

美国经济

CPI超预期反弹，降息路径预期短期或仍有波动

12月CPI和核心CPI双双反弹，略超市场预期。核心商品价格保持弱势，但能源价格小幅反弹，房租通胀回落但依然较高，其他核心服务通胀小幅回升。环比年化核心通胀近5个月保持在3-4%。CPI数据尚未显著改变市场对降息路径的预期，CME期权价格显示美联储最早在3月开始降息，年底政策利率降至近4%，10年国债收益率升至4.07%后又降至3.98%，美股指数基本收平。美国经济已逐步降温，但尚未完全冷却，一季度经济数据可能喜忧参半，短期内对降息路径预期可能仍有波动。但随着经济和通胀不断放缓，降息路径的确定性将上升。基准情景下，我们预计名义GDP增速将从2023年的6.3%降至2024年的3.5%，2024年末10年国债收益率可能达到3.75%。我们预计美联储将从5月开始启动降息周期，全年降息1.5个百分点。

■ **食品价格延续回落，能源和核心商品价格小幅反弹。**CPI环比增速从11月的0.1%升至0.3%，高于市场预期的0.21%。同比增速从3.1%小幅反弹至3.4%。去年同期的低基数和能源价格的反弹成为CPI增速超预期的主要原因。能源价格环比增速相比11月的下降2.3%，12月上涨了0.4%，主要是由于能源商品中汽油价格的回升与能源服务中电力价格的增长。食品价格环比上涨0.2%，与11月持平，同比增速则从11月的2.9%回落至2.7%。核心商品小幅反弹，相比11月的环比下降0.3%，12月增长0%，同比增速则从11月的0%小幅升至0.2%，继续保持低位。二手车价格连续反弹成为主要原因，环比增长0.5%。除二手车外的核心商品则环比下降0.1%。展望未来，食品与能源同比增速将继续回落。从先行指标二手车的批发价来看，二手车价格将有回落，核心商品环比增速可能重回下降。但是由于占全球贸易近12%和运往美国东海岸港口货物约30%的苏伊士-红海航线危机的持续发酵，大量货船不得不绕行好望角，运输成本提高，短期内核心商品价格有一定上行风险，拖累CPI回落进程。

■ **房租和超级核心服务价格小幅回升，核心通胀近期具有粘性。**12月核心CPI环比增速从11月的0.28%小幅反弹至0.31%，略高于预期的0.25%。同比增速从11月的4%小幅放缓至3.9%。核心服务增速从0.5%小幅下降至0.4%，而CPI中权重超过三分之一的房租环比增速从11月的0.4%上升至0.5%，其中占权重最大的业主等价租金环比涨幅保持在0.5%，住房租金小幅降至0.4%，外宿酒店价格从环比下降0.9%转为增长0.4%。房租同比增速从11月的6.5%降至6.2%。扣除房租外的超级核心服务价格环比增速保持在0.6%，主要因为机动车保险、机票和休闲服务的价格反弹，超级核心服务价格同比增速为3.4%。

■ **降息路径预期短期或有波动，但我们维持全年降息1.5个百分点的预测。**美国核心CPI环比年化增速近5个月保持在3%-4%。房租通胀依然超过5%，工资增速仍在4%以上，金融条件变松，都拖累到进一步去通胀进程。但随着美国经济和就业市场不断降温，二季度通胀将降至3%以下，下半年或降至2.5%以下。我们预计美国名义GDP增速将从2023年的6.3%降至2024年的3.5%（市场中值预测3.8%），2024-2025年美国潜在名义GDP增速为4%-4.3%，10年国债收益率可能在3.5%-4%的中枢区间，预计2024年末在3.75%左右。我们预计美联储可能在5月开始启动降息周期，首次降息25个基点左右，6月第二次降息幅度扩大至50-75个基点，因确认美国经济和通胀显著下降，全年降息幅度150个基点，联邦基金利率年底在3.8%左右。随着通胀下半年降至2.5%以下，年底实际利率仍可能超过1.3%，货币政策仍在偏紧状态。目前国债收益率曲线严重倒挂已持续超过1年，只有在美联储大幅降息之后，国债收益率曲线才会趋近正常化。

