



## 研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 宏观事件

北京时间 2024 年 11 月 13 日晚美国劳工部公布 10 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.6%，预期+2.6%，前值+2.4%；核心 CPI+3.3%，预期+3.3%，前值+3.3%。

环比：CPI+0.2%，预期+0.2%，前值+0.3%；核心 CPI+0.3%，预期+0.3%，前值+0.3%。

## 核心观点

## ■ 10 月美国 CPI 仍有韧性

10 月份，美国 CPI 同比走势在油价驱动下维持低位，但有所小幅回升。10 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品 (+2.1%) 继续走低、能源 (-4.9%) 虽然负增长但是回升 1 个百分点，给通胀维持低位提供支撑。10 月市场波动之下能源 CPI 表现出读数上的企稳反弹，对于货币政策决策而言，未来的进一步降息需要重点关注供给侧因素对于价格的向上扰动风险。

10 月核心 CPI 同比走势继续表现出韧性，持平于 9 月且高于 8 月的+3.2%近 0.1 个百分点。结构来看，10 月非农失业率维持在 4.1%但新增就业降至 1.2 万，因而核心通胀的韧性（同比保持 3.3%不变，环比维持在 0.3%）显示出美联储 9 月“降息”可能为之过早。

## ■ 关注美元反弹的持续性

市场短期处在“分歧”环境中。一方面，我们需要看到短期反弹的 CPI 背后体现了地缘不确定上升和核心通胀需求不减的特征事实，为美联储“不快速降息”提供了数据层面的支撑。另一方面，9 月美联储“50BP”降息的背后释放的是央行对于经济层面下行的担忧强过通胀层面短期的可能韧性，就业市场的不达预期（10 月非农降至个位数，下修此前就业增长）的影响强于通胀小幅韧性（核心 CPI 同比继续持稳）的影响。

美联储降息方向的明确和降息路径的不确定，对于资产配置而言形成了价格短期的波动，而这种波动一定意义上也提供了入场的空间。短期而言，随着美国大选落地，内部的利益博弈、中东的不稳定性为利率提供了上行的通胀溢价，而未来财政再扩张的预期提供了期限溢价，需要关注市场预期的这种摆动。

## ■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

## 目录

宏观事件 .....	1
核心观点 .....	1
通胀热力图 .....	3
总览 .....	3
结构 .....	3
CPI vs 核心 CPI .....	4
商品型通胀 vs 服务型通胀 .....	5
通胀热力图 .....	6

## 图表

图 1: 美国 9 月通胀热力图更新   单位: <i>STD</i> .....	3
图 2: CPI 和核心 CPI 同比   单位: % <i>YOY</i> .....	4
图 3: CPI 的食品和能源分项   单位: % <i>YOY</i> .....	4
图 4: 二手车和新车分项   单位: % <i>YOY</i> .....	4
图 5: 酒店和交通分项   单位: % <i>YOY</i> .....	4
图 6: 商品型 CPI 和服务型 CPI   单位: % <i>YOY</i> .....	5
图 7: 房价领先于房租上涨   单位: % <i>YOY</i> .....	5
图 8: 租金和汽车分项   单位: % <i>YOY</i> .....	5
图 9: 两种不同的租金分项   单位: % <i>YOY</i> .....	5
图 10: 油价和 TIPs 利率对比   单位: % <i>YOY</i> .....	6
图 11: 市场对 11 月降息定价下修   单位: % <i>PCT</i> .....	6

## 通胀热力图

### 总览

美国 10 月通胀热力图更新显示，核心通胀继续处在 3 年以来最低水平附近，持平于 9 月份，相比较 8 月低点小幅上升 (+0.1 个百分点)。

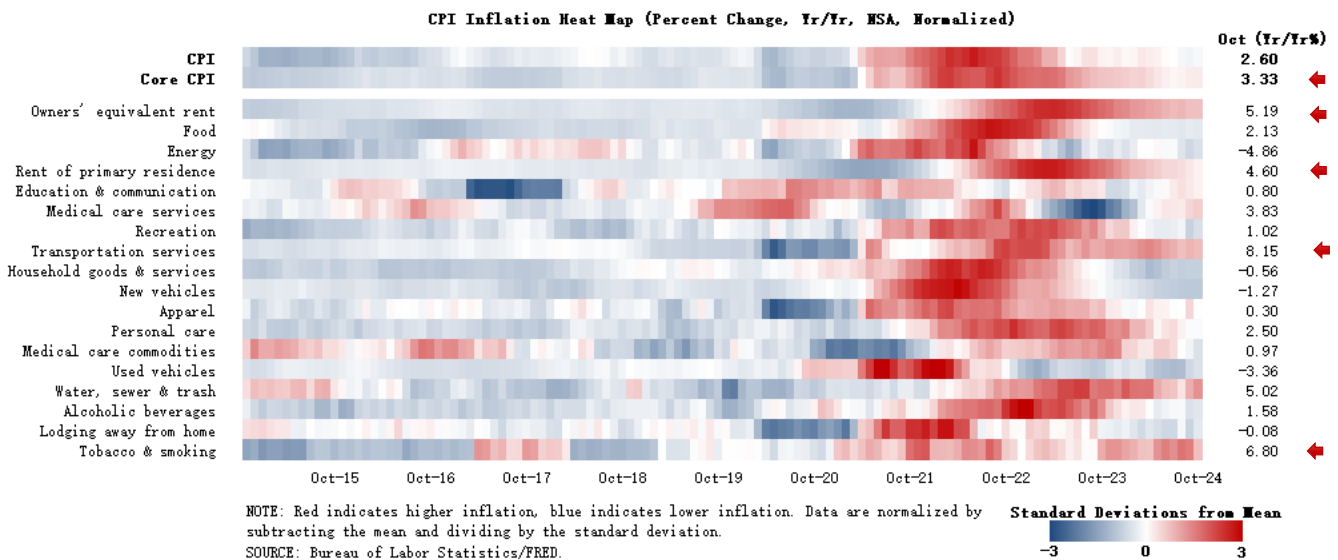
### 结构

(1) 从核心服务的影响因素来看，其中住房分项（不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金）继续处在红色偏“热”状态，市场密切关注未来价格回升的节奏。

(2) 从波动项来看，食品通胀维持偏冷 (2.1%) 的近期低位，同时能源通胀短期虽然表现为“冷”的状态 (-4.9%)，但是相比较 9 月回升近 2 个百分点。

(3) 特别的，10 月份交通运输分项的热度并没有减退 (8.2%)，对于能源回落状态下的实际物流层面的压力对经济仍构成影响。

图 1：美国 10 月通胀热力图更新 | 单位：STD



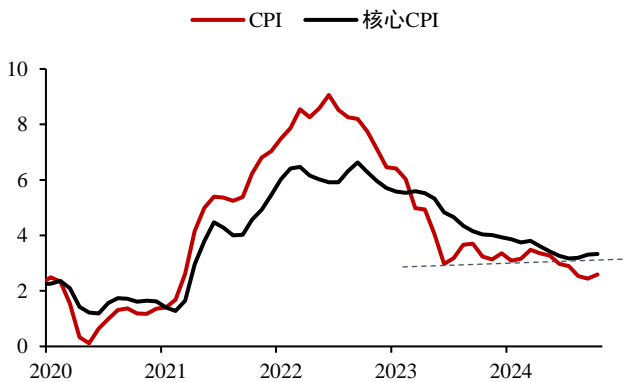
数据来源：FRED 华泰期货研究院

## CPI vs 核心 CPI

10 月份，美国 CPI 同比走势在油价驱动下维持低位，但有所小幅回升。10 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品 (+2.1%) 继续走低、能源 (-4.9%) 虽然负增长但是回升 1 个百分点，给通胀维持低位提供支撑。10 月市场波动之下能源 CPI 表现出读数上的企稳反弹，对于货币政策决策而言，未来的进一步降息需要重点关注供给侧因素对于价格的向上扰动风险。

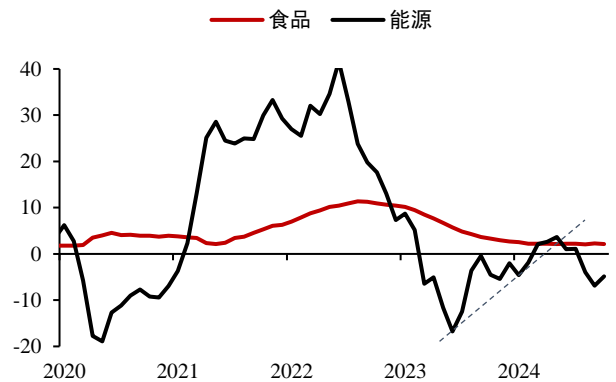
10 月核心 CPI 同比走势继续表现出韧性，持平于 9 月且高于 8 月的 +3.2% 近 0.1 个百分点。结构来看，10 月非农失业率维持在 4.1% 但新增就业降至 1.2 万，因而核心通胀的韧性（同比保持 3.3% 不变，环比维持在 0.3%）显示出美联储 9 月“降息”可能为之过早。

图 2：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



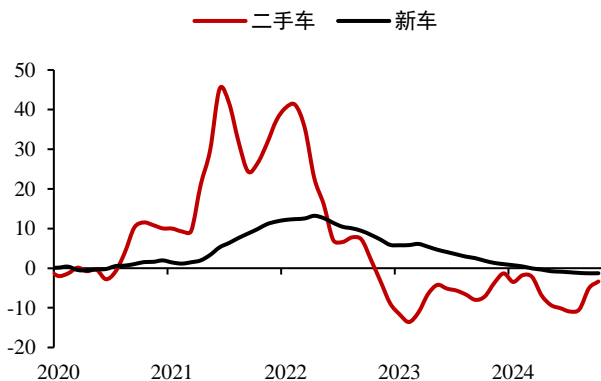
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



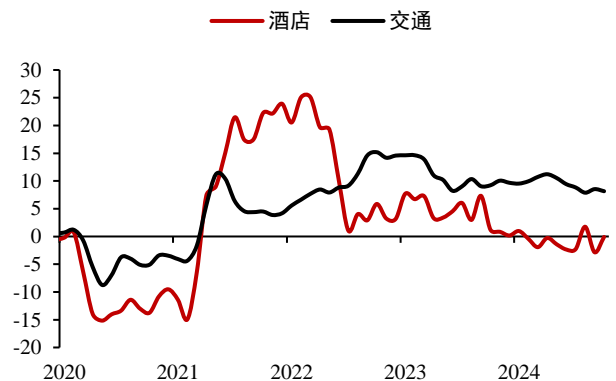
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：二手车和新车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



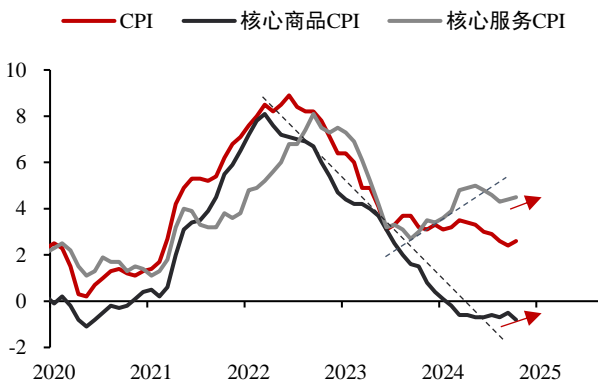
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 商品型通胀 vs 服务型通胀

CPI 压力结构短期再次表现坚挺。自 2023 年三季度以来，美国商品型通胀和服务型通胀表现出分化的特征——商品消费的回落和服务消费的扩张。但是从 10 月通胀报告来看，商品型通胀虽进一步回落（10 月较 9 月回落 0.3 个百分点），但服务型通胀在 6 月开始有所缓和之后，10 月份回升的“韧性”进一步增强（在近期矛盾的非农报告背景下，9 月回升之后 10 月继续回升 0.1 个百分点）。

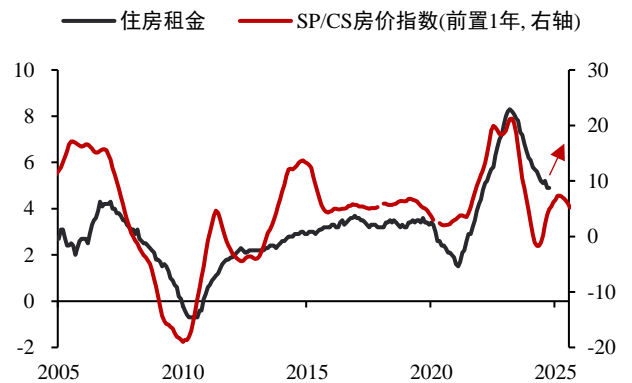
在 9 月首次降息后，建议未来继续关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自 2023 年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产价格的回升对于下半年的租金成本也将形成回升的压力，我们注意到 10 月租金成本同比增速开始有所企稳，未来持续保持关注。

图 6：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



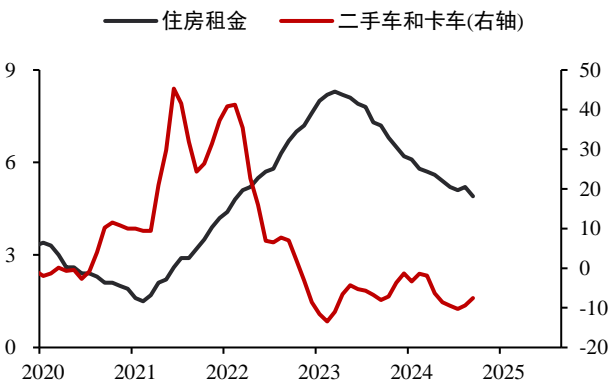
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



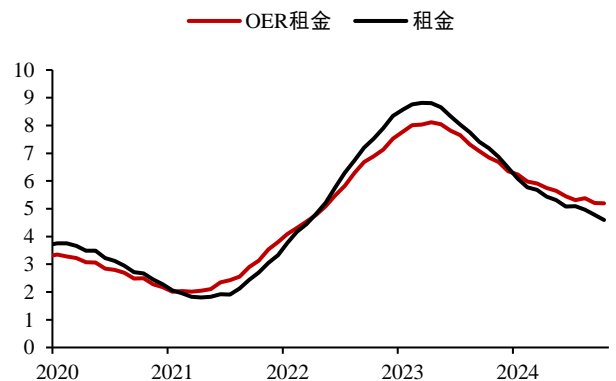
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 通胀的影响

美国通胀预期定价短期快速反弹。10月在地缘不稳定因素可能转变、市场对于衰退预期定价增强之后，油价再次转向回落。但是市场定价的通胀预期并没有受到油价回落的驱动，10月份以来持续反弹至2.5%。展望未来：

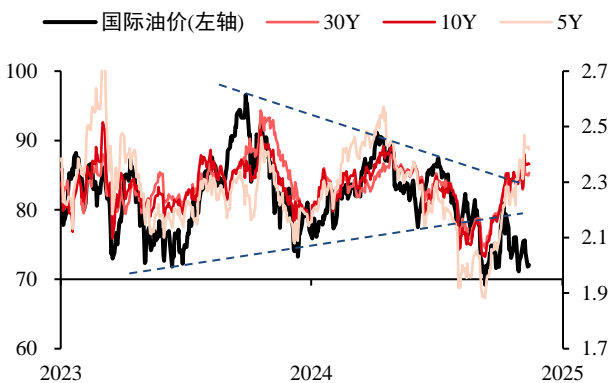
一方面，市场在逆周期政策力度修正之后，重回“衰退”定价模式，继续降低对未来“高通胀”的预期；

另一方面，在“大衰退”未降临之前，租金的上涨风险、供应链的不确定性风险都从供给端对于价格形成支撑的可能。

市场短期处在“分歧”环境中。一方面，我们需要看到短期反弹的CPI背后体现了地缘不确定上升和核心通胀需求不减的特征事实，为美联储“不快速降息”提供了数据层面的支撑。另一方面，9月美联储“50BP”降息的背后释放的是央行对于经济层面下行的担忧强过通胀层面短期的可能韧性，就业市场的不达预期（10月非农降至个位数，下修此前就业增长）的影响强于通胀小幅韧性（核心CPI同比继续持稳）的影响。

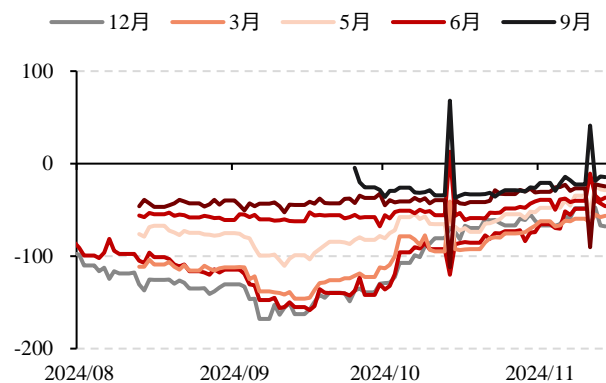
美联储降息方向的明确和降息路径的不确定，对于资产配置而言形成了价格短期的波动，而这种波动一定意义上也提供了入场的空间。短期而言，随着美国大选落地，内部的利益博弈、中东的不稳定性为利率提供了上行的通胀溢价，而未来财政再扩张的预期提供了期限溢价，需要关注市场预期的这种摆动。

图 10：油价和 TIPs 利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：市场对明年降息定价继续下修 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: [www.htfc.com](http://www.htfc.com)