

宏观经济 | 宏观点评

# 通胀不改美联储将继续降息的市场预期 ——美国9月CPI数据点评



## | 报告要点

美国 CPI 通胀继续回落，但是回落不及预期。美国 9 月 CPI 同比从上个月的 2.5% 降到 2.4%（预期 2.3%）；9 月核心 CPI 同比增长 3.3%（预期 3.2%）。结构上，9 月商品通缩收窄，环比增长转正，服务通胀环比持平，同比回落，其中最重要的变化可能是居所通胀环比回到 0.2%，同比也显著下降。CPI 数据公布后，市场预期到年底总共还有 50 个基点的降息，即 11 月和 12 月分别降息 25 个基点。我们认为目前的美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息，但是否在接下来的 2 次会议中都降息或仍有一些不确定性。

## | 分析师及联系人



王博群

SAC: S0590524010002



方诗超

SAC: S0590523030001

## 宏观点评

# 通胀不改美联储将继续降息的市场预期 ——美国9月CPI数据点评

### 相关报告

- 1、《国内宏观数据有积极信号——国庆假期高频追踪》2024.10.07
- 2、《失业率回落，美联储降息或不会太快——美国9月非农就业数据点评》2024.10.06

### 点评摘要

#### ➤ CPI 和核心 CPI 环比略超预期

美国CPI通胀同比继续回落，但是回落不及预期。美国9月CPI环比0.2%（预期0.1%），上月0.2%；由于基数方面的原因，CPI同比从上个月的2.5%降到2.4%（预期2.3%）。9月核心CPI环比上升0.3%（预期0.2%），上月0.3%；同比增长3.3%（预期3.2%），上月3.2%，核心CPI同比也略微回升。

#### ➤ 居所通胀开始显著下行

结构上，9月商品通缩收窄，环比增长转正，同比负增长收窄，其中二手车通胀环比增长转正，同比负增长收窄；服务通胀环比持平，同比回落，其中最重要的变化可能是居所通胀环比回到0.2%，同比也显著下降。

#### ➤ 就业市场走弱或有利于通胀继续回落

同时公布的美国10月5日当周首次申请失业救济人数增长3.3万人到25.8万人，高于预期的23万人，前值22.5万人。这是自2023年8月初以来的最高申请人数。就业市场仍在降温中，对通胀继续回落是好消息。

#### ➤ 美联储年内继续降息的市场预期不变

通胀虽然略高于预期，但是市场对美联储降息的预期变化不大。数据公布后，市场预期到年底总共还有50个基点的降息，即11月和12月分别降息25个基点。我们认为目前的美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息，是否在接下来的2次会议中都降息或仍有一些不确定性。

#### ➤ 三大股指下行，债券收益率分化

市场的反应上，国债利率分化，短端变化不大，长端利率略微上行，三大股指下行，美元指数走势呈现波动，黄金走高。我们理解股市下跌可能一方面反映通胀略超预期让市场不再预期可能会有50基点降息，另一方面反映同时公布的当周首次申请失业救济人数增长超预期让对就业市场的预期也边际下调。

**风险提示：**美国经济降温超预期，地缘政治风险超预期



扫码查看更多

## 正文目录

1. CPI 通胀高于预期，但居所通胀回落.....	4
1.1 CPI 和核心 CPI 环比都高于预期.....	4
1.2 居所通胀环比下降，同比显著回落.....	8
2. 美联储年内继续降息的市场预期不变.....	14
2.1 国债利率分化，三大股指下行.....	14
2.2 美联储年内或仍有 2 次降息.....	16
3. 风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: CPI 和核心 CPI (%).....	5
图表 2: CPI 分项贡献分解 (%).....	5
图表 3: 美国 9 月 CPI 和主要分项 (%).....	5
图表 4: CPI 敏感测算同比情景 (%).....	6
图表 5: 核心 CPI 敏感测算同比情景 (%).....	6
图表 6: 美联储 9 月经济预期概要 (SEP) 中位数.....	6
图表 7: 圣路易斯联储通胀压力指数 (%).....	7
图表 8: 美国的通胀预期 (%).....	7
图表 9: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%).....	8
图表 10: 原油价格 (美元/桶) 和同比 (右轴, %).....	9
图表 11: 核心 CPI 商品和服务的价格同比变化 (%).....	10
图表 12: 近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%).....	10
图表 13: 核心商品 CPI 的主要分项同比 (%).....	11
图表 14: Manheim 价格指数.....	12
图表 15: Manheim 和 CPI 二手车同比.....	12
图表 16: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%).....	13
图表 17: CPI 通胀剔除特定分项 (%).....	13
图表 18: 替代的核心通胀指标 (%).....	14
图表 19: 美国股市收盘的反应 (%).....	15
图表 20: 美国国债利率收盘变化 (基点).....	15
图表 21: 2024 年 10 月 10 日标普 500 不同行业表现日变化.....	16
图表 22: CPI 数据公布前美联储不同会议上的利率概率分布 (%).....	17
图表 23: CPI 数据公布后美联储不同会议上的利率概率分布 (%).....	17

## 1. CPI 通胀高于预期，但居所通胀回落

美国 CPI 通胀继续回落，但是回落不及预期。美国 9 月 CPI 环比 0.2%（预期 0.1%），上月 0.2%；由于基数方面的原因，CPI 同比从上个月的 2.5% 降到 2.4%（预期 2.3%）。9 月核心 CPI 环比上升 0.3%（预期 0.2%），上月 0.3%；同比增长 3.3%（预期 3.2%），上月 3.2%，核心 CPI 同比也略微回升。

结构上，9 月商品通缩收窄，环比增长转正，同比负增长收窄，其中二手车通胀环比增长转正，同比负增长收窄；服务通胀环比持平，同比回落，其中最重要的可能是居所通胀环比回到 0.2%，同比也显著下降。

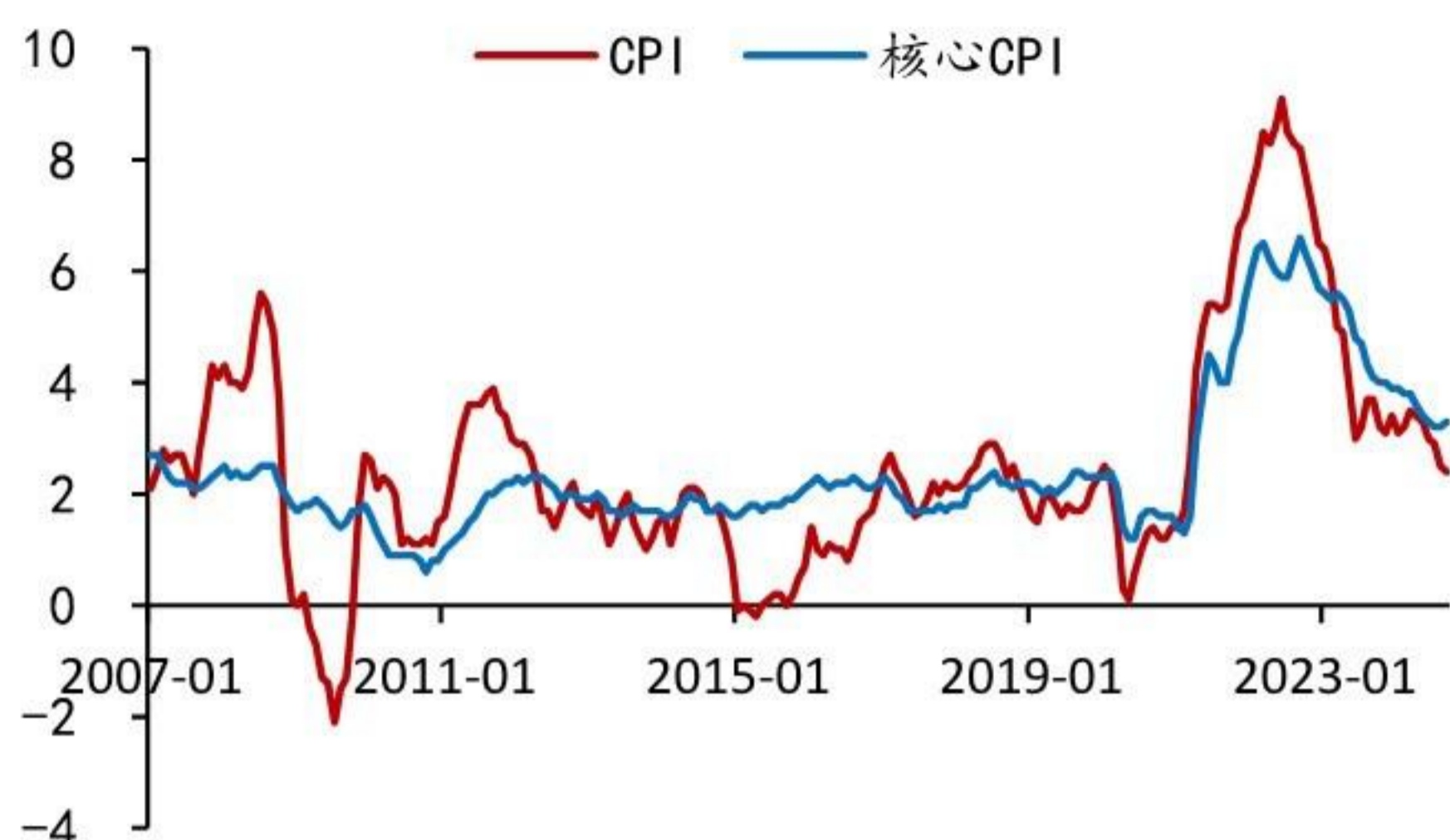
同时公布的美国 10 月 5 日当周首次申请失业救济人数增长 3.3 万人到 25.8 万人，高于预期的 23 万人，前值 22.5 万人。这是自 2023 年 8 月初以来的最高申请人数。就业市场仍在降温中，对通胀继续回落是好消息。

### 1.1 CPI 和核心 CPI 环比都高于预期

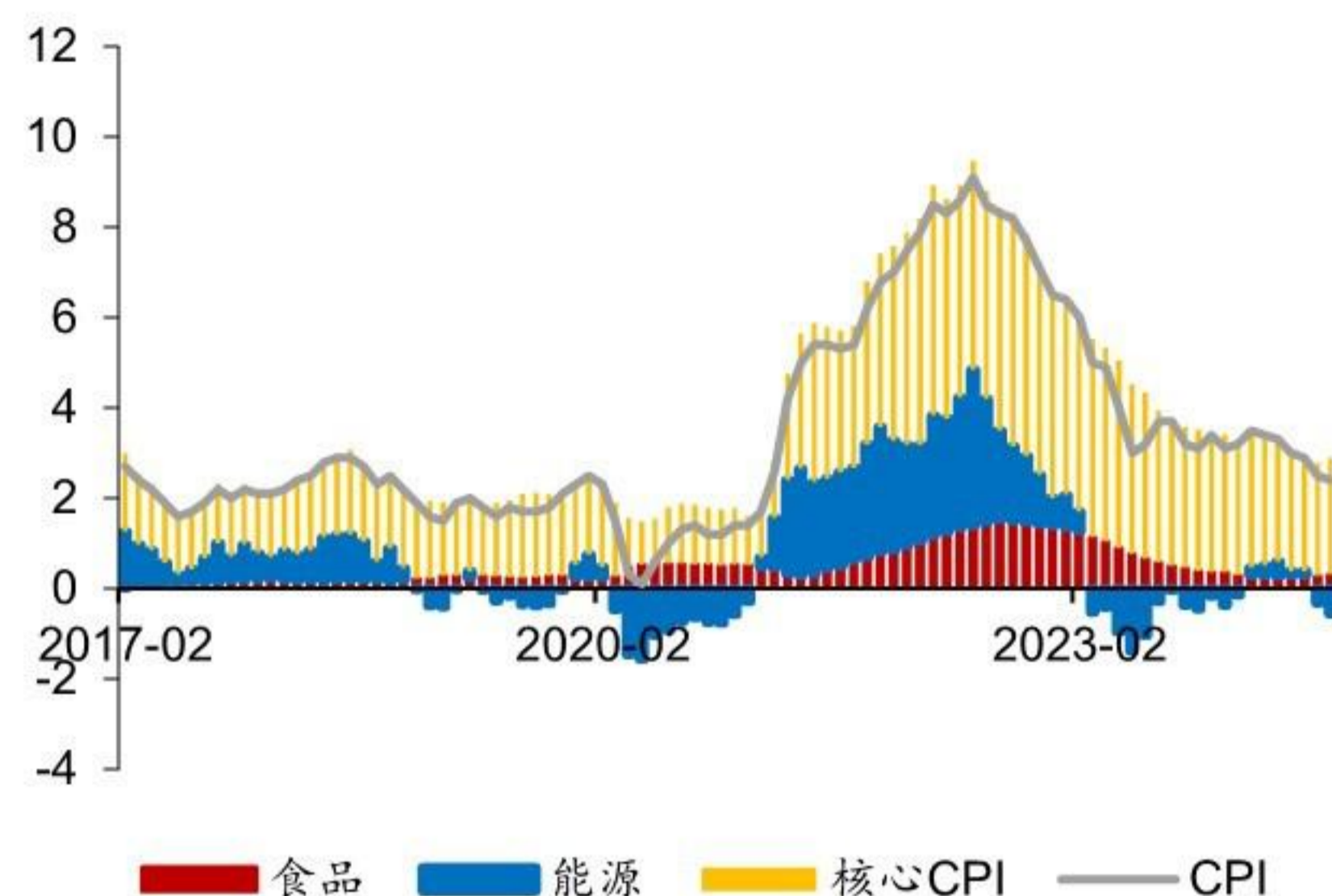
美国 CPI 通胀继续回落，但是回落不及预期。美国 9 月 CPI 环比 0.2%（预期 0.1%），上月 0.2%；由于基数方面的原因，CPI 同比从上个月的 2.5% 降到 2.4%（预期 2.3%）。

9 月核心 CPI 环比上升 0.3%（预期 0.2%），上月 0.3%；同比增长 3.3%（预期 3.2%），上月 3.2%，核心 CPI 同比也略微回升。

CPI 和核心 CPI 的环比都略高于预期，CPI 的同比虽然回落可能主要受益于能源价格的回落，而核心 CPI 同比略微回升。最新的数据表明通胀虽然大趋势继续降温，但是并没有加速回落，而是表现出韧性。

**图表1: CPI 和核心 CPI (%)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表2: CPI 分项贡献分解 (%)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

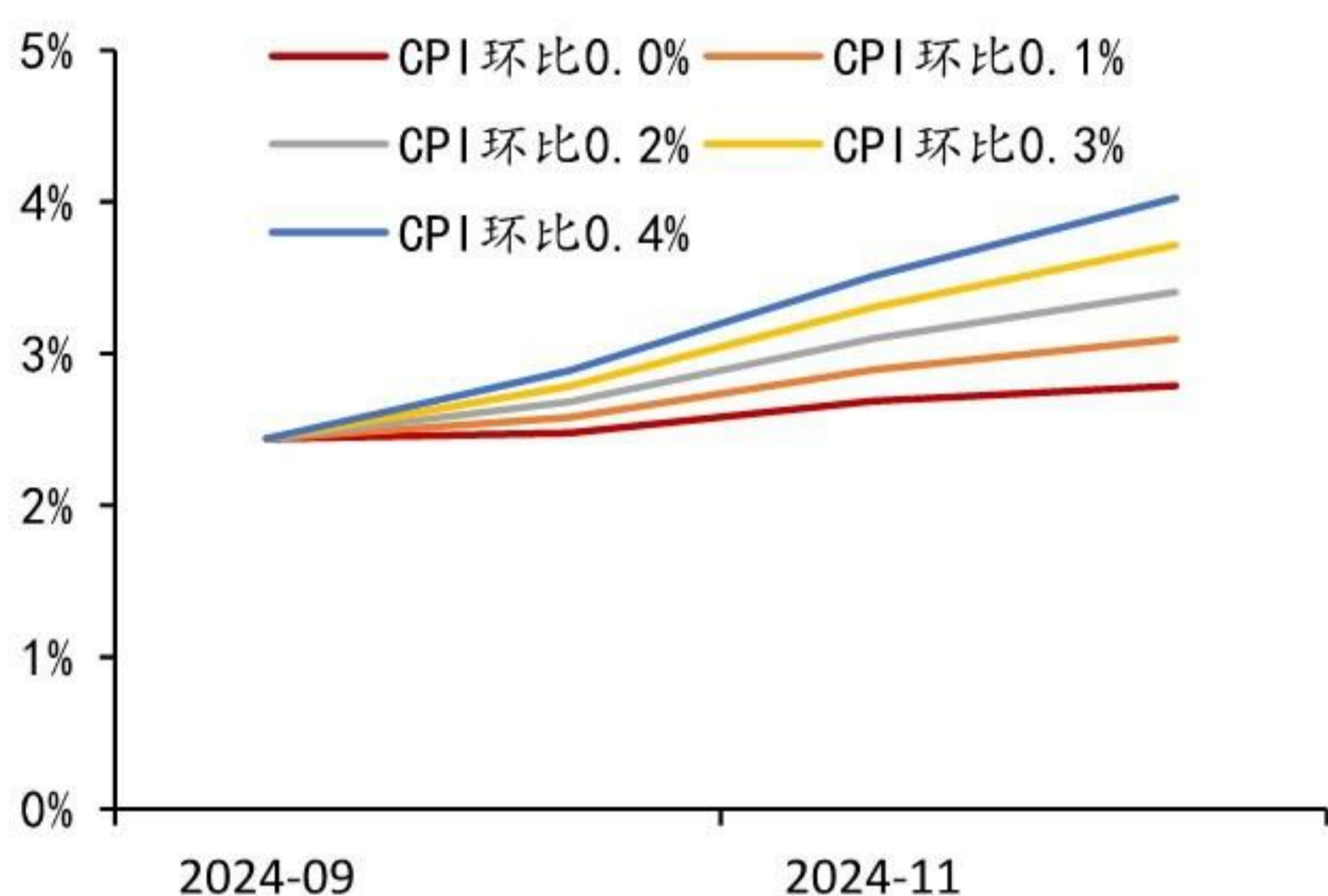
**图表3: 美国 9 月 CPI 和主要分项 (%)**

分项	同比			环比		
	2024-09	2024-08	2024-07	2024-09	2024-08	2024-07
<b>CPI(预期2.3)</b>	2.4	2.5	2.9	0.2	0.2	0.2
<b>食品</b>	2.3	2.1	2.2	0.4	0.1	0.2
家庭食品	1.3	0.9	1.1	0.4	0	0.1
非家用食品	3.9	4	4.1	0.3	0.3	0.2
<b>能源</b>	-6.8	-4	1.1	-1.9	-0.8	0
能源类商品	-15.3	-10.1	-2	-4	-0.6	0.1
汽油(所有种类)	-15.3	-10.3	-2.2	-4.1	-0.6	0
燃油	-22.4	-12.1	-0.3	-6	-1.9	0.9
能源服务	3.4	3.1	4.2	0.7	-0.9	-0.1
电力	3.7	3.9	4.9	0.7	-0.7	0.1
公共事业(管道)燃气服务	2	-0.1	1.5	0.7	-1.9	-0.7
<b>核心CPI(预期3.2)</b>	3.3	3.2	3.2	0.3	0.3	0.2
<b>核心商品</b>	-1	-1.9	-1.9	0.2	-0.2	-0.3
新交通工具	-1.3	-1.2	-1	0.2	0	-0.2
二手汽车和卡车	-5.1	-10.4	-10.9	0.3	-1	-2.3
服装	1.8	0.3	0.2	1.1	0.3	-0.4
医疗护理商品	1.6	2	2.8	-0.7	-0.2	0.2
<b>核心服务</b>	4.7	4.9	4.9	0.4	0.4	0.3
居所	4.9	5.2	5.1	0.2	0.5	0.4
运输服务	8.5	7.9	8.8	1.4	0.9	0.4
医疗护理服务	3.6	3.2	3.3	0.7	-0.1	-0.3

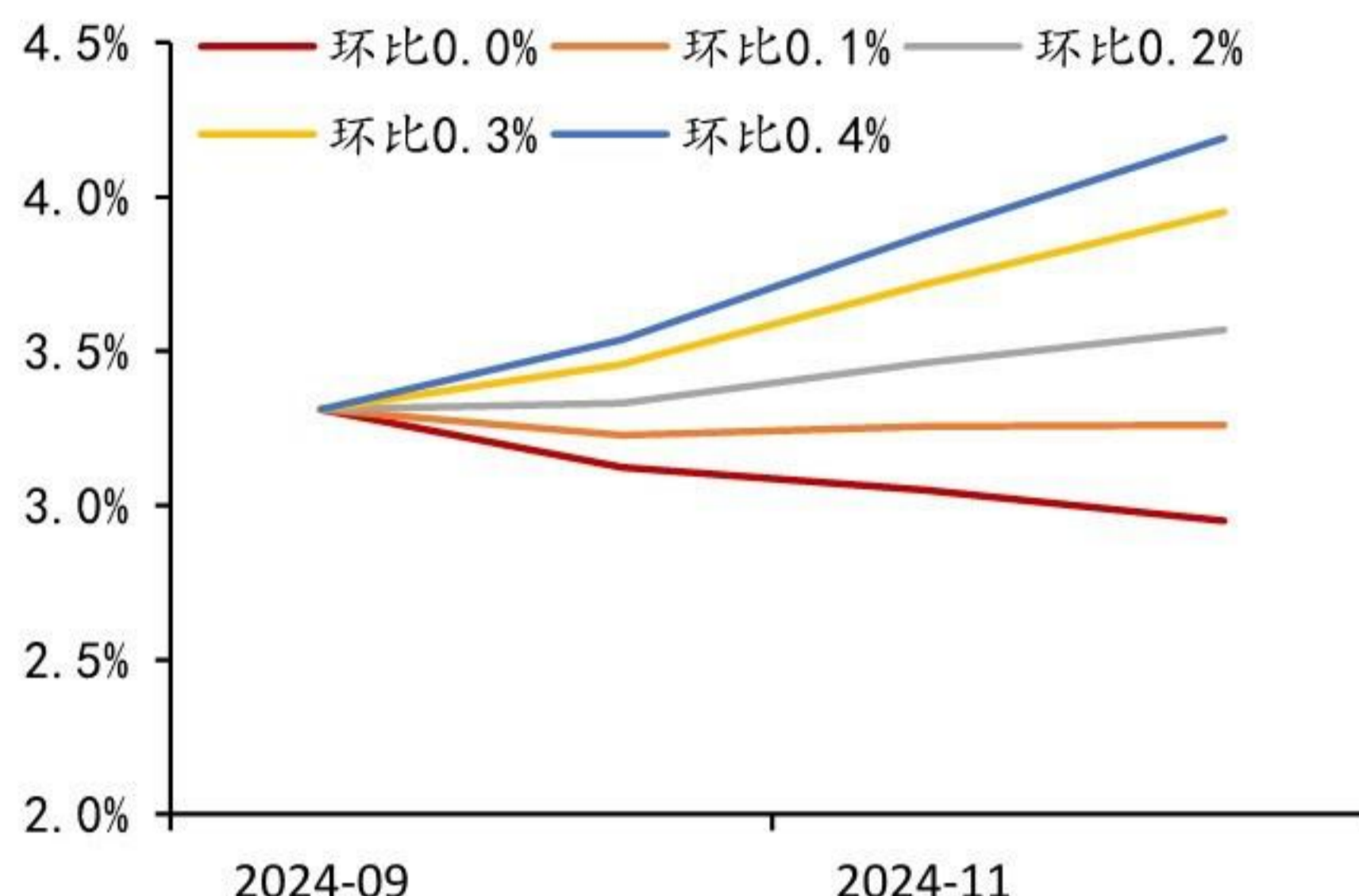
资料来源: Wind, 国联证券研究所

9月0.2%的CPI环比增速,持平8月,敏感测算下,若环比维持0.2%的话,2024年底的CPI通胀同比或将降到3.41%;0.3%的核心CPI环比增速略超预期,敏感测算下,2024年底或将使得核心CPI同比达到3.57%。

美联储9月会议经济预期概要里面预期的2024年底PCE通胀同比是2.3%，核心PCE通胀是2.6%。如果按照从2021年以来平均的CPI和核心CPI和PCE通胀的差距来看，要达到美联储的预期，CPI到2024年底要回落到3.07%，核心CPI同比要回落到3.11%，这意味着CPI和核心CPI的环比平均需要低于0.2%，所以9月CPI的和核心CPI的环比都略高。

**图表4：CPI敏感测算同比情景(%)**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表5：核心CPI敏感测算同比情景(%)**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表6：美联储9月经济预期概要(SEP)中位数**

变量	2024	2025	2026	2027	长期
实际GDP	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
6月会议	2.1%	2.0%	2.0%		1.8%
失业率	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
6月会议	4.0%	4.2%	4.1%		4.2%
PCE通胀	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
6月会议	2.6%	2.3%	2.0%		2.0%
核心PCE通胀	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	
6月会议	2.8%	2.3%	2.0%		
政策利率	4.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%
6月会议	5.1%	4.1%	3.1%		2.8%
注：数字颜色含义		变差		变好	不变

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

圣路易斯联储通胀压力指数计算的是未来 1 年 PCE 通胀超过 2.5% 的概率，9 月份的概率下降到 11.5%，上月 24.1%。未来 1 年的通胀上行到超过 2.5% 的概率不高。

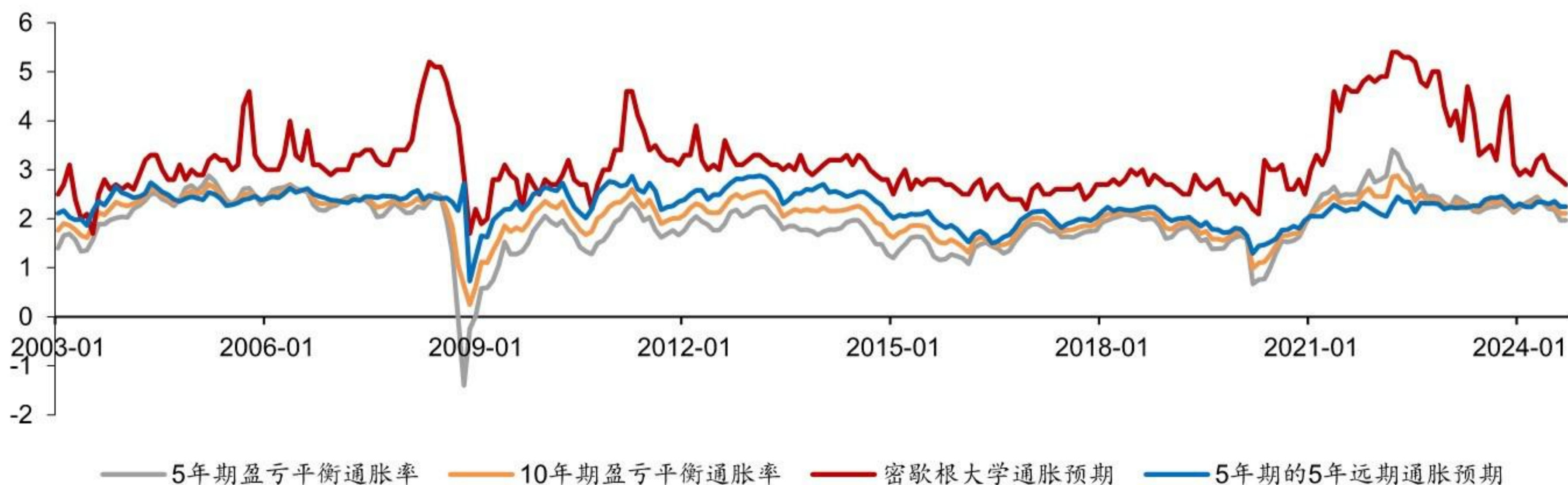
图表7：圣路易斯联储通胀压力指数 (%)



资料来源：FRED，国联证券研究所

长期的通胀预期仍较为稳定，短期通胀预期轻微下行。密歇根大学通胀预期 9 月为 2.7%，较 8 月下降 0.1pct，近 4 个月都在回落。

图表8：美国的通胀预期 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所



## 1.2 居所通胀环比下降，同比显著回落

9月商品通缩收窄，环比增长转正，同比负增长收窄，其中二手车通胀环比增长转正，同比负增长收窄；服务通胀环比持平，同比回落，其中最重要的变化可能是居所通胀环比回到0.2%，同比也显著下降。

### 1.2.1 CPI 通胀和能源

从CPI分成食品、能源和核心CPI的三分角度来看，能源通胀环比负增长1.9%，上月负增长0.8%，同比负增长6.8%，上月正增长1.1%。能源通胀同比负增长扩大可能是CPI通胀本月同比回落的重要原因。

图表9：近12个月CPI四个分项同比和环比(%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.2	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0.1	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.2	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.2	0.2	-0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4
2024年2月	3.2	2.2	-1.9	3.8	0.4	0	2.3	0.4
2024年3月	3.5	2.2	2.1	3.8	0.4	0.1	1.1	0.4
2024年4月	3.4	2.2	2.6	3.6	0.3	0	1.1	0.3
2024年5月	3.3	2.1	3.7	3.4	0	0.1	2	0.2
2024年6月	3	2.2	1	3.3	-0.1	0.2	2	0.1
2024年7月	2.9	2.2	1.1	3.2	0.2	0.2	0	0.2
2024年8月	2.5	2.1	-4	3.2	0.2	0.1	-0.8	0.3
2024年9月	2.4	2.3	-6.8	3.3	0.2	0.4	-1.9	0.3

资料来源：Wind，国联证券研究所

CPI 能源分项的波动与布伦特油价密切相关，从目前的情况来看，未来原油价格的变化对能源分项影响的方向取决于原油价格。能源通胀维持低位与油价跌到了80美元以下有关。如果油价持续低于80美元/桶，那么能源通胀可能仍可以维持较低

水平；如果油价上涨到 90 美元/桶，那么能源通胀或会更高一些。中东的地缘政治冲突可能给油价增加波动和不确定性。

图表10：原油价格(美元/桶)和同比 (右轴, %)



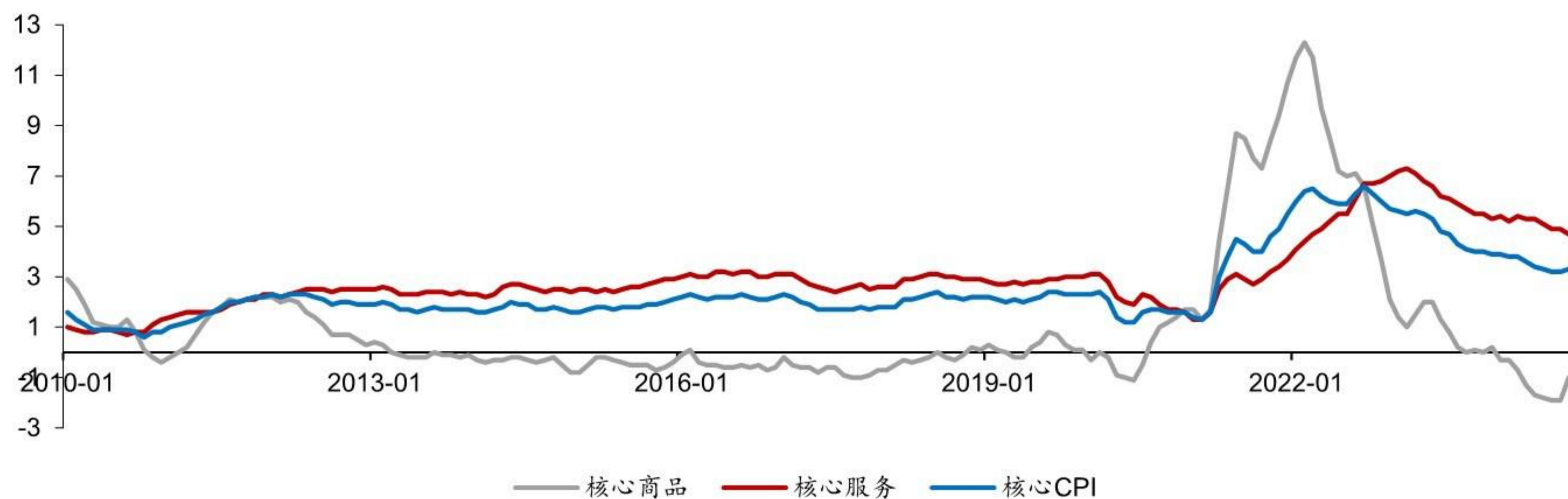
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2.2 核心商品通胀和服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上，商品继续通缩。

核心服务通胀 9 月环比仍为 0.4%，持平上月，同比 4.7%，较上月回落。核心服务通胀仍然有韧性，回落较慢。从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能回落也不会太快。

核心商品仍然通缩，但是环比转为正增长 0.2%，上月为负增长 0.2%，同比负增长 1%，也较上月收窄。

**图表11: 核心CPI商品和服务的价格同比变化 (%)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表12: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化 (%)**

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年9月	0.00	5.70	-0.20	0.50
2023年10月	0.10	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.20	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70
2024年2月	-0.30	5.20	0.10	0.50
2024年3月	-0.70	5.40	-0.20	0.50
2024年4月	-1.30	5.30	-0.10	0.40
2024年5月	-1.70	5.30	0.00	0.20
2024年6月	-1.80	5.10	-0.10	0.10
2024年7月	-1.90	4.90	-0.30	0.30
2024年8月	-1.90	4.90	-0.20	0.40
2024年9月	-1.00	4.70	0.20	0.40

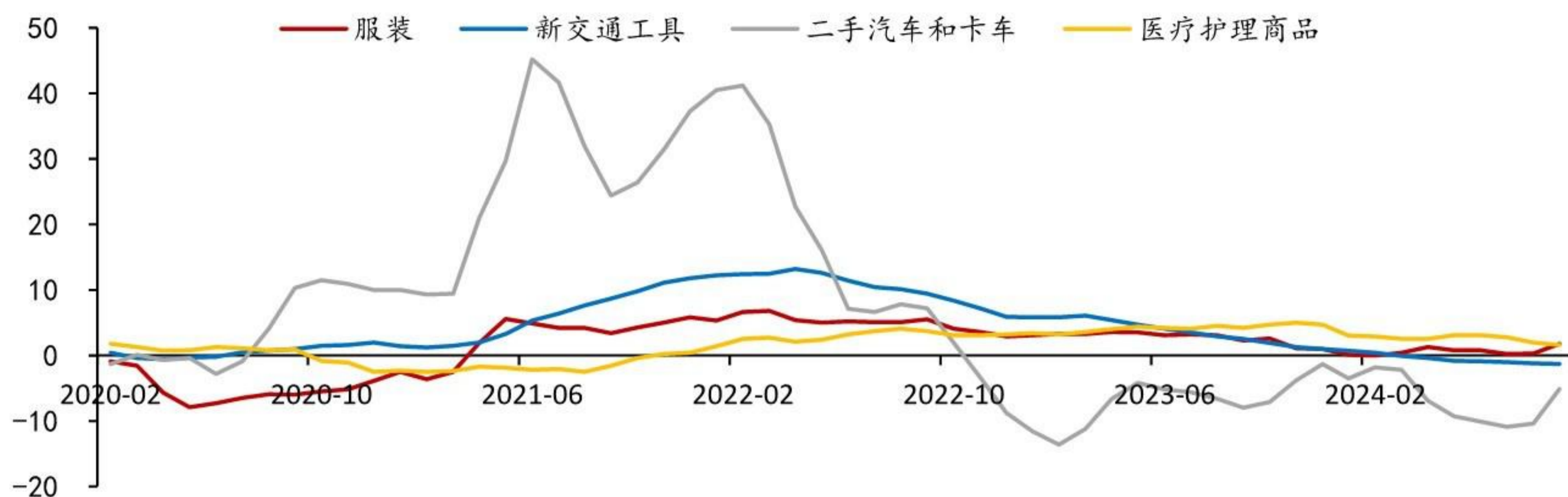
资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 1.2.3 核心商品通胀和服务通胀再细分

核心商品中负增长最多的分项仍然是二手车, 但是二手车通胀环比结束负增长, 环比增长 0.3%, 同比负增长 5.1%, 也较上月大幅收窄, 上月-10.4%。新交通工具环比增长 0.2%, 同比负增长 1.3%, 上月负增长 1.2%。

二手车的通胀指数在 2022 年 2 月达到顶峰，高基数的影响基本退出。对比 Manheim 的二手车价格指数变化，Manheim 的同比最高点领先 CPI 二手车同比最高点 2 个月，二手车通胀或继续维持低位运行。Manheim 的二手车价格指数最近开始触底回升。

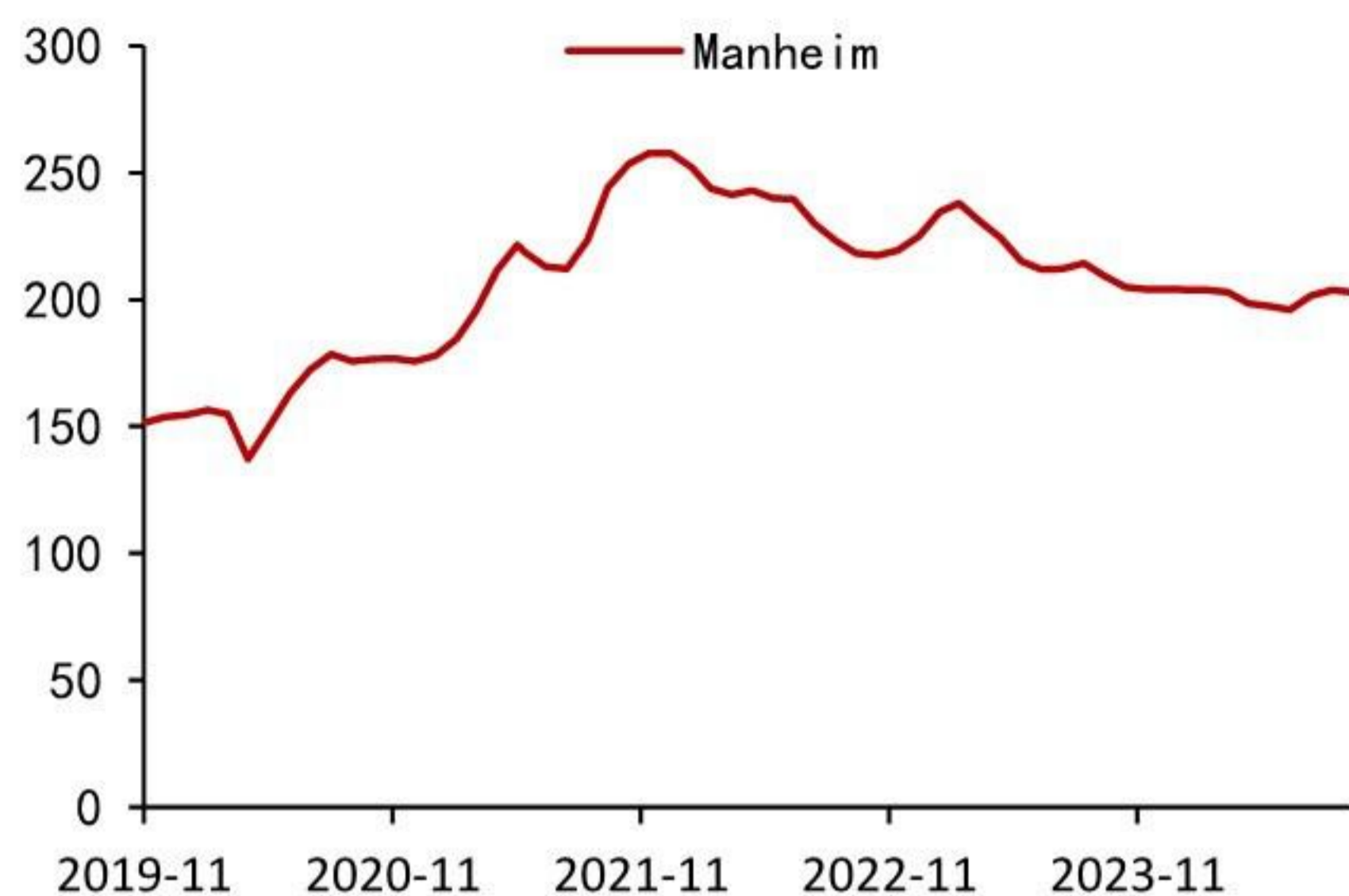
图表13：核心商品 CPI 的主要分项同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

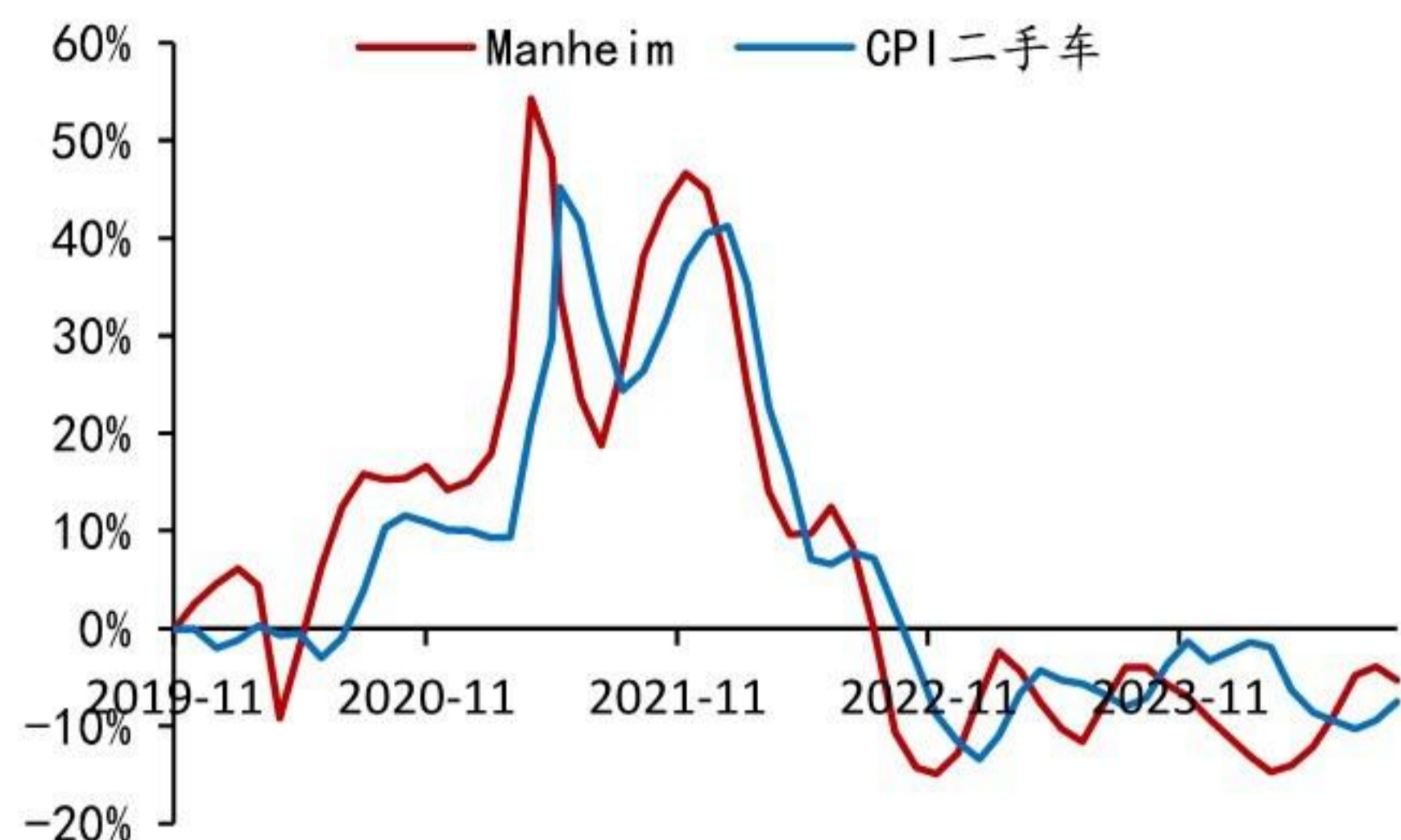
从核心商品中其他分项来看，服装环比增长 1.1%，上月增长 0.3%，同比增长 1.8%，上月 0.3%；医疗护理商品的通胀同比 1.6%，上月 2.0%，环比负增长 0.7%，上月负增长 0.2%。

图表14: Manheim 价格指数



资料来源: Manheim, 国联证券研究所

图表15: Manheim 和 CPI 二手车同比



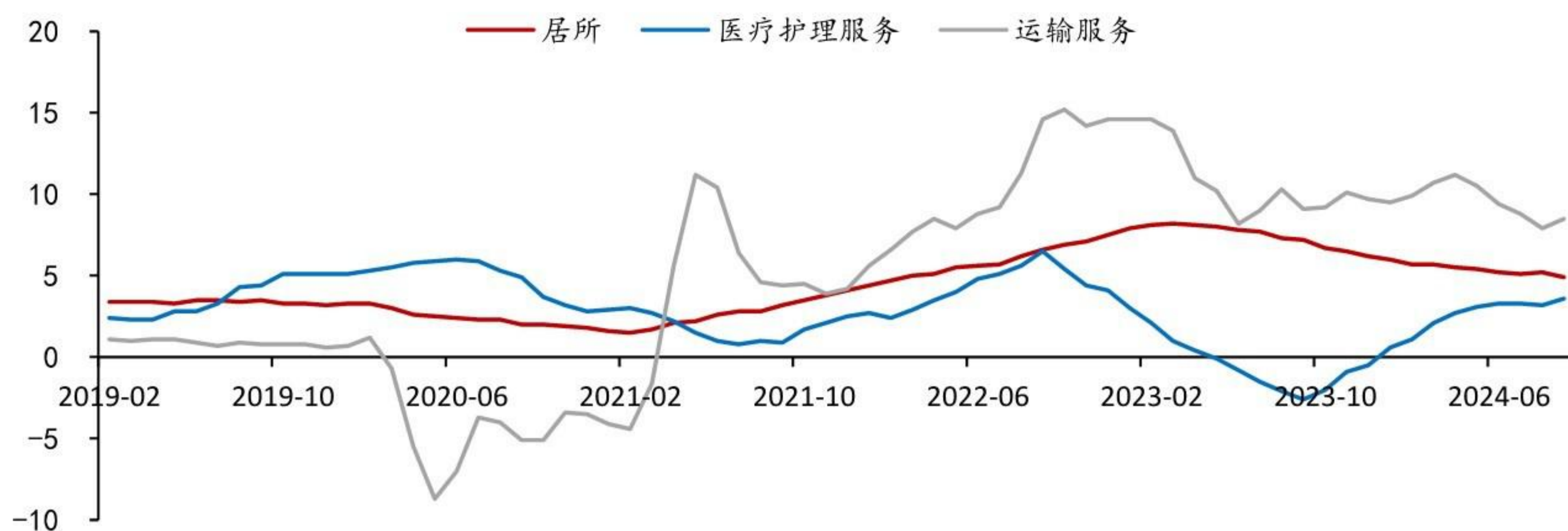
资料来源: Manheim, 国联证券研究所

从核心服务中的主要分项看, 居所 9 月环比增长 0.2%, 上月 0.5%; 居所同比增长 4.9%, 较上月明显回落<sup>1</sup>。医疗护理服务环比增长 0.7%, 上月负增长 0.1%, 同比增长 3.6%, 上月 3.2%。运输服务环比增长 1.4%, 上月增长 0.9%, 同比增长 8.5%, 上月 7.9%。

总体而言, 核心服务通胀中居所通胀环比增长显著下降, 同比也明显回落, 是通胀数据里值得重点关注的利好。居所通胀是核心通胀的重要组成部分, 尽管更领先的租金和房价数据已经回落, 但居所通胀一直偏高, 本月居所通胀开始出现较明显的下行对于通胀来说可能是很重要的拐点。医疗护理服务的通胀环比转正增长, 是服务通胀可能仍有些韧性。运输服务同比增长仍高, 它总体的波动比较大, 但它的权重不高, 只有 6%。

<sup>1</sup> 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

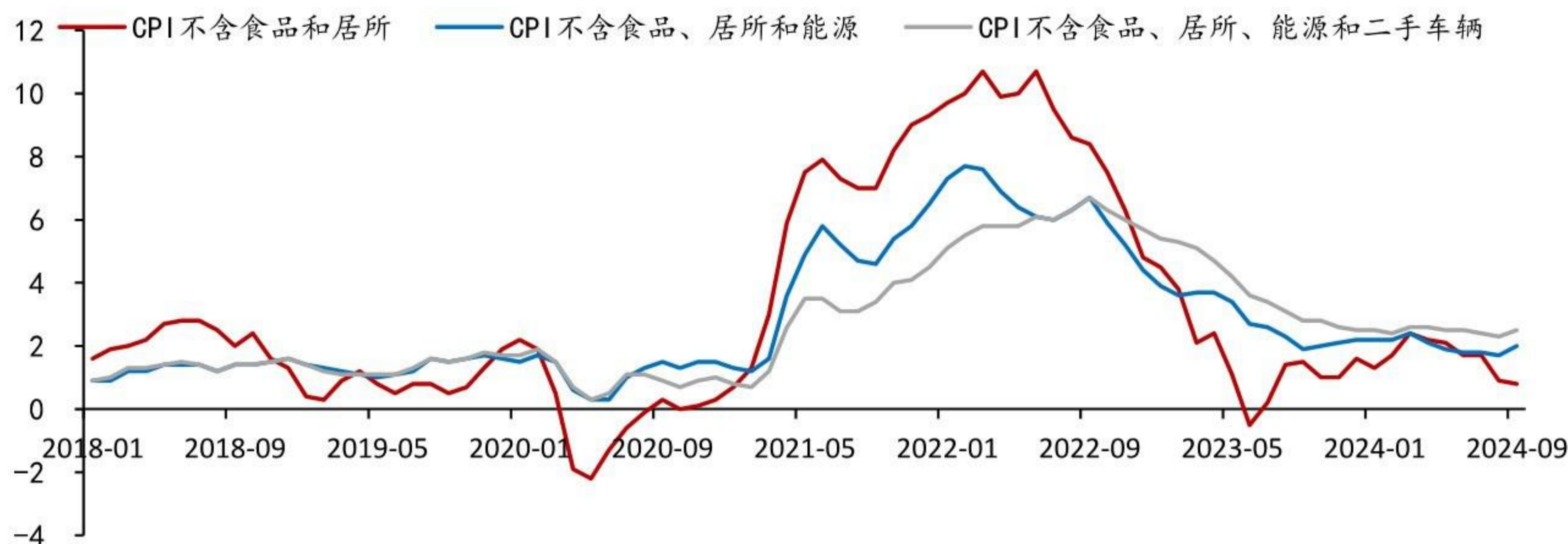
图表16: 核心服务CPI的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

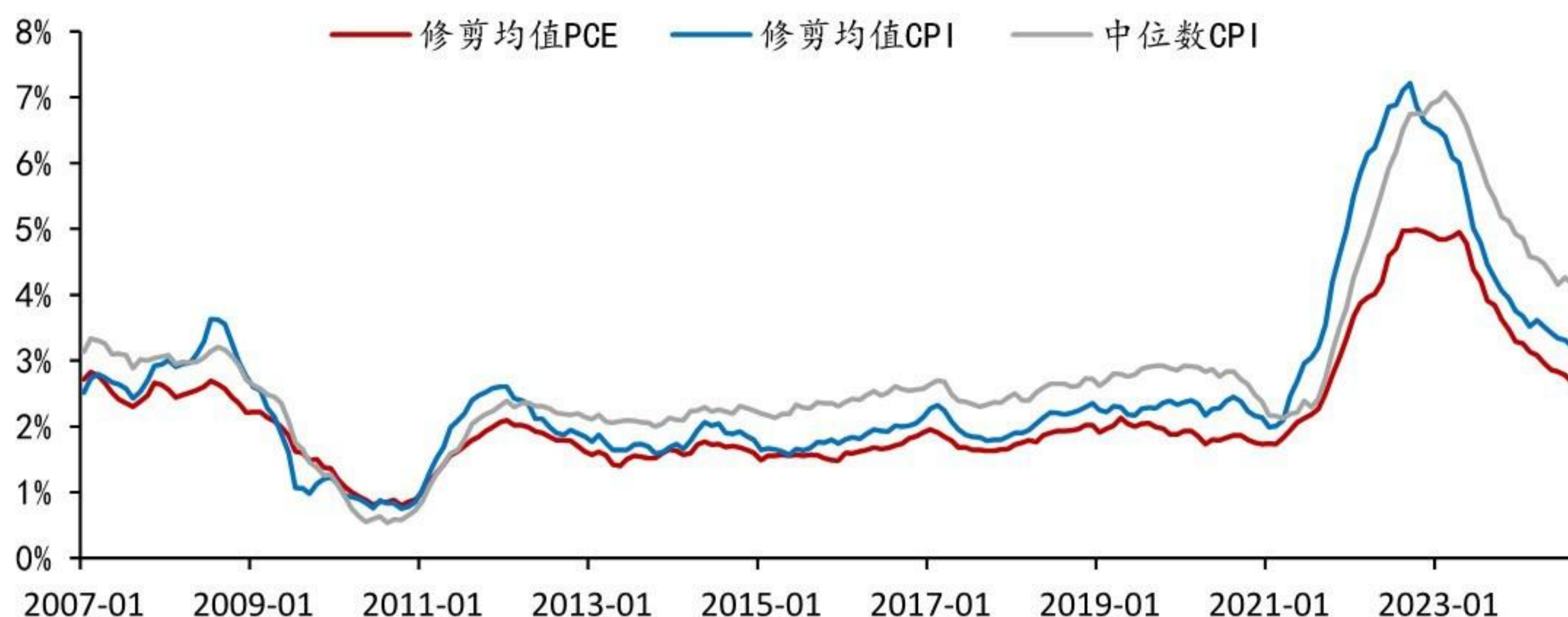
另外,CPI 不含食品、居所、能源和二手车 9 月同比增长 2.5%,较上月上升 0.2pct。从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所,而能源、二手车是主要驱动通胀下行的分项。剔除居所的通胀较低,而剔除能源、二手车的通胀较高。9 月居所通胀的下行对整体通胀下行是好消息。CPI 不含食品和居所的同比 9 月增长 0.8%,上月 0.9%。

图表17: CPI 通胀剔除特定分项(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 替代的核心通胀指标(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

## 2. 美联储年内继续降息的市场预期不变

通胀虽然略高于预期,但是市场对美联储降息的预期变化不大。数据公布后,期货市场预期到年底总共还有 50 个基点的降息,即 11 月和 12 月分别降息 25 个基点。

通胀回落的节奏整体仍符合我们之前报告《美国通胀回落:从供给改善到需求走弱——美国再通胀研究》所讲随着总需求温和回落的通胀温和回落,通胀回落太快可能引发经济减速过快的担忧,通胀回落太慢则美联储可能在高息停留太久。目前的节奏可以说仍在合理范围之内。我们仍然认为美国这轮周期或不着陆,参加我们的深度报告《降息将至,美国经济何去何从?——美国经济深度观察》。

市场的反应上,美股下行,美债收益率分化,短端变化不大,长端利率略微上行,美元指数震荡,黄金走高。

### 2.1 国债利率分化,三大股指下行

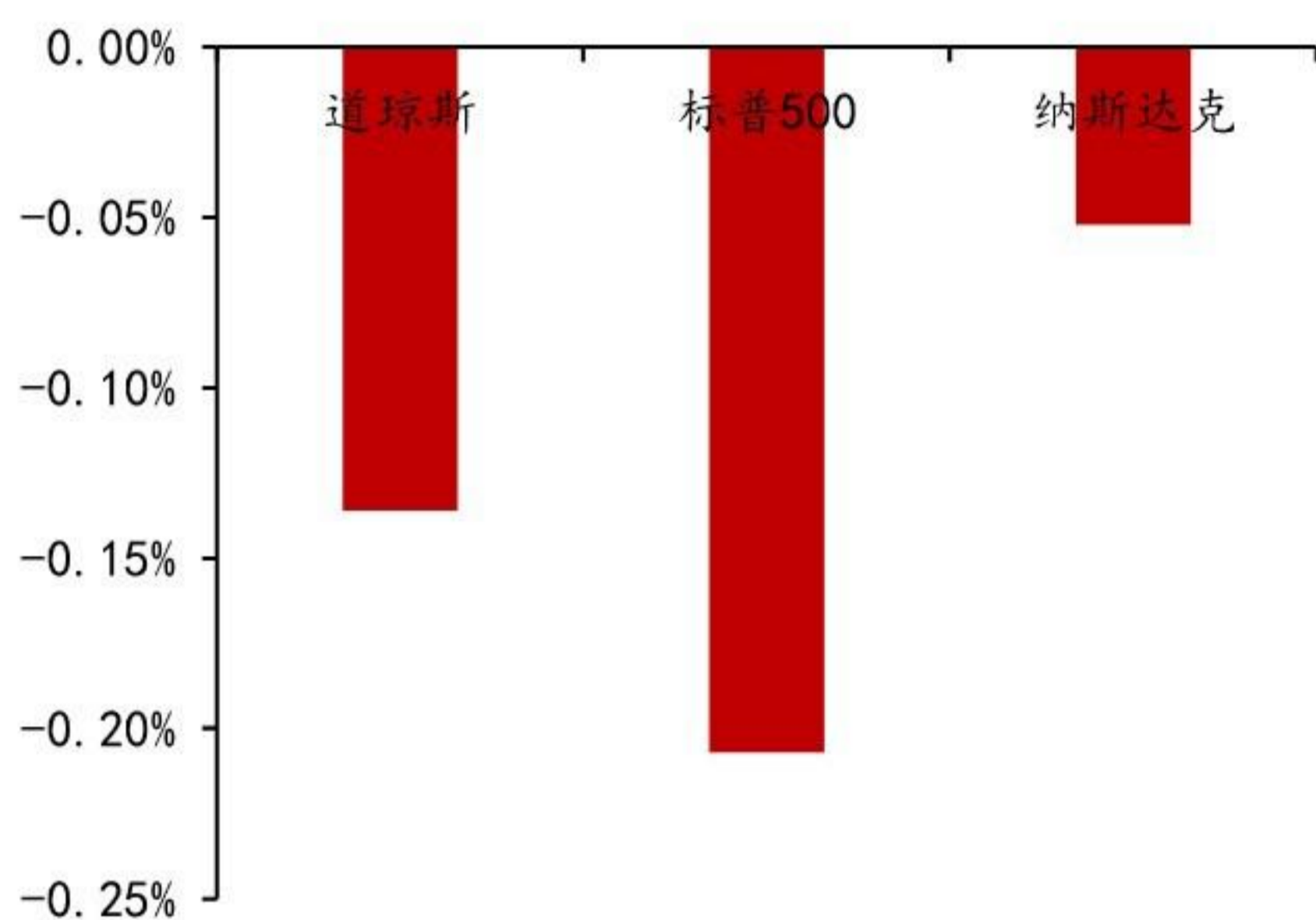
通胀数据公布后,美国三大股指下行,到收盘纳斯达克下跌 0.05%,标普 500 下跌 0.21%,道琼斯下跌 0.14%。我们理解股市下跌可能反映分子分母两方面因素的变

化，一方面反映通胀略超预期让市场不再预期可能会有 50 基点降息，利好分母端，另一方面反映同时公布的当周首次申请失业救济人数增长超预期让对就业市场的预期也边际下调，利空分子端。

美债收益率分化，到收盘时，3 个月的国债收益率不变，2 年国债收益率下降 1 个基点，10 年期国债收益率上升 3 个基点。

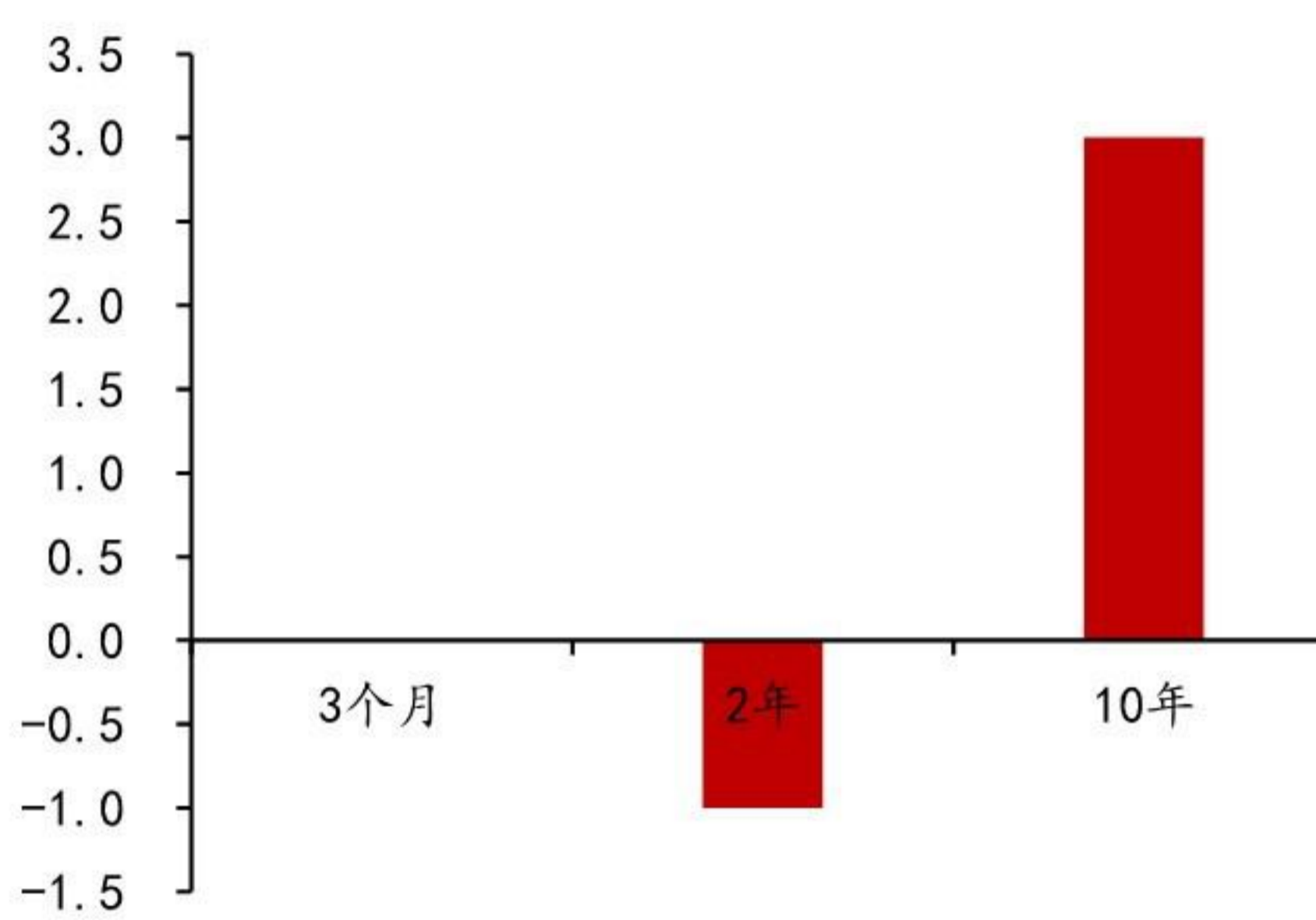
美元指数走势呈现波动，黄金走高。

图表19：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表20：美国国债利率收盘变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所

从股市不同行业的涨跌来看，房地产业下跌最多，其次是通信服务和必需消费，能源、材料和信息技术是上涨的三个行业。房地产和必需消费都下跌，一方面通胀数据后，虽然市场仍预期美联储将继续降息，但是对于美联储不会降息 50 基点的预期边际加强，不利于利率敏感的房地产行业；另一方面，同时公布的当周首次申请失业救济人数增长超预期让对就业市场的预期也边际下调，使得必需消费也下行。



图表21: 2024年10月10日标普500不同行业表现日变化

行业	价格	变化(%)	变化	高点	低点
房地产	269.5	-0.89%	-2.41	272.63	268.68
通信服务	312.42	-0.61%	-1.92	314.5	312.15
必需消费	871.37	-0.54%	-4.71	876.99	869.16
工业	1149.7	-0.54%	-6.23	1152.91	1146.6
医疗保健	1781.81	-0.35%	-6.28	1788.9	1777.32
金融	758.54	-0.32%	-2.45	762.42	755.91
公用设施	398.85	-0.31%	-1.24	403.72	398.74
非必需消费	1582.99	-0.26%	-4.1	1591.51	1577.9
信息技术	4491.91	0.08%	3.79	4502.1	4448.08
材料	601.1	0.21%	1.24	602.22	597.87
能源	710.64	0.79%	5.58	714.11	704.76

资料来源: TradingView, 国联证券研究所

## 2.2 美联储年内或仍有 2 次降息

通胀虽然略高于预期,但是市场对美联储降息的预期变化不大。数据公布后,期货市场预期到年底总共还有 50 个基点的降息,即 11 月和 12 月分别降息 25 个基点。

数据公布前,11 月会议降息 25 个基点概率不到 8 成,12 月再降息 25 个基点的概率略超过 7 成不到 8 成。在 9 月非农数据公布之前,市场一度定价一定概率降息 50 个基点,现在市场并不认为美联储的政策可能一次会议降息 50 个基点。

**图表22: CPI 数据公布前美联储不同会议上的利率概率分布 (%)**

日期	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
11/7/2024					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	76.10%	23.90%
12/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.10%	24.60%	0.30%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	54.60%	38.40%	6.90%	0.10%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	42.60%	41.90%	13.90%	1.60%	0.00%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.60%	42.30%	27.70%	7.60%	0.80%	0.00%
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.00%	12.60%	33.60%	33.80%	16.00%	3.70%	0.30%	0.00%
7/30/2025	0.00%	0.00%	4.20%	19.50%	33.70%	27.90%	11.90%	2.60%	0.20%	0.00%
9/17/2025	0.00%	1.40%	9.50%	24.40%	31.70%	22.40%	8.70%	1.80%	0.10%	0.00%
10/29/2025	0.30%	3.30%	13.00%	26.10%	29.50%	19.20%	7.10%	1.40%	0.10%	0.00%

资料来源: CME, 国联证券研究所

CPI 数据公布后, 市场对到年底降息的观点变化不大, 总共还有 50 个基点的降息, 即 11 月和 12 月分别降息 25 个基点。两次会议降息的概率都超过 8 成。我们认为目前的美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息, 是否在接下来的 2 次会议中都降息或仍有不确定性。

**图表23: CPI 数据公布后美联储不同会议上的利率概率分布 (%)**

日期	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
11/7/2024					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.40%	11.60%
12/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	86.60%	13.10%	0.20%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.50%	28.50%	2.90%	0.00%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	60.30%	33.30%	6.00%	0.40%	0.00%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.40%	45.30%	18.20%	2.90%	0.20%	0.00%
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.00%	20.60%	40.80%	28.60%	8.80%	1.20%	0.10%	0.00%
7/30/2025	0.00%	0.00%	6.80%	27.20%	36.70%	22.10%	6.30%	0.80%	0.00%	0.00%
9/17/2025	0.00%	2.30%	13.60%	30.40%	31.80%	16.80%	4.50%	0.60%	0.00%	0.00%
10/29/2025	0.50%	4.90%	17.60%	30.70%	28.30%	13.90%	3.50%	0.40%	0.00%	0.00%

资料来源: CME, 国联证券研究所

### 3. 风险提示

**美国经济降温超预期:** 美联储的高利率政策可能使得美国经济放缓超过预期, 央行货币政策存在漫长而不确定的时滞。如果美国经济减速过快而陷入衰退, 美联储可能需快速降息以拯救经济。

**地缘政治风险超预期:** 全球地缘冲突风险和不确定性维持高位, 俄乌冲突或者以哈冲突可能引发更广泛的全球地缘风险, 以至于影响到更多的经济体。地缘风险上升可能进一步压缩全球市场对风险资产的需求导致风险资产价格波动

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