

2024年10月11日

美联储 11 月降息或暂不受影响

——美国 9 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布 9 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.3%，均超过市场预期。

● 通胀水平回落斜率变缓，且核心通胀出现反弹

1. **总体通胀回落不及预期，且核心通胀反弹。**美国 9 月 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.3%。9 月份 CPI 与核心 CPI 走势又一次出现分化，主因核心商品通胀降幅收窄，同时食品项通胀有所反弹。总的看，美国去通胀进程开始出现放缓，且前期担忧的核心通胀反弹风险浮现，或对后续的降息节奏及降息幅度有较大影响。

2. **能源通胀增速继续回落，核心商品通胀降幅开始收窄。**具体而言，9 月能源项同比下降 6.8%，较 8 月份下降 2.8 个百分点；9 月份食品项同比上升 2.3%、环比上升 0.4%；核心 CPI 方面，9 月核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.3%。同比与环比增速分别较 8 月上升 0.1 个百分点、持平。其中住房项同比上升 4.9%，环比上升 0.2%，均较 8 月下降 0.3 个百分点。

3. **美国通胀下行或将进入停滞期。**总的看，9 月 CPI 数据显示美国通胀水平延续向下超过 6 个月，总体去通胀进程尚可，但核心通胀开始反弹。从美联储主席鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，9 月份同比、环比增速分别较 8 月份下降 0.02 个百分点、上升 0.06 个百分点，环比增速连续 3 个月上升。往后看，我们认为总体通胀水平可能在油价的带领下出现反弹，且核心通胀下行的过程降较为波折，后续市场与美联储对通胀的关注度或将逐渐提升，美联储决策压力也将明显增加。

● 美联储 11 月降息或不受影响，但长期通胀风险不容忽视

1. 9 月 FOMC 会议超预期降息 50bp 后，市场一度预期 11 月份降息 50bp 的可能性也不低。但 9 月非农数据的大幅回升、9 月 ISM 非制造业 PMI 的超预期回暖，或显示当前美国经济衰退的风险并不高。此外，从 9 月 FOMC 的会议纪要来看，50bp 的前置性降息在美联储内部的分歧比较大。**结合近期美联储官员的表态来看，大部分都倾向于后续进行 25bp 的降息。**

2. 从 9 月 CPI 的数据来看，我们在前期报告中担心的通胀反弹风险开始显现，即虽然通胀还在下行，但美联储的大幅降息可能会提振经济中的利率敏感部门，叠加中东冲突升级带动的油价上行，**通胀或将在一段时间里高于美联储的目标，其过程也将更加曲折，从而透支了未来的降息空间。**而近期达拉斯联储主席洛根也表示，尽管通货膨胀的上行风险有所减弱，但并未消失。通货膨胀可能会持续高于 2% 目标，这是一个重大风险。

3. 当然，对于 11 月份的 FOMC 会议而言，由于 9 月份的通胀尚在下行，且核心通胀中的房租项也在下行，美联储大概率还将继续降息 25bp，因此对市场的影响可能相对有限。但需要注意的是，**核心通胀反弹的风险并不低，9 月份密歇根大学 5 年期通胀预期亦有所上升，美联储大概率将会在后续的会议中重新评估通胀无法顺畅回到 2% 目标的可能，这或将影响 12 月份及后续的降息幅度，因此将会对长期美债收益率形成较为明显的支撑。**而近期数据显示美国经济较有韧性，因此美股或不会面临较大调整风险。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《关注一揽子增量政策的落实加码——宏观周报》-2024.10.7

