

海外宏观周报

美国通胀无碍降息

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺	投资咨询资格编号 S1060523010001 FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **美国通胀无碍降息。**美国9月CPI数据虽强于预期，但绝对水平不算太强，并未抹灭近半年通胀的改善。分项看，1) 能源分项环比连续两个月下降，得益于油价降温；10月能源CPI分项可能反弹，但不改CPI降温的趋势。2) 住所分项环比由上月0.5%大幅下降至0.2%，是一个可喜的变化。3) 运输服务分项环比大涨1.4%，创今年3月以来最高。4) “超级核心服务”也创今年3月以来最高，主要反映需求韧性。最新通胀数据公布后，市场对于“暂停降息”的猜疑略有上升。CME利率期货认为11月降息25BP的概率为89.5%，不降息的概率为10.5%、高于一周前的2.6%。但我们认为，当前美国就业市场走弱的风险，明显高于今年一季度。综合来看，美联储在年内进行两次小幅降息，仍是平衡就业走弱和通胀反弹风险的最优选项。
- **海外经济政策。**1) 美国：美联储会议纪要指出，通胀风险的平衡是9月大幅降息的主因，强调需要与市场沟通，避免被解读为经济前景不乐观、宽松步伐会更快。美联储多位官员发声，多数预计未来适当降息是合适的。美国10月密歇根消费信心下降，1年通胀预期反弹，5年通胀预期稳定。2) 欧洲：欧央行官员讲话支持10月降息，但“不会迈出太大的步伐”；德国政府最新预计全年经济增长小幅萎缩；英国8月GDP环比温和增长。3) 日本：日本新政府继续表态，强调“摆脱通缩”是政策核心关切；日本央行官员讲话则再提未来加息的可能。
- **全球大类资产。**1) 股市：美欧日股市集体回暖，A股港股回调。标普500指数、道琼斯工业指数和纳斯达克综指整周分别上涨1.1%、1.2%和1.1%。欧洲STOXX600指数整周上涨0.7%。A股和港股在连续两周大涨后有所回调；日经225指数整周上涨2.5%，越南胡志明指数上涨1.4%。2) 债市：中长端美债利率继续上行，主要反映通胀预期的上行以及中期经济预期向好。10年美债收益率整周大幅上行10BP至4.08%，续创近两个月新高；隐含通胀预期整周上行10BP至2.33%。3) 商品：油价涨幅缩窄，金价基本持平，铜铝回调。布伦特和WTI原油整周分别上涨1.3%和1.6%，分别收于79.0和75.6美元/桶。中东局势暂未大幅升级，能源市场紧绷情绪有所缓和；美国通胀数据偏强，油需预期仍有一定支撑。黄金现货价整周基本持平，美债利率和美元指数的上行仍令金价承压，但地缘风险及通胀预期的上行对金价形成支撑。4) 外汇美元指数整周上涨0.42%至102.93，逼近103关口，继续创8月15日以来新高。欧元兑美元整周下跌0.35%。日元兑美元整周跌0.30%，美元兑日元收于149.16，逼近150大关。在国庆假期美元升值的背景下，人民币兑美元整周跌0.74%，美元兑人民币收于7.068。
- **风险提示：**美国通胀超预期上行，全球金融市场波动超预期，国际地缘局势超预期等。

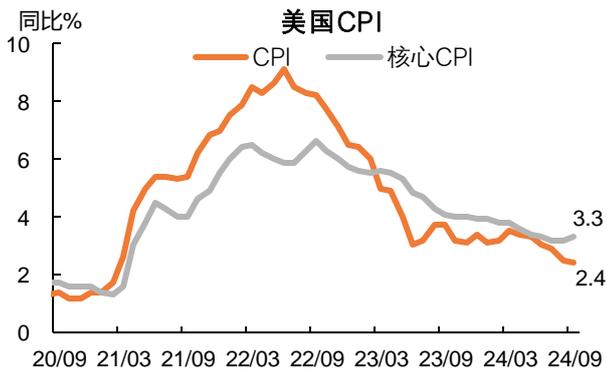
一、美国通胀无碍降息

美国 9 月 CPI 数据虽强于预期，但绝对水平不算太强，并未抹灭近半年通胀的改善。分项看，住房通胀出现可喜降温；而“超级核心服务”走强，主要反映需求韧性。尽管最新通胀数据公布后，市场对于“暂停降息”的猜疑略有上升。但我们认为，当前美国就业市场走弱的风险，明显高于今年一季度。综合来看，美联储在年内进行两次小幅降息，仍是平衡就业走弱和通胀反弹风险的最优选项。

美国 9 月 CPI 和核心 CPI 增速均高于预期，但绝对水平不算太强。10 月 10 日公布的数据显示，美国 9 月 CPI 同比 2.4%，高于预期的 2.3%，前值 2.5%；CPI 环比 0.2%，高于预期的 0.1%，持平前值。9 月核心 CPI 同比 3.3%，高于预期和前值的 3.2%；核心 CPI 环比 0.3%，高于预期和前值的 0.2%。今年 1-9 月，美国 CPI 和核心 CPI 平均环比分别为 0.2% 和 0.3%，9 月读数基本持平于今年以来的中枢水平，虽然说通胀降温的幅度不及预期，但绝对水平不算太强。分项看，能源分项连续第二个月环比大幅下降，住房租金增速回落，交通运输环比转负；而食品、服装、医疗保健等环比加速上涨。

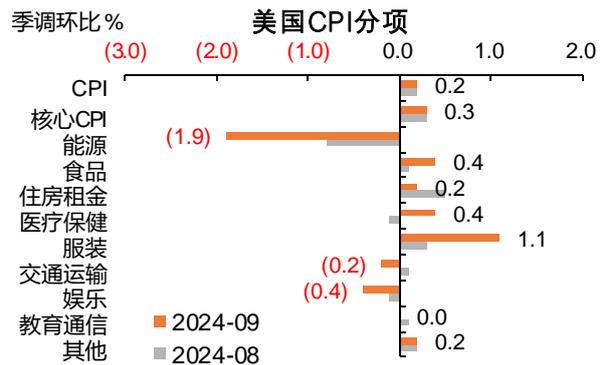
9 月 PPI 同比 1.8%，环比零增长。10 月 11 日公布的数据显示，美国 9 月 PPI 同比 1.8%，高于预期的 1.6%，前值为 1.7%；PPI 环比 0%，低于预期的 0.1%，前值为 0.2%。9 月核心 PPI 同比 2.8%，高于预期的 2.7%，前值 2.6%；环比 0.2%，符合预期，前值 0.3%。

图表1 美国 CPI 同比小幅回落，核心 CPI 同比反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 能源、住房等通胀降温，食品、服装等升温



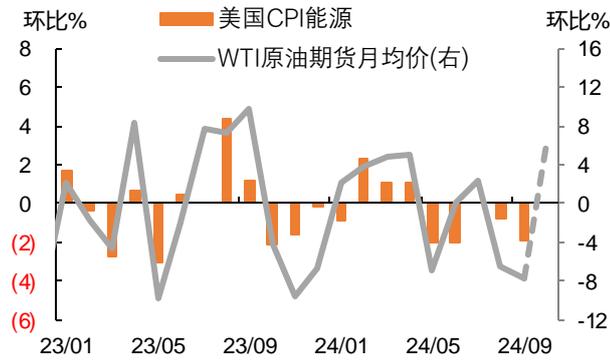
资料来源: Wind, 平安证券研究所

具体看几个 CPI 关键分项:

1) 能源方面，近两个月能源环比均下降，得益于油价降温；但 10 月以来（截至 11 日），中东地缘风险上升、国际油价大幅反弹，WTI 原油月均价由 9 月的 69.6 美元/桶上升至 73.7 美元/桶，环比增长 6.0%。10 月能源 CPI 分项很可能明显反弹，但由于 CPI 在年内已经明显改善，能源的阶段反弹不改 CPI 降温的趋势。

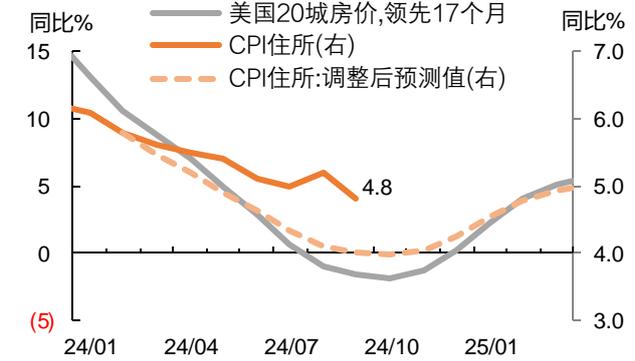
2) 住房方面，9 月 CPI 住所分项环比由上月 0.5% 大幅下降至 0.2%，是一个可喜的变化。今年 6 月住所 CPI 环比也录得一次 0.2%，是 2021 年 8 月以来首次低于 0.3%。2019 年，这一分项环比平均水平是 0.27%。同比来看，住所 CPI 同比录得 4.8%，是 2022 年 2 月以来最低，但仍明显高于 2019 年均值的 3.4%。近半年，住所 CPI 同比走势基本符合与房价的滞后相关性，但绝对水平偏强，呈现较强粘性。

图表3 美国 CPI 能源分项与油价环比走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 CPI 住所分项与房价的滞后相关性

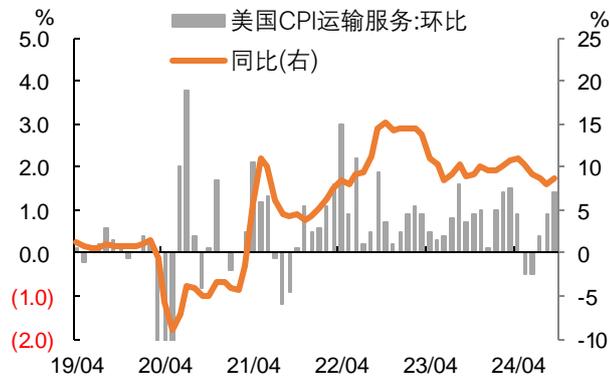


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 运输服务方面, 9月运输服务分项环比大涨 1.4%, 创今年 3 月以来最高; 同比由 8.0% 反弹至 8.7%, 终结了此前四个月回落的趋势。其中, 机动车保养维修和保险两个子项 9 月环比分别录得 1.0% 和 1.2%。今年一季度, 运输服务是 CPI 反弹的“罪魁祸首”之一, 1-3 月该分项连续三个月环比不低于 1%, 同比于今年 4 月录得 11.1%。要知道, 2019 年该分项平均环比仅 0.1%、平均同比仅 1%。

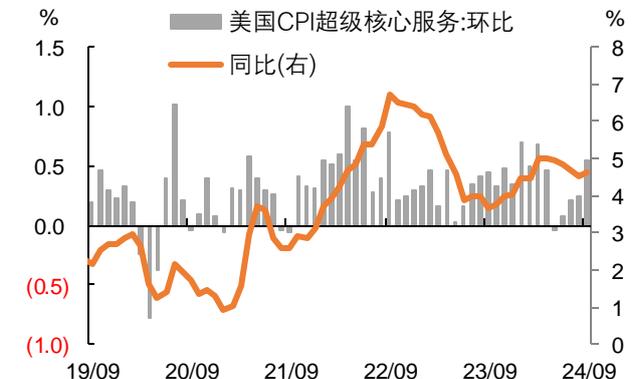
4) “超级核心服务”方面, 这一指标 9 月环比录得 0.55%, 创今年 3 月以来最高; 同比由 4.5% 反弹至 4.6%, 同样终结了此前四个月的回落趋势。如果说能源服务与供给因素较为相关、住房服务与前期房价较为相关, 那么剔除这两项的“超级核心服务”可能较能反映“即期”的需求情况。据此我们认为, 近期美国通胀的韧性较能反映需求韧性。

图表5 美国 CPI 运输服务环比连续三个月走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

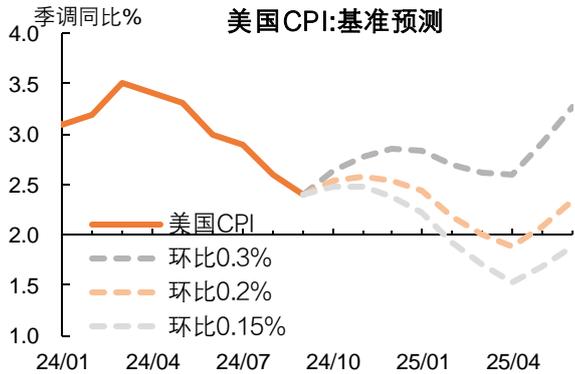
图表6 美国 9 月“超级核心服务”通胀环比走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

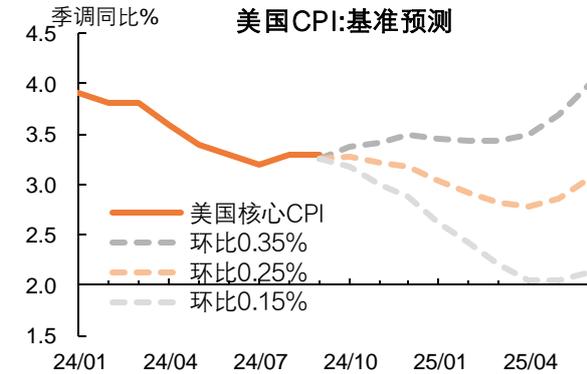
往后看, 今年四季度美国 CPI 通胀率可能保持韧性, 但也不容易大幅反弹。展望未来半年的通胀走势, 由于基数原因, CPI 同比在今年四季度较容易出现小幅反弹, 但可能于 2025 年一季度继续回落; 核心 CPI 同比可能在走平, 于 2025 年一季度继续回落。

图表7 美国 CPI 同比走势展望



资料来源: Wind, 平安证券研究所

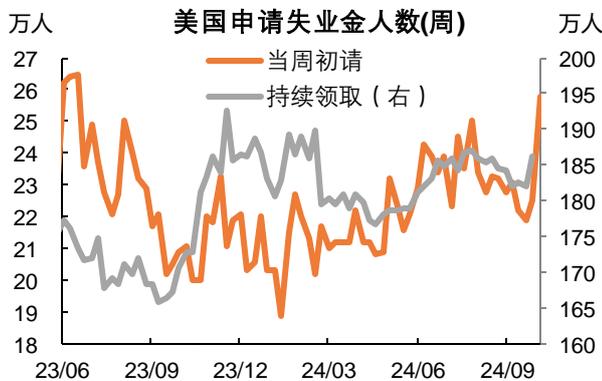
图表8 美国核心CPI 同比走势展望



资料来源: Wind, 平安证券研究所

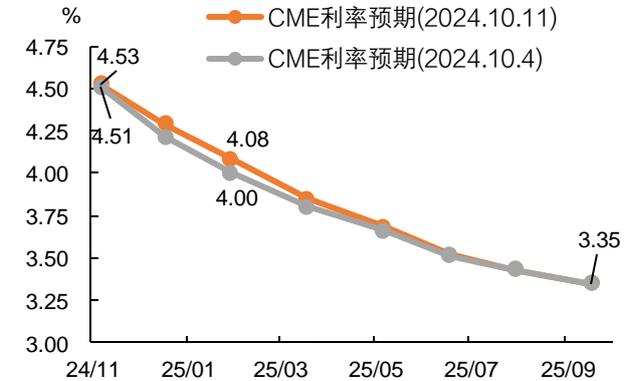
货币政策方面,最新通胀数据公布后,市场对于“暂停降息”的猜疑略有上升。截至10月11日,CME利率期货认为11月降息25BP的概率为89.5%,不降息的概率为10.5%、高于一周前的2.6%。我们看到,尽管美国9月CPI数据强于预期,但并没有抹灭近半年通胀回落的积极进展;更关键的是,当前美国就业市场走弱的风险,明显高于今年一季度。最新就业数据并未扭转近半年就业市场的降温趋势(参考报告《国庆假期海外市场的四大动向》),而且值得一提的是,截至10月5日当周的初请失业金人数走高至25.8万人、创近一年半新高。综合来看,我们认为,美联储在年内进行两次小幅降息,仍是平衡就业走弱和通胀反弹风险的最优选项。

图表9 美国最新初请失业金人数走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 CME利率预期路径近一周变化



资料来源: CME, 平安证券研究所

二、海外经济政策

2.1 美国

美联储会议纪要指出,通胀风险的平衡是9月大幅降息的主因,强调需要与市场沟通,避免被解读为经济前景不乐观、宽松步伐会更快。10月9日,美联储公布的9月会议纪要指出,通胀风险平衡成为9月大幅降息主因,而劳动力市场并非主因。虽然“绝大多数”与会者支持降息50个基点,但也有与会者希望降息25个基点。一些与会者补充,“25个基点可能预示着一更可预测的政策正常化道路。”与会者强调,“重要的是要沟通,这次会议上政策立场的重新调整不应被解读为经济前景不乐观的证据,也不应被解读为政策宽松步伐将比与会者对适当路径的评估更快的信号。”

美联储多位官员发声，多数预计未来适当降息是合适的。10月8日，纽约联储主席威廉姆斯表示，在9月降息50个基点之后，美联储“随着时间的推移”再次降息将是合适的。同日，美联储理事库格勒表示，强烈支持美联储近期的降息举措，如果通胀如她预期的那样继续放缓，她将支持进一步降息。美联储柯林斯表示，未来可能需要进一步降息，未来的行动将以数据为依据。九月份的美联储预测显示，预计年底前将降息50个基点。10月9日，美联储副主席杰斐逊表示，美联储9月降息50个百分点的目的是，在通胀持续放缓的情况下保持劳动力市场强劲。10月10日，纽约联储主席威廉姆斯表示，尽管存在小波折，美国通胀下行的整体趋势仍相当稳固，预计经济将允许美联储进一步降息；里士满联储主席巴尔金表示，通胀率正在向着正确的方向变化；芝加哥联储主席古尔斯比表示，最新通胀数据基本符合预期。

美国10月密歇根消费信心下降，1年通胀预期反弹，5年通胀预期稳定。美国10月密歇根大学消费者信心指数初值68.9，预期70.8，9月终值70.1。一年期通胀预期初值2.9%，9月终值2.7%；五年期通胀预期初值3%，9月终值3.1%。

2.2 欧洲

欧央行官员讲话支持10月降息，但“不会迈出太大的步伐”；德国政府最新预计全年经济增长小幅萎缩；英国8月GDP环比温和增长。欧洲央行会议纪要显示，欧洲央行决策者在上月会议上似乎对通胀下降感到满意，但鉴于仍然面临压力，他们主张逐步放松政策。纪要显示，欧洲央行对增长前景的担忧加剧，同时对通胀在明年回归2%的目标更具信心。10月7日，欧洲央行管委维勒鲁瓦称，由于通胀低于2%目标的风险上升，10月“很可能”会降息。10月8日，欧洲央行管委内格尔表示，对10月降息持开放态度。欧洲央行管委瓦斯莱称，2025年底利率可能下调至中性水平，10月份降息是一个选项。10月9日，欧洲央行管委维勒鲁瓦表示，欧洲央行下周“很有可能”降息，但不会迈出太大的步伐。欧洲央行管委斯图纳拉斯认为，今年还有两次降息的可能，并预计2025年将进一步降息。10月9日，德国政府发布最新经济预测，预计今年德国GDP将萎缩0.2%，这意味着该国经济可能连续第二年萎缩。而德国政府今年4月的预测为增长0.3%。10月11日公布的数据显示，英国8月GDP环比增长0.2%，时隔两个月重新恢复增长，符合预期；截至8月的三个月内，英国GDP环比增长0.2%。

2.3 日本

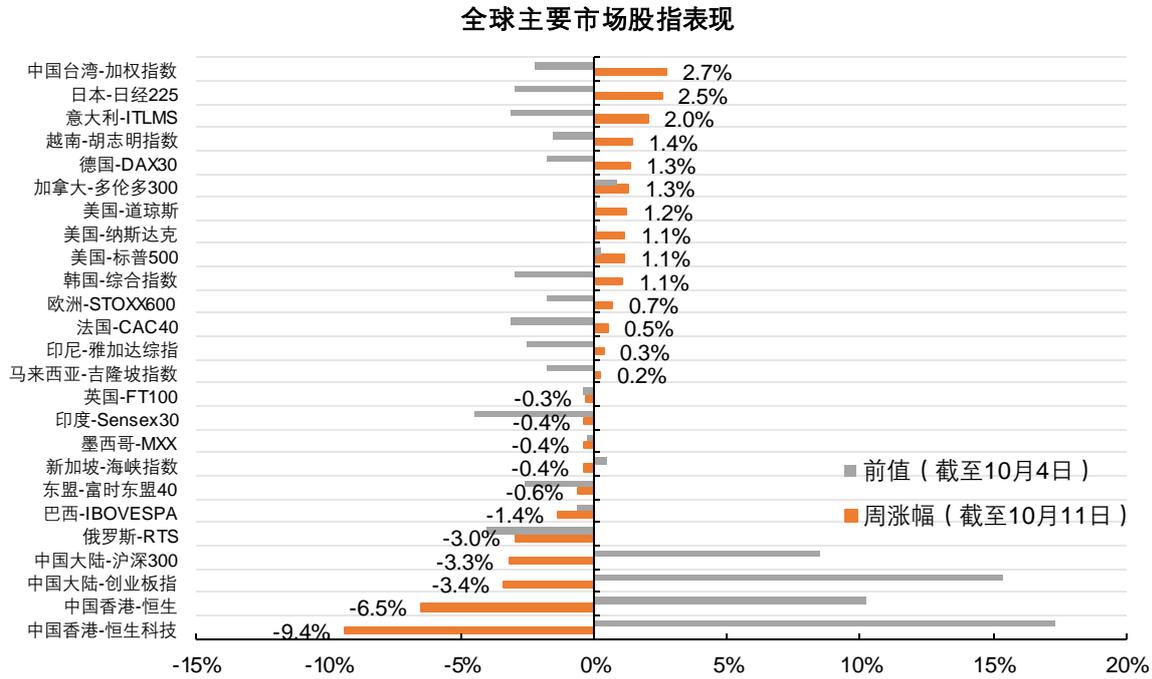
日本新政府继续表态，强调“摆脱通缩”是政策核心关切；日本央行官员讲话则再提未来加息的可能。10月8日，日本经济再生大臣赤泽亮正称，日本新政府信任日本央行的决定，并将与央行密切合作，消除日本再次陷入通缩的风险。10月10日，日本央行副行长冰见野良三表示，如果经济表现符合预期，就会相应地继续加息。另据日本央行调查显示，近86%的日本家庭预计一年后物价将上涨，这是通胀预期升温的一个迹象，可能有助于日本央行进一步加息。

三、全球大类资产

3.1 股市：美欧日股市集体回暖

近一周（截至10月11日），美欧日股市集体回暖，A股港股回调。美国方面，标普500指数、道琼斯工业指数和纳斯达克综指整周分别上涨1.1%、1.2%和1.1%。宏观层面，美国通胀韧性反映需求韧性，降息预期基本稳定。行业层面，10月以来（截至11日），标普500指数11个行业中，能源（+5.6%）、金融（+2.5%）、工业（+2.0%）和信息技术（+2.0%）领涨，房地产（-2.9%）、公用事业（-1.9%）和可选消费（-1.8%）领跌；费城半导体指数累计上涨3.1%，纳斯达克金龙指数上涨3.7%，罗素2000指数上涨0.2%。欧洲方面，欧洲STOXX600指数整周上涨0.7%，德国DAX、法国CAC40和英国FT100指数整周分别上涨1.3%、上涨0.5%和下跌0.3%。亚洲方面，A股和港股在连续两周大涨后有所回调，A股沪深300和创业板指数整周分别跌3.3%和3.4%，9月24日以来分别累涨21.0%和37.3%；港股恒生指数和恒生科技指数整周分别跌6.5%和9.4%，9月24日以来分别累涨16.5%和28.1%。日经225指数整周上涨2.5%，越南胡志明指数上涨1.4%。

图表11 美欧日股市集体回暖，A股港股回调

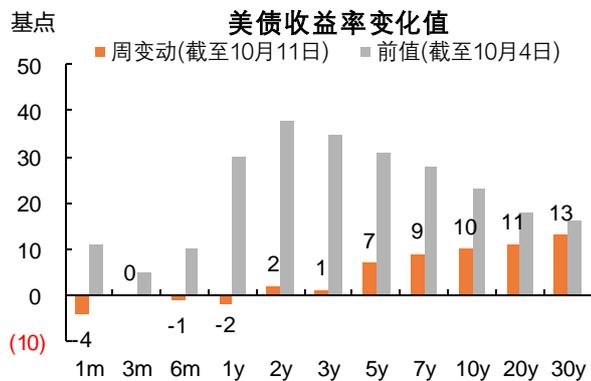


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 债市：中长端美债利率续升

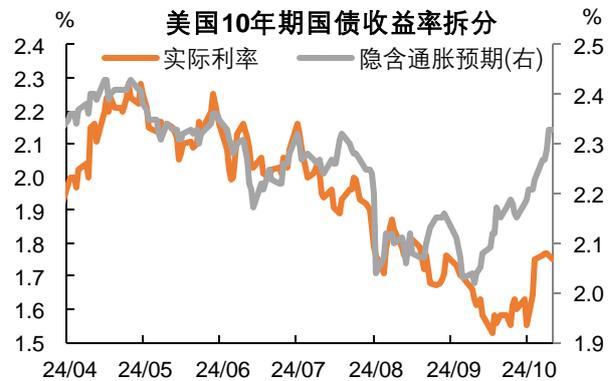
近一周 (截至 10 月 11 日)，中长端美债利率继续上行，主要反映通胀预期的上行以及中期经济预期向好。2 年期美债利率整周小幅上行 2BP 至 3.95%。10 年美债收益率整周大幅上行 10BP 至 4.08%，继续创近两个月新高；10 年 TIPS 利率 (实际利率) 整周持平于 1.75%，隐含通胀预期整周上行 10BP 至 2.33%。非美地区方面，10 年德国国债收益率整周上行 12BP 至 2.29%。10 年日债利率主要在 0.93-0.96% 区间波动。

图表12 中长端美债利率继续上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美债通胀预期走高

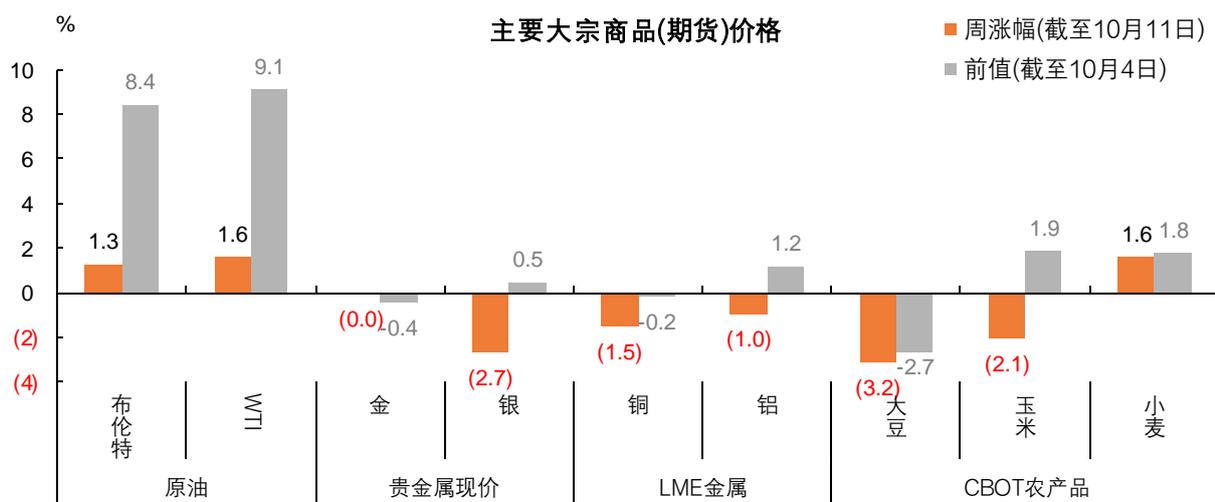


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 商品：油价涨幅缩窄

近一周（截至 10 月 11 日），油价涨幅缩窄，金价基本持平，铜铝回调。原油方面，布伦特和 WTI 原油整周分别上涨 1.3% 和 1.6%，分别收于 79.0 和 75.6 美元/桶。宏观层面，中东局势暂未大幅升级，能源市场紧绷情绪有所缓和；美国通胀数据偏强，油需预期仍有一定支撑。库存方面，EIA 报告显示，截至 10 月 4 日当周美国原油库存增加 581 万桶，原油出口减少 8.4 万桶/日，原油产量增加 10 万桶。**贵金属方面**，黄金现货价整周基本持平，曾于 10 月 7-9 日下跌，10-11 日反弹，收于 2649 美元/盎司。美债利率和美元指数的上行仍令金价承压，但地缘风险及通胀预期的上行对金价形成支撑。白银现货价整周下跌 2.7%。**金属方面**，LME 铜和铝整周分别下跌 1.5% 和 1.0%。**农产品方面**，CBOT 大豆、玉米和小麦分别下跌 3.2%、下跌 2.1% 和上涨 1.6%。

图表 14 油价涨幅缩窄，金价基本持平，铜铝回调

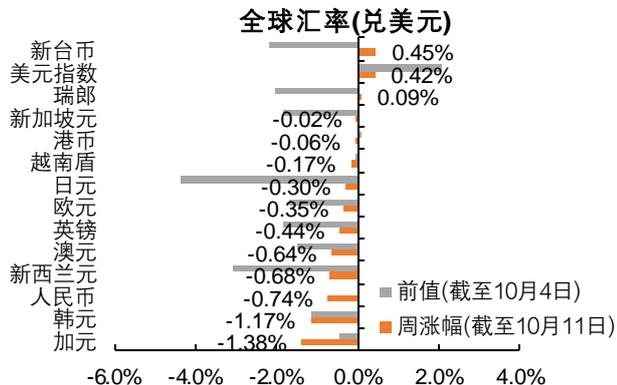


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇：美元指数续升

近一周（截至 10 月 11 日），美元指数整周上涨 0.42% 至 102.93，逼近 103 关口，继续创 8 月 15 日以来新高；加元、韩元等领跌，日元、欧元等跌幅不大。美国方面，美国通胀数据走强，是美元汇率的关键支撑。**欧元区方面**，欧央行本周发言支持 10 月降息，但“不会迈出太大步伐”，限制了欧元的跌幅。欧元兑美元整周下跌 0.35%。**英国方面**，英国 GDP 数据如期回暖，英镑兑美元整周下跌 0.44%。**日本方面**，日本新政府继续表达“应对通缩”是核心关切，但日本央行官员讲话强调未来仍可能继续加息，限制了日元的跌幅，日元兑美元整周跌 0.30%，美元兑日元收于 149.16，逼近 150 大关。**中国方面**，在国庆假期期间美元升值的背景下，本周人民币兑美元汇率“补降”，整周下跌 0.74%，美元兑人民币收于 7.068。

图表15 美元指数继续上涨，加元、韩元领跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 美元指数逼近 103 关口



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国通胀超预期上行, 全球金融市场波动超预期, 国际地缘局势超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层