叶丙南, Ph.D

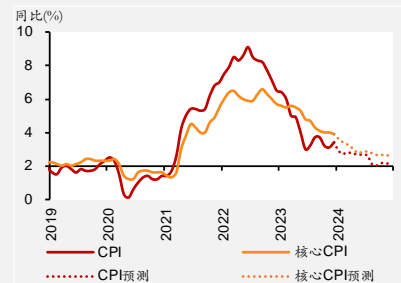
(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

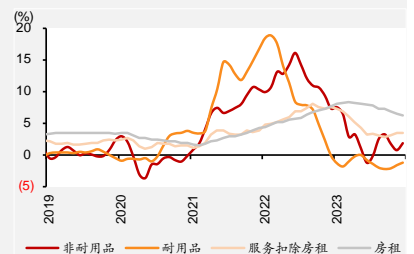
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

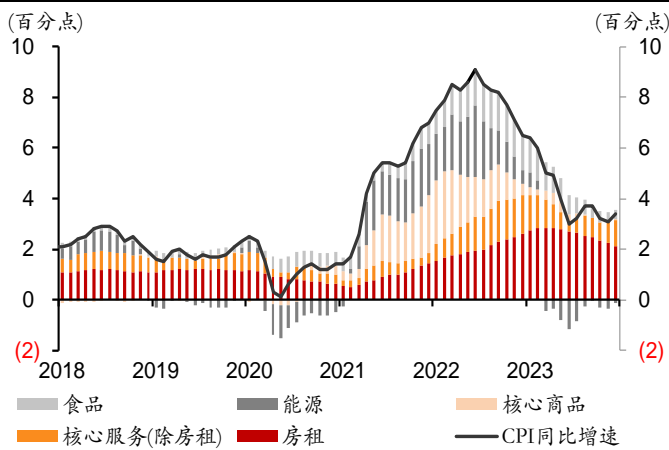


资料来源: Wind, 招银国际环球市场



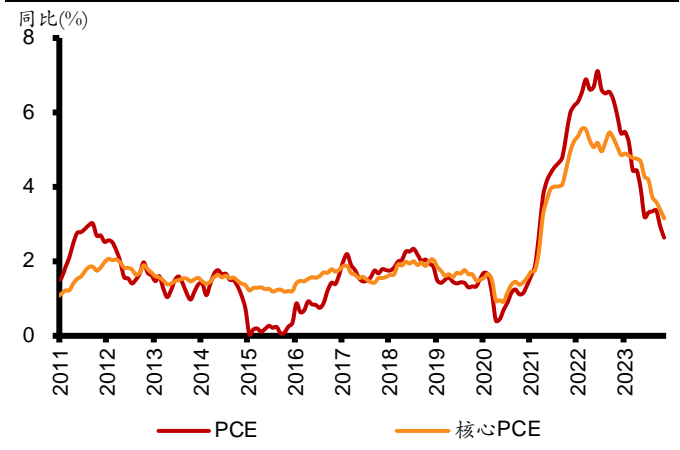
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



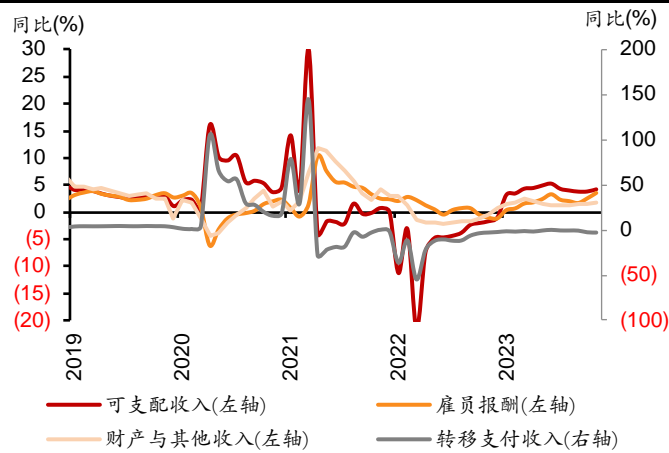
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