《“量在价先”的消费地产回暖——国庆全球宏观见闻》-2024.10.7

《政策面与基本面或确认“双底”——兼评 9 月 PMI 数据》-2024.9.30

目 录

1、 通胀水平回落斜率变缓，且核心通胀出现反弹.....	3
1.1、 总体通胀回落不及预期，且核心通胀反弹.....	3
1.2、 能源通胀增速继续回落，核心商品通胀降幅开始收窄.....	4
1.3、 美国通胀下行或将进入停滞期.....	5
2、 联储11月降息或不受影响，但长期通胀风险不容忽视.....	7
3、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 美国 9 月 CPI 同比增速继续下行.....	4
图 2： 9 月核心通胀环比增速较 8 月持平.....	4
图 3： 9 月能源通胀同比增速下行较多.....	4
图 4： 食品通胀略有上升.....	4
图 5： 9 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负.....	5
图 6： 9 月核心服务 CPI 同比增速重新下行.....	5
图 7： 9 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势略有偏离.....	5
图 8： 美国汽油零售价格近期略有下跌.....	6
图 9： 粮食期货价格近期持续反弹.....	6
图 10： 美国二手车价格或将持续上行.....	6
图 11： 美国房租通胀重新下行.....	6
图 12： 9 月美国非房核心服务通胀同比增速略有下行、环比增速连续上行.....	7
图 13： 5 年期密歇根大学居民通胀预期有所上升.....	8
表 1： 美国 9 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 9 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.3%，均超过市场预期。

1、通胀水平回落斜率变缓，且核心通胀出现反弹

1.1、总体通胀回落不及预期，且核心通胀反弹

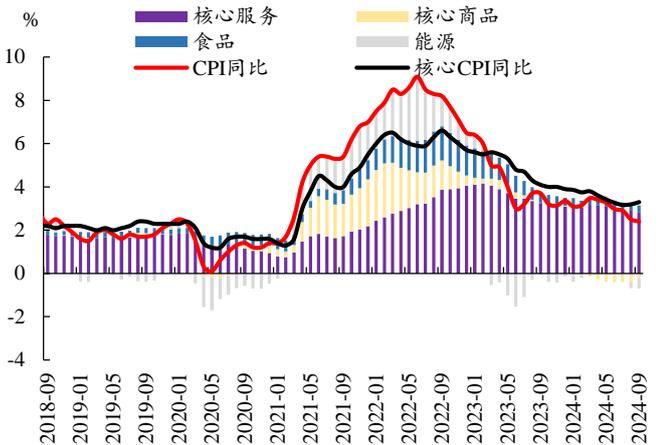
美国 9 月 CPI 同比上升 2.4%，增速较 8 月下降 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，环比增速较 8 月持平。核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.3%，同比与环比增速分别较 8 月份上升 0.1 个百分点、持平，核心通胀出现反弹。9 月份 CPI 与核心 CPI 走势又一次出现分化，主因核心商品通胀降幅收窄，同时食品项通胀有所反弹。总的看，我们认为在经历了 4-8 月份的通胀连续下行后，美国去通胀进程开始出现放缓，且前期担忧的核心通胀反弹风险浮现，且考虑到美联储已经步入降息周期，通胀数据的演化对后续的降息节奏及降息幅度有较大影响。

表1：美国 9 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-09	2024-09	2024-08	2024-07	2024-09	2024-09	2024-08	2024-07
100	全部	2.4	2.4	2.5	2.9	0.2	0.2	0.2	0.2
13.426	食品	0.31	2.3	2.1	2.2	0.05	0.4	0.1	0.2
8.047	居家食品	0.10	1.3	0.9	1.1	0.04	0.4	0	0.1
5.378	外带食品	0.20	3.9	4	4.1	0.02	0.3	0.3	0.2
6.803	能源	-0.49	-6.8	-4	1.1	-0.13	-1.9	-0.8	0
3.679	能源商品	-0.60	-15.3	-10.1	-2	-0.15	-4	-0.6	0.1
3.124	能源服务	0.11	3.4	3.1	4.2	0.02	0.7	-0.9	-0.1
18.444	核心商品	-0.21	-1	-1.9	-1.9	0.03	0.2	-0.2	-0.3
3.41	家居	-0.09	-2.2	-2.6	-2.3	0.00	0	-0.3	0.1
2.562	服装	0.05	1.8	0.3	0.2	0.03	1.1	0.3	-0.4
3.575	新车	-0.05	-1.3	-1.2	-1	0.01	0.2	0	-0.2
1.874	二手车	-0.11	-5.1	-10.4	-10.9	0.01	0.3	-1	-2.3
1.473	医疗保健	0.02	1.6	2	2.8	-0.01	-0.7	-0.2	0.2
0.842	含酒精饮料	0.01	1.5	1.9	1.9	0.00	0.1	0	0.3
1.365	其它商品	0.04	3	3.2	3.2	0.00	0.3	0.2	0.2
61.327	核心服务	2.84	4.7	4.9	4.9	0.22	0.4	0.4	0.3
7.686	主要居所租金	0.36	4.8	5	5.1	0.02	0.3	0.4	0.5
26.937	业主等价租金	1.36	5.2	5.4	5.3	0.09	0.3	0.5	0.4
6.481	医疗服务	0.23	3.6	3.2	3.3	0.04	0.7	-0.1	-0.3
6.46	交通运输服务	0.52	2.2	3.2	3.1	0.09	-0.5	0	0.4
3.233	休闲服务	0.07	8.5	7.9	8.8	-0.02	1.4	0.9	0.4
5.003	教育与通讯服务	0.12	2.3	2.3	2.2	0.01	0.1	0.2	0.2

