

# 宏观报告

证券研究报告

2024年11月14日

## 美国通胀的不对称风险

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：1108 人大常委会解读-重塑地方财政循环》2024-11-09
- 2 《宏观报告：宏观点评-出口的持续性如何》2024-11-08
- 3 《宏观报告：宏观-特朗普当选对 ESG 投资意味着什么？》2024-11-07

美国 10 月总体 CPI 环比录得 0.24% (预期 0.21%)，核心 CPI 录得 0.28% (预期 0.30%)，基本符合预期。总体 CPI 环比已连续四个月保持在 0.2% 水平，核心 CPI 亦连续三个月保持在 0.3% 水平。

我们认为美国通胀动态存在不对称风险，且特朗普的政策或将进一步加剧这种不平衡性。如果说 2023-2024 年美国去通胀进程是商品通缩加剧与服务通胀放缓的竞速，那 2025 年美国再通胀进程则是关税政策与放松监管政策落地速率的比赛。

我们更倾向于“通胀先至，增长后行”。

美国货币政策则需要做出降息幅度与降息节奏间的取舍：更低的终点需要更长的时间，而更快的降息意味着更高的终端水平。

需求与物价面临的上行风险会远高于过度紧缩对经济带来的下行风险，随着信心的增强，信用的释放以及实际薪资收入的稳定，通胀的缓慢下行随时将面临扭转。

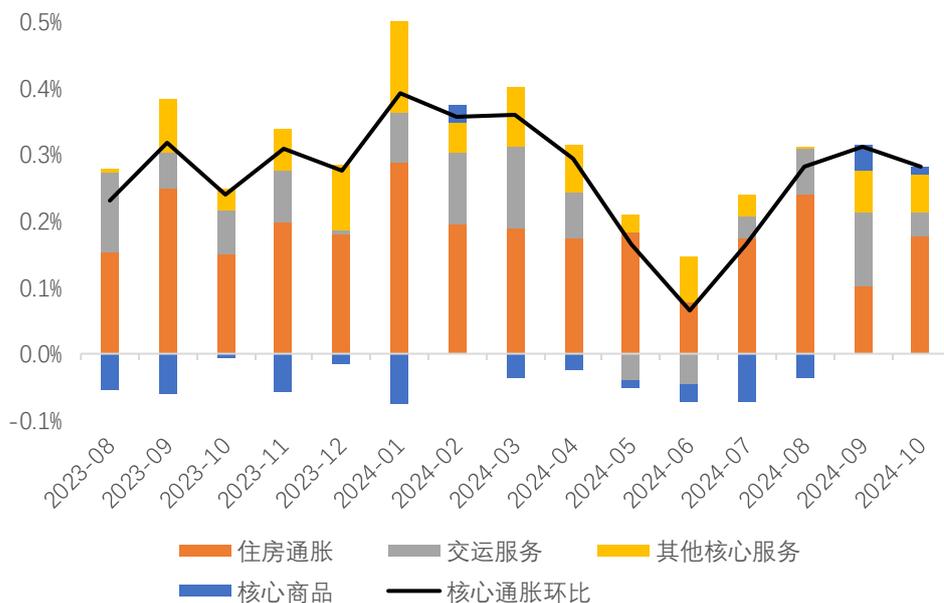
因此，我们并不认为去通胀处在一个正确的方向，或者说需要为之添加诸多关于特朗普政策的假设。货币政策对实体经济的反馈转向数据依赖，对财政政策的应对转向见招拆招。

如果说有什么是相对确定的，那“避免美国衰退”是特朗普和联储能够成为为数不多的共识，这也为美国长端利率放置了一个隐形的底。

风险提示：美国劳动力供给修复不及预期，美国降息幅度超预期，美国薪资增速估计偏差较大

美国 10 月总体 CPI 环比录得 0.24%（预期 0.20%），核心 CPI 录得 0.28%（预期 0.30%），基本符合预期。此前渲染的 10 月 CPI 可能超出预期并未兑现；与此同时，总体 CPI 环比已连续四个月保持在 0.2% 水平，核心 CPI 亦连续三个月保持在 0.3% 水平。

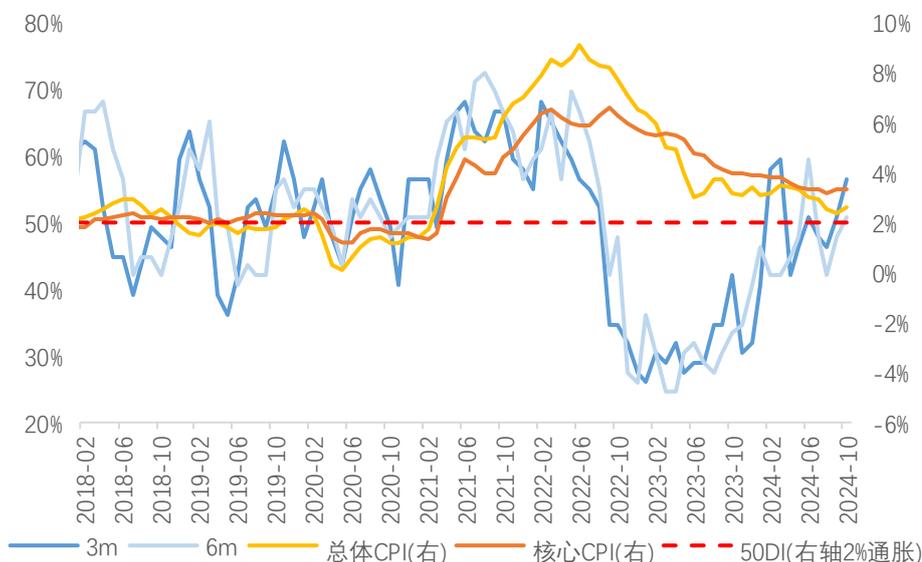
图 1：从通胀结构上看，美国住房通胀再次反弹



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

如此强的通胀粘性伴随着的是通胀扩散指数再度反弹至 2024Q2 以来高点，去通胀面临更多的阻力。从结构上看，住房通胀的再次反弹，以及其他核心服务的相对稳定都意味着这些更能反映内生动能的分项背后供需相对关系还在延续。

图 2：通胀扩散指数指向去通胀面临更大的阻力

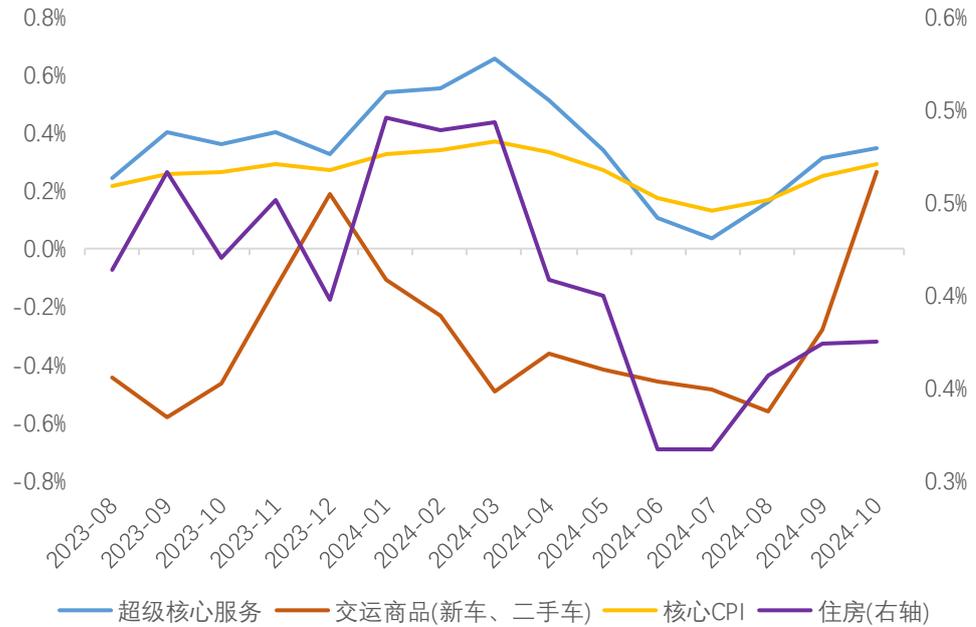


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

我们认为这是一份鹰派与鸽派“各取所需”的通胀报告，他们都能找到强化各自观点的细节，且通胀报告中的其他数据又难以扭转他们的鹰鸽立场。

鹰派视角下，核心 CPI 环比仍处于联储合意水平之上，且三个月折年水平持续反弹。住房通胀再度回升（环比 0.38%，前值 0.22%），且近期抵押贷款利率跟随长端利率上行，这意味着成屋供给的释放节奏将更加缓慢。

图 3：MA3 折年视角下的通胀分项反弹



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

二手车价格（环比 2.7%，前值 0.3%）在季调因素的影响下环比大幅增长，同时不可忽视的是，10 月美国汽车销售亦创 2021 年 6 月来新高，稳定的需求以及价格战对库存的逐渐消耗都将进一步支撑价格企稳。

而鸽派视角下：核心 CPI 停止了连续反弹的步伐；广义的核心商品（尤其是服装类别）价格仍在下行。车险的意外环比负增长（环比 -0.1%，前值 1.2%）也对超级核心的去通胀进程有所贡献，能源价格潜在的下行趋势也会对美国总体去通胀进程带来利好。

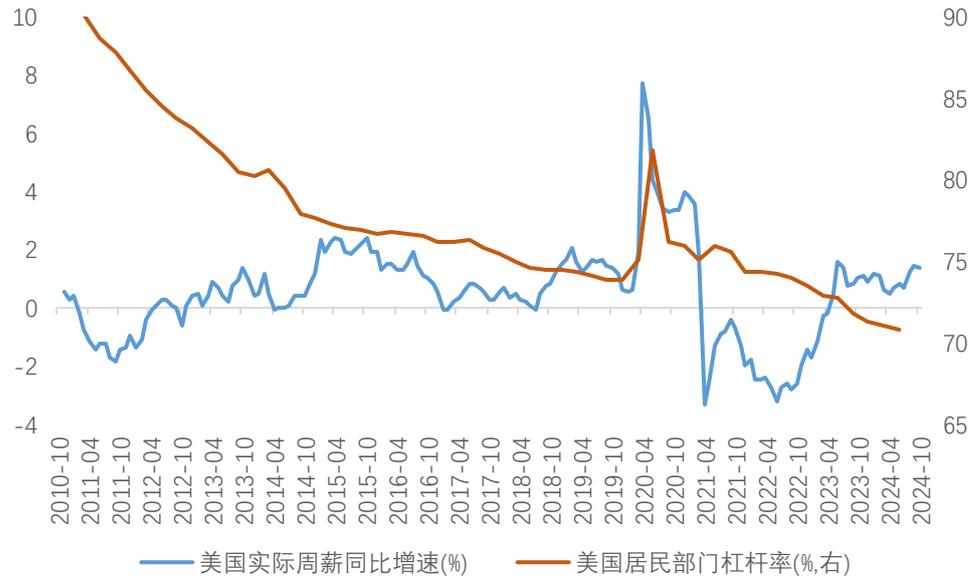
**我们认为美国通胀动态存在不对称风险，且特朗普的政策或将进一步加剧这种不平衡性。**