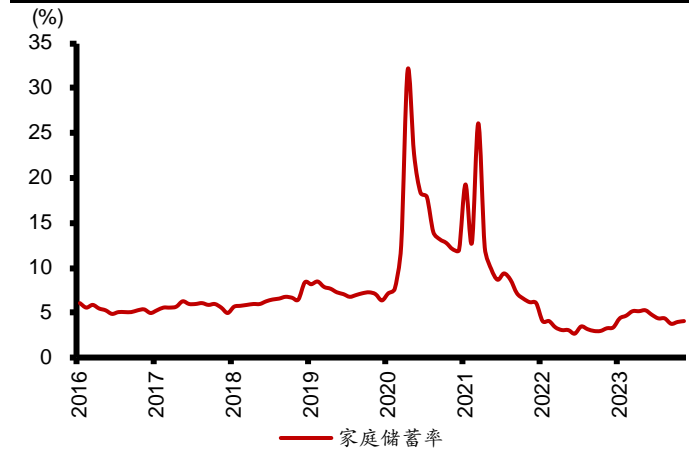
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国不变价收入增速



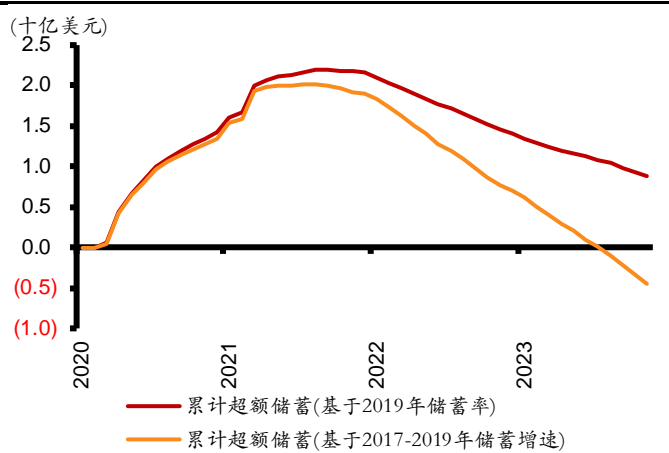
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国家庭储蓄率



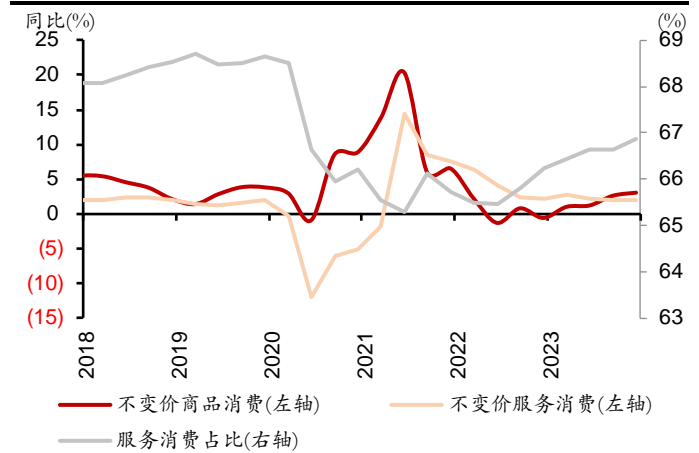
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭累计超额储蓄



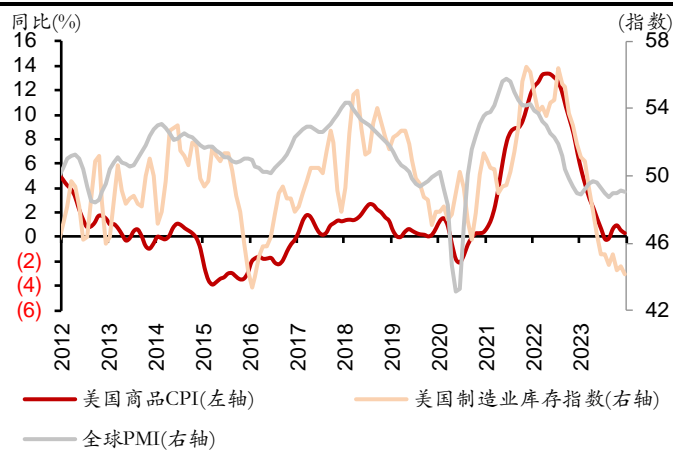
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美国家庭商品与服务消费