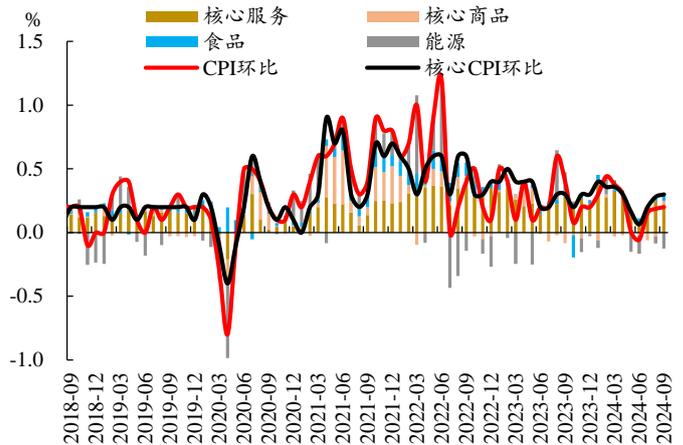
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国9月CPI同比增速继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：9月核心通胀环比增速较8月持平



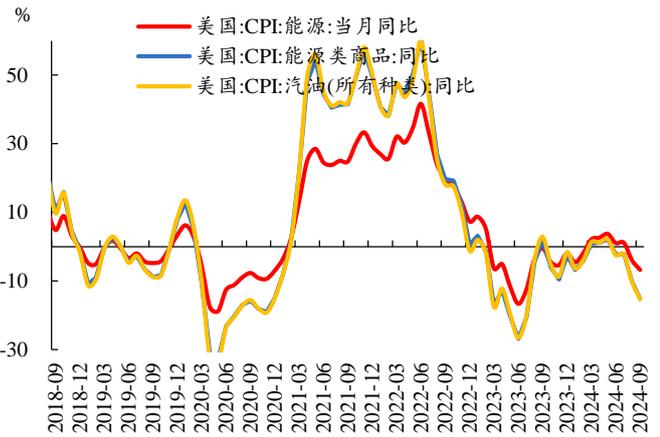
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、能源通胀增速继续回落，核心商品通胀降幅开始收窄

(1) **能源方面**，9月能源项同比下降6.8%，较8月份下降2.8个百分点；环比增速较8月下降1.1个百分点至-1.9%。其中汽油项同比下降15.3%，同比增速较8月份下降5.0个百分点；燃油项同比下降22.4%，较8月份下降10.3个百分点。9月能源通胀同比录得较大降幅，我们认为主要是2023年9月国际油价大幅上升，导致基数效应较为明显，叠加国际油价9月略有下降。事实上，9月末美国汽油价格从9月初的3.19美元/加仑下降至3.09美元/加仑，整体下降约3.3%。

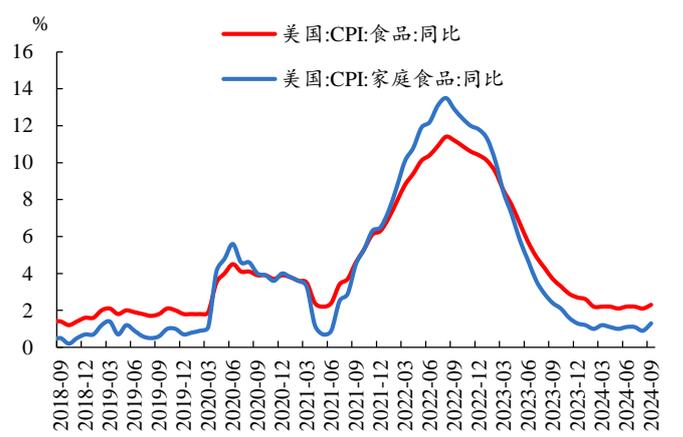
(2) **食品方面**，9月份食品项同比上升2.3%、环比上升0.4%，两者增速分别较8月份上升0.2个百分点、0.3个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升1.3%，增速较8月份上升0.4个百分点。食品项的同比增速时隔4个月再度出现反弹，与粮食期货走势相对一致。

