

相关研究

《2023年劳动力市场有何变化? ——美国2023年12月非农数据点评》
2024.01.06

《政策积极:“适度”发力——2023年12月政治局会议解读》2023.12.08

《11月经济:结构分化,政策积极——11月全国PMI数据解读》2023.11.30

核心通胀下行遇阻 ——美国2024年1月物价数据点评

投资要点:

- **美国通胀小幅下行。**1月美国CPI同比为3.1%，较上一月下行了0.3个百分点；季调环比为0.3%，较上一月持平。核心CPI同比为3.9%，较上一月持平。不过，核心CPI季调环比回升至0.4%，为2023年5月以来高点。尤其是，1月核心CPI季调环比折年率也回升至4.8%，为2023年4月以来高点。
- 从结构来看，核心通胀下行受阻的根源在于核心服务。一方面，核心商品通胀继续下行，推动核心通胀下行。另一方面，核心服务通胀有所反弹，阻碍核心通胀下行。其中，最主要的因素仍是租金通胀。此外，核心服务通胀权重明显上调，核心商品权重明显下调，也有一定影响。
- 根据CME观察显示，截至2月13日，市场预期美联储大概率将在5月降息；不过，预期2024年有4次左右的降息可能，相比通胀数据公布前有所减少。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

风险提示: 美联储货币政策超预期。

图目录

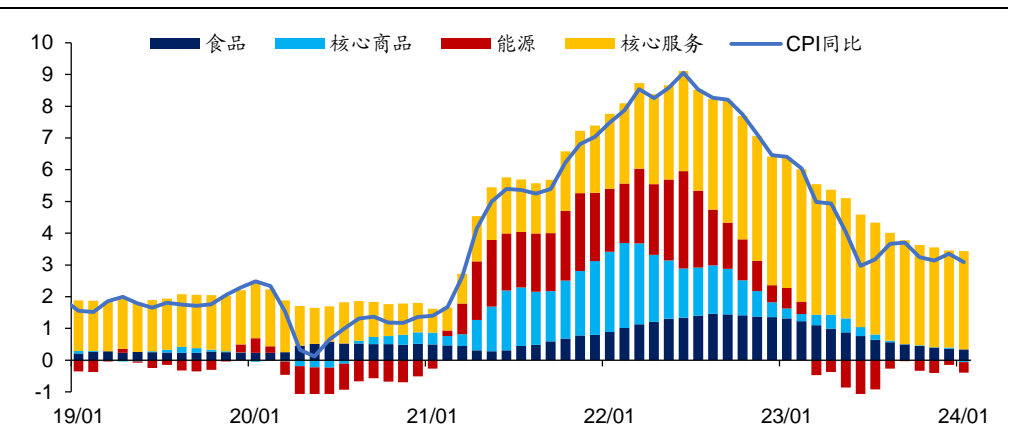
图 1	美国 CPI 主要分项的贡献 (%)	3
图 2	美国核心 CPI 季调环比折年率 (%)	3
图 3	美国核心商品通胀同比与核心服务通胀同比 (%)	4
图 4	主要居住租金环比与业主等价租金环比 (%)	4
图 5	美国不含住房租金的服务通胀同比和环比 (%)	4
图 6	美国 CPI 重点分项权重变动 (%)	5
图 7	市场预期美联储加息概率 (%)	5

美国通胀小幅下行。1月美国CPI同比为3.1%，较2023年12月下行0.3个百分点；季调环比为0.3%，与2023年12月持平。

核心CPI同比为3.9%，与2023年12月持平。不过，核心CPI季调环比回升至0.4%，为2023年5月以来高点。尤其是，1月核心CPI季调环比折年率也回升至4.8%，为2023年4月以来高点。整体来看，核心通胀下行受阻，道路仍较为曲折。

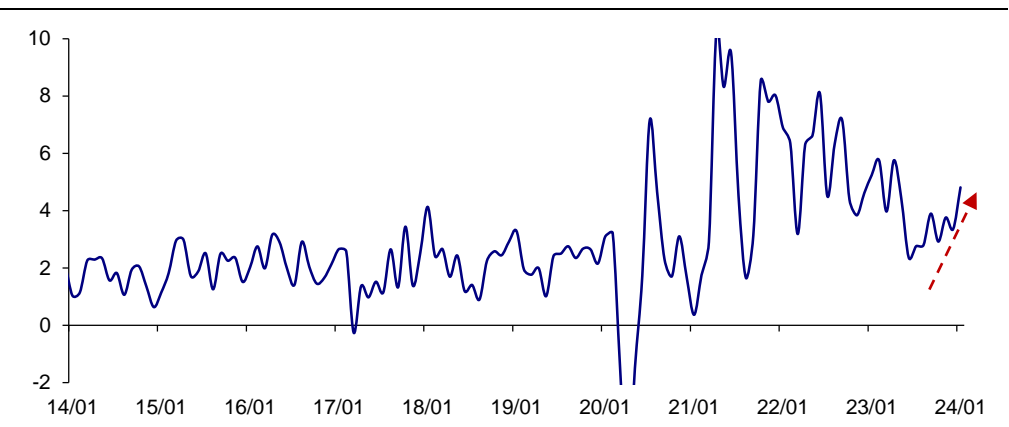
从CPI主要分项的贡献来看，1月通胀小幅下行的主要贡献来自能源价格的回落。1月能源价格同比为-4.6%，环比为-0.9%，跌幅均较2023年12月有所扩大，推动了通胀的下行。

