

## 为何我们认为 3 月美联储大概率不降息

### 往期精彩研报

《评 9 月美国非农数据：发生了什么，还是什么也没发生？》

《美国劳动力市场超预期降温，美联储还有进一步加息的必要吗？》

《四问美国 10 月 CPI 数据》

### 主要观点

对于 12 月美国 CPI 增速回落的放缓，我们认为主要与能源价格、食品价格的上行以及住房价格降温速度较慢有关。总体而言，12 月美国整体 CPI 以及核心 CPI 增速皆显示美联储去通胀的大趋势依然存在，只是通胀回落速度放缓，超级核心的粘性使得美联储去通胀的最后一英里变得艰难。

我们认为，基准情形下，美联储不会选择在 2024 年 3 月开启第一次降息。理由如下：一、超级核心通胀仍然坚挺，暂不支持美联储在短期降息；二、美国经济短期难出现较大衰退风险，亦不支持美联储在短期降息。

**风险点：**美联储货币政策收紧超预期、美国通胀粘性超预期

**重要声明：**本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

周骥  
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

<b>1. 12 月美国 CPI 数据点评.....</b>	<b>1</b>
1.1 市场反应：对美联储 2024 年 3 月以及 2024 年全年降息预期修正程度并不大 .....	1
1.2 数据解读：去通胀的最后一英里虽变得艰难，但不改大趋势 .....	2
1.2.1 为何 12 月美国 CPI 增速回落放缓？ .....	2
1.2.2 目前美联储去通胀进程处于什么阶段？ .....	3
1.2.3 美联储何时降息？ .....	5
<b>2. 后市展望 .....</b>	<b>6</b>

## 目录

### 图表

图 1.1.1:12 月美国 CPI 数据公布后，美债收益率、美元指数、美元兑人民币即期汇率盘中冲高回落.....	1
图 1.1.2:CME FedWatch 显示对美联储 2024 年 3 月以及 2024 年全年降息预期修正程度并不大 .....	2
图 1.2.1:美国 12 月 CPI 细分项一览.....	3
图 1.2.2:美国整体 CPI 当月同比（%） .....	4
图 1.2.3:美国整体 CPI 当月环比（%） .....	4
图 1.2.4:美国核心 CPI 当月同比（%） .....	4
图 1.2.5:美国核心 CPI 当月环比（%） .....	4
图 1.2.6:美国 12 月核心通胀动态延续呈现外冷内热特征 .....	5

## 1. 12 月美国 CPI 数据点评

事件：上周四，美国12月CPI数据出炉，整体CPI同比3.4%（预期3.2%，前值3.1%）；整体CPI环比0.3%（预期0.2%，前值0.1%）；核心CPI环比0.3%（预期0.3%，前值0.3%）；核心CPI同比3.9%（预期3.8%，前值4.0%）。

### 1.1 市场反应：对美联储 2024 年 3 月以及 2024 年全年降息预期修正程度并不大

上周四，在12月美国CPI数据公布后，10年期美债收益率、美元指数、美元兑人民币即期汇率盘中呈现冲高回落状态。市场对2024年3月美联储降息预期维持在70%，但较年初的预期有所回落（年初CME FedWatch显示市场对3月FOMC降息概率一度接近100%），对2024年全年降息总值的预期修正的并不多，仍在150个基点到175个基点范围。

图 1.1.1:12 月美国 CPI 数据公布后，美债收益率、美元指数、美元兑人民币即期汇率盘中冲高回落



注：白线为 USDCNH、蓝线为 USDCNY、红线为美元指数、紫线为 10 年期美债收益率（左轴）

数据来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.2:CME FedWatch 显示对美联储 2024 年 3 月以及 2024 年全年降息预期修正程度并不大

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	95.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	70.0%	26.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.8%	66.4%	24.5%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	22.9%	56.2%	18.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.5%	24.7%	54.2%	17.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.2%	3.4%	24.2%	53.6%	18.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	2.2%	16.6%	42.9%	31.1%	6.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.8%	13.5%	37.2%	33.7%	12.1%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2024/1/31	16	4.65%	95.35%	0.00%
2024/3/20	65	73.30%	26.70%	0.00%
2024/5/1	107	100.00%	0.00%	0.00%
2024/6/12	149	100.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	198	100.00%	0.00%	0.00%
2024/9/18	247	100.00%	0.00%	0.00%
2024/11/7	297	100.00%	0.00%	0.00%
2024/12/18	338	100.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME 南华研究

## 1.2 数据解读：去通胀的最后一英里虽变得艰难，但不改大趋势

### 1.2.1 为何 12 月美国 CPI 增速回落放缓？

对于12月美国CPI增速回落的放缓，我们认为主要与能源价格、食品价格的上行以及住房价格降温速度较慢有关。具体来看：

图 1.2.1:美国 12 月 CPI 细分项一览

单位: %	环比增速				同比增速			
	2023年12月	2023年11月	上月环比变化	本月环比变化	2023年12月	2023年11月	上月同比变化	本月同比变化
CPI	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	3.4	3.1	-0.1	0.3
食品	0.1	-0.2	-0.5	0.3	2.7	2.9	-0.4	-0.2
家庭食品	-0.1	-0.5	-0.6	0.4	1.3	1.7	-0.4	-0.4
肉禽鱼蛋	0.1	-0.8	-1.5	0.9	-0.1	0.1	-0.3	-0.2
水果蔬菜	-0.1	-0.3	-0.6	0.2	0.3	0.4	-0.7	-0.1
非家庭食品	0.3	0.4	0.0	-0.1	5.2	5.3	-0.1	-0.1
能源	-2.8	-3.4	-3.3	0.6	-2.0	-5.4	-0.9	3.4
能源商品	-5.7	-6.9	-2.0	1.2	-2.9	-9.8	-3.6	6.9
能源服务	0.4	0.7	1.7	-0.3	-1.1	-0.1	2.2	-1.0
核心CPI (除食品和能源外)	0.1	0.1	-0.1	0.0	3.9	4.0	0.0	-0.1
商品 (除食品和能源外)	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.2
服装	-1.8	-3.5	-3.2	1.7	1.0	1.1	-1.5	-0.1
新车	-0.2	-0.4	-0.2	0.2	1.0	1.3	-0.6	-0.3
二手车	0.1	0.7	2.1	-0.6	-1.3	-3.8	3.3	2.5
医疗保健商品	-0.1	0.5	0.1	-0.6	4.7	5.0	0.3	-0.3
酒精饮料	0.0	-0.2	-0.5	0.2	2.5	2.9	-0.8	-0.4
烟草	-0.1	1.1	-0.6	-1.2	7.8	7.7	0.1	0.1
服务 (除食品和能源外)	0.3	0.4	0.1	-0.1	5.3	5.5	0.0	-0.2
住房	0.4	0.4	0.1	0.0	6.2	6.5	-0.2	-0.3
主要住所租金	0.4	0.5	0.0	-0.1	6.5	6.9	-0.3	-0.4
业主住房等价租金	0.5	0.5	0.0	0.0	6.3	6.7	-0.1	-0.4
医疗服务	0.4	0.3	0.1	0.1	-0.5	-0.9	1.3	0.4
运输服务	-0.5	1.1	-0.3	-1.6	9.7	10.1	0.9	-0.4
特殊统计类别								
除居所外	-0.4	-0.5	-0.3	0.1	1.9	1.4	-0.1	0.5
除食品、居所外	-0.5	-0.6	-0.4	0.1	1.7	1.0	0.0	0.7
除食品、居所、能源、二手车和卡车外	-0.2	-0.2	-0.7	0.0	2.5	2.6	-0.2	-0.1
商品	-0.8	-1.2	0.1	0.4	0.8	0.0	-0.4	0.8
服务	0.3	0.4	-0.1	-0.1	5.0	5.2	0.1	-0.2
耐用品	-0.4	-0.6	-1.0	0.2	-1.2	-1.6	0.5	0.4
非耐用品	-0.9	-1.5	0.0	0.6	1.8	0.7	-1.0	1.1