图3：9月能源通胀同比增速下行较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

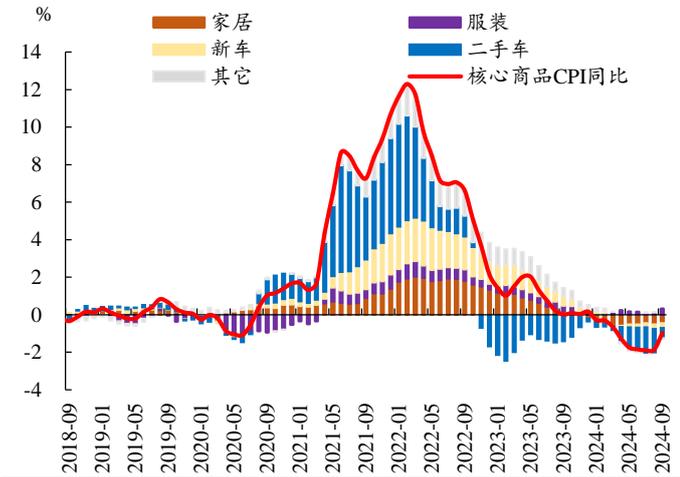
图4：食品通胀略有上升



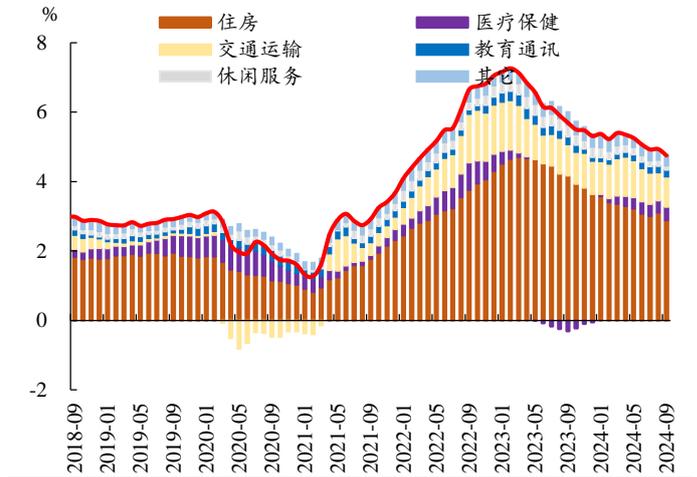
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心CPI方面**，9月核心CPI同比上升3.3%，环比上升0.3%。同比与环比增速分别较8月上升0.1个百分点、持平。分项来看，核心商品同比增速较8月回升约0.9个百分点至-0.96%；环比增速较8月份回升0.4个百分点至0.2%；其中二手车项环比上升0.3%，较8月份回升1.3个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势开始趋同，也是核心商品通胀降幅收窄的重要驱动力；新车方面，环比较8月上升0.2%，增速较8月回升0.2个百分点。核心服务同比上升4.75%，较