图1 美国CPI主要分项的贡献 (%)



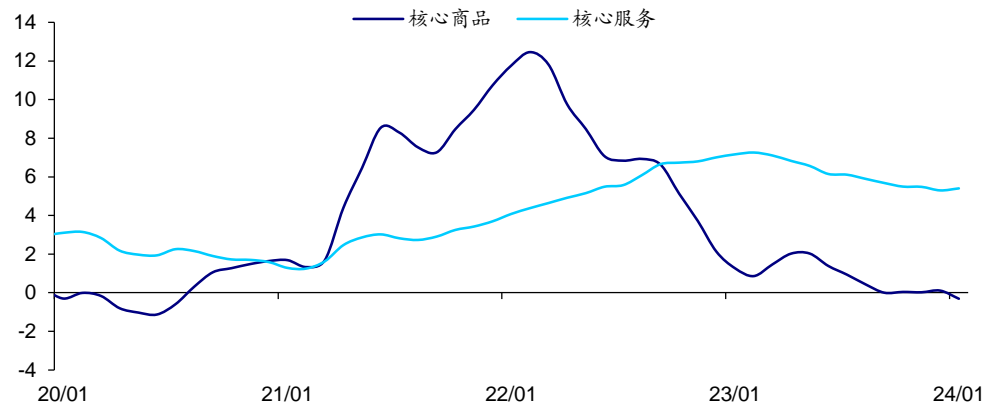
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美国核心CPI季调环比折年率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

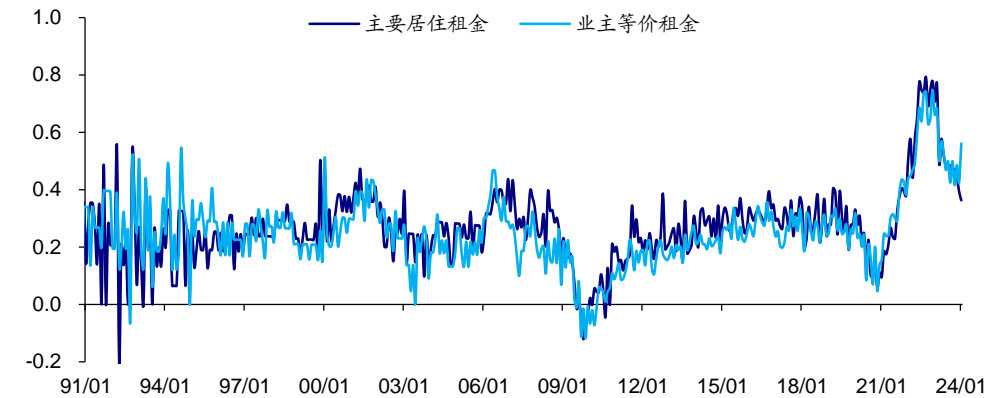
从结构来看，核心通胀下行受阻的根源在于核心服务。一方面，核心商品通胀继续下行。1月核心商品通胀同比由正转负至-0.3%，为2020年7月以来首次；核心商品通胀环比跌幅也扩大至0.3%，为2023年7月以来低点。可见，核心商品仍在有力地推动核心通胀下行。这一定程度上与二手车价格继续回落有关，1月二手车价格同比跌幅扩大至3.5%，环比也由正转负至-3.4%。

图3 美国核心商品通胀同比与核心服务通胀同比 (%)