如果说 2023-2024 年美国去通胀进程是商品通缩加剧与服务通胀放缓的竞速，那 2025 年美国再通胀进程则是关税政策与放松监管政策落地速率的比赛。考虑到政策落地的难易度，我们更倾向于“通胀先至，增长后行”。

美国货币政策则需要做出降息幅度与降息节奏间的取舍：**更低的终点需要更长的时间，而更快的降息意味着更高的终端水平。**

在降息进一步加强私人部门资产负债表的过程中，需求与物价面临的上行风险会高于过度紧缩对经济带来的下行风险。随着信心的增强，信用的释放以及实际薪资收入的稳定，通胀的缓慢下行随时将面临扭转，且集中在占消费比重较高的不可贸易部门。

图 4：美国居民部门持续下行的杠杆率以及反弹的实际薪资增速



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

根据美国零售协会预测，特朗普上任后通过关税对可贸易部门的直接冲击将会对核心商品价格带来 10%左右提升；还会通过限制移民对于不可贸易部门中低技能服务业带来供给冲击。

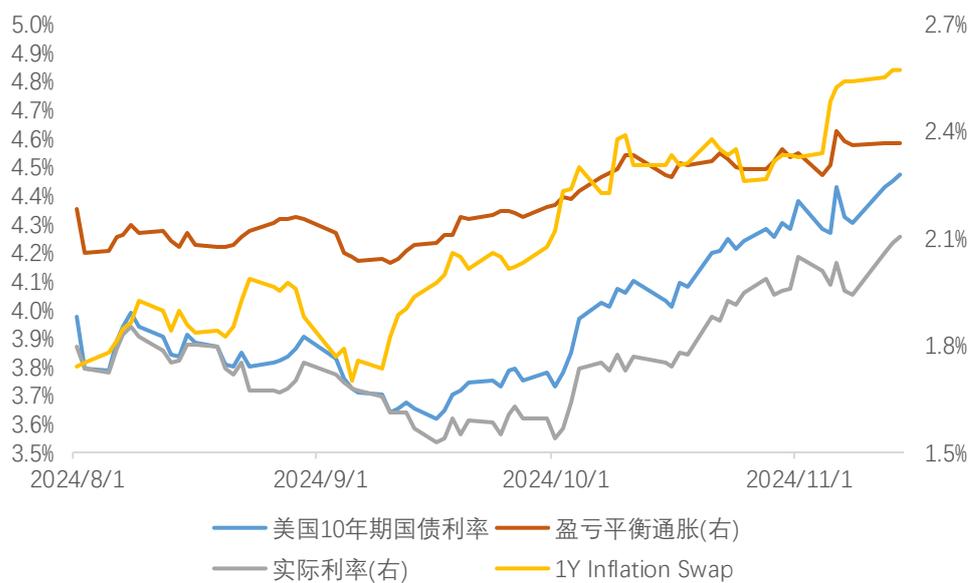
因此，我们并不认为去通胀处在一个正确的方向，或者说需要为之添加诸多关于特朗普政策的假设。从当前特朗普“雷厉风行”任命官员的节奏猜测，我们认为其政策的落地速度会比预期更快。这意味着在形成所谓的“里根大循环”之前，美国或将先进入一个滞胀的环境；当前的通胀动态也并不反对这一路径的实现。

针对如此多的假设，以及特朗普政策对全球经济冲击的不确定性，鲍威尔的回答不失为一个好选择：“We don't guess, we don't speculate, and we don't assume”。**货币政策对实体经济的反馈转向数据依赖，对财政政策的应对转向见招拆招。**

如果说有什么是相对确定的，那“避免美国衰退”或是特朗普和联储能够达成为数不多的共识。

这也为美国长端利率放置了一个隐形的底：相信特朗普能带来“三高大循环”的投资者正持续交易出更高的实际利率以反映更强的未来经济增速，而认为特朗普会先引发明显再通胀的投资者则会进一步推高通胀预期。

图 5: 实际利率对 10y 美债利率上行贡献较大



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com