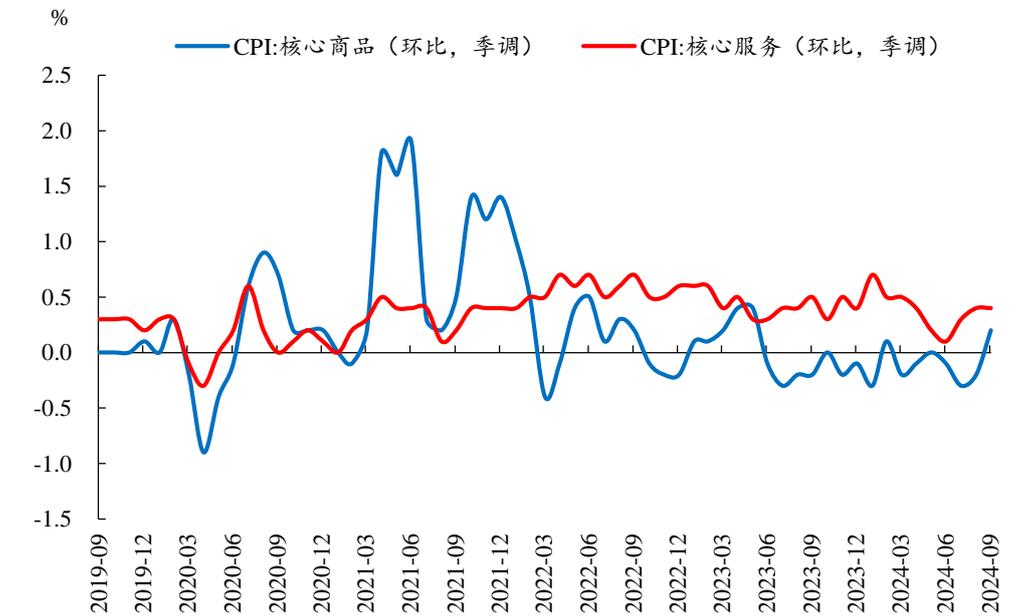
8 月份下降 0.18 个百分点，重归下行通道。其中住房项同比上升 4.9%，环比上升 0.2%，均较 8 月下降 0.3 个百分点，是 9 月核心服务下降的重要因素。交通运输服务环比上升 1.4%，增速较 8 月份提升 0.5 个百分点，或与选举活动有关。总的看，9 月核心 CPI 同比增速出现反弹，且环比增速相对较高，后续核心通胀或将成为资产定价和联储降息的重要掣肘。

图5：9 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：9 月核心服务 CPI 同比增速重新下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：9 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势略有偏离


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、美国通胀下行或将进入停滞期

(1) 能源与粮食项短期内对通胀提供一定支撑。能源方面，截至 10 月 7 日，美国汽油价格为 3.03 美元/加仑，较 9 月底汽油价格下降约 1.98%。但近期中东地区地缘政治局势显著升温，且不确定性程度较高，或将对国际原油价格产生较为明确的支撑作用，国际原油价格短期内或易涨难跌，并逐渐传导至美国居民消费端。食

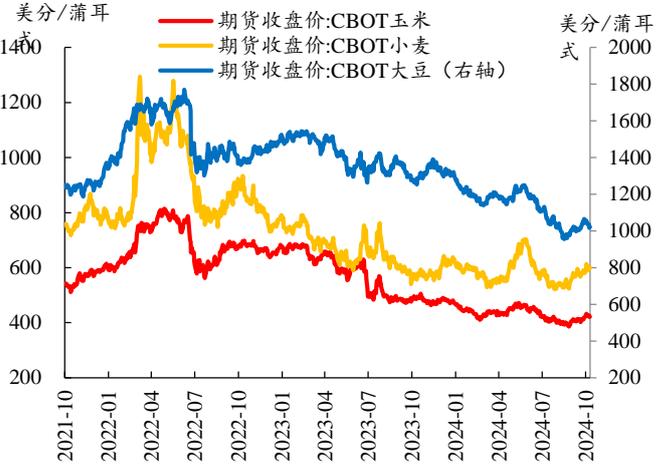
品方面，近期粮食期货价格有一定反弹，但由于相关需求较为强劲，因此后续价格可能较为坚挺。总的看，原油、粮食等价格均有一定的上行压力，短期内能源与食品项或对整体通胀形成一定支撑。

图8：美国汽油零售价格近期略有下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期持续反弹

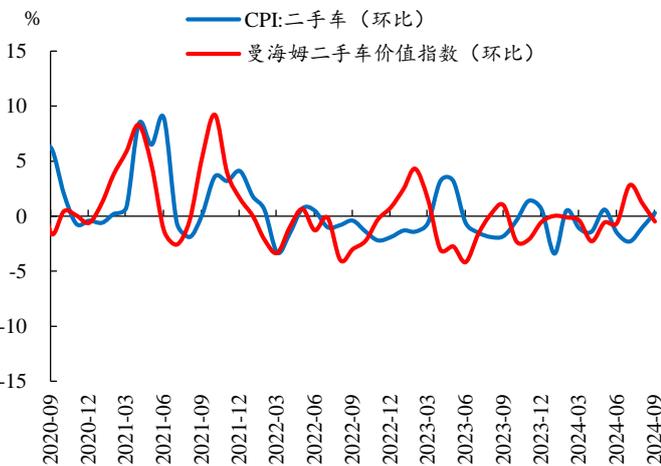


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀反弹压力或持续存在。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 9月环比下降0.48%，增速再度转负，但短期内二手车通胀或将保持为正；新车方面，供应链目前仍较畅通，预计环比增速难有大提升；核心服务方面，住房通胀是9月核心服务通胀下行的关键，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀在10月份大概率回升。往后看，由于核心商品通胀可能迎来反弹，核心服务也有望上升，后续核心通胀的反弹压力或持续存在。

