

特朗普未至高通胀已袭，美联储降息挑战重重

事件点评

美国 CPI 点评（2024.10）

投资要点

- ◆ **美国 10 月核心 CPI 同比连续第三个月持平于高位，特朗普第二任期尚未开启，薪资走高并向通胀传导的路径已经浮出水面，未来一年美联储降息之路正在面临更大的挑战。**据美国劳工统计局当地时间 11 月 13 日上午公布的最新数据，美国 10 月 CPI（经季节调整，下同）同比较 9 月反弹 0.2 个百分点至 2.6%，核心 CPI 同比连续第三个月持平于 3.3% 高位，环比分别上涨 0.24% 和 0.28%。其中总体 CPI 反弹的主要原因是油价基数走低导致的跌幅收窄。核心 CPI 的黏性乃至刚性，则因从多个侧面开始显现美国薪资增速可能进一步反弹并向通胀形成新一轮传导的风险而引发市场更大程度的关注。值得注意的是，特朗普第二任期明年 1 月才正式开启，在此之前，拜登政府任期尾部美国的“高赤字—宽货币—保护主义”三角政策框架已经开始日益明显地延长美国“高增长+高通胀”表现的持续时间，一旦特朗普上任并实施其一系列可能大幅推升劳动力市场紧张程度和通胀的政策主张，美联储明年的降息之路正在增加更多的困难与挑战。数据公布后已经久违上冲至 106 以上的美元指数未来是否还会进一步波动走强？
- ◆ **核心 CPI 再度持平高位的主要推升力量来自核心商品、非房租服务和房租等数个方面，其中前两个因素与薪资相关，后者则与宽松周期中房地产市场升温有关，两大因素均具有较强的可持续性，并且特朗普明年年初回归白宫后可能进一步推升薪资，导致前者带来更大的通胀压力，美联储的降息空间由此可能极大受限。**10 月美国核心 CPI 环比上涨 0.28%，尽管较 9 月有所回落，但仍为 6 个月以来次高环比涨幅，多个节点均呈现可持续上行或高位黏性增强的结构：1) 耐用消费品环比上涨 0.09%，为时隔 15 个月后的连续第二个月环比上涨，除了体现能源价格跌幅收窄对耐用品的渗透作用弱化的影响外，近日美国航空业工人罢工继汽车工人之后再度以薪资高增承诺而结束也令耐用品未来价格回落的前景萌生新的变数。2) 与薪资关系更为紧密的非房租核心服务以及非耐用品价格涨幅保持了稳定增长，环比分别上涨 0.34% 和 0.00%，前者保持在稳定高增区间，后者较 9 月大幅改善达 0.79 个百分点。尽管 10 月美国的新增就业受飓风和罢工等暂时性因素的冲击较大，但薪资增速不降反升，显示极端天气暂时同步冲击供需两侧，无法遮掩美劳动力市场因需求旺盛和供给放缓而重新趋于紧张的趋势。美国候任总统特朗普在普遍和针对性加征进口关税、实施更强力的边境管控以控制移民涌入、实施更具扩张性的财政政策等方面的政策主张较当前实施的政策力度更偏激进，预计后续美国的薪资通胀螺旋还有在当前基础上进一步升温的可能性。3) 房租环比上涨 0.35%，较 9 月改善 0.12 个百分点，尽管鲍威尔称现阶段房租主要迟滞性反映前期房价的传导影响，但随着美联储于年中启动本轮宽松周期，美国房地产市场再度升温已经初露端倪，一旦房价反弹延迟传导至房租，美国通胀的上行风险无疑将更趋加大。
- ◆ **整体来看，美国通胀在当前“财政赤字+货币宽松+保护主义”三角政策组合的推动下已经明显体现出较强的高位黏性，美联储年内进一步降息的必要性已然显著降低。**进入 2025 年上半年，一方面受基数偏高影响，另一方面特朗普初当选政策效果尚未完全显现，美国核心通胀或将出现一定回落，预计打开美联储两次共计 50BP 的降息空间。但 2025 年中之后，预计随着更大规模财政赤字和减税、边境管控、针对性和普遍性加征关税四类特朗普政策主张的依次实施，美国薪资和核心通胀很有可能重启新一轮棘轮式上升，并可能大幅限制美联储的降息空间，甚至 2025 年下半年美联储可能无法降息。（更多分析详见《悬念延迟：鲍威尔 2025 年还能降多少？——美联储 FOMC 会议点评（2024.11）》）。一旦此种情况发生，美元指数和美债收益率可能经历波动后再度上冲并可能突破 2024 年高点，人民币贬值压力趋于增加，货币宽松空间或再被动受限，政策主动权还看中央财政。
- ◆ **风险提示：**美联储宽松降息幅度小于预期风险、人民币被动贬值压力加大风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

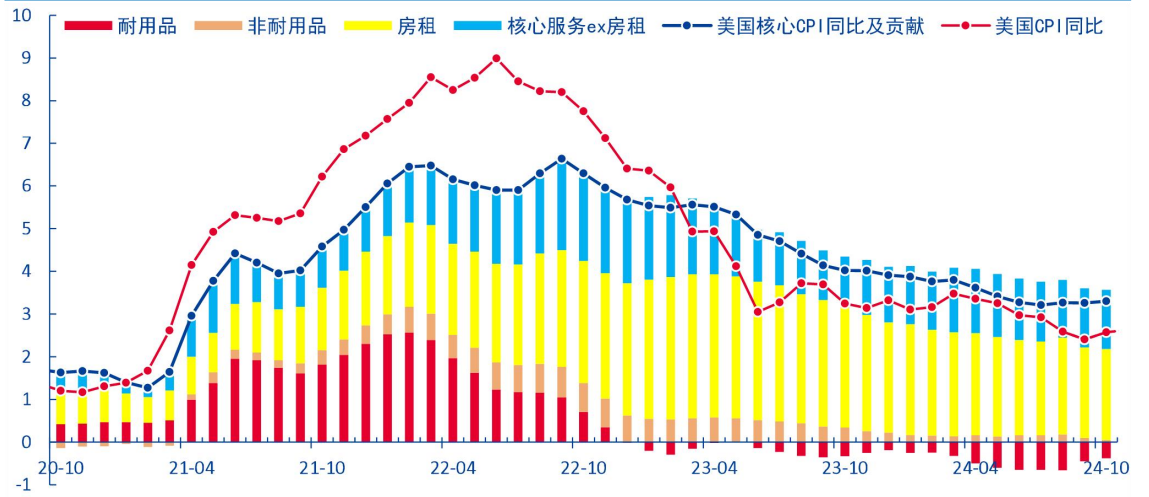
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 化债将至，M2 与社融背离会否持续？——金融数据速评（2024.10） 2024.11.11
- 服务回稳扰动消退，商品补贴降价促销——CPI、PPI 点评（2024.10） 2024.11.9
- 10 万亿化债：深层路径及广泛影响 2024.11.9
- 剖析货币政策的“支持性”和“精准性”——《货币政策执行操作》（2024Q3）点评 2024.11.8
- 悬念延迟：鲍威尔 2025 年还能降多少？——美联储 FOMC 会议点评（2024.11） 2024.11.8



图 1: 美国 CPI 同比、核心 CPI 同比及贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn