



研究所

分析师:黄子崑
SAC 登记编号:S1340523090002
Email:huangziyin@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《非农数据超预期支持美联储放慢降息步伐至 25bp》 - 2024. 10. 08

宏观观点

通胀回落渐近尾声——美国 9 月 CPI 数据解读

● 核心观点

美国公布了最新的 CPI 数据，9 月通胀水平小幅高于市场预期。其中，整体 CPI 同比增长 2.4%，高于预期的 2.3%，前值 2.5%，环比增速持平于 0.2%，高于预期的 0.1%。核心 CPI 同比增长 3.3%，略高于前值和预期的 3.2%，环比增速为 0.3%，预期 0.2%。

本次通胀数据超预期主要来自核心商品出现反弹，环比增速从上个月的-0.2%上升至 0.2%，其中二手车环比增速从-1.0%大幅回升至 0.3%。然而这一反弹并不令人感到意外，因为代表二手车经销商价格的前瞻指标曼海姆指数在几个月前已经显示了这一趋势。曼海姆指数的反弹势头在近期又有所放缓，此外，纽约联储供应链压力指数也表明，当前美国供应链较为稳定，因此，商品通胀难以获得持续大幅反弹的基础，然而这也反映出商品通胀此前持续的负增长可能已接近尾声，通胀回落的动力有所减弱。

核心服务延续回落趋势。其中占核心服务比重超过一半的住所分项大幅改善，环比增速从上个月的 0.4%回落到 0.2%，而且根据前瞻指标新租户租金指数来看，这一趋势有望持续到明年一季度。

此外，9 月油价下行也是通胀回落的重要推手。然而，近期中东地区地缘局势紧张，导致 10 月油价已收复 9 月跌幅。往后看，油价的上涨可能会对下个月的通胀构成上行压力，预计 10 月美国整体通胀将有所反弹。

在本次数据公布前，海外多家研究机构已经上调了对核心 CPI 的预期，且当前美联储的货币政策目标更侧重就业而非通胀，因此对市场影响较小。与 CPI 同一时间公布的申请失业金人数上升至 25.8 万人，高于前值的 22.5 万人，但主要原因是受飓风影响严重的佛罗里达州和北卡罗来纳州等地区失业人数大幅上升，因此也不宜将其解读为衰退风险加剧的信号。上周五公布的非农就业数据表现强劲，提振了市场对美国经济实现软着陆的预期。在此背景下，本次 CPI 数据对市场情绪的影响有限。数据公布后，美国股市反应平淡，美债收益率冲高回落。

总体而言，近期的经济数据削弱了此前高涨的降息预期，降息交易可能要暂告一段落。9 月，鲍威尔意外降息 50bp 更多地是对 7-8 月就业数据走软的回应，以及对再次犯下类似于 2022 年加息时“落后于曲线”错误的担忧，因此选择了前置降息。预计 11 和 12 月的议息会议将每次仅降息 25bp。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化；中东地缘局势紧张大幅加剧；金融风险事件。

目录

1 美国通胀小幅超预期.....	4
2 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 美国 9 月 CPI 各分项情况.....	4
图表 2: 9 月美国核心商品反弹 (%)	5
图表 3: 曼海姆指数此前已反映二手车价格反弹 (%)	5
图表 4: 全球供应链压力指数仍处于低位.....	5
图表 5: 新租户租金指数显示租金 CPI 将继续回落 (%)	6
图表 6: 10 月油价大幅上升 (美元/桶)	6
图表 7: 市场预期 11 月和 12 月分别降息 25bp.....	6

1 美国通胀小幅超预期

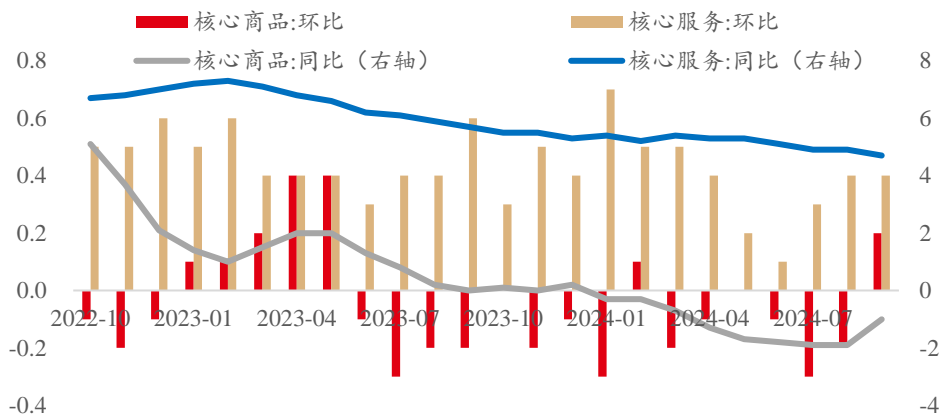
美国公布了最新的 CPI 数据，9 月通胀水平小幅高于市场预期。其中，整体 CPI 同比增长 2.4%，高于预期的 2.3%，前值 2.5%，环比增速持平于 0.2%，高于预期的 0.1%。核心 CPI 同比增长 3.3%，略高于前值和预期的 3.2%，环比增速为 0.3%，预期 0.2%，前值 0.3%。

图表1：美国9月CPI各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-09
CPI	100	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	2.4
食品	13.4	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.4	2.3
家庭食品	8.0	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4	1.3
非家用食品	5.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	3.9
能源	6.8	1.1	1.1	-2.0	-2.0	0.0	-0.8	-1.9	-6.8
能源类商品	3.7	1.5	2.7	-3.5	-3.7	0.1	-0.6	-4.0	-15.3
汽油	3.5	1.7	2.8	-3.6	-3.8	0.0	-0.6	-4.1	-15.3
燃油	0.1	-1.3	0.9	-0.4	-2.4	0.9	-1.9	-6.0	-22.4
能源服务	3.1	0.7	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.9	0.7	3.4
电力	2.5	0.9	-0.1	0.0	-0.7	0.1	-0.7	0.7	3.7
燃气服务	0.7	0.0	-2.9	-0.8	2.4	-0.7	-1.9	0.7	2.0
核心 CPI	79.8	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	3.3
核心商品	18.4	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.2	-1.0
新交通工具	3.6	-0.2	-0.4	-0.5	-0.2	-0.2	0.0	0.2	-1.3
二手汽车和卡车	1.9	-1.1	-1.4	0.6	-1.5	-2.3	-1.0	0.3	-5.1
服装	2.6	0.7	1.2	-0.3	0.1	-0.4	0.3	1.1	1.8
医疗护理商品	1.5	0.2	0.4	1.3	0.2	0.2	-0.2	-0.7	1.6
核心服务	61.3	0.5	0.4	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	4.7
住所	36.5	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5	0.2	4.9
运输服务	6.5	1.5	0.9	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.4	8.5
医疗护理服务	6.5	0.5	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.1	0.4	3.3

资料来源：iFind，中邮证券研究所

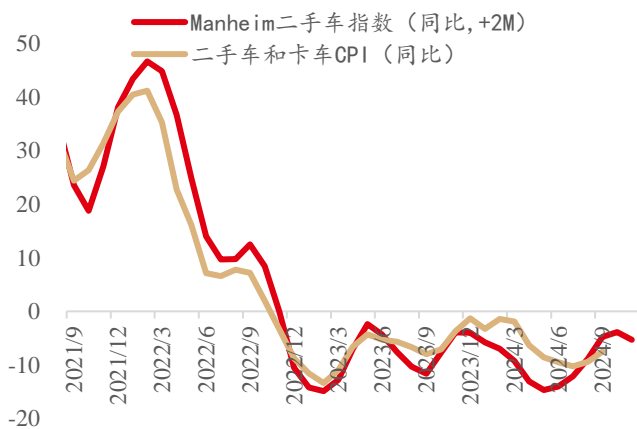
图表2：9月美国核心商品反弹（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

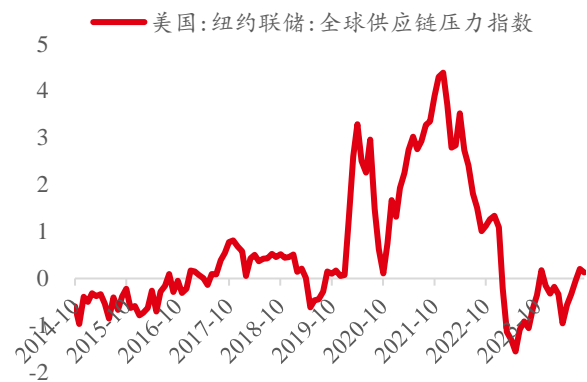
9月美国通胀小幅超预期，主要来自核心商品出现反弹，环比增速从上个月的-0.2%上升至0.2%，其中二手车环比增速从-1.0%大幅回升至0.3%。然而这一反弹并不令人感到意外，因为代表二手车经销商价格的前瞻指标曼海姆指数在几个月前已经显示了这一趋势。从图3可以看出，曼海姆指数的反弹势头在近期又有所放缓。此外，纽约联储供应链压力指数也表明，当前美国供应链较为稳定，因此，商品通胀难以获得持续大幅反弹的基础，然而这也反映出商品通胀此前持续的负增长可能已接近尾声，通胀回落的动力有所减弱。

图表3：曼海姆指数此前已反映二手车价格反弹（%）



资料来源：Macromicro，中邮证券研究所

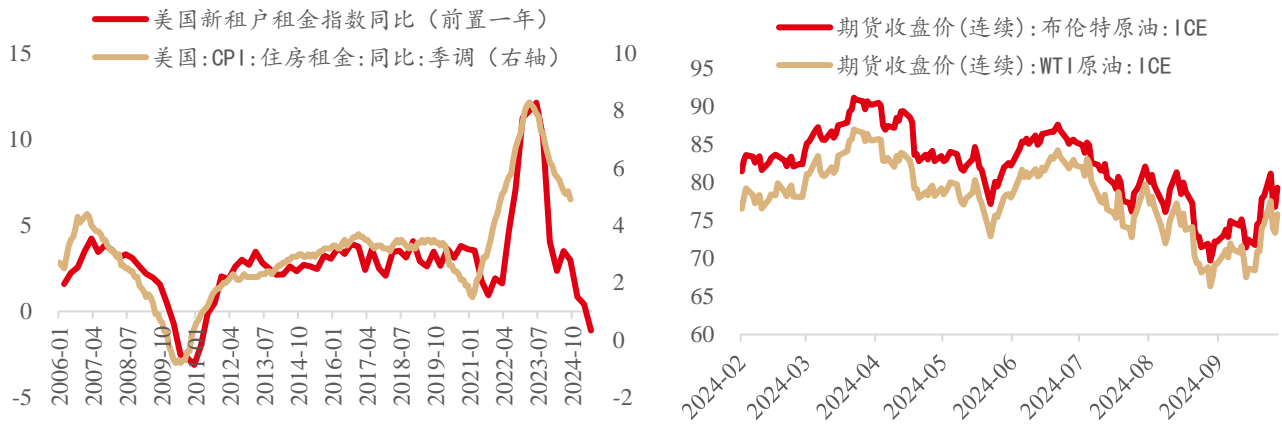
图表4：全球供应链压力指数仍处于低位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

而核心服务延续回落趋势。其中占核心服务比重超过一半的住所分项大幅改善，环比增速从上个月的 0.4% 回落到 0.2%，而且根据前瞻指标新租户租金指数来看，这一趋势有望持续到明年一季度。

图表5：新租户租金指数显示租金 CPI 将继续回落 (%) 图表6：10 月油价大幅上升 (美元/桶)



资料来源：iFinD，美国劳工统计局，中邮证券研究所 资料来源：iFinD，中邮证券研究所

此外，9 月油价下行也是通胀回落的重要推手。然而，近期中东地区地缘局势紧张，导致 10 月油价已收复 9 月跌幅。往后看，油价的上涨可能会对下个月的通胀构成上行压力，预计 10 月美国整体通胀将有所反弹。

图表7：市场预期 11 月和 12 月分别降息 25bp

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.4%	15.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.7%	17.0%	0.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	65.4%	30.7%	3.8%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.2%	33.5%	5.9%	0.4%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.0%	43.8%	16.6%	2.5%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	22.7%	41.2%	27.1%	7.9%	1.1%	0.1%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	8.0%	29.2%	36.2%	20.3%	5.5%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	2.7%	15.1%	31.5%	30.9%	15.4%	3.9%	0.5%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.6%	5.6%	19.0%	31.4%	27.2%	12.7%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源：FedWatch，中邮证券研究所

在本次数据公布前，海外多家研究机构已经上调了对核心 CPI 的预期，且当前美联储的货币政策目标更侧重就业而非通胀，因此对市场影响较小。与 CPI 同一时间公布的申请失业金人数上升至 25.8 万人，高于前值的 22.5 万人，但主要原因是受飓风影响严重的佛罗里达州和北卡罗来纳州等地区失业人数大幅上升，因此也不宜将其解读为衰退风险加剧的信号。上周五公布的非农就业数据表现强劲，提振了市场对美国经济实现软着陆的预期。在此背景下，本次 CPI 数据对市场情绪的影响有限。数据公布后，美国股市反应平淡，美债收益率冲高回落。

总体而言，近期的经济数据削弱了此前高涨的降息预期，降息交易可能要暂告一段落。9 月，鲍威尔意外降息 50bp 更多地是对 7-8 月就业数据走软的回应，以及对再次犯下类似于 2022 年加息时“落后于曲线”错误的担忧，因此选择了前置降息。预计 11 和 12 月的议息会议将每次仅降息 25bp。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化；中东地缘局势紧张大幅加剧；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048