



研究所

分析师:黄子崑
SAC 登记编号:S1340523090002
Email:huangziyin@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《货币政策锚由量转价，宽松力度可期》 - 2024.11.11

宏观观点

通胀波澜不惊——美国 10 月 CPI 数据解读

● 核心观点

美国公布了最新的 CPI 数据，10 月通胀水平符合市场预期。其中，整体 CPI 同比增速从 2.4% 小幅上升至 2.6%，与预期一致，环比增速为 0.2%，持平于前值和预期。核心 CPI 同比增长 3.3%，环比增长 0.3%，同样与前值和预期持平。整体上看，这份通胀报告不温不火，对市场影响较小。数据公布后，美股反应平淡，道指小幅上涨 0.11%，标普 500 指数微涨 0.02%，纳指小幅下跌 0.26%。利率期货市场预测美联储 12 月继续降息 25 个基点的概率从一天前的 58.7% 上升至 82.8%，但对 2025 年的降息预期有所回落。

拉长长时间来看，近几个月美国核心通胀的放缓已经接近停滞，去通胀的“最后一公里”仍然坎坷。由于美联储的政策目标逐渐转向就业，当前通胀水平已不是市场关注的焦点。然而，特朗普重返白宫后，新政府的政策可能引发对再通胀的担忧，届时市场可能会重新聚焦通胀叙事。我们认为对明年的降息空间不宜抱有过高的预期。

分项数据显示，上个月商品价格的意外反弹不具有持续性，本月商品价格环比持平印证了我们此前的观点。但潜在的关税政策为未来通胀带来了上行风险。拆分来看，二手车价格反弹，录得自 23 年 5 月以来的最大涨幅。而其他的一些分项则出现通缩，比如服装价格逆转了 9 月份的强劲涨势。

核心服务方面，住所分项环比增速在上个月明显回落后，10 月又反弹至 0.4%，但运输服务等其他分项增速显著降温，整体核心服务环比仅增长 0.3%。尽管机票价格连续 3 个月环比大幅上涨，但机动车保险增速的回落带动运输服务环比增速从 1.4% 回落至 0.4%。

展望未来，我们认为，这份完全符合市场预期的通胀报告，结合鲍威尔在本月会议上的表态——“当前利率水平仍高于中性利率”，美联储在 12 月议息会议大概率将继续降息 25 个基点。但往 2025 年看，考虑到潜在的政策不确定性以及美国经济基本面仍具韧性，未来降息步伐可能会显著放缓。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化。

目录

1 美国 10 月通胀符合预期.....	4
2 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 美国 10 月 CPI 各分项情况	4
图表 2: 数据公布后, 市场预期今年 12 月将再次降息 25bp, 但明年轻仅降息两次	5
图表 3: 美国通胀环比增速已连续多个月停滞 (%)	5
图表 4: 曼海姆指数此前已反映二手车价格反弹 (%)	6
图表 5: 新租户租金指数显示租金 CPI 将继续回落 (%)	6
图表 6: 机动车保险增速大幅放缓 (%)	6
图表 7: 机票连续 3 个月涨价 (%)	6

1 美国 10 月通胀符合预期

美国公布了最新的 CPI 数据，10 月通胀水平符合市场预期。其中，整体 CPI 同比增速从 2.4% 小幅上升至 2.6%，与预期一致，环比增速为 0.2%，持平于前值和预期。核心 CPI 同比增长 3.3%，环比增长 0.3%，同样与前值和预期持平。整体上看，这份通胀报告不温不火，对市场影响较小。数据公布后，美股反应平淡，道指小幅上涨 0.11%，标普 500 指数微涨 0.02%，纳指小幅下跌 0.26%。利率期货市场预测美联储 12 月继续降息 25 个基点的概率从一天前的 58.7% 上升至 82.8%，但对 2025 年的降息预期有所回落。

