瑞拉等地区石油生产，但短期因地缘冲突升级油价可能有所波动。总体来看，油价可能震荡走低，下降空间逐步收窄。二是房租 CPI 增速小幅回落。市场房租的涨幅将先降后稳，房租 CPI 变化滞后于市场租金变化，目前房租 CPI 增速 3%，今年仍有温和补跌空间。推升通胀的力量有两个：一是股市上涨与信贷增速回升，通过财富效应和提振需求，对通胀具有滞后影响。二是金属等商品价格上涨。由于 AI 相关需求爆发、美元走弱、中国反内卷和全球地缘冲突等因素，金属与原材料价格大幅上涨，推动商品通胀持续回升。今年上半年，去通胀力量可能超过加通胀力量，美国通胀可能小幅回落；下半年加通胀力量将超过去通胀力量，美国通胀可能止跌回升。

■ **美联储面临多重挑战。**由于联邦政府之前停摆，11 月和 12 月 CPI 数据质量下降，不会对美联储 1 月利率决议产生决定性影响。短期内美联储仍面临多重挑战：一方面就业市场逐渐走弱但仍有韧性，失业率开始上升但仍在

叶丙南, Ph.D

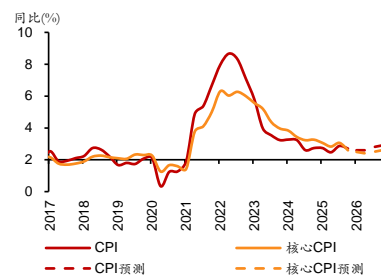
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

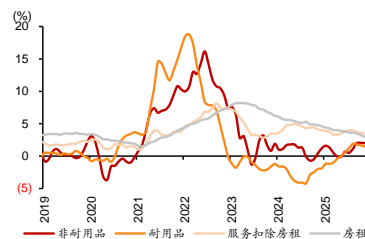
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

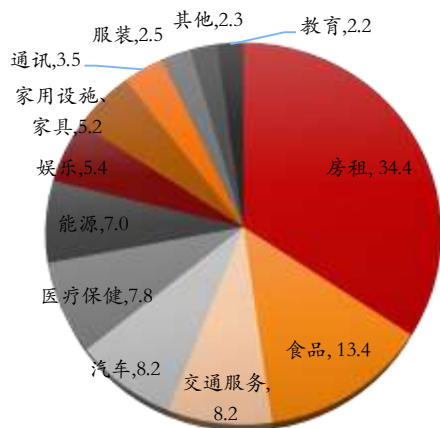


资料来源: Wind, 招银国际环球市场

低位，劳工供求复杂变化令就业市场走势存在较大不确定性；另一方面去通胀前期取得较大进展但近期陷入停滞，各通胀指标分化令决策难度增加；此外白宫对美联储政治施压愈演愈烈，美联储面临政治冲突与捍卫独立性的难题。由于去年四季度联邦政府短暂停摆和今年年初大美丽法案减税政策开始实施，今年一季度美国经济增长可能回升，通胀尽管可能小幅回落但仍明显超过目标，而白宫对美联储的政治施压不断升级。从经济基本面和捍卫美联储独立性考虑，鲍威尔在任期最后几个月保持利率不变可能性较大。美联储新任主席 5 月上任后，6 月可能实施降息，作为一种政治表态。新任主席任期超过总统任期，在上任后为构建公信力，相比候选人阶段将更加数据依赖，随着下半年美国通胀可能反弹，降息窗口将再次关闭。我们预计今年全年美联储仅降息一次，联邦基金利率从去年末 3.5%-3.75% 降至今年末 3.25%-3.5%。

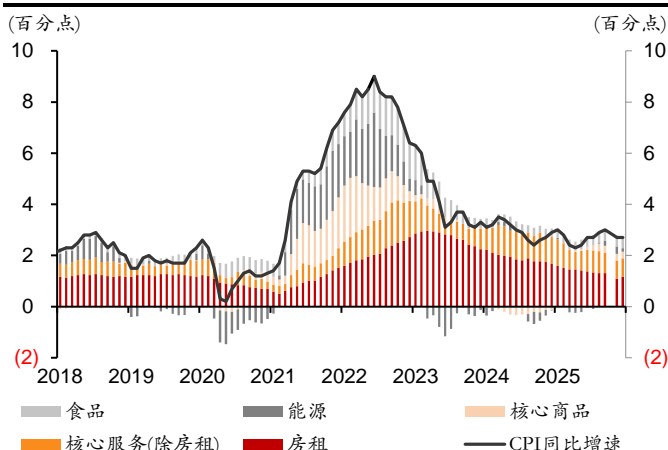
- **风险资产价格可能先涨后跌。**美国市场对 CPI 数据反应平淡，尽管核心 CPI 增速略低于预期，但市场并未将其视为利好。投资者预期中值仍是美国经济软着陆与通胀小幅下降。第一季度美国经济将处于金发姑娘状态，经济增速回升，但通胀小幅回落，风险资产价格加速上涨。美元指数可能走弱，非美股票将跑赢美股。第二季度美国经济增速和通胀逐渐走平，风险资产价格涨势趋缓。下半年美国经济可能呈现滞涨的边际趋势，经济增速回落但通胀反弹，流动性收紧预期可能升温，风险资产价格可能回调。美元指数可能反弹，非美股票将跑输美股。

图 1: 美国 CPI 各项权重



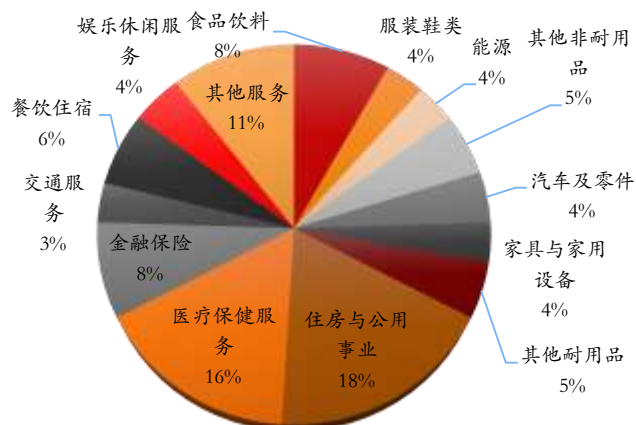
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



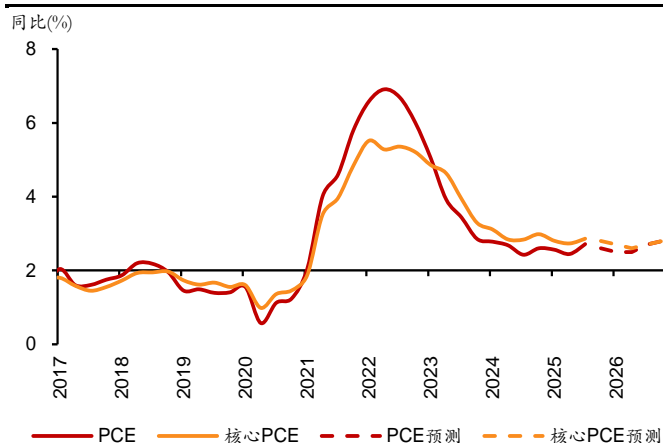
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国 PCE 各项权重



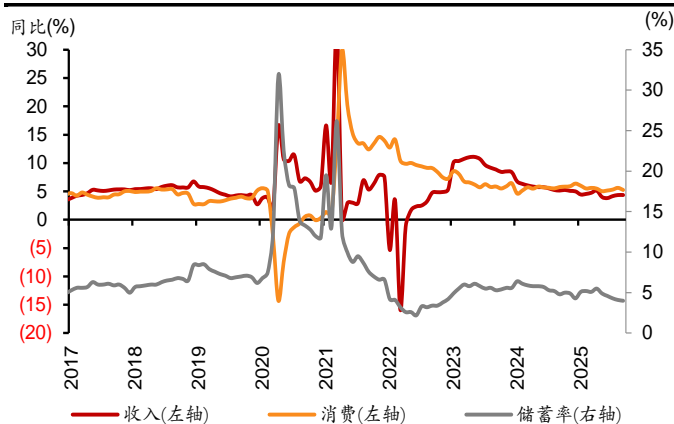
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国 PCE 价格同比增速



