

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

美国二次通胀的上行高度或有限

2024年10月11日

- 上周的非农数据显示新增就业远超预期,同时,薪资增速也高于预期的背景下,9月份的CPI是一份关键的数据。
- **9月通胀超预期,或无碍11月25bp的降息。**在9月非农数据意外走强后,通胀风险再次回归市场视野。9月能源价格持续下挫推动9月整体通胀继续回落,但由于核心通胀的影响,通胀的整体水平仍高于市场预期。在通胀数据发布前,受就业数据的扰动,11月降息50bp的预期已经抹平。9月通胀数据超预期后,并未对11月降息25bp的预期形成打击,其降息25bp的概率甚至略有上升。
- **美国二次通胀的上行高度或有限。**继9月核心通胀小幅上升后,美国市场仍对后续通胀存在担忧,担忧的来源主要系两点:第一点是来自地产方面租金的滞后效应对服务通胀的影响;第二点是来自商品通胀的二次风险。我们认为,鉴于核心商品仍弱,商品价格上涨的影响或相对较小,影响更大的是房价对房屋租金的影响,但这次房屋租金滞后效应的反弹高度或不高。不仅如此,反应完近一轮房价的反弹后,或也会再次随着房价的回落而回落。因此,即使年底开始美国通胀或有反弹的迹象,上行高度或也有限。
- **“稳”或是较为稳妥的方式。**在9月FOMC后,市场预期11月美联储再降50bp,当时我们已经指出9月会议的降息幅度导致市场对后续的降息预期存在“抢跑”,现在的降息预期回落,回归正常节奏也是我们预期之中。美联储官员表示,并不担心通胀再次加速,更担心的是对劳动力市场的伤害。之所以如此,一是现在的货币政策操作更多是受到就业市场的影响,二是美国通胀上行的高度或有限。在二次通胀风险下,我们认为美联储需谨慎把握降息节奏,“稳”或是较为稳妥的方式。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期,就业市场超预期走弱等。

目录

一、9月通胀超预期，或无碍25bp的降息.....	3
二、美国二次通胀的上行高度或有限.....	5
三、“稳”或是较为稳妥的方式.....	8
风险因素.....	9

表目录

表 1: 核心商品反弹主要系运输商品通胀的反弹.....	7
------------------------------	---

图目录

图 1: 9月未季调核心通胀高于前值.....	3
图 2: 整体通胀延续放缓趋势主要系受到能源价格9月持续下挫的推动.....	4
图 3: 目前, 美国11、12月预期分别降息25bp.....	4
图 4: 核心通胀离疫情前趋势还存在大约两个百分点左右的距离.....	5
图 5: 通胀回落进程中, 非核心项、核心商品项都有重要作用.....	6
图 6: 核心商品价格降幅收窄引发核心通胀反弹.....	6
图 7: 美国核心服务通胀距离疫情前水平仍旧有距离.....	7

一、9月通胀超预期，或无碍25bp的降息

在9月非农数据意外走强后，通胀风险再次回归市场视野。在上周的非农数据显示新增就业远超预期，同时，薪资增速也高于预期的背景下，9月份的CPI是一份关键的数据。

在9月降息50bp后，最近非农数据强于预期，通胀数据继续回落，这令市场不解，甚至对这份通胀回落的数据可信度产生质疑。实际上，通胀的表现说明通胀韧性仍在。

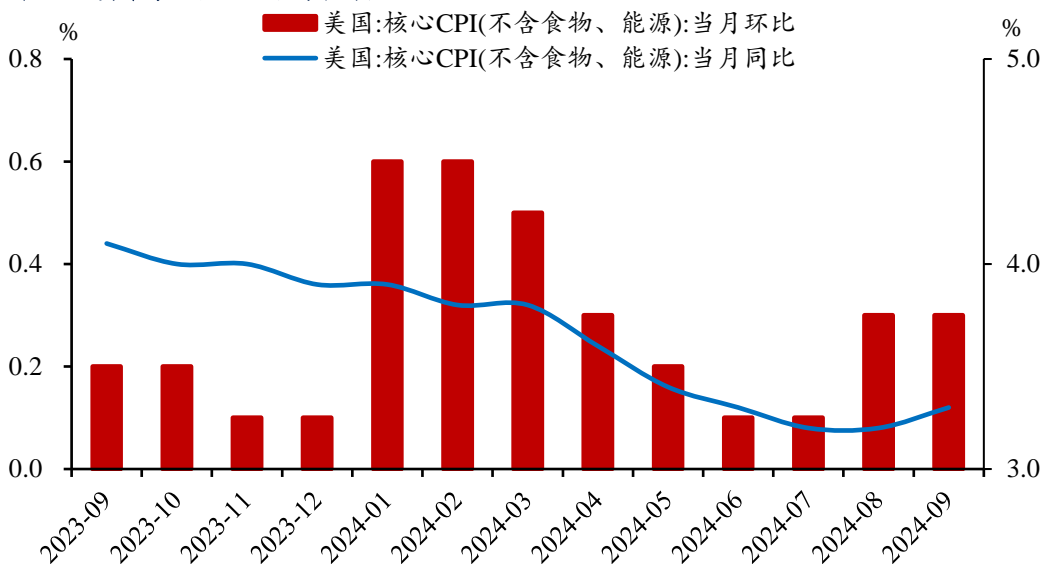
一是尽管9月通胀继续回落，但回落速度比市场预期的要慢。对于美国9月的通胀数据，市场预期9月通胀同比会下降至2.3%，预期核心通胀为3.2%。实际上9月总体CPI同比涨幅为2.4%，核心CPI同比涨幅实际为3.3%。尽管通胀在回落，但回落速度其实不及预期，核心通胀表现也高于预期。

二是与整体通胀不同，核心CPI同比出现反弹。由于昨晚通胀同比公布的是未季调数据，与同口径下的前值相比，核心CPI同比涨幅不仅高于预期，实际上也高于前值(3.2%)。我们认为，最后公布的季调数据，核心CPI同比可能也会高于前值，这说明通胀的回落速度慢于预期或更多源自核心通胀的反弹。

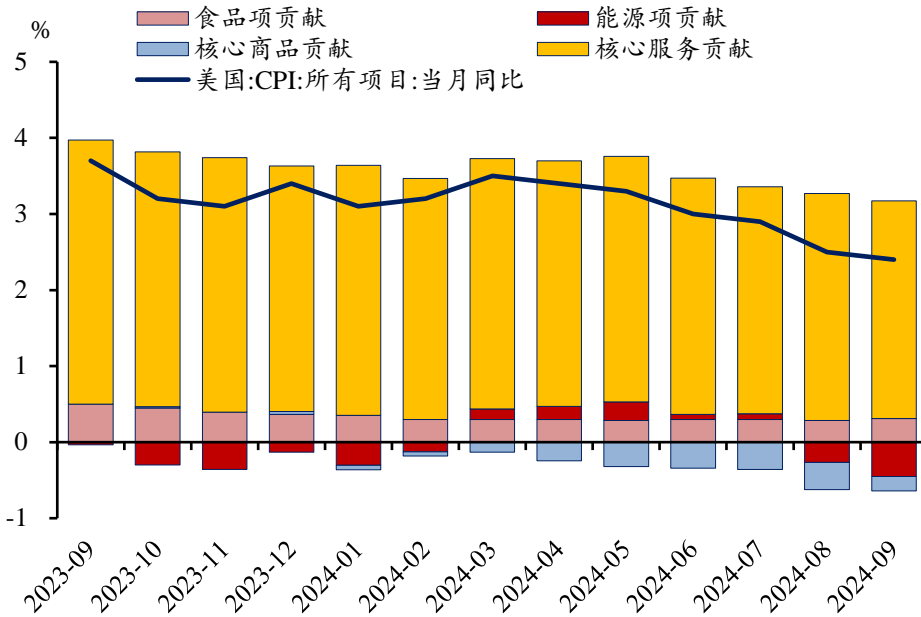
三是整体通胀延续放缓主要系受到能源价格9月持续下挫的推动。9月能源CPI同比为-6.8%，较8月下行2.8个百分点，食品通胀从2.1%反弹至2.3%，核心通胀亦未下降，能源价格就是9月通胀最大的下降项。

所以，近期非农强叠加通胀回落，看似就业和通胀都在向着联储期望的方向进行，但究其本质，通胀韧性仍存是事实。

图 1：9月未季调核心通胀高于前值



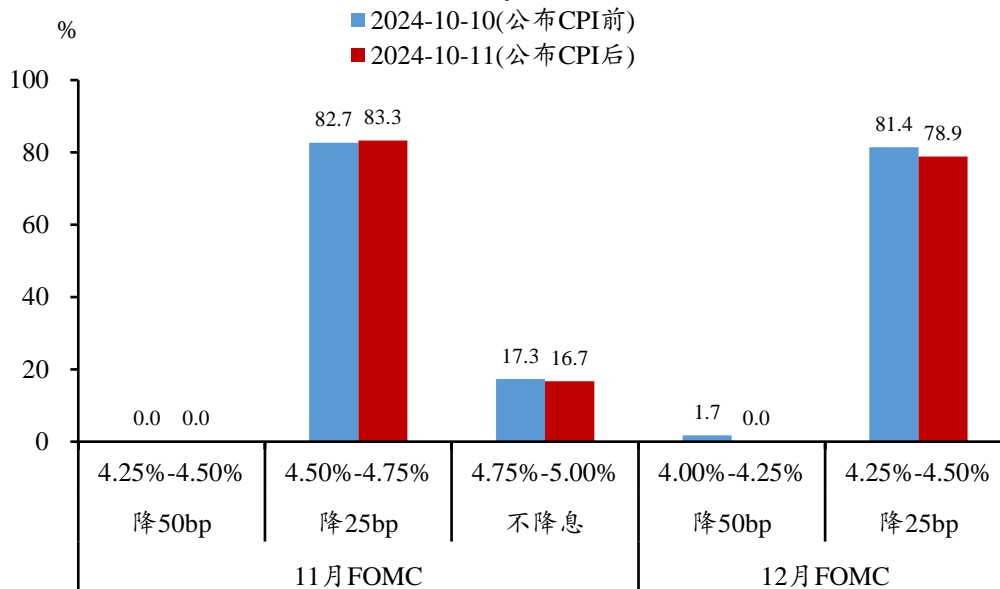
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 同比为右轴

图 2：整体通胀延续放缓趋势主要系受到能源价格 9 月持续下挫的推动


资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

价格回落速度慢于预期，再加上劳动力数据走强，美联储在今年年内的降息预期在一定程度上受到打击，但并未改变 11 月降息 25bp 的预期。

实际上，在国庆假期期间，美国非农数据公布之后，海外对 11 月降息 50bp 的概率已经抹掉，转向预期 11 月降息 25bp。而 9 月通胀数据超预期后，对较远的 12 月 FOMC 降息预期有扰动，但是并未减少对 11 月降息的预期，甚至 11 月降息 25bp 的概率小幅增加。

图 3：目前，美国 11、12 月预期分别降息 25bp


资料来源: CME, 信达证券研发中心

二、美国二次通胀的上行高度或有限

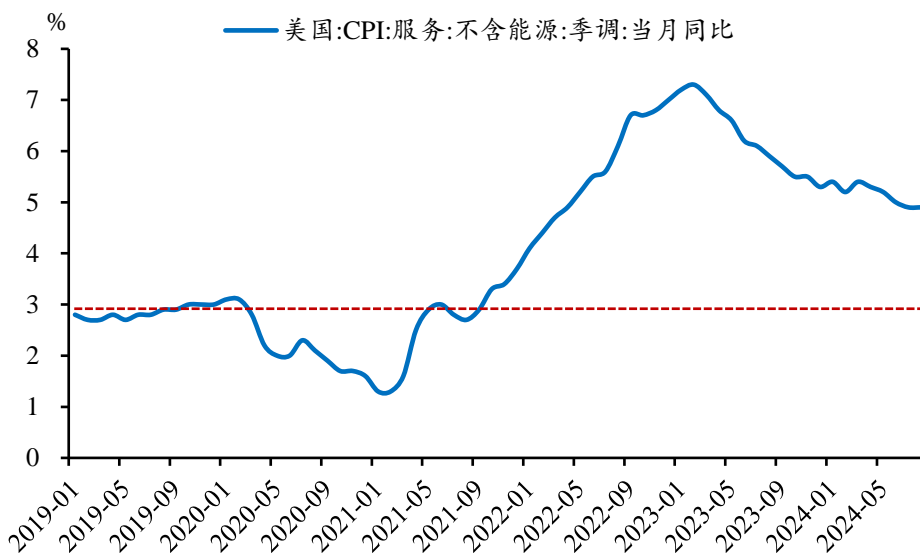
9月美国通胀回落速度不及市场预期，且核心通胀略有上升，美国市场内仍对后续通胀存在担忧。根据克利夫兰联储的模型显示10月CPI和核心CPI同比都会出现反弹。从季度的角度来看，Q4的表现也高于Q3，这些都透露出后续美国通胀存在上升的风险。

对后续美国通胀表现的担忧，我们认为风险主要系两点：

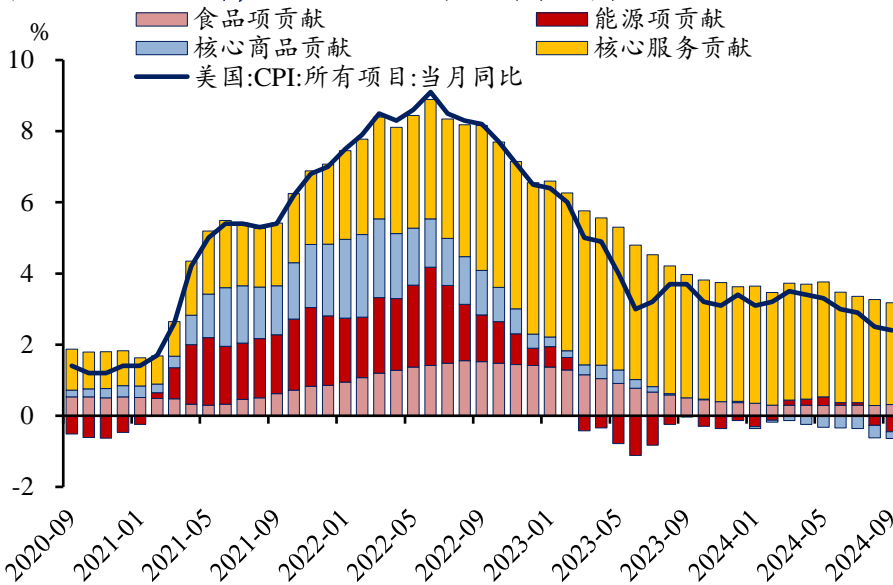
第一点是来自地产方面租金的滞后效应对服务通胀的影响。从单独的核心服务通胀来看，核心通胀离疫情前趋势还存在大约两个百分点左右的距离。其中，房租价格变动是重要的贡献项目，目前房价反弹对租金价格的滞后影响尚未体现到服务通胀上。

第二点是来自商品通胀的二次风险。在过去的通胀回落进程中，非核心项、核心商品项都起着不可忽视的影响作用。但在降息交易下，市场担心商品出现二次通胀。

图 4：核心通胀离疫情前趋势还存在大约两个百分点左右的距离

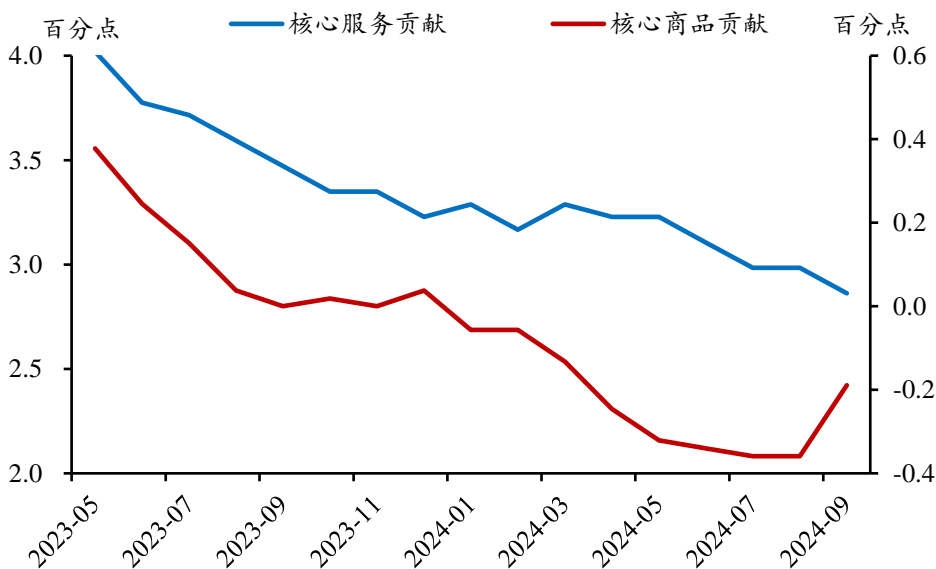


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：通胀回落进程中，非核心项、核心商品项都有重要作用


资料来源:Wind, ifind, 信达证券研发中心

鉴于核心商品价格仍弱，其价格上升的影响或相对较小。自今年以来，美国核心商品型价格和核心服务型价格就表现出分化的特征——核心商品通缩和核心服务通胀。但在 9 月分项上，核心服务价格增速继续回落，核心商品价格增速却反弹，打破了今年以来的价格变化趋势。9 月核心商品价格降幅收窄引发核心通胀反弹，这重新点燃了市场的担忧。但从核心商品的构成去看，9 月的核心商品价格上升主要系运输商品（尤其是二手车）价格的变动导致。运输商品暂时性的价格上涨在去年年底也曾出现过，当时其并未影响核心通胀的下降。我们认为，鉴于当前核心商品通胀仍在通缩区间，核心服务通胀也尚未反弹，商品价格上升的影响或相对较小。

