

# 宏观点评 20241114

## 10月通胀：美联储落子何处？

2024年11月14日

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001  
021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书：S0600123040063  
gexy@dwzq.com.cn

### 相关研究

《10月社融：政府债边际退坡，信贷加快修复》

2024-11-12

《10月通胀：物价寻底，静待政策提振》

2024-11-10

■ 今年以来，美联储政策的天平一直倾向就业，大选后政策的重心开始转回通胀。美国总统大选“尘埃落定”，红色浪潮席卷，“共和党横扫”下，特朗普的一揽子政策（减税+加征关税+移民收紧+监管放松）抬升美国长期通胀预期。考虑到这“四杆枪”可能加剧物价上涨的压力，因此无论是市场还是美联储，都对CPI数据变得更加敏感，也让市场开始担心通胀加剧，可能减少美联储利率的回旋余地。

■ 2025年，美联储怎么降？长期通胀预期是答案。参考历史，作为回应通胀的恢复，美联储往往会推迟降息的时机。因此如果美联储认为通胀放缓不够快，或者长期通胀预期上升，降息节奏停滞时点或前移。如果在特朗普就职后，迅速采取激进的贸易行动，那么美联储很可能会像2019年第一次中美贸易摩擦期间那样降息，这样的行为不仅受到特朗普的欢迎，同时对美联储政策独立性的“怀疑”也可以减轻。

■ 此外即便降息路径上，2025年的节奏和幅度可能存在“预期差”，但美联储政策仍有继续放松的需要，退出QT也已经摆在美联储的办公桌上。主要是因为美元流动性的紧张，具体来看：

一是，货币市场深度下降。银行存款准备金/SOFR日均成交量已下降至2019年的疫情前水平，美国银行目前的流动性可能不再宽松；

二是，准备金和ONRRP加总规模回落至GDP的10%，即约2.7万亿美元，为停止缩表的合意水平。现阶段，RRP规模约0.1万亿美元，准备金规模约为3.2万亿美元，加总3.3万亿美元，离目标已经越来越近。按照这个速度，政策有继续放松的必要，退出QT或在2025年上半年。

■ 那么具体来看，美国10月通胀表现如何，以下三点值得关注：

■ 一、整体来看，美国10月通胀符合预期：10月美国CPI同比2.6%，预期2.6%，前值2.4%；10月CPI环比0.2%，预期0.2%，前值0.2%。核心CPI同比3.3%，预期3.3%，前值3.3%；10月核心CPI环比0.3%，预期0.3%，前值0.3%。能源价格下跌有助于解释整体CPI低于核心通胀。此外除住房外，二手车和卡车、机票、休闲娱乐等核心CPI纷纷走高。

■ 二、核心服务方面，住房通胀小幅“卷土重来”。住房是通胀项目中，粘性最足的一类。10月美国住房通胀是最主要贡献核心通胀的分项，住房通胀环比上涨0.4%，同比上涨4.9%。此外，其他核心服务方面，医疗保健、运输服务和教育和通讯服务涨势放缓，环比分别下降至0.4%、0.4%和-0.2%，而休闲服务、杂项个人服务环比上涨至0.7%和0.3%。

■ 三、商品通胀“下降旋律”还在继续，但二手车价格存在扰动。10月核心商品延续负增长，同比降幅维持9月的-1.2%。环比来看，较上期下降0.2pct至0%。其他核心商品通胀方面，降速也还在继续：医疗护理商品（环比-0.2%）、休闲娱乐商品（环比0%）、教育通讯商品（环比-1.1%），降速较前值加快。自供应链压力缓解以来，商品“去通胀”便一直是降温主旋律，往后看，核心商品回落趋势暂时没有发生改变。

但是值得注意的是，10月二手车和卡车环比回升1.4pct至2.7%，成为核心商品中涨幅最大的分项。这主要是由于飓风（海伦和米尔顿）的扰动和破坏增加了对汽车和零部件更换的需求。往后看，考虑到天气及飓风的扰动难以快速消退，短期内可能仍旧对二手车价格造成扰动。

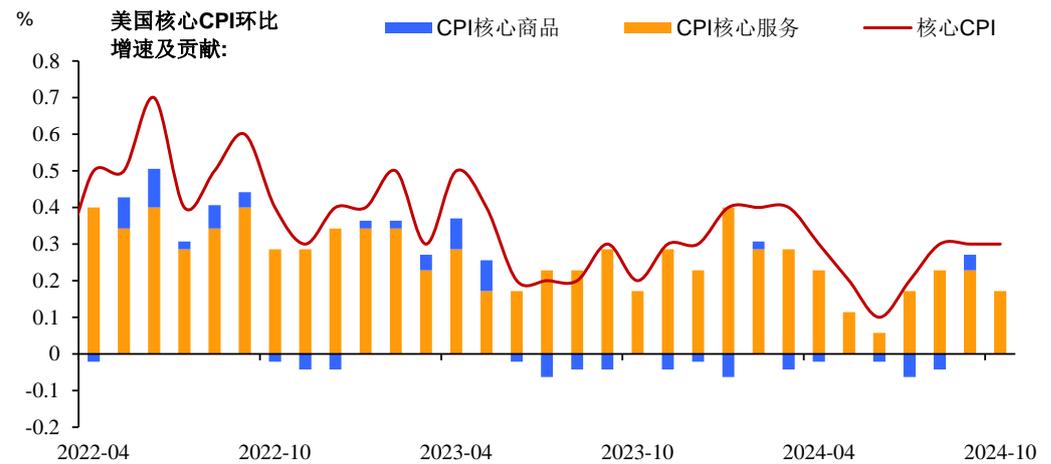
■ 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 美国 10 月通胀情况一览

	权重 (%)	2024年10月美国CPI数据一览									
		同比, 季调 (%)					环比, 季调 (%)				
		2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
CPI	100.0%	2.6	2.4	2.5	2.9	3.0	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1
食品	13.5%	2.1	2.3	2.1	2.2	2.2	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2
家庭食品	8.1%	1.1	1.3	0.9	1.1	1.1	0.1	0.4	0.0	0.1	0.1
非家用食品	5.4%	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4
能源	6.7%	-4.9	-6.8	-4.0	1.1	1.0	0.0	-1.9	-0.8	0.0	-2.0
能源类商品	3.6%	-12.4	-15.3	-10.2	-2.1	-2.3	-1.0	-4.0	-0.6	0.1	-3.7
汽油 (所有种类)	3.3%	-12.2	-15.3	-10.3	-2.2	-2.5	-0.9	-4.1	-0.6	0.0	-3.8
燃油	0.1%	-20.8	-22.4	-12.1	-0.3	0.8	-4.6	-6.0	-1.9	0.9	-2.4
能源服务	3.2%	4.0	3.4	3.0	4.1	4.3	1.0	0.7	-0.9	-0.1	-0.1
电力	2.5%	4.5	3.7	3.9	4.9	4.4	1.2	0.7	-0.7	0.1	-0.7
公共事业 (管道) 燃气服务	0.7%	2.0	2.0	-0.1	1.5	3.7	0.3	0.7	-1.9	-0.7	2.4
核心CPI	79.8%	3.3	3.3	3.2	3.2	3.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
商品, 不含食品和能源类商品	18.8%	-1.2	-1.2	-1.7	-1.7	-1.7	0.0	0.2	-0.2	-0.3	-0.1
新车	3.6%	-1.3	-1.3	-1.2	-1.0	-0.9	0.0	0.2	0.0	-0.2	-0.2
二手汽车和卡车	1.9%	-4.6	-7.5	-9.4	-10.3	-9.5	2.7	0.3	-1.0	-2.3	-1.5
服装	2.6%	0.3	1.8	0.3	0.2	0.8	-1.5	1.1	0.3	-0.4	0.1
医疗护理商品	1.5%	1.0	1.6	2.0	2.8	3.1	-0.2	-0.7	-0.2	0.2	0.2
服务, 不含能源服务	61.0%	4.8	4.8	4.9	4.9	5.0	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1
住房	36.2%	4.9	4.8	5.2	5.0	5.1	0.4	0.2	0.5	0.4	0.2
运输服务	6.4%	8.2	8.7	8.0	8.8	9.2	0.4	1.4	0.9	0.4	-0.5
医疗护理服务	6.5%	3.8	3.6	3.2	3.3	3.3	0.4	0.7	-0.1	-0.3	0.2

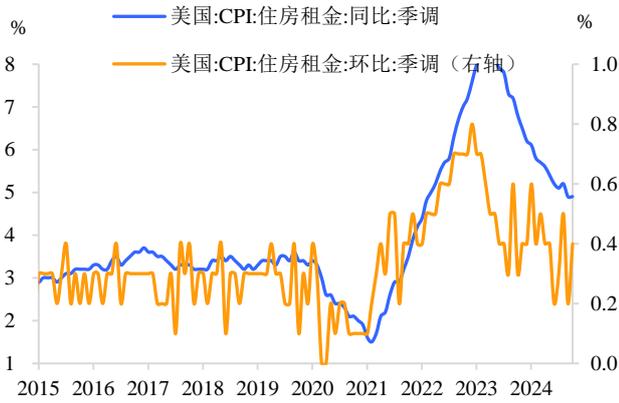
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国核心通胀中, 核心服务仍是主要贡献项



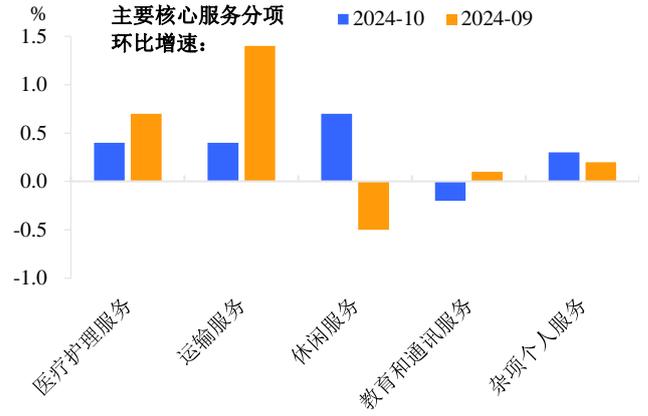
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 住房通胀增速同比不变, 环比上涨



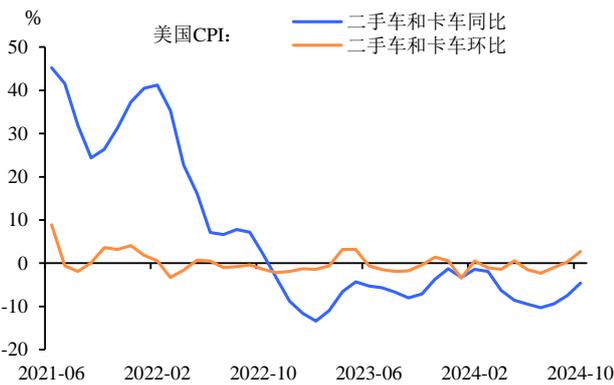
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 其他服务中, 休闲服务成为上涨的主因



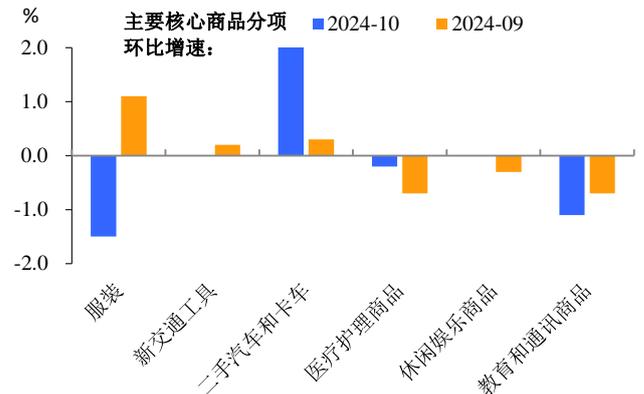
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 10月二手车通胀同环比纷纷抬升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 核心商品中, 10月二手车价格加速上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>