

# 美国核心 CPI 强势挤压美联储降息空间

## 事件点评

### 美国 CPI 点评（2024.9）

#### 投资要点

- ◆ **美国 9 月核心 CPI 稍高于我们的偏高预期，耐用品需求强劲和薪资上行是主要驱动因素，并大概率可持续至年底附近。**据美国劳工统计局当地时间 10 月 10 日上午公布的数据，美国 9 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别为 2.4% 和 3.3%，分别较 8 月回落 0.2 个百分点和持平。能源构成总体 CPI 连续回落的主要拖累项，体现此前数月油价的连续低迷，但十月以来已经大幅反弹。核心 CPI 稍高于我们此前预期 0.1 个百分点，耐用品需求旺盛、薪资上行向非房租服务的传导是主要推升因素，并可能具备较强的可持续性；而当月短暂偏低的核心非耐用品、房租，则可能在未来呈现某种程度的逆转，从而美国核心 CPI 近两个月的强劲态势可能持续至年底，或将进一步令美联储本轮降息幅度平坦化，并可能对包括中国在内的其他经济体货币宽松空间形成进一步的限制。
- ◆ **9 月核心 CPI 超预期持平于高位，主要源于耐用品和非房租服务环比涨幅的明显改善，两者或分别体现强劲的商品消费需求和薪资向上的通胀传导效应。考虑到货币宽松周期开启可能在未来推升 9 月短暂走弱的房租，美国核心 CPI 可能至年底都保持超市场预期的强劲状态。**9 月美国核心 CPI 环比涨幅达 0.31%，较偏强的 8 月进一步上行 0.03 个百分点，创近 6 个月最大环比涨幅，主要支撑来自两方面：1) 耐用消费品环比大涨 1.0%，较 8 月改善达 1.4 个百分点，创近 32 个月最大涨幅，也是时隔 15 个月首次转正；而且一般而言能源价格对耐用消费品有同向渗透作用，但 9 月能源显著下跌的同时耐用品罕见逆势上行，可能体现出美国居民耐用消费品需求持续处于偏热区间，并且亦可能部分包含了新一轮对华加征关税预期的价格推升效应。2) 非房租核心服务环比上涨达 0.53%，较前月涨幅扩大 0.27 个百分点，创近 6 个月最大涨幅，显示 8 月美国劳动力市场开始趋紧、薪资增长趋强的情形部分开始向通胀传导。上述两项通胀支撑逻辑在未来数月可持续性较强。此外 9 月核心 CPI 中也有两大偏弱的分项，一是房租环涨 0.24% 较 8 月大幅降温 0.27 个百分点，但考虑到美联储已经启动新一轮降息周期，未来美国房价和房租都具备一定的涨幅回升空间；二是核心非耐用品环比大跌 0.79%，未能延续 8 月微涨的态势，但该项同时与能源和薪资相关，9 月可能主要受前者拖累，而近日油价已经扭转为上涨，预计该项拖累也可能在年底前再度转而改善。总体上我们分析认为美国核心通胀具备年底前持续超预期维持强势的基础。
- ◆ **美国 9 月核心通胀与就业市场的同频超预期表现，提升了其在当前阶段通过“高财政赤字+货币宽松+产业保护主义”罕见政策组合所可能带来的“高增长+高通胀”经济表现长期化的概率。**一方面这可能令决策框架明显滞后的美联储削减其未来降息的幅度（我们维持年底前两次会议合计仅降息 25BP 的预测不变），从而可能令美国长期利率居高不下；另一方面也可能令受困于内需不足的欧日英等经济体不得不放弃与美联储基本同幅度降息的期待，转而采取更加激进的降息路径。这可能支撑美元指数以更大的概率短线进一步上冲并在中期维持较高中枢水平。
- ◆ **一旦此种复杂化局面出现，包括我国在内的各主要新兴经济体央行实施进一步货币宽松的空间就可能受到新一轮外溢性挤压，稳汇率的要求下，我国中央财政加码扩张的力度也可能在更大程度上与地方低效债务杠杆化解的加速度成正比。**在全球经济竞争风起云涌瞬息万变的背景下，我国本轮稳增长大概率将非常强调对优结构稳汇率的兼顾，重走加杠杆投资稳增长的老路可能不是当前复杂全球环境下的最优解，中央财政持续拉动消费作为长期可持续的最主要内需来源，给予其充分的耐心和恒心，或将孕育出长期来看最佳的结果。
- ◆ **风险提示：**美联储降息幅度小于预期导致美元指数上行、人民币被动贬值压力加大风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

国庆假期宏观综述：全球风云再起，市场影响几何？2024.10.6

企业信心开始升温，期待财政扩张消费——PMI 点评（2024.9）2024.9.30

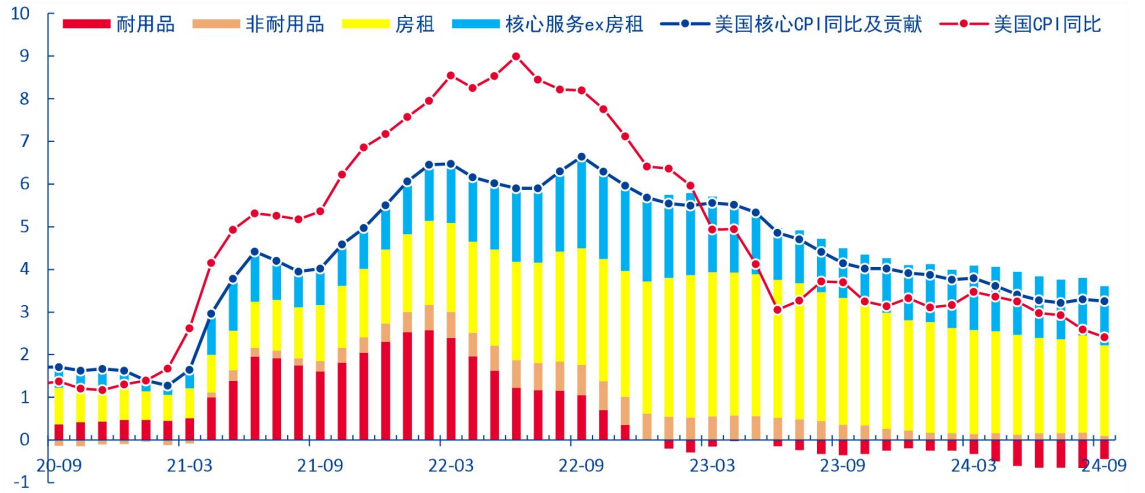
基数令利润大幅下滑，稳增长政策包期待见效——工业企业利润点评（24.8）暨双循环周报（第 76 期）2024.9.27

货币“大礼包”之后，财政地产资本市场政策如何发力？——9.26 政治局会议解读 2024.9.26

MLF 为何降价缩量？——MLF 缩量降息操作点评（2024.9）2024.9.25



图 1: 美国 CPI 同比、核心 CPI 同比及贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)