图 6：核心商品价格降幅收窄引发核心通胀反弹


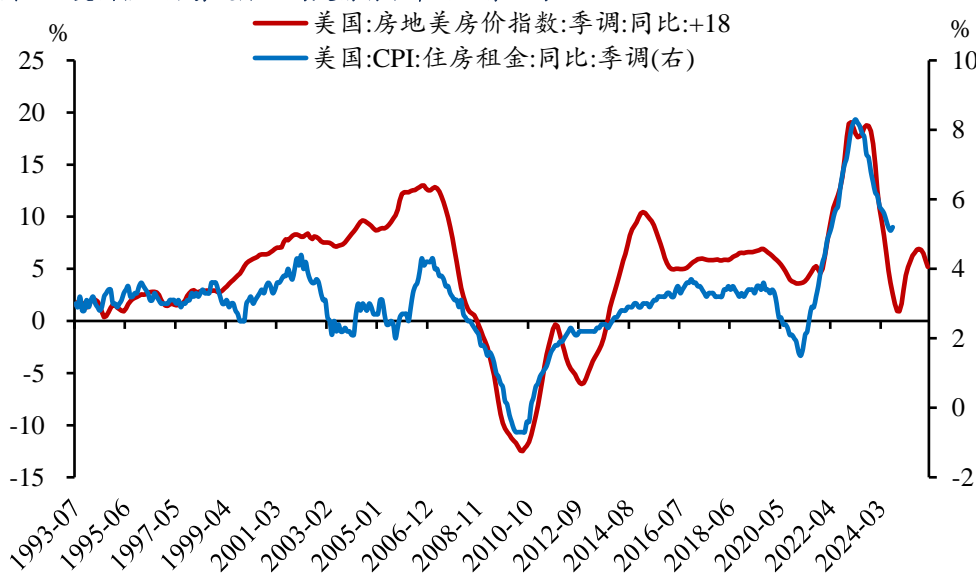
资料来源:Wind, 信达证券研发中心, 核心商品贡献是右轴

表 1：核心商品反弹主要系运输商品通胀的反弹

	9 月权重	9 月	8 月
核心商品	18.4	-1.0	-1.9
家具以及用品	3.4	-2.2	-2.6
衣服	2.6	1.8	0.3
运输商品(除汽车燃料外)	6.0	-2.3	-4.4
医疗保健商品	1.5	1.6	2.0
娱乐用品	2.0	-1.5	-0.9
教育和通讯商品	0.8	-6.9	-5.9
酒类	0.8	1.5	1.9
其他商品	1.4	3.0	3.2

资料来源: dol, 信达证券研发中心

影响更大的是房价对房屋租金的滞后影响，但这次房屋租金滞后效应的反弹高度或不高。由于房价通常领先租金价格约 18 个月，自 2023 年 6 月起美国房价同比开始出现反弹，按照这一时间点往后推算，我们预计美国房价对房屋租金的滞后效应可能会在今年年底左右开始体现。而美国房价增速反弹持续一段时间后又重新回到下降趋势，房价反弹高度也有限。我们认为，或于今年年底开始的这次房屋租金滞后效应可能会给通胀带来反弹，但整体高度或不高。反应完近一轮房价的反弹后，或也会再次随着房价的回落而回落。

图 7：美国核心服务通胀距离疫情前水平仍旧有距离


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、“稳”或是较为稳妥的方式

展望来看，美联储降息节奏或仍旧以稳为主。在9月FOMC后，市场预期再降50bp，当时我们已经指出9月会议的降息幅度导致市场对后续的降息预期存在“抢跑”，若经济未出现明显下滑，后续降息节奏更多是以稳为主（25bp）。现在的降息预期回落，回归正常节奏也是我们预期之中（见已外发报告《降息50BP的逻辑：贝弗里奇曲线回归常态》）。

不仅如此，美联储戴利表示，并不担心通胀再次加速，更担心的是对劳动力市场的伤害。我们认为，之所以如此，一是现在的货币政策操作更多是受到就业市场的影响，市场对降息节奏的预期也因为最近一次非农就业数据的好转而大幅下降，也正是因为这样，通胀超预期后降息25bp的预期依旧存在。二是正如我们前文所论述的，美国通胀上行的高度或有限。后续，就业数据对降息预期的扰动可能大于通胀的扰动。

在二次通胀风险下，我们认为美联储仍需谨慎把握降息节奏，“稳”或是较为稳妥的方式。过快减少政策限制可能会激化通胀，抬高二次通胀的高度；暂停降息或过慢减少政策限制可能会过度削弱经济活动、影响就业市场，进、退都不是一件容易的事情，“稳”或是较为稳妥的方式。

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，就业市场超预期走弱等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。