

通胀保持良性回升，无碍降息节奏

——美国 9 月 CPI 数据点评

2024 年 10 月 11 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国 9 月 CPI 环比 0.2%，预期 0.1%，前值 0.2%；同比 2.4%，预期 2.3%，前值 2.5%。

核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.3%；同比 3.3%，预期 3.2%，前值 3.2%。

主要观点：

- 1、通胀季节性良性回升，不影响年内两次 25bp 降息。受原油价格影响，年内通胀压力不大。
- 2、若再通胀风险下降，本轮降息或可至 3.5~4%，是否到达，取决于明年是否有再通胀风险和降息速度。
- 3、由于 GDP 数据上调，美国十年期国债利率上移至 3.45~3.70%。通胀趋势性回落，美债可能修复利率倒挂。
- 4、美股维持短期没有明显风险点，短线可等待 11 月大选落地。

数据方面，油价主导通胀下行，住宅环比略有降速，非住宅核心通胀略有回升。受原油价格下行影响，能源分项环比-1.9%，前值-0.8%。住宅（0.2%）与食品（0.4%）贡献了本月通胀 75% 以上的环比增幅；住宅、车险（1.2%）、医疗（0.4%）、服装（1.1%）和机票（3.2%）贡献了核心通胀环比；休闲娱乐（-0.1%）和通信（-0.6%）环比下跌。教育、家装、个人护理、二手车、新车均有所上涨。核心商品价格环比 0.2%，结束回落趋势（自去年 6 月以来，其环比基本在 0 轴以下波动）。住宅环比整体从 0.4% 跌落至 0.3% 平台。

季节性通胀回升较为良性。受大选及圣诞节影响，原油价格在年内剩余时间大概率保持低位，年内通胀整体水位平稳，即通胀整体趋势不会对年内降息节奏产生负面影响。在上月通胀点评中提到，核心通胀环比回升反而表明经济状态尚可。5~7 月核心通胀环比回落有一定季节性因素，一般 8 月以后通胀均会有所回升，是经济健康的一种表现。美国 GDP 和通胀的季节性波动特征也是年初我们认为降息的最佳时间窗口在 3 季度而不是 4 季度的主要原因。

年内降息节奏不会被打乱，两次 25bp，之前市场过于乐观。本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。9 月 CPI 同比 2.4%，已有 16 个月落入 3~3.8% 这一历史正常区间的高位部分及以下（图 1），满足通胀高位回落的稳定性要求，年内降息节奏不会被打乱。目前，一年期国债利率与 FFR 利差较上月收窄 25bp。市场之前预期 11 月降息 50bp 属于过于乐观，并不是美联储想要传递的降息节奏。

若通胀稳定在 3% 附近，则政策利率降息或可最终到达 3.5~4%，但降息速度不能过快。我们在 2020 年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，经济的易通缩体质改变，政策利率可能离中性利率并不太远。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性区域。由于美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现良好。地产恢复利率弹性，基建法案刺激建筑业处于历史高位区间，总需求较为稳固。财政受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，政府支出会受到限制。目前原油价格稳定下行（图 13），中期内通胀不会有实质性压力。只要降息不过快、财政不再宽松，通胀总体压力不大。另一方面，再通胀风险仍存。在高基数效应下，住宅同比仍有 4.8%，仍高于 90 年代以来的区间上限（图 9）。若降息过快，住宅市场价格很有可能继续反弹。而哈里斯的住房补贴政策也有助于房价的进一步上行，再通胀风险不能完全排除。

美国十年期国债利率下限上移至 3.45~3.70%，上限维持 4.6~4.85%（图 11）。由于过去两年 GDP 增速上修，我们模型的美十债利率下限随之上移 15bp 至 3.45~3.70%。在 1990 年以来的非衰退背景下的降息周期中（1995、1998、2019 年），美十债在首次降息当天利率不下跌的情况非常罕见（图 15）。参照 1970 年代的利率期限特征，在通胀趋势性回落，高通胀背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降，不排除现在美国国债利率期限结构也重复这一过程（图 16）。