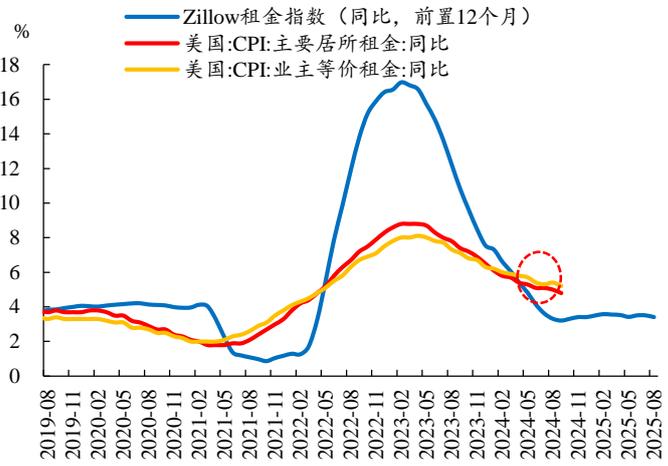
(3) **总的看**，9月CPI数据显示美国通胀水平延续向下超过6个月，总体去通胀进程尚可，但核心通胀开始反弹。从美联储主席鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，9月份同比、环比增速分别较8月份下降0.02个百分点、上升0.06个百分点，环比增速连续3个月上升。往后看，我们认为**总体通胀水平可能在油价的带领下出现反弹**，且核心通胀下行的过程降较为波折。后续市场与美联储对通胀的关注度或将逐渐提升，美联储决策压力也将明显增加。

图10：美国二手车价格或将持续上行

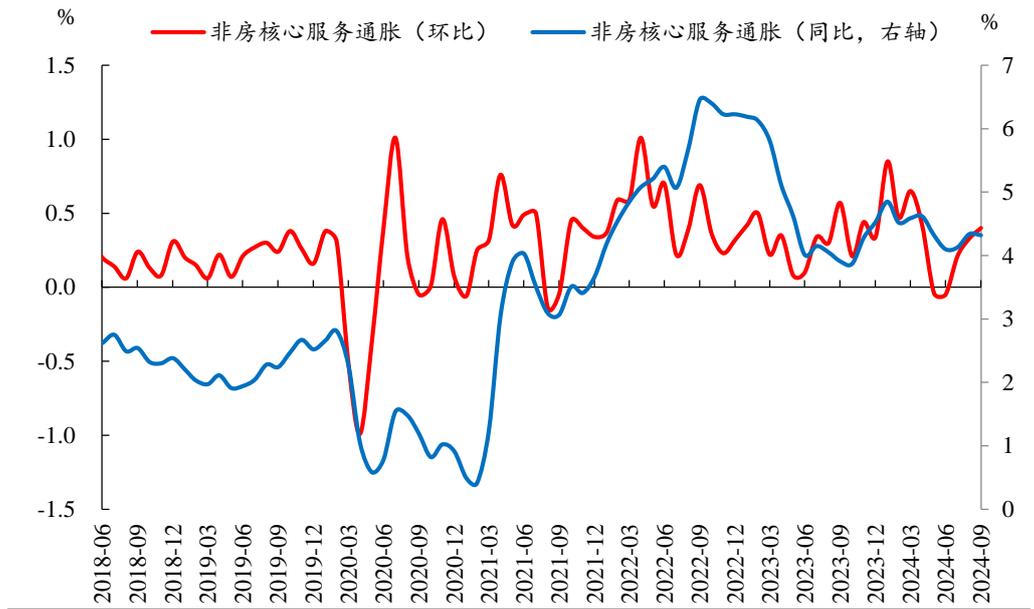


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀重新下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：9月美国非房核心服务通胀同比增速略有下行、环比增速连续上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储 11 月降息或不受影响，但长期通胀风险不容忽视