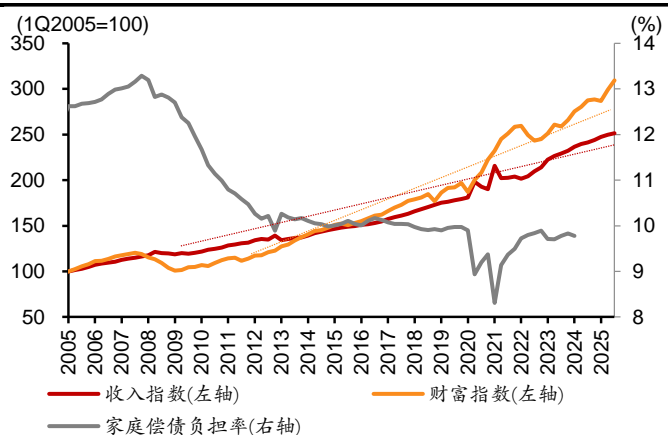
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭收入、消费增速与储蓄率



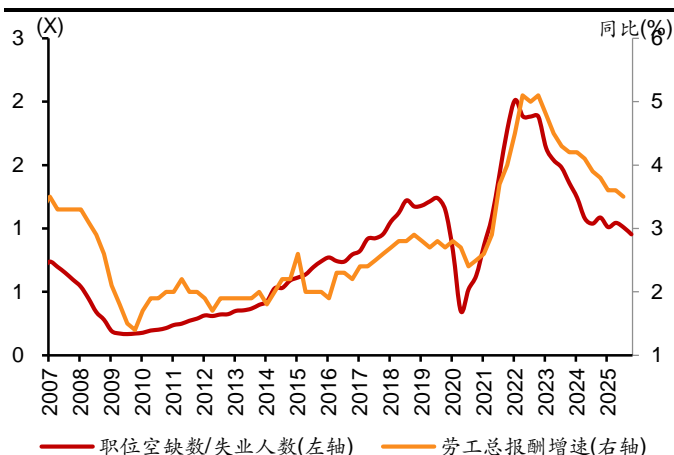
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭收入、财富与偿债负担



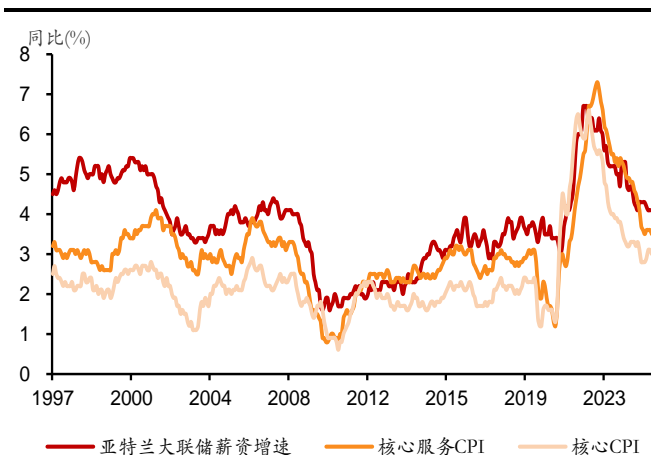
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美国劳工供求与工资涨幅



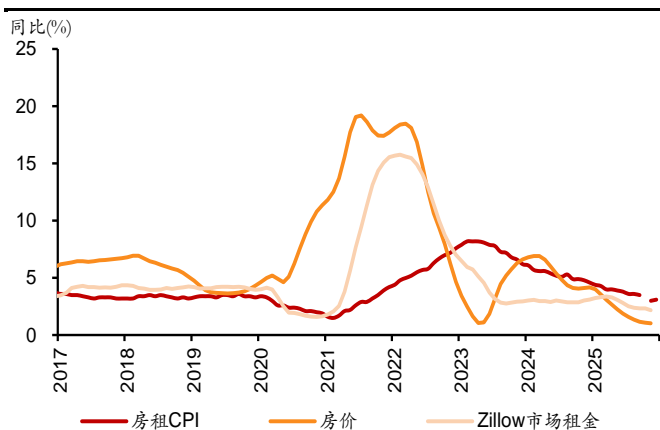
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美国工资涨幅与核心服务通胀



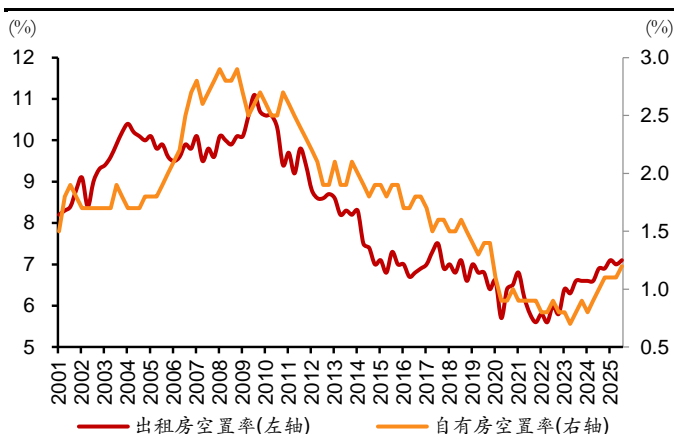
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美国房租通胀