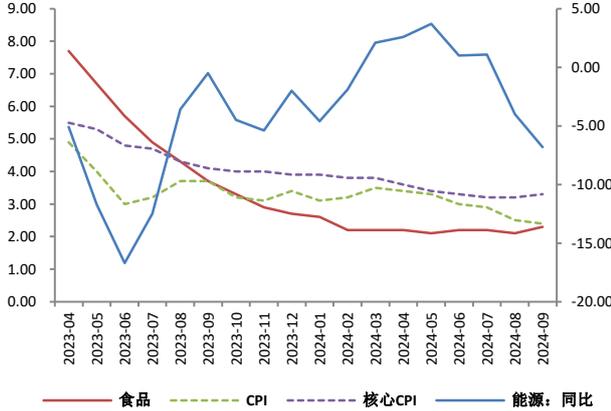
股市方面，美国短期经济衰退风险不大，股市短期风险不大，当前属于传统震荡季。美股长期趋势类似 1997-2000 年科技泡沫时期，标普 500 超出上限约 29%（图 13）。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储进入降息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是因为目前尚没有货币政策导致的流动性问题。

仍建议维持美股仓位，密切关注资金流动性。二季度美国商品消费略有转暖，服务类消费增速不减。三四季度为传统消费旺季，年内经济衰退风险不大。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕（图 14）。年中传统震荡季美股表现较为强势，可以继续维持美股仓位。

短线仓位建议 11 月初大选落地。特朗普对拜登的优势很重要的一个隐含优势是两人年龄相当的前提下，特朗普思维敏捷。而民主党新任总统候选人在年龄上占据明显优势，在有色人种中也具有一定优势。根据以往特朗普参选的大选年份的经验，11 月份大选结果落地前，股市较难给出方向性。

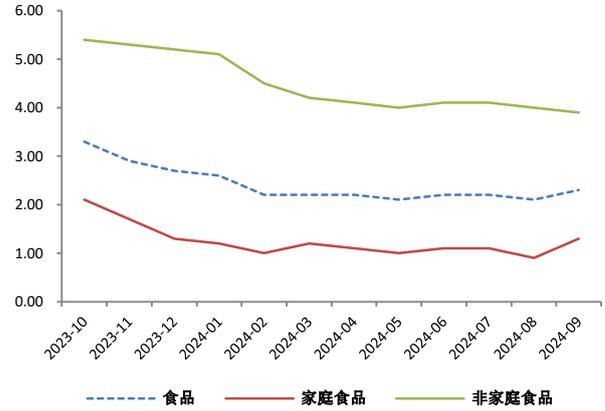
风险提示：海外经济衰退。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）



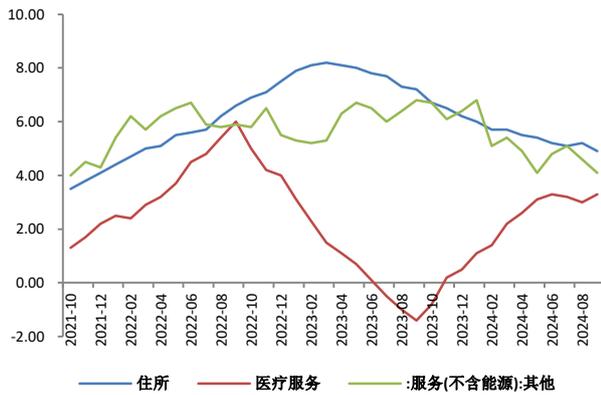
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图2：食品同比（%）



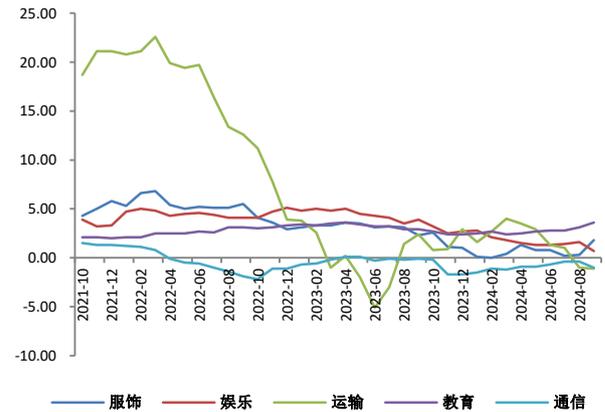
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图3：服务通胀同比分项 1（%）