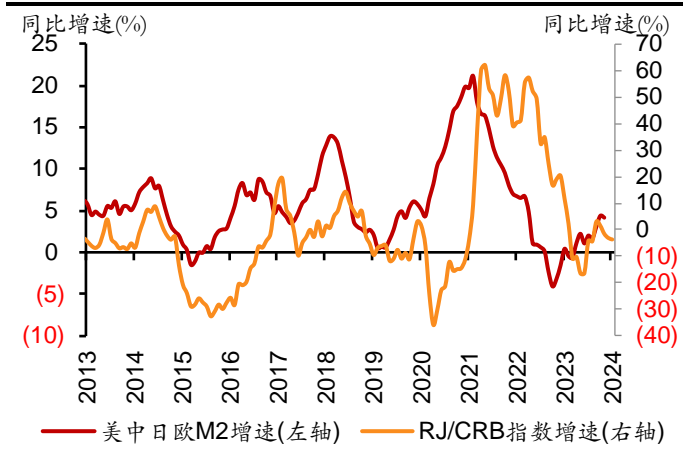
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 全球经济周期与美国消费通胀、制造业库存



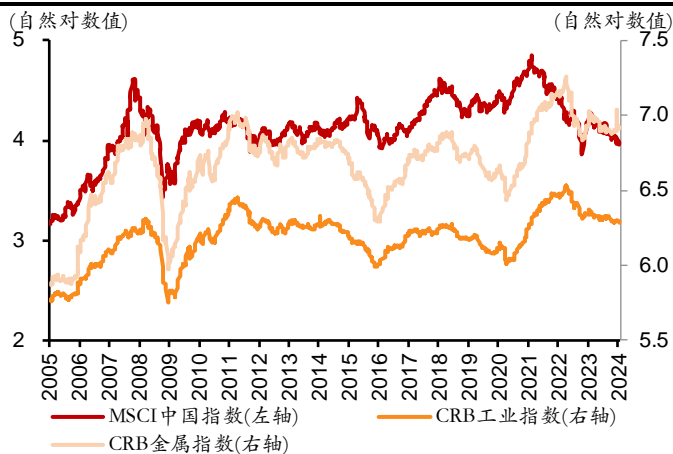
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球四大经济体 M2 增速与大宗商品价格涨幅



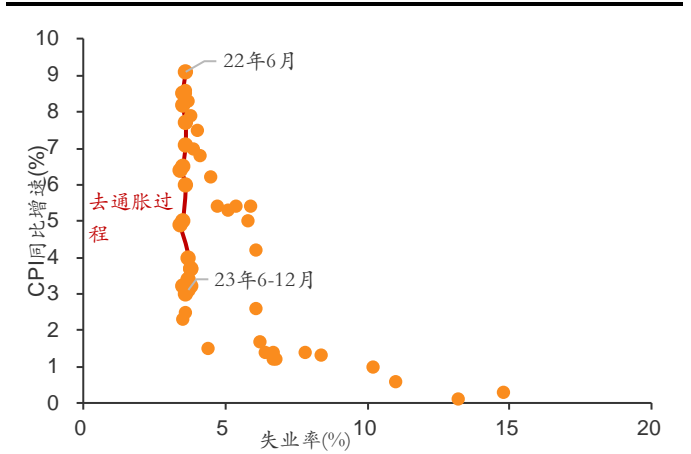
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与 CRB 工业、金属指数



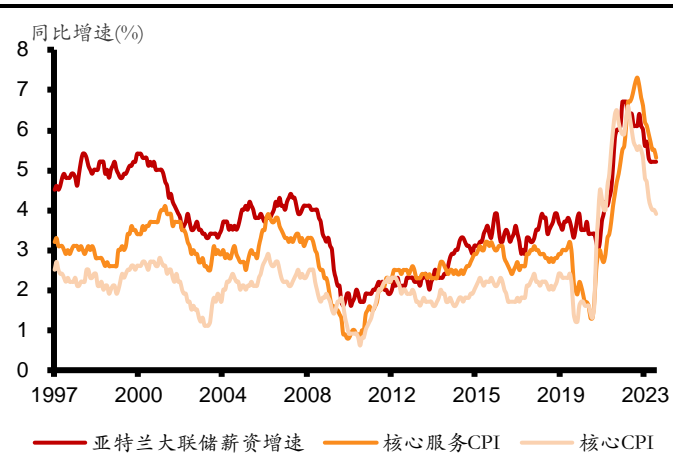
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



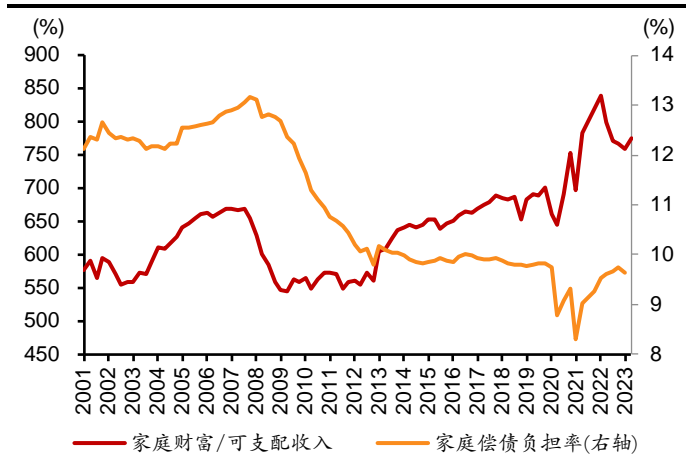
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国劳工成本增速与核心通胀



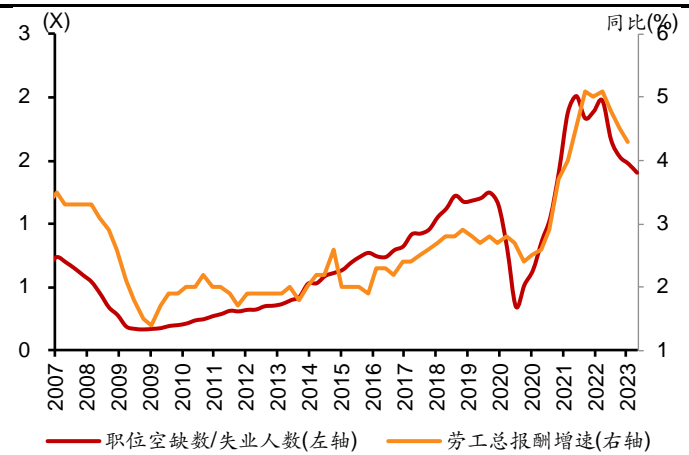
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



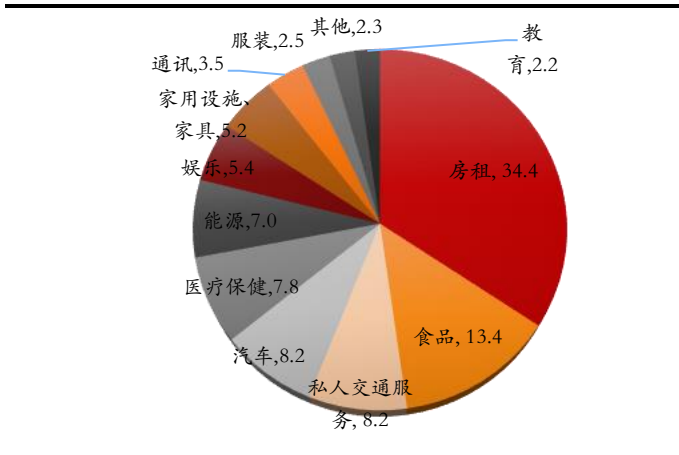
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



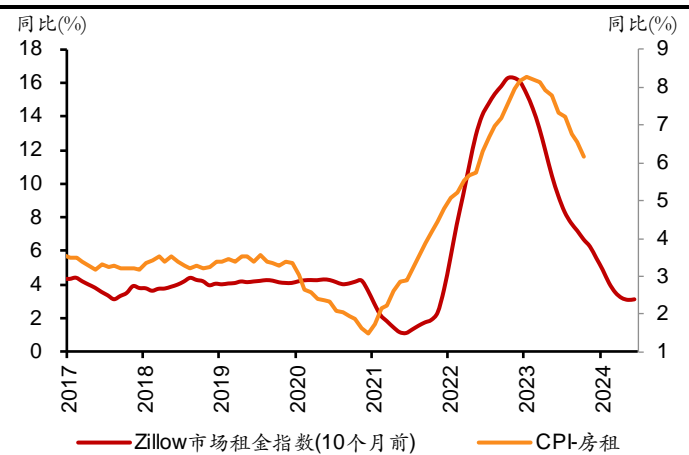
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



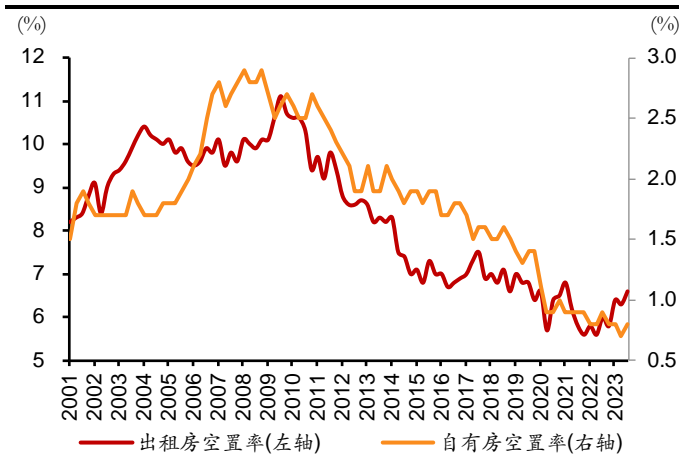
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



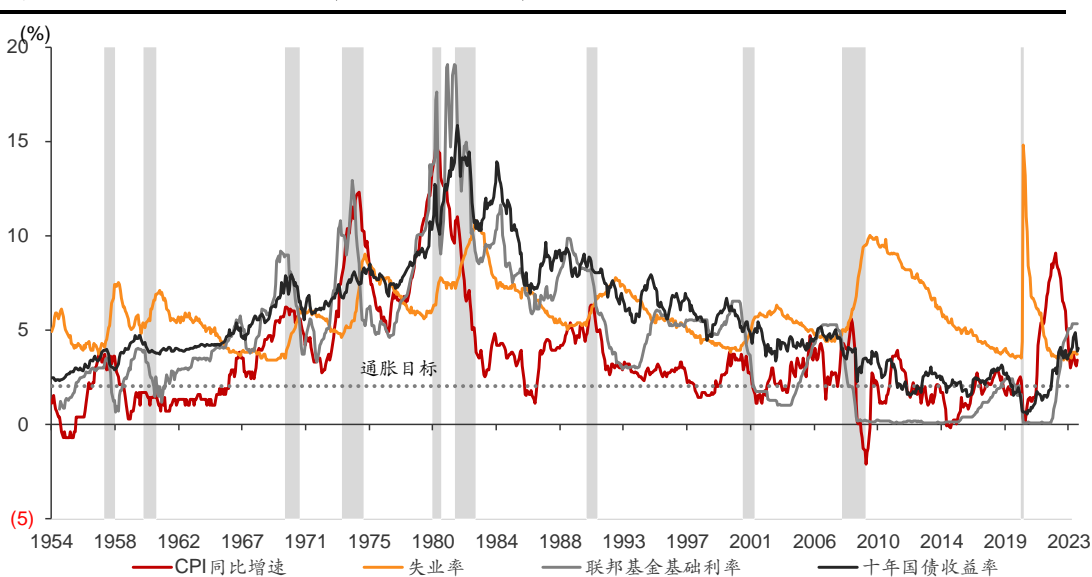
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国住房空置率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国历史 CPI、失业率与联邦基金利率



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于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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

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错误、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定。

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。

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属制的报告。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。