图表1：美国 10 月 CPI 各分项情况

单位：%	权重	环比								同比
		2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-10	
CPI	100	0.3	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.6
食品	13.5	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.4	0.2	0.2	2.1
家庭食品	8.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4	0.1	0.1	1.1
非家用食品	5.4	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	3.8
能源	6.6	1.1	-2.0	-2.0	0.0	-0.8	-1.9	0.0	0.0	-4.9
能源类商品	3.5	2.7	-3.5	-3.7	0.1	-0.6	-4.0	-1.0	-1.0	-12.4
汽油	3.3	2.8	-3.6	-3.8	0.0	-0.6	-4.1	-0.9	-0.9	-12.2
燃油	0.1	0.9	-0.4	-2.4	0.9	-1.9	-6.0	-4.6	-4.6	-20.8
能源服务	3.1	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.9	0.7	1.0	1.0	4.0
电力	2.5	-0.1	0.0	-0.7	0.1	-0.7	0.7	1.2	1.2	4.5
燃气服务	0.7	-2.9	-0.8	2.4	-0.7	-1.9	0.7	0.3	0.3	2.0
核心CPI	79.9	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	3.3
核心商品	18.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.0	-1.0
新交通工具	3.6	-0.4	-0.5	-0.2	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	-1.3
二手汽车和卡车	1.9	-1.4	0.6	-1.5	-2.3	-1.0	0.3	2.7	2.7	-3.4
服装	2.6	1.2	-0.3	0.1	-0.4	0.3	1.1	-1.5	-1.5	0.3
医疗护理商品	1.5	0.4	1.3	0.2	0.2	-0.2	-0.7	-0.2	-0.2	1.0
核心服务	61.4	0.4	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	4.8
住所	36.5	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5	0.2	0.4	0.4	4.9
运输服务	6.5	0.9	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.4	0.4	0.4	8.2
医疗护理服务	6.5	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.1	0.4	0.3	0.3	3.3

资料来源：iFind，中邮证券研究所

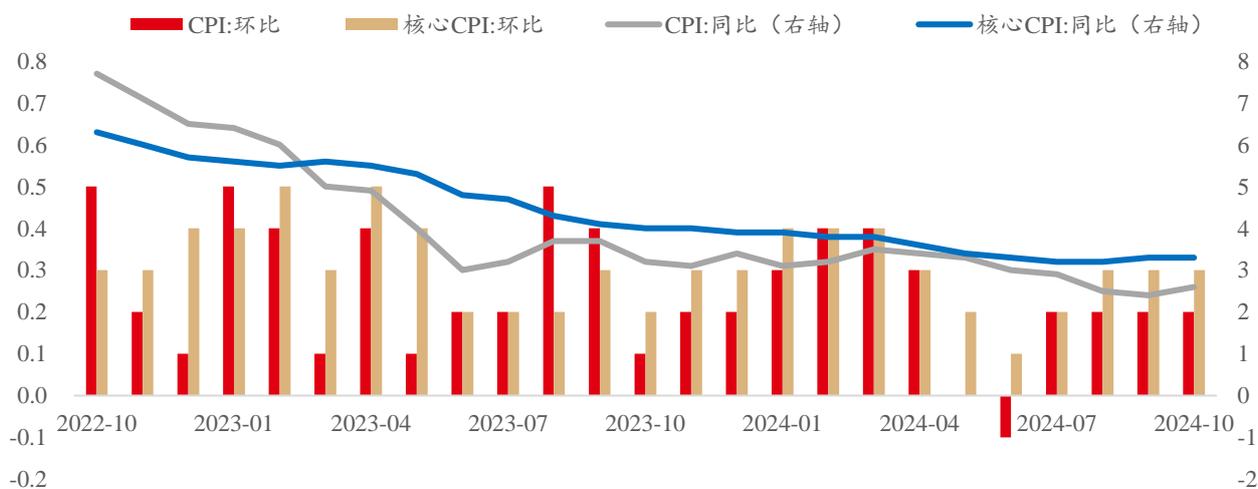
图表2：数据公布后，市场预期今年12月将再次降息25bp，但明年仅降息两次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.8%	17.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.8%	63.2%	12.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	45.9%	35.1%	5.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	21.8%	43.1%	27.5%	4.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.5%	31.2%	36.3%	17.2%	2.3%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.7%	15.8%	32.3%	32.1%	14.0%	1.8%
2025/9/17	0.1%	0.9%	5.9%	18.8%	32.3%	28.8%	11.8%	1.5%
2025/10/29	0.2%	1.6%	7.5%	20.5%	31.8%	26.7%	10.4%	1.3%
2025/12/10	0.3%	1.9%	8.3%	21.2%	31.5%	25.7%	9.9%	1.2%