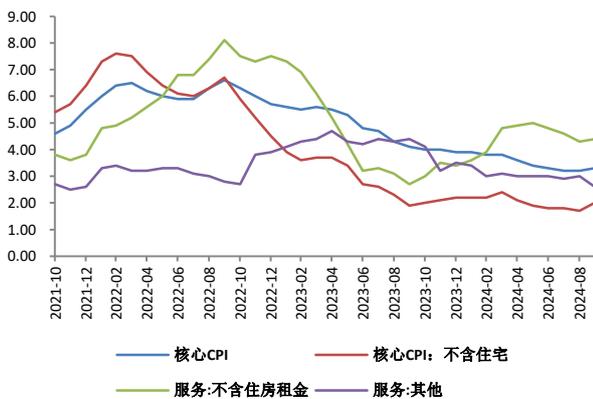
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图4：服务通胀同比分项 2（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图5：不含住宅服务同比翘尾（%）



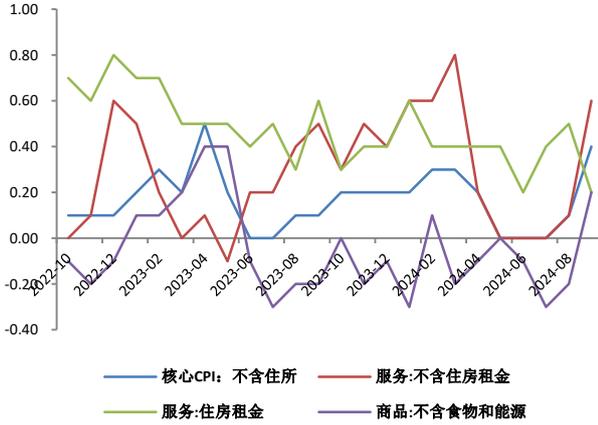
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图6：核心CPI环比（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：非住宅核心通胀环比回升（%）



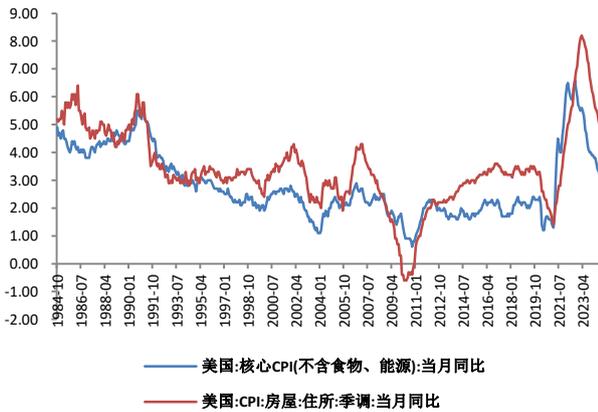
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房价反弹（%）



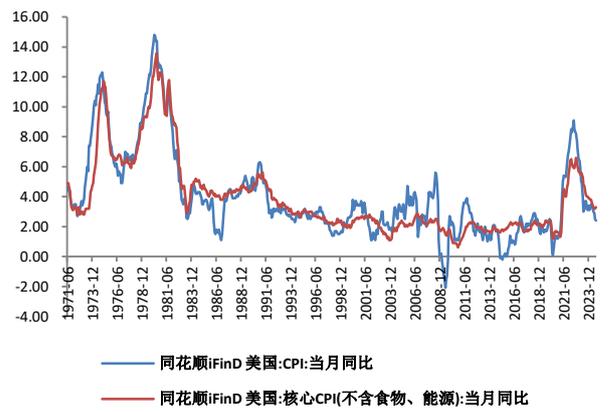
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：住宅同比继续下降（%）



