

宏观点评 20241011

大选前的最后一份通胀“悬念”

2024年10月11日

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001
021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书: S0600123040063
gexy@dwzq.com.cn

相关研究

《9月非农: 首次降息后的就业“成绩单”》

2024-10-06

《9月PMI: 预期修复下, 经济增长动能切换》

2024-10-01

■ 通胀和就业高频数据同日公布并不常见, 两者在本月传递出来的信号不尽相同的情况下, 这次市场选择相信哪一个? 一方面, 从通胀的角度出发, 无论是整体还是核心都略超预期, 核心通胀维持在3%的上方; 另一方面, 初请失业金人数超预期上涨至25.8万人, 预期23万人, 意味着失业人数变多, 就业转弱。虽然这可能受到飓风的影响, 但这种跃升达到一年多来的最高水平, 因此很难被忽视。

■ 两项数据结合起来看, 下意识的结论是负面的(糟糕的工作+高价=滞胀), 不过考虑到最近的非农就业报告强劲, 市场的波动无意识的凸显了天平其实更倾向于单一的申请失业救济人数。从债市上看, 申请失业救济人数的上涨抵消了超预期的通胀, 10年期美国国债收益率下跌1个bp至4.06%, 2年期美国国债收益率下跌约6bp至3.96%, 美元现货指数下跌约0.2%。

■ 从通胀数据本身来看, 可能已经达到了“实质性”改变。通胀改善的进展还在持续(只是小幅超预期), 因此不太可能实质性地改变美联储的政策前景。在今年剩余的2次会议上, 将维持每次25bp的降息节奏。

■ 只是民主党的担子有点重。临近大选还有不到一个月的时间, 截至10月9日, 根据RCP显示哈里斯民调支持率领先特朗普2%。对于特朗普而言, 今天是难得的政治收获的机会: 一是, 单从9月数据来看, 考虑到就业火+通胀反弹这一经典滞胀组合, 可能再次成为特朗普反击的政治议题。二是, 物价仍是当前美国居民最关心的问题, 考虑到本月食品通胀的上涨, 这可能会再次成为特朗普反击的对象。

■ 那么具体来看, 美国9月通胀表现如何:

■ 从整体来看, 美国9月通胀略超预期: 整体和核心CPI均比当月预测高出0.1个百分点。整体通胀环比上涨0.2%, 尽管汽油和能源成本更广泛地下降, 但总体数据仍然火热, 食品价格帮助推动了整体数据。核心通胀环比上涨0.3%, 更关键的是, 核心通胀是一年半来首次加速, 同比从8月的3.2%升至9月的3.3%。核心通胀方面, 主要还是服务所推动的。9月, 住房+食品贡献了超过75%的通胀涨幅。

■ 核心服务方面, 住房成本仍是主要贡献项, 但放缓趋势在往积极的道路上发展。9月美国住房通胀最主要贡献核心通胀的分项。但是同比、环比均有所回落: 9月美国住房通胀环比上涨0.2%, 同比上涨4.8%。住房是通胀项目中, 粘性最足的一类, 本月的回落给通胀继续放缓提供了积极的信号。其他核心服务方面, 医疗保健、运输服务大幅上涨, 环比分别回升至0.7%、1.4%, 而休闲服务、教育和通讯服务分别环比下降0.5pct至-0.5%、0.1pct至0.1%

■ 商品通胀“下降旋律”还在继续, 但降幅有所收窄。9月核心商品延续负增长, 推动整体通胀继续放缓, 但同比降幅收窄至-1.2%。环比来看, 较上期回升0.4pct至0.2%。其中, 9月二手车、新车环比分别回升1.3pct、0.2pct至0.3%、0.2%。服装成为核心商品中涨幅最大的分项, 9月环比上涨至1.1%, 与新车及二手车共同贡献核心商品放缓增速的收窄。

而其他核心商品通胀方面, 降速还在继续: 医疗护理商品(环比-0.7%)、休闲娱乐商品(环比-0.3%)、教育通讯商品(环比-0.7%)降速均较前值加快。自供应链压力缓解以来, 商品“去通胀”便一直是降温主旋律, 往后看, 核心商品回落趋势暂时没有发生改变。