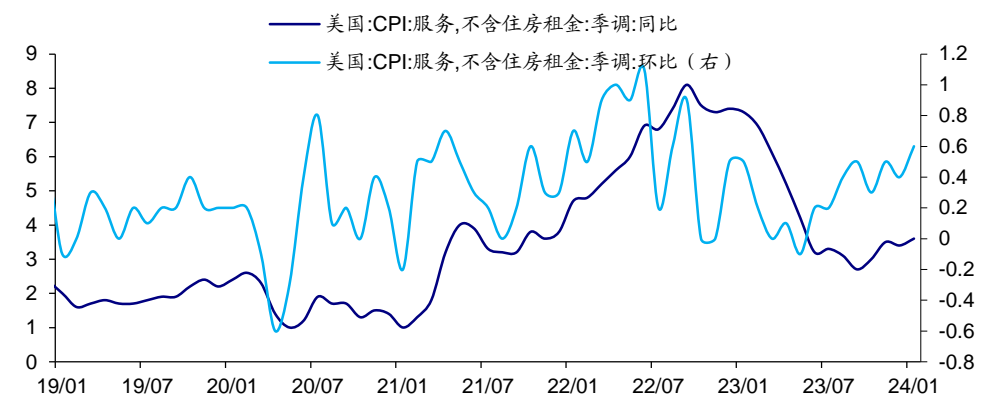
资料来源: Wind, 海通证券研究所

另一方面,核心服务通胀有所反弹。1月核心服务通胀同比为5.4%,较2023年12月上行0.1个百分点;尤其是核心服务通胀环比上行0.3个百分点至0.7%。核心服务通胀是阻碍核心通胀下行的关键。可见,核心服务仍是“去通胀”路上的主要阻碍。

其中,最主要的因素仍是租金通胀。1月主要居住租金和业主等价租金同比继续回落;但主要居住租金通胀环比持平0.4%,业主等价租金通胀环比扩大至0.6%,为2023年4月以来高点。此外,除住房外的服务通胀压力也较大。1月除住房外的服务通胀环比为0.6%,为2022年9月以来高点;同比也高达3.6%,为2023年5月以来高点。

图4 主要居住租金环比与业主等价租金环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

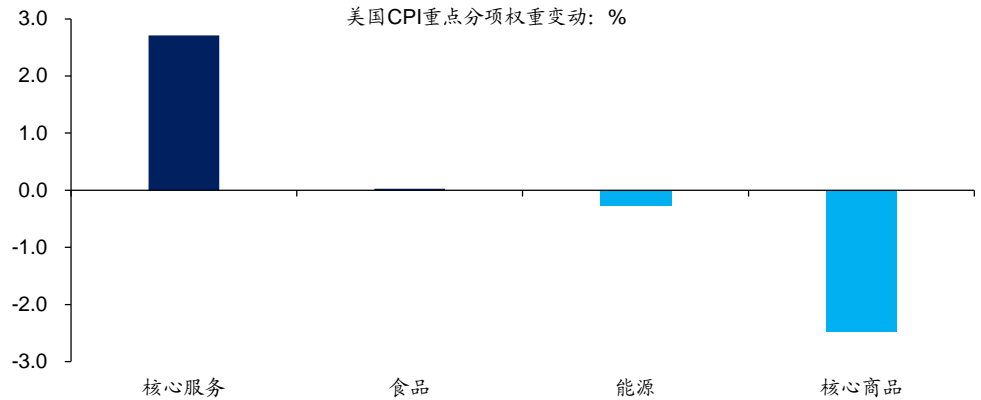
图5 美国不含住房租金的服务通胀同比和环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外，CPI 权重调整也有一定影响。美国劳动局在年初调整了 CPI 的权重分布，明显上调了核心服务的权重，相对 2023 年，权重上调了 2.7 个百分点至 60.9%（上一年的权重也上调了 0.6 个百分点）。而核心商品通胀权重明显下调了 2.5 个百分点至 18.9%；并且能源权重也下调了 0.3 个百分点。

考虑到美国核心通胀下行阻力的主要根源在于核心服务，权重的上调或意味着未来“去通胀”路径将仍有波折。

图6 美国 CPI 重点分项权重变动 (%)



资料来源: BLS, 海通证券研究所

根据 CME 观察显示，截至 2 月 13 日，市场预期美联储大概率将在 5 月降息；不过，预期 2024 年有 4 次左右的降息可能，相比通胀数据公布前有所减少。

图7 市场预期美联储加息概率 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	91.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	61.9%	32.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.6%	55.6%	25.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	11.9%	42.4%	36.1%	8.9%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.0%	34.4%	37.7%	16.0%	2.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	5.1%	22.7%	36.2%	26.0%	8.6%	1.1%
2024/12/18	0.0%	0.2%	3.3%	16.1%	31.1%	29.8%	15.2%	3.9%	0.4%
2025/1/29	0.1%	2.0%	10.9%	25.1%	30.4%	21.1%	8.4%	1.8%	0.2%
2025/3/12	1.0%	6.3%	17.7%	27.6%	25.9%	15.0%	5.3%	1.0%	0.1%

资料来源: CME 官网, 海通证券研究所, 截至 2 月 13 日。

风险提示: 美联储货币政策超预期。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。