如何理解 9 月通胀数据对美联储 11 月降息节奏及各类资产的影响？

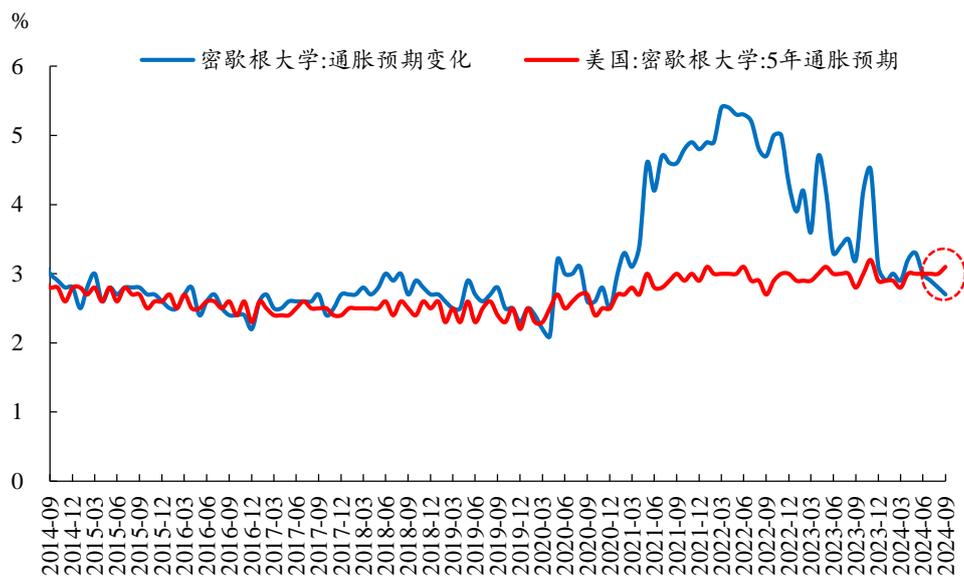
在 9 月 FOMC 会议超预期降息 50bp 后，市场一度预期 11 月份降息 50bp 的可能性也不低。但 9 月非农数据的大幅回升、9 月 ISM 非制造业 PMI 的超预期回暖，或显示当前美国经济衰退的风险并不高。此外，从 9 月 FOMC 的会议纪要来看¹，50bp 的前置性降息在美联储内部的分歧比较大，部分 (Some) 与会者认为应该降息 25bp，且少数 (a few) 与会者原本也认为应该降息 25bp。结合近期美联储官员的表态来看，大部分都倾向于后续进行 25bp 的降息。 (《“量在价先”的消费地产回暖—国庆全球宏观见闻》)

而从 9 月 CPI 的数据来看，我们在前期报告中担心的通胀反弹风险开始显现，即虽然通胀还在下行，但美联储的大幅降息可能会提振经济中的利率敏感部门，叠加中东冲突升级带动的油价上行，通胀或将在一段时间里高于美联储的目标，其过程也将更加曲折，从而透支了未来的降息空间。 (《50bp 降息开局，但后续降息节奏不确定性提升——9 月 FOMC 会议点评》) 而近期达拉斯联储主席洛根²也表示，尽管通货膨胀的上行风险有所减弱，但并未消失。通货膨胀可能会持续高于 2% 目标，这是一个重大风险 (a meaningful risk)。

当然，对于 11 月份的 FOMC 会议而言，由于 9 月份的通胀尚在下行，且核心通胀中的房租项也在下行，美联储大概率还将继续降息 25bp，因此对市场的影响可能相对有限。但需要注意的是，核心通胀反弹的风险并不低，9 月份密歇根大学 5 年期通胀预期亦有所上升，美联储大概率将会在后续的会议中重新评估通胀无法顺畅回到 2% 目标的可能，这或将影响 12 月份及后续的降息幅度，因此将会对长期美债收益率形成较为明显的支撑。而近期数据显示美国经济较有韧性，因此美股或不会面临较大调整风险。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3729925>
² <https://www.dallasfed.org/news/speeches/logan/2024/lk1241009>

图13：5年期密歇根大学居民通胀预期有所上升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn