

美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024 年 10 月 11 日

浦銀國際

数据点评

美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点

美国 9 月核心 CPI 通胀率再次超市场预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率微升 0.03 个百分点到 0.31%，高于市场预期的 0.2%。整体 CPI 环比增速基本维持不变 (0.18%)。其中，食品价格增速有所加快，能源价格环比跌幅扩大。按同比看，美国整体 CPI 因为高基数效应下行 0.1 个百分点到 2.4%，而核心 CPI 意外回升 0.1 个百分点到 3.3% (图表 2)。

从环比细分数据来看，核心商品 CPI 的改善以及超级核心服务 CPI 的上升是核心环比通胀率回升的主要推动力 (图表 1)：

- 正如我们此前所**预计**的，核心商品价格环比增速 9 月转正 (9 月：0.17%，8 月：-0.17%)。这主要得益于服装价格因为换季因素继续上涨，环比 CPI 通胀率从 8 月的 0.26% 加快到 9 月的 1.14%。此外，运输商品 CPI 通胀率转正至 0.25% (8 月：-0.28%)，主要得益于二手车 CPI 的改善。尽管从领先的曼海姆二手车价格指数来看，二手车 CPI 的改善或并不能持久 (图表 4)。此外，家用家具和供给环比 CPI 有所改善，医疗和教育两类商品的环比 CPI 有所下跌。
- 住房价格环比增速 9 月大跌 0.3 个百分点到 0.22%。从细分数据来看，正如我们上个月所**预测**的，在暑假旺季结束以后，外宿 (主要是酒店) 价格大幅下降，环比通胀率从 8 月的 1.75% 下降至 9 月的 -1.93%。业主等价租金环比通胀率在 7-8 月连续回升之后，终于在 9 月下滑 0.17 个百分点到 0.33% (图表 5)。与此同时，主要居所租金环比通胀率也略微下跌 (9 月：0.28%，8 月：0.37%)。
- 超级核心服务 (剔除住房外的核心服务) 环比 CPI 增速大幅回升 (9 月：0.55%，8 月：0.24%)。细分来看，我们**曾经提到**此前连续走低的医疗护理服务价格或并不持久，9 月该项目环比 CPI 转正至 0.66% (8 月：-0.09%)。运输服务环比通胀率从 8 月的 0.89% 继续上升至 1.35%。其中，汽车保险价格环比增速加倍至 1.19%，是运输价格上涨的主要推动力。此外，虽然油价 9 月继续下跌、且暑期旺季结束，但是机票环比通胀率仍维持在 3% 以上。不过娱乐服务 CPI 环比增速确实随暑期结束明显下滑，其他个人服务价格环比由跌转涨。

上周五 (10 月 4 日) 发布的非农就业报告显示劳动力市场状况在 9 月意外好转。首先，美国 9 月非农新增就业人数大幅增加 25.4 万人，远高于市场预期的 15 万人 (图表 6)。与此同时，此前屡遭下修的前两个月新增就业数据被上修，7 月和 8 月数据各上调 5.5 万人和 1.7 万人。其次，失业率继续下行 0.1 个百分点到 4.1% (图表 7)。最后，平均时薪同比增速略微加快，尽管环比增速有所放缓。此外，滞后的 JOLT 职位空缺/失业人数比率 8 月微升至 1.13 (7 月为 1.08，图表 9)。虽然仅一两个月就业市场数据的改善并不意味着劳动力市场已经触底反弹，但是这些数据至少可以缓解市场和美联储对劳动力市场加速恶化的担忧。



扫码关注浦银国际研究

连续两个月超市场预期核心 CPI 环比通胀率凸显了通胀韧性，但尚不至于引发再通胀。导致核心 CPI 走高的首要原因——超级核心服务 CPI 的大幅回升，或与劳动力市场意外回暖有关。在我们认为劳动力市场改善并不可持续的基本假设下，该项目此后或有所下降。而另一个驱动因素——核心商品 CPI 中的服装和运输价格未来也颇具波动性。9 月数据中一个积极的变化是美联储较为警惕的业主等价租金环比通胀率终于回落。整体而言，我们仍认为核心通胀大趋势将在波折中继续温和下行。美联储目前或未对再通胀问题有过多担忧。

我们现在预计 11 月会议的降息幅度或仅为 25 个基点（此前预测：50 个基点）。9 月美联储会议表明在考虑降息问题上，参考数据的天平已从通胀偏向到就业市场。目前 9 月通胀和就业数据已经发布完毕，均好于预期。距离 11 月 6-7 日的下次美联储会议，关键参考数据仅剩 10 月就业数据尚未揭晓。然而，由于受到罢工、飓风、洪水等场外因素影响，10 月就业数据的参考意义或并不大。基于以上考虑，我们认为 11 月降息幅度或在 25 个基点。虽然近期市场对美国经济“不着陆”的判断又有所抬头，认为 11 月美联储甚至可能不降息，但是我们认为并不能仅凭 9 月的就业和通胀数据就断定美国经济已经触底反弹，我们预计美国经济整体下行趋势仍会持续一段时间。触发美联储暂停降息或需要接下来经济数据有更超乎预期的表现，可能性并不高。

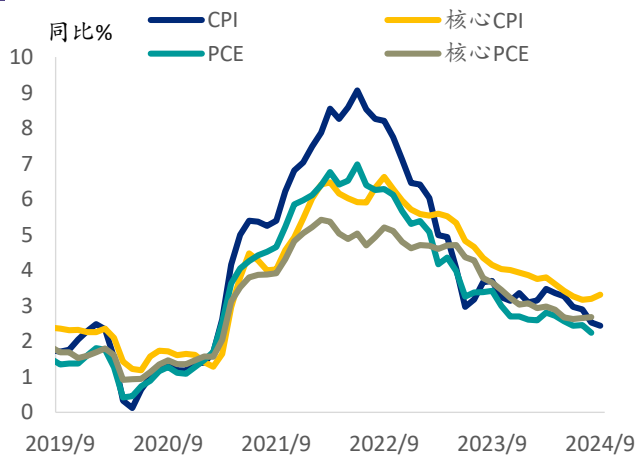
风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退；降息过快或地缘政治风险导致再通胀风险；美国大选结果出乎市场意料。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 9 月	24 年 8 月	24 年 7 月		
CPI	0.18	0.19	0.15	100.0	0.18
食品	0.40	0.12	0.16	13.5	0.05
能源	-1.85	-0.78	0.03	6.6	-0.12
核心 CPI	0.31	0.28	0.17	79.9	0.25
- 商品	0.17	-0.17	-0.32	18.5	0.03
家用家具和供给	0.03	-0.27	0.06	3.5	0.00
服装	1.14	0.26	-0.45	2.6	0.03
运输	0.25	-0.28	-0.82	6.0	0.02
医疗护理	-0.68	-0.22	0.16	1.5	-0.01
娱乐商品	-0.28	-0.23	-0.34	2.0	-0.01
教育和通讯商品	-0.70	-0.44	0.40	0.7	-0.01
酒精饮料	0.12	0.00	0.31	0.8	0.00
其它	0.32	0.21	0.22	1.4	0.00
- 服务	0.36	0.41	0.31	61.4	0.22
住房	0.22	0.52	0.38	36.5	0.08
主要居所租金	0.28	0.37	0.49	7.7	0.02
外宿	-1.93	1.75	0.22	1.4	-0.03
业主等价租金	0.33	0.50	0.36	27.0	0.09
核心服务扣除住房	0.55	0.24	0.21	24.9	0.14
医疗护理	0.66	-0.09	-0.34	6.5	0.04
运输	1.35	0.89	0.41	6.5	0.09
娱乐	-0.47	0.02	0.42	3.1	-0.01
教育和通讯商品	0.10	0.17	0.16	5.1	0.01
其它个人服务	0.17	-0.06	0.39	0.9	0.00

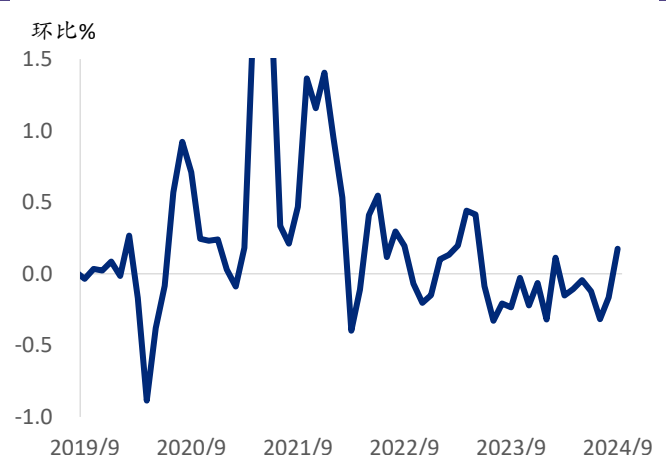
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 核心同比 CPI 通胀率 9 月微升, 但整体同比 CPI 通胀率因为高基数继续回落



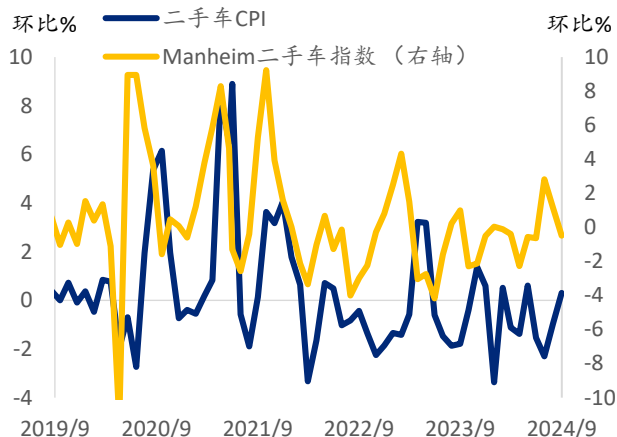
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 核心商品环比通胀率 9 月转正



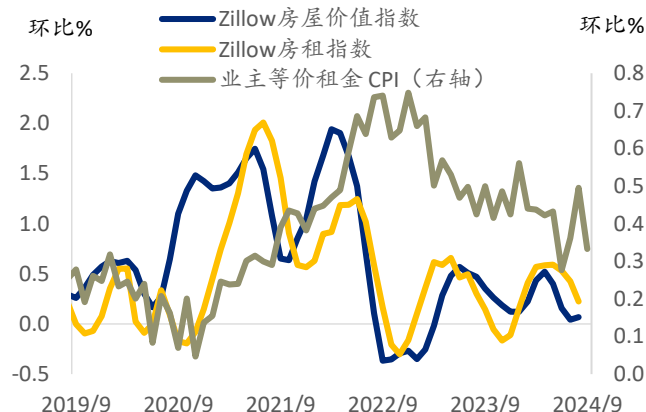
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 从领先的曼海姆二手车价格指数来看, 二手车 CPI 的改善或不能持久



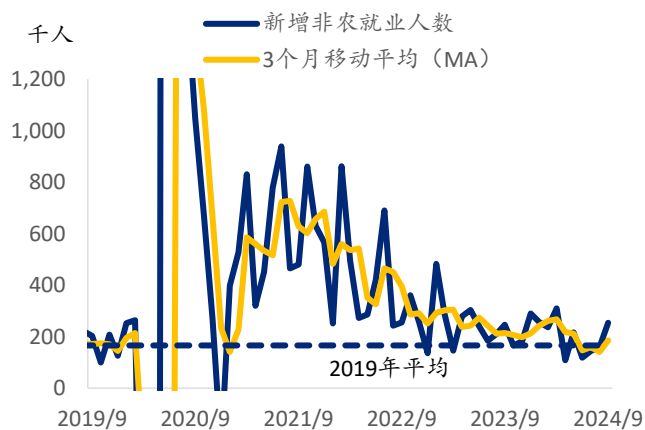
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 业主等价租金 CPI 在连续两个月上升之后于 9 月回落



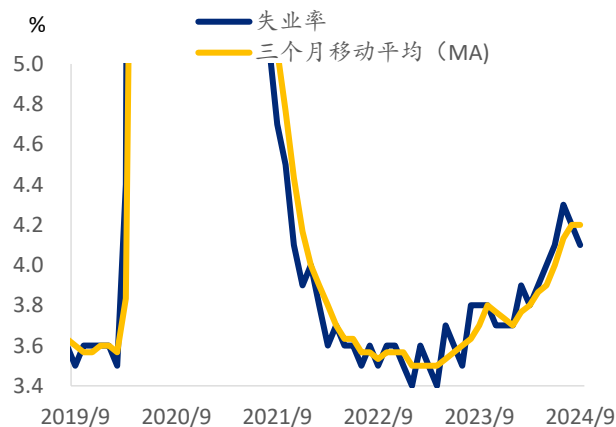
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 9 月新增非农就业人数超预期上升, 且 7-8 月份数据罕见上修



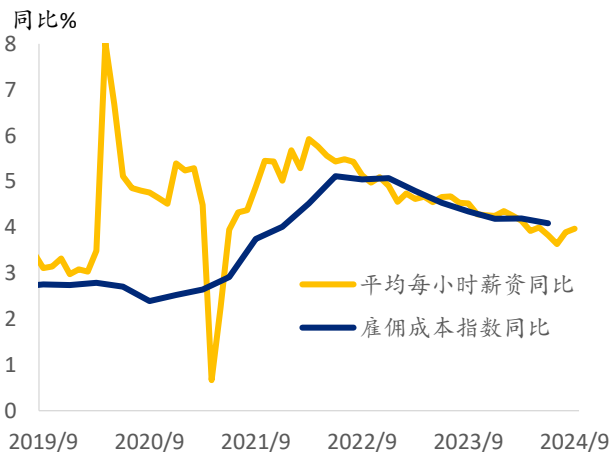
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 失业率 9 月再下降 0.1 个百分点到 4.1%



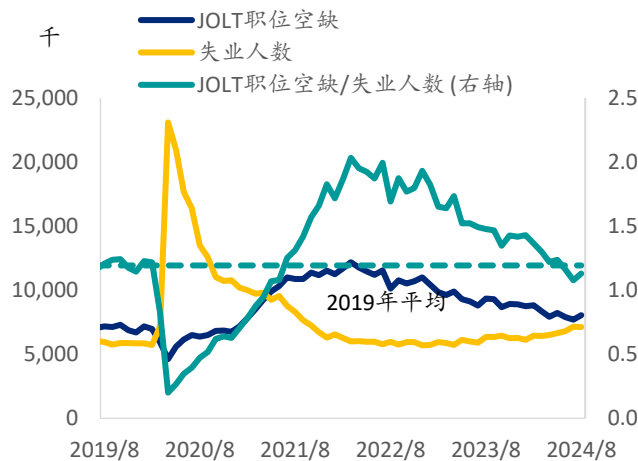
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 平均时薪同比增速略微加快, 尽管环比增速有所放缓



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 滞后的 JOLT 职位空缺/失业人数比率 8 月微升至 1.13



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年9月26日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024年9月19日	美联储9月超预期降息50个基点，年内或还有单次50个基点降息
2024年9月12日	美国8月核心环比通胀率略超预期，基本锁定9月25个基点降息
2024年8月27日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024年8月24日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认9月降息
2024年8月23日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024年8月15日	符合市场预期的美国7月环比通胀率上升大概率不会影响9月降息决议
2024年8月1日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024年8月1日	7月美联储会议点评：9月剑指降息
2024年7月30日	宏观主题研究：特朗普2.0将如何影响美国经济和金融市场？
2024年7月12日	美国6月通胀数据再次超预期放缓，9月降息预期获进一步确认
2024年6月25日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024年6月13日	偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月16日	4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024年5月6日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024年5月2日	5月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024年4月11日	3月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024年3月26日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024年3月21日	3月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024年3月13日	美国2月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024年3月4日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月13日	美国11月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年11月2日	美联储11月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023年10月13日	美国9月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月21日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023年9月14日	美国8月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息，但并不意味着结束加息
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息，加息周期未必已结束
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