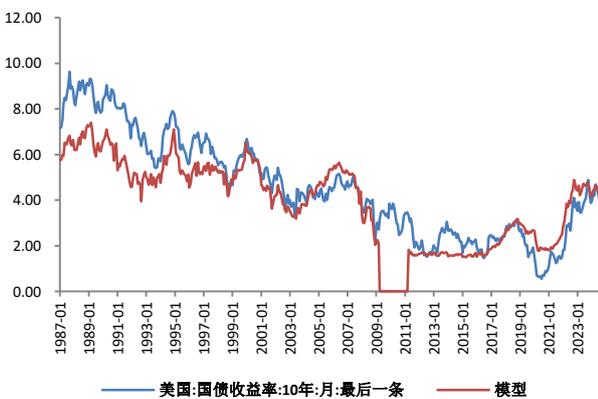
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：CPI 跌落至正常区间中部（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：美十债利率模型（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：原油价格（美元/桶）



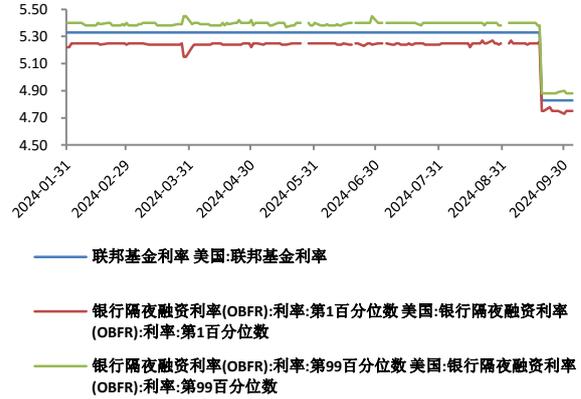
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：标普500与上限



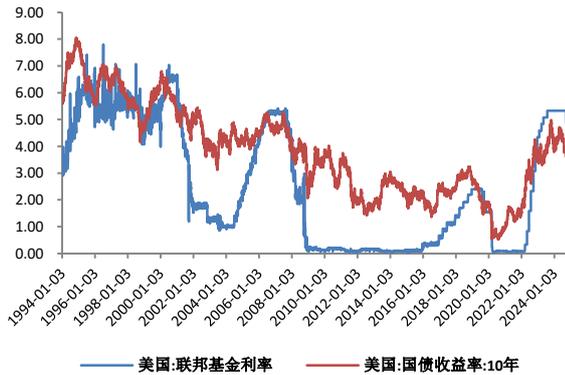
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图14：短期货币市场没有出现流动性问题（%）



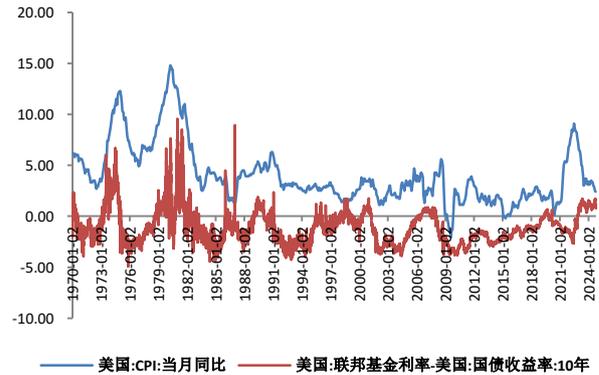
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图15：FFR与美十债利率（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图16：通胀与期限利差（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	政策转向，A股中期底部形成—货币流动性跟踪 9.23-9.27	2024-09-30
宏观普通报告	经济政策有望持续发力—9月26日中共中央政治局会议点评	2024-09-26
宏观普通报告	人民银行降准降息，创设两大工具为股市提供增量资金，市场反应积极—9月24日	2024-09-24

报告类型	标题	日期
	人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	
宏观普通报告	美联储首次降息幅度略超预期—货币流动性跟踪 9.16-9.20	2024-09-23
宏观普通报告	首次降息幅度略超预期，市场反应较为混乱—9月美国 FOMC 点评	2024-09-19
宏观普通报告	欧美股市回升，静待美联储降息—货币流动性跟踪 9.9-9.13	2024-09-18
宏观普通报告	核心通胀季节性回落结束，9月降息 25bp—美国 8月 CPI 数据点评	2024-09-13
宏观普通报告	全球股市下跌，利率下行—货币流动性跟踪 9.2-9.6	2024-09-10
宏观普通报告	美国就业市场进入中后期—8月美国非农数据点评	2024-09-09
宏观普通报告	欧美股市与国债利率均有所回升—货币流动性跟踪 8.26-8.30	2024-09-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526