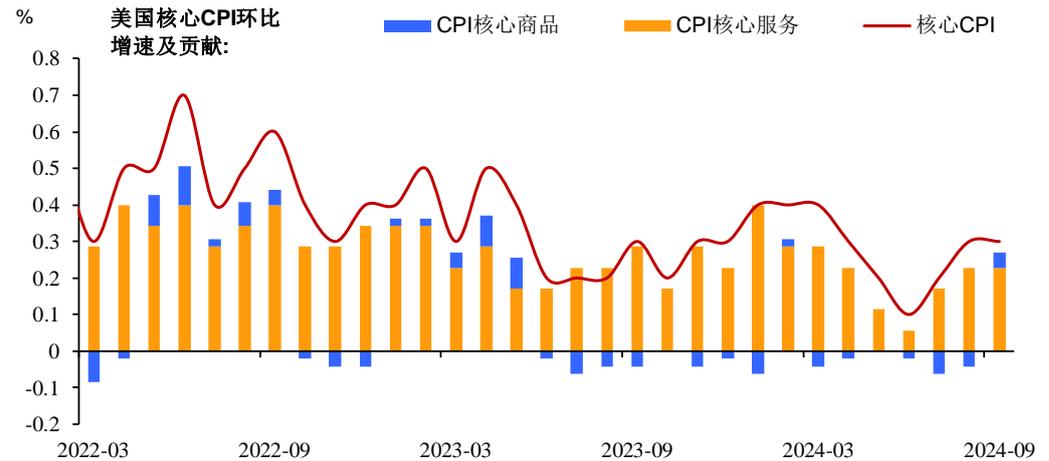
■ 风险提示: 全球通胀超预期上行, 美国经济提前进入显著衰退, 巴以冲突局势失控, 美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 美国9月通胀情况一览

	权重 (%)	2024年9月美国CPI数据一览									
		同比, 季调 (%)					环比, 季调 (%)				
		2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
CPI	100.0%	2.4	2.5	2.9	3.0	3.3	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.0
食品	13.5%	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.1
家庭食品	8.1%	1.3	0.9	1.1	1.1	1.0	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0
非家用食品	5.4%	3.9	4.0	4.1	4.1	4.0	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4
能源	6.7%	-6.8	-4.0	1.1	1.0	3.7	-1.9	-0.8	0.0	-2.0	-2.0
能源类商品	3.6%	-15.3	-10.2	-2.1	-2.3	2.1	-4.0	-0.6	0.1	-3.7	-3.5
汽油 (所有种类)	3.3%	-15.3	-10.3	-2.2	-2.5	2.2	-4.1	-0.6	0.0	-3.8	-3.6
燃油	0.1%	-22.4	-12.1	-0.3	0.8	3.6	-6.0	-1.9	0.9	-2.4	-0.4
能源服务	3.2%	3.4	3.0	4.1	4.3	4.7	0.7	-0.9	-0.1	-0.1	-0.2
电力	2.5%	3.7	3.9	4.9	4.4	5.9	0.7	-0.7	0.1	-0.7	0.0
公共事业 (管道) 燃气服务	0.7%	2.0	-0.1	1.5	3.7	0.2	0.7	-1.9	-0.7	2.4	-0.8
核心CPI	79.8%	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
商品, 不含食品和能源类商品	18.8%	-1.2	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0
新车	3.6%	-1.3	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.5
二手汽车和卡车	1.9%	-7.5	-9.4	-10.3	-9.5	-8.6	0.3	-1.0	-2.3	-1.5	0.6
服装	2.6%	1.8	0.3	0.2	0.8	0.8	1.1	0.3	-0.4	0.1	-0.3
医疗护理商品	1.5%	1.6	2.0	2.8	3.1	3.1	-0.7	-0.2	0.2	0.2	1.3
服务, 不含能源服务	61.0%	4.8	4.9	4.9	5.0	5.2	0.4	0.4	0.3	0.1	0.2
住房	36.2%	4.8	5.2	5.0	5.1	5.4	0.2	0.5	0.4	0.2	0.4
运输服务	6.4%	8.7	8.0	8.8	9.2	10.3	1.4	0.9	0.4	-0.5	-0.5
医疗护理服务	6.5%	3.6	3.2	3.3	3.3	3.1	0.7	-0.1	-0.3	0.2	0.3