资料来源：FedWatch，中邮证券研究所

拉长时间来看，近几个月美国核心通胀的放缓已经接近停滞，去通胀的“最后一公里”仍然坎坷。由于美联储的政策目标逐渐转向就业，当前通胀水平已不是市场关注的焦点。然而，特朗普重返白宫后，新政府的政策可能引发对再通胀的担忧，加上美国经济仍有韧性，届时市场可能会重新聚焦通胀叙事。我们认为对明年的降息空间不宜抱有过高的预期。

图表3：美国通胀环比增速已连续多个月停滞（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

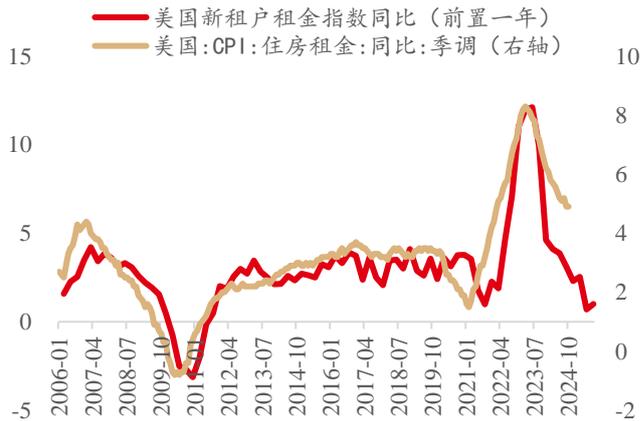
分项数据显示，上个月商品价格的意外反弹不具有持续性，本月商品价格环比持平印证了我们此前的观点。但潜在的关税政策为未来通胀带来了上行风险。拆分来看，二手车价格反弹，录得自 23 年 5 月以来的最大涨幅。而其他的一些分项则出现通缩，比如服装价格逆转了 9 月份的强劲涨势。

图表4：曼海姆指数此前已反映二手车价格反弹 (%)



资料来源：Macromicro，中邮证券研究所

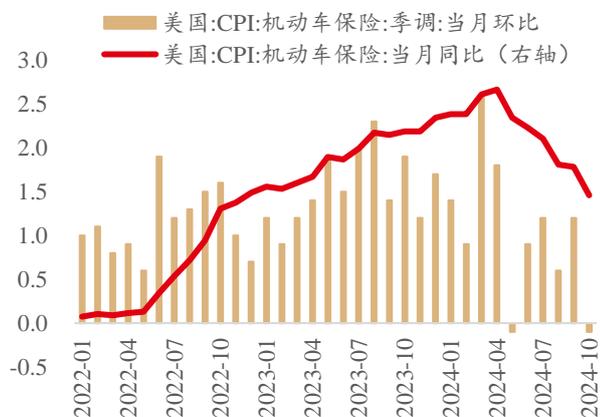
图表5：新租户租金指数显示租金 CPI 将继续回落 (%)



资料来源：iFinD，美国劳工统计局，中邮证券研究所

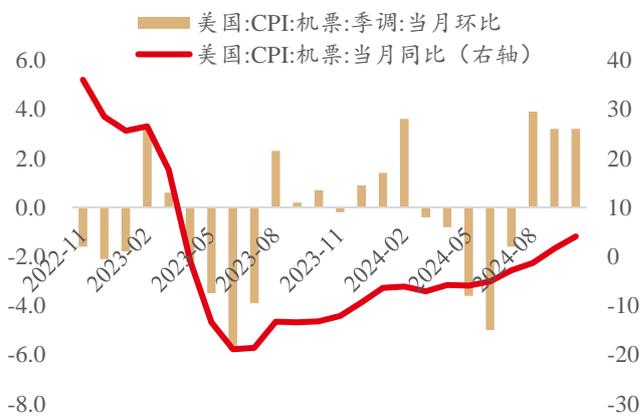
核心服务方面，住所分项环比增速在上个月明显回落后，10月又反弹至 0.4%，但运输服务等其他分项增速显著降温，整体核心服务环比仅增长 0.3%。尽管机票价格连续 3 个月环比大幅上涨，但机动车保险增速的回落带动运输服务环比增速从 1.4%回落至 0.4%。

图表6：机动车保险增速大幅放缓 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：机票连续 3 个月涨价 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

展望未来，我们认为，这份完全符合市场预期的通胀报告，结合鲍威尔在本月会议上的表态——“当前利率水平仍高于中性利率”，美联储在 12 月议息会议大概率将继续降息 25 个基点。但往 2025 年看，考虑到潜在的政策不确定性以及美国经济基本面仍具韧性，未来降息步伐可能会显著放缓。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048