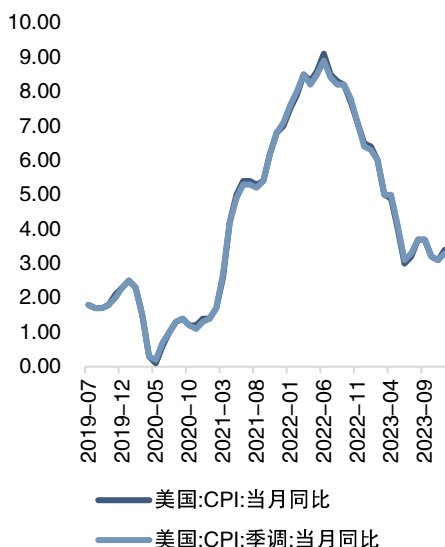
数据来源: iFinD 南华研究

- 1) 能源通胀有所反弹。2023年12月以来, 中东局势紧张、原油市场转入季节性去库, 使得国际油价在12月中下旬出现反弹。12月能源项同比回落2.0%, 同比跌幅较11月收缩3.4个百分点; 环比上升0.4%, 环比增速较11月份扩张2.7个百分点。
- 2) 住宅分项降温较慢。12月, 美国CPI住房环比增速反弹至0.5%, 远高于疫情前0.2%水平。
- 3) 食品价格延续增长。由于假期消费需求的增加, 使得12月CPI食品项环比由负转正, 较前值上行1.8个百分点至0.9%。

### 1.2.2 目前美联储去通胀进程处于什么阶段?

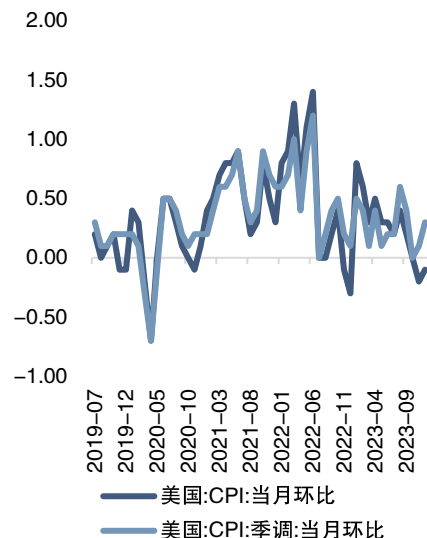
总体而言, 12月美国整体CPI以及核心CPI增速皆显示美国通胀回落速度放缓。12月美国整体CPI同比以及环比涨幅双双超市场预期, 核心CPI (剔除能源和食品后) 同比涨幅小幅回落但仍略高于市场预期, 环比涨幅持平。总体而言, 无论从12月美国整体CPI还是核心CPI增速的表现来看, 皆显示美国通胀回落放缓, 使得市场对再通胀担忧升温, 我们认为这也是导致12月美国CPI数据公布后, 10年期美债收益率、美元指数短线冲高的原因。

图 1.2.2:美国整体 CPI 当月同比 (%)



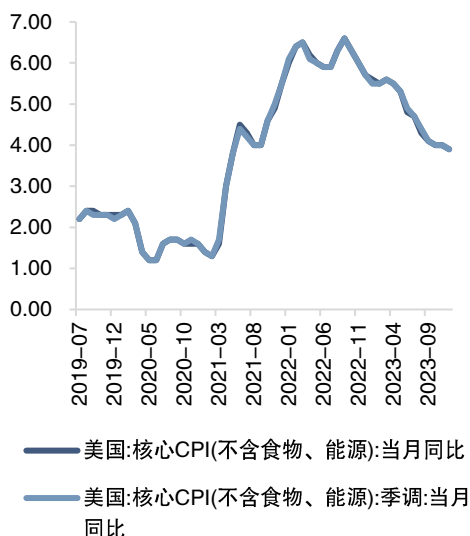
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.3:美国整体 CPI 当月环比 (%)