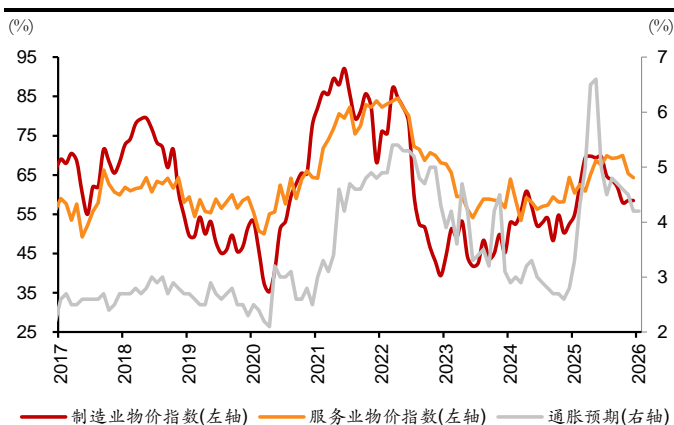
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国房屋空置率



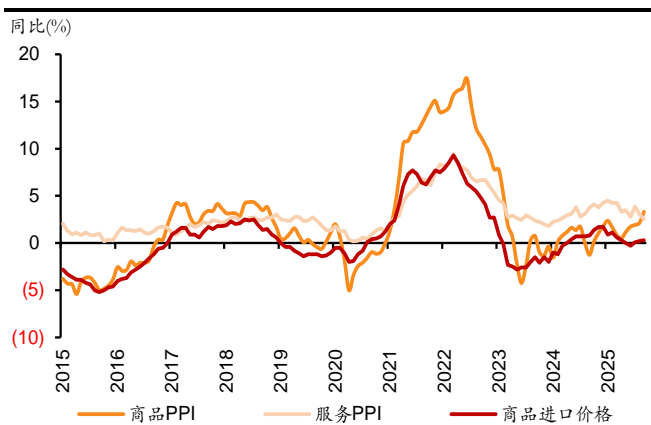
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国 PMI 价格指数与通胀预期



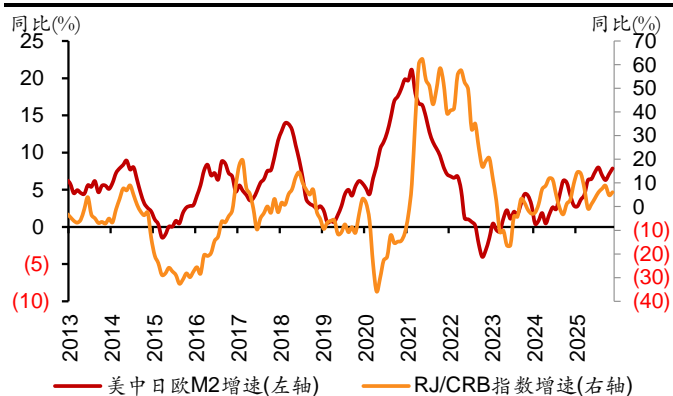
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国 PPI 与商品进口价格



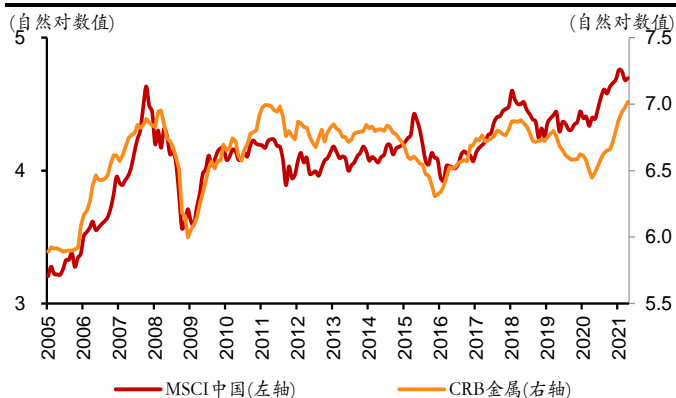
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 全球信贷增速与大宗商品价格涨幅



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 14: 中国股市与全球金属价格走势



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。