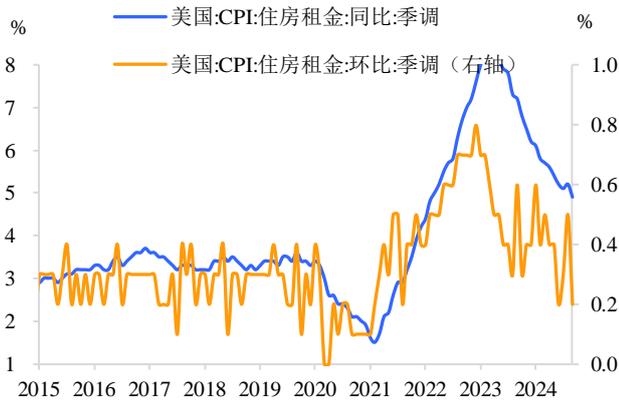
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国核心商品环比增速上涨, 核心服务仍是核心通胀主要贡献项



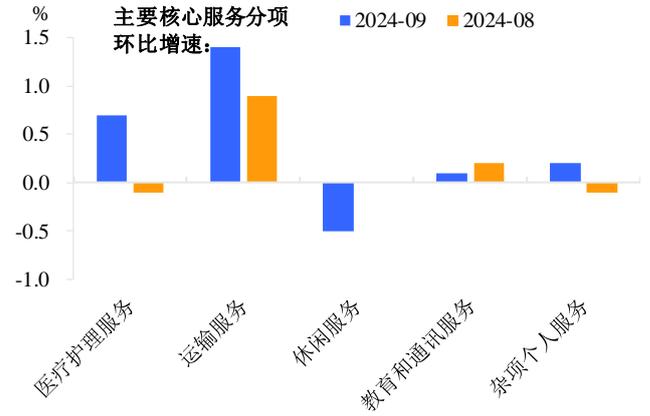
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 住房通胀增速减弱



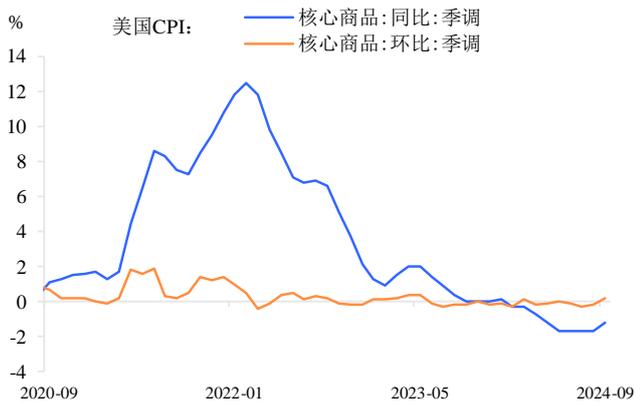
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 其他服务中, 医疗及运输服务成为上涨的主因



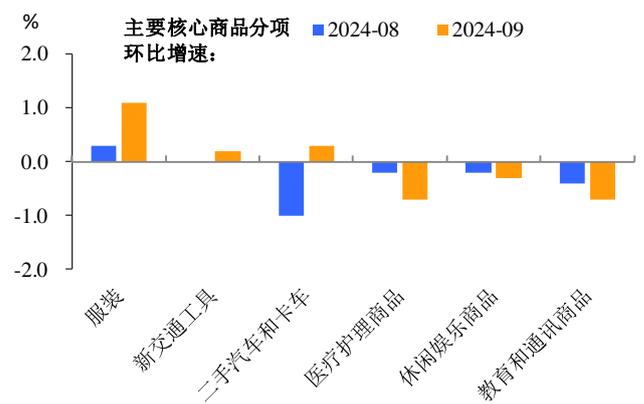
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 9月二手车通胀同比降速收窄、环比增速转为正增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 9月二手车、新车、服装通胀环比有所回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>