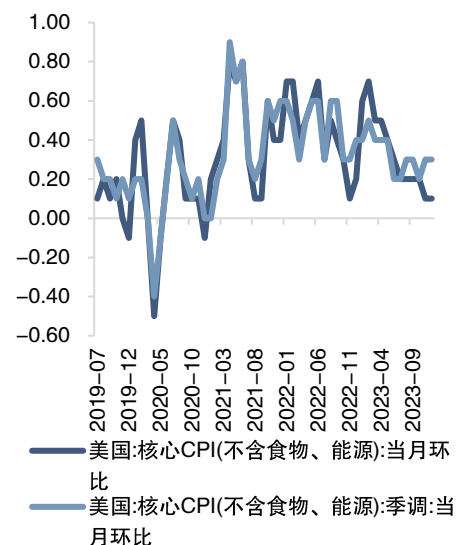
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.4:美国核心 CPI 当月同比 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.5:美国核心 CPI 当月环比 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

虽然我们认为12月美国CPI增速回落放缓主要与能源价格、食品价格的上行以及住房价格降温速度较慢有关，但若剔除能源和住宅后的CPI环比增速为0.11%，相较于10月与11月的变化并不是很大。与此同时，12月核心通胀动态延续呈现外冷内热的特征，超级核心通胀依旧韧性十足，其自2023年以来一直保持强劲的韧性，平均环比增速为0.44%，远高于疫情前的水平。因此，以上现象再次表明12月美国CPI的表现体现的是美联储去通胀的大趋势依然存在，只是通胀回落速度放缓，超级核心的粘性使得美联储去通胀的最后一英里变得艰难。

图 1.2.6: 美国 12 月核心通胀动态延续呈现外冷内热特征



数据来源: Bloomberg 南华研究

### 1.2.3 美联储何时降息?

以史为鉴, 美联储从谈论降息到真正落地, 一般相隔3次美联储FOMC会议左右的时间。按照本轮首次提及降息的时间点为2023年12月会议算起, 我们认为美联储最快将在2024年5月的FOMC会议上启动降息。但若从美国通胀和经济状况的角度来看, 我们认为, 基准情形下, 美联储不会选择在2024年3月开启第一次降息。理由如下: 一、超级核心通胀仍然坚挺, 暂不支持美联储在短期降息; 二、美国经济短期难出现较大衰退风险, 亦不支持美联储在短期降息。



## 2. 后市展望

海外方面，从12月美联储FOMC议息会议纪要到非农就业数据，再到上周公布的CPI数据，都在对2023年11月以来过于激进的市场降息预期进行修正，且当前美国基本面似乎并不支持美联储过早降息，因此我们暂给不到短期美元指数再大幅下挫的判断。叠加，近期欧央行有所松口，官员的放鸽使得市场对欧央行在2024年上半年降息预期升温。受欧央行以及英国GDP分项中的生产、建筑部门增长表现依旧疲软影响，市场同样对英央行降息预期有所升温。因此，在“美强欧弱”格局延续以及不断摇摆的市场对美联储降息预期的影响下，美元指数在近期或维持横盘震荡状态。国内方面，当前国内经济依然处于温和复苏阶段，暂未见到明显改善。因此，疲软的市场情绪仍待政策的推出从而得到提振。目前人民币汇率中间价依旧持续发力，维持开于7.11下方，作为当前内外均衡支撑点的汇率，预计监管层大概率不会允许人民币汇率在未来出现问题。

综上，短期外部对人民币的支撑边际放缓，内部基本面趋势不明朗叠加市场信心依旧相对偏弱，但央行对汇率的态度依旧起到托底作用，预计短期暂看不到美元兑人民币即期汇率回落至7下方的动力，但7.20附近仍有较强上行阻力。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货 APP

