

2024年11月14日

## 美联储12月或仍可降息25bp，但不确定性在累积 ——美国10月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（分析师）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**美国公布10月最新通胀数据。其中CPI同比上升2.6%，环比上升0.2%；核心CPI同比上升3.3%，环比上升0.3%，基本符合市场预期。

### ● 总体通胀出现反弹，且核心通胀走平

**1. 通胀水平出现回升，且核心通胀未有改善。**美国10月CPI同比上升2.6%，环比上升0.2%；核心CPI同比上涨3.3%，环比上升0.3%。10月份CPI与核心CPI走势重新趋于一致。总的看，美国去通胀进程的波动有所放大，且核心通胀表现出了较为明显的顽固性。结合美联储目前处于降息周期，后期通胀数据的波动对市场的影响会上升。此外，特朗普当选后的经济政策具有很强的不确定性，通胀后续的演化或也具有较大的波动，值得我们持续关注。

**2. 能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有扩大。**具体而言，10月能源项同比下降4.9%，降幅较9月份收窄1.9个百分点；10月份食品项同比上升2.1%，环比上升0.2%；核心CPI方面，10月核心CPI同比上升3.3%，环比上升0.3%。同比与环比增速均较9月持平。核心商品同比增速较9月下降约0.04个百分点至-1.0%；核心服务同比上升4.77%，较9月份上升约0.02个百分点。

**3. 通胀下行趋势并未终结，症结仍是去通胀的速度与斜率。**总的看，10月CPI数据显示美国通胀水平出现反弹，且核心通胀保持坚挺，但总体符合市场预期。从美联储主席鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，10月份同比、环比增速分别较9月份上升0.06个百分点、下降0.09个百分点，环比增速出现下行。往后看，我们认为总体通胀水平短期可能在能源的基数效应下继续反弹，且核心通胀下行的过程降较为波折，表现或较为坚挺。但美国去通胀进程或仍在持续，只是去通胀的斜率与速度或面临挑战。

### ● 美联储12月降息通道尚未关闭，但不确定因素正在累加

**1. 10月通胀数据出现反弹，且核心通胀依旧保持坚挺，符合我们前期的判断。**事实上，市场对此也有一定预期，我们观察到近期美债收益率快速上行，美元指数也升至2024年以来高位，或部分反映了通胀数据。

**2. 我们认为，10月通胀数据并未完全完全关闭12月份的降息通道，但不确定因素正在逐渐累加，我们需要高度关注特朗普后续的政策顺序，这将是后续资产定价的最关键因素。**一则虽然10月通胀数据出现反弹，且在基数效应下，11月通胀也有可能保持坚挺，甚至轻微反弹。但我们认为当前更有可能出现的是通胀在较长一段时间内难以达到美联储2%的通胀目标，而不是有二次通胀的风险。11月密歇根大学通胀预期较10月下降0.1个百分点至2.6%，5年期虽略有上升，但较疫情前的水平相比，尚未出现明显的抬升；二则从近期美联储官员们的表态来看，大多表示去通胀进程尚未终结，降息周期或将持续。

**3. 不过由于特朗普再度当选，美联储后续的政策将会面临非常大的不确定性，且正在逐渐累积。**随着特朗普再次当选，由于其各项政策主张之间存在一定程度的矛盾，诸如减税、驱逐移民对经济的影响方向相反，而关税的落地也具有较大的不确定性，从而对美国的通胀有很大的影响，因此我们维持前期的观点，即美联储后续降息面临较大的不确定性，美联储12月FOMC会议前还有11月份的非农与通胀数据，且特朗普的经济政策也将更加明朗，届时美联储或才可确认是否降息。再往后，我们认为在2025年，美联储的降息幅度或将更加缓慢，甚至不降息都有可能。

**● 风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《中国扩大内需的路径选择—2025年宏观展望》-2024.11.12

《信贷需求边际改善—宏观经济点评》-2024.11.11

《一线城市地产销售延续历史高位—宏观周报》-2024.11.10

## 目录

1、通胀水平出现回升，且核心通胀未有改善.....	3
1.1、总体通胀出现反弹，且核心通胀走平.....	3
1.2、能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有扩大.....	4
1.3、通胀下行趋势并未终结，症结仍是去通胀的速度与斜率.....	5
2、美联储12月降息通道尚未关闭，但不确定因素正在累加.....	7
3、风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：美国 10 月 CPI 同比增速出现回升.....	4
图 2：10 月核心通胀环比增速较 9 月持平.....	4
图 3：10 月能源通胀同比增速下行幅度有所收敛.....	4
图 4：食品通胀重新下降.....	4
图 5：10 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负.....	5
图 6：10 月核心服务 CPI 同比增速边际回升.....	5
图 7：10 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势重归一致.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期略有下跌.....	6
图 9：粮食期货价格近期表现分化.....	6
图 10：美国二手车价格或将持续上行.....	6
图 11：美国房租通胀边际反弹.....	6
图 12：10 月美国非房核心服务通胀同比增速略有上行、环比增速下行.....	7
图 13：5 年期密歇根大学居民通胀预期边际回升，但总体稳定.....	8
表 1：美国 10 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 10 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.6%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.3%，基本符合市场预期。

## 1、通胀水平出现回升，且核心通胀未有改善

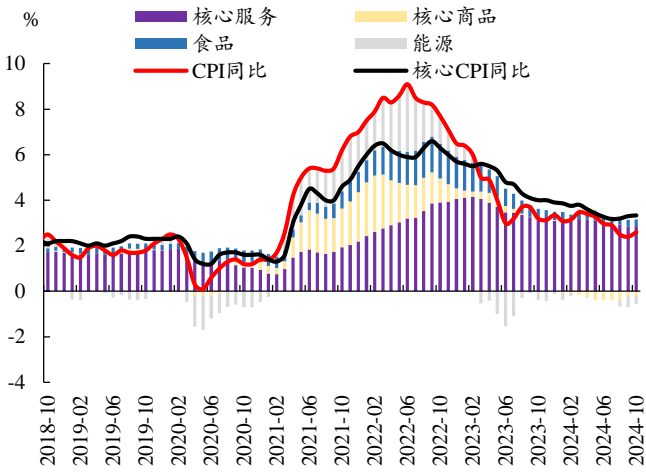
### 1.1、总体通胀出现反弹，且核心通胀走平

美国 10 月 CPI 同比上升 2.6%，增速较 9 月上升 0.2 个百分点；环比上升 0.2%，环比增速较 9 月持平。核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.3%，同比与环比增速均较 9 月持平，核心通胀未再继续下行。10 月份 CPI 与核心 CPI 走势重新趋于一致，主因能源通胀降幅收窄。总的看，我们认为在经历了 4-9 月份的通胀连续下行后，美国去通胀进程的波动有所放大，且核心通胀表现出了较为明显的顽固性。结合美联储目前处于降息周期，后期通胀数据的波动对市场的影响会上升。此外，特朗普当选后的经济政策具有很强的不确定性，通胀后续的演化或也具有较大的波动，值得我们持续关注。

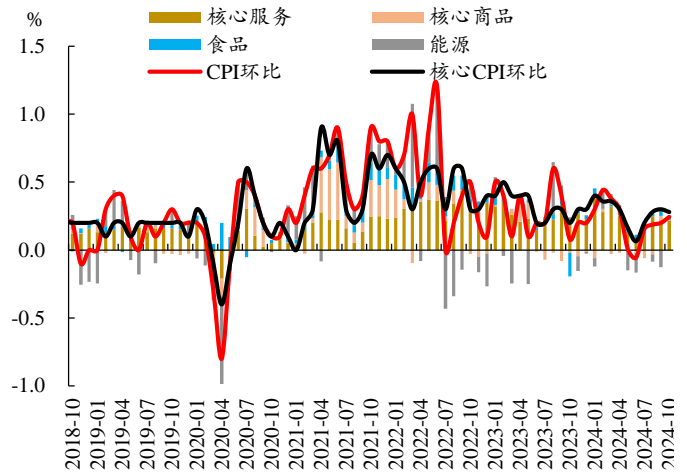
表1：美国 10 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-10	2024-10	2024-09	2024-08	2024-10	2024-10	2024-09	2024-08
100	全部	2.6	2.6	2.4	2.5	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>13.426</b>	<b>食品</b>	<b>0.29</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>0.02</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>
8.047	居家食品	0.09	1.1	1.3	0.9	0.01	0.1	0.4	0
5.378	外带食品	0.20	3.8	3.9	4	0.01	0.2	0.3	0.3
<b>6.803</b>	<b>能源</b>	<b>-0.34</b>	<b>-4.9</b>	<b>-6.8</b>	<b>-4</b>	<b>0.00</b>	<b>0</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.8</b>
3.679	能源商品	-0.46	-12.4	-15.3	-10.1	-0.03	-1	-4	-0.6
3.124	能源服务	0.13	4	3.4	3.1	0.03	1	0.7	-0.9
<b>18.444</b>	<b>核心商品</b>	<b>-0.22</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1.9</b>	<b>0.01</b>	<b>0</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.2</b>
3.41	家居	-0.09	-2.2	-2.2	-2.6	0.00	0	0	-0.3
2.562	服装	0.01	0.3	1.8	0.3	-0.04	-1.5	1.1	0.3
3.575	新车	-0.05	-1.3	-1.3	-1.2	0.00	0	0.2	0
1.874	二手车	-0.06	-3.4	-5.1	-10.4	0.05	2.7	0.3	-1
1.473	医疗保健	0.01	1	1.6	2	0.00	-0.2	-0.7	-0.2
0.842	含酒精饮料	0.01	1.6	1.5	1.9	0.00	0.4	0.1	0
1.365	其它商品	0.03	2.4	3	3.2	0.01	0.4	0.3	0.2
<b>61.327</b>	<b>核心服务</b>	<b>2.86</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>0.22</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
7.686	主要居所租金	0.35	4.6	4.8	5	0.02	0.3	0.3	0.4
26.937	业主等价租金	1.37	5.2	5.2	5.4	0.11	0.4	0.3	0.5
6.481	医疗服务	0.25	3.8	3.6	3.2	0.03	0.4	0.7	-0.1
6.46	交通运输服务	0.51	2.8	2.2	3.2	0.03	0.7	-0.5	0
3.233	休闲服务	0.09	8.2	8.5	7.9	0.02	0.4	1.4	0.9
5.003	教育与通讯服务	0.11	2.1	2.3	2.3	-0.01	-0.2	0.1	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

**图1：美国 10 月 CPI 同比增速出现回升**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

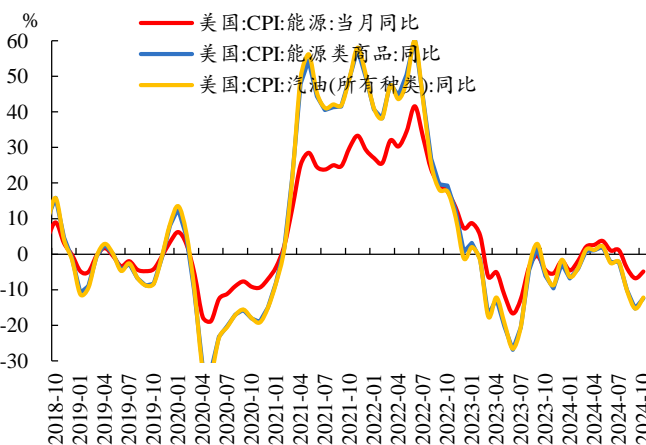
**图2：10 月核心通胀环比增速较 9 月持平**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

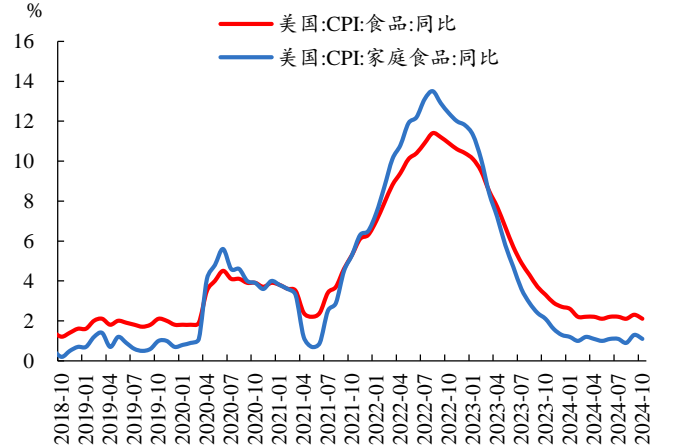
## 1.2、能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有扩大

(1) **能源方面**，10 月能源项同比下降 4.9%，降幅较 9 月份收窄 1.9 个百分点；环比增速亦较 9 月收窄 1.9 个百分点至 0。其中汽油项同比下降 12.2%，降幅较 9 月份收窄 2.9 个百分点；燃油项同比下降 20.8%，降幅较 9 月份收窄 1.6 个百分点。10 月能源通胀降幅有一定收窄，我们认为主要是 2023 年 10 月国际油价出现一定幅度下降，导致基数效应有所消退。事实上，11 月初美国汽油价格从 10 月初的 3.03 美元/加仑下降至 2.98 美元/加仑，整体下降约 1.7%。

(2) **食品方面**，10 月份食品项同比上升 2.1%、环比上升 0.2%，两者增速均较 9 月份下降 0.2 个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升 1.1%，增速较 9 月份下降 0.2 个百分点。食品项的同比增速再次回到下行通道，与小麦期货走势相对一致。

**图3：10 月能源通胀同比增速下行幅度有所收敛**


数据来源：Wind、开源证券研究所

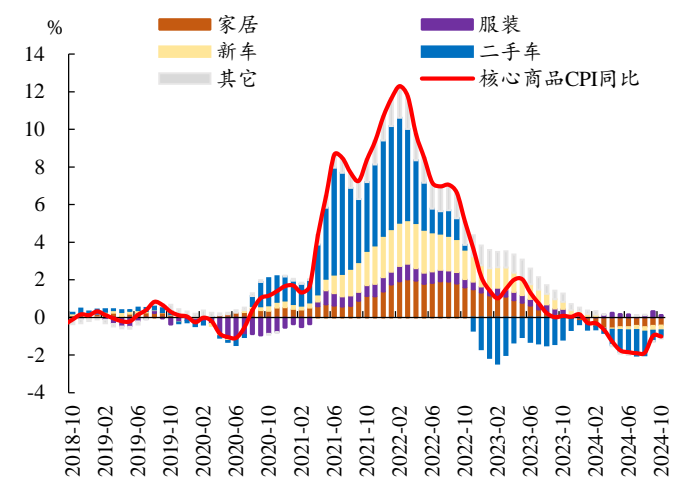
**图4：食品通胀重新下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心 CPI 方面**，10 月核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.3%。同比与环比增速均较 9 月持平。分项来看，核心商品同比增速较 9 月下降约 0.04 个百分点至 -1.0%；环比增速较 9 月份下降 0.2 个百分点至 0；其中二手车项环比上升 2.7%，较 9 月份回升 2.4 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势开始趋同，对核心商品通胀下降的贡献度进一步下降；新车方面，环比较 9 月持平，增速较 9

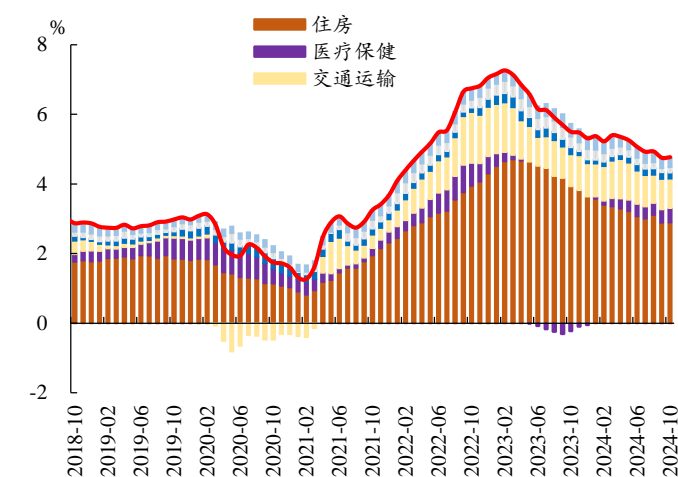
月下降 0.2 个百分点。核心服务同比上升 4.77%，较 9 月份上升约 0.02 个百分点，边际略有回升。其中住房项同比上升 4.9%，环比上升 0.4%，分别均较 9 月持平、上升 0.2 个百分点，是 10 月核心服务保持坚挺的重要因素。交通运输服务环比上升 0.4%，增速较 9 月份下降 1.0 百分点。总的看，10 月核心 CPI 同比增速在 9 月反弹的基础上保持平稳，并未出现下行，且环比增速仍相对较高，或将持续成为资产定价和联储降息的重要掣肘。

图5：10月核心商品CPI同比增速仍然为负



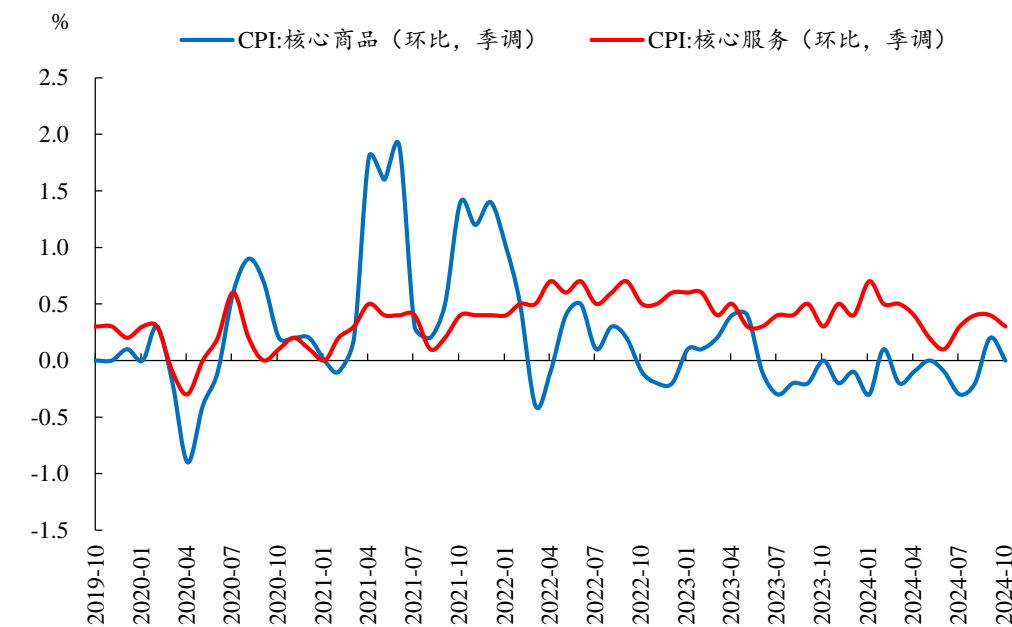
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：10月核心服务CPI同比增速边际回升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：10月核心商品与核心服务通胀环比增速走势重归一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、通胀下行趋势并未终结，症结仍是去通胀的速度与斜率

(1) **能源与粮食项短期内对通胀或有一定贡献。**能源方面，截至 11 月 11 日，美国汽油价格为 2.96 美元/加仑，较 10 月底汽油价格下降约 0.44%。从 OPEC 最新的报告来看，虽然其进一步下调了全球原油需求预测，但伴随着其成员国减产行动的执行改善，原油价格进一步大幅下行的可能性下降。考虑到 2023 年 11 月美国油

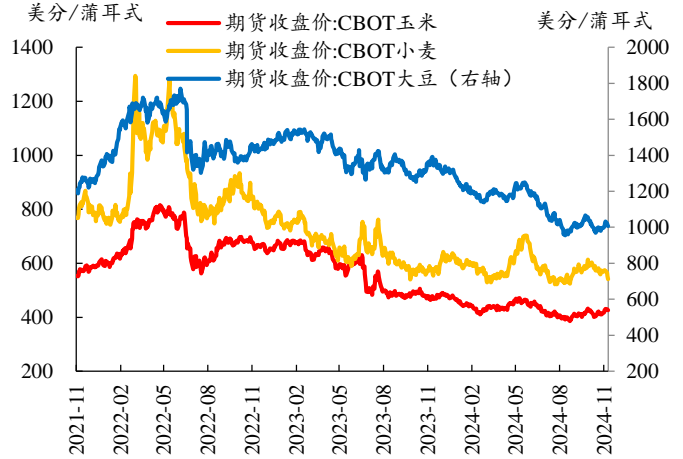
价持续下行，因此基数效应或较为明显。食品方面，近期粮食期货价格走势有一定分化，但根据美国农业部最新的报告，相关产品的供需关系或将进一步紧张。总的看，粮食等价格均有一定的上行压力，原油价格下行空间有限，基数效应下，短期内能源与食品项或对整体通胀形成一定支撑。

图8：美国汽油零售价格近期略有下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期表现分化

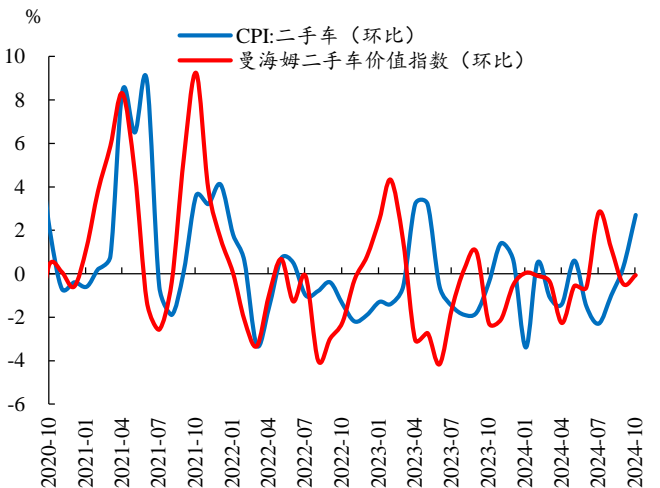


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀或将持续保持坚挺。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 10月环比下降 0.07%，增速保持为负，短期内二手车通胀或相对平稳；新车方面，供应链目前仍较畅通，预计环比增速保持低位；核心服务方面，住房通胀是 10 月核心服务通胀边际回升的关键，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 11 月可能继续回升。往后看，虽然核心商品去通胀延续，但核心服务通胀压力较大，后续核心通胀或持续保持坚挺。

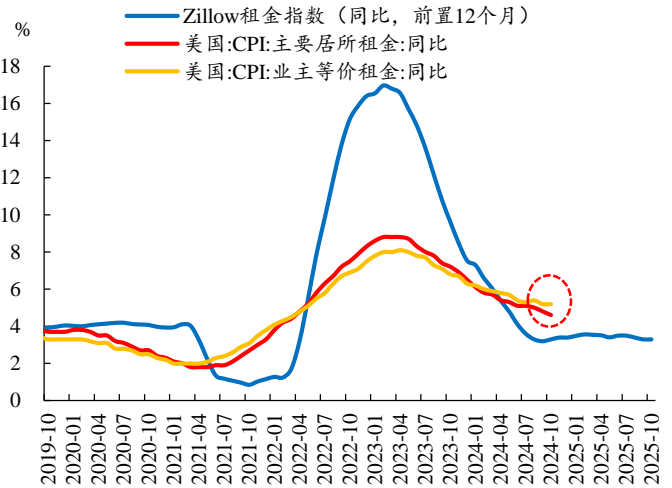
(3) **总的看，10 月 CPI 数据显示美国通胀水平出现反弹，且核心通胀保持坚挺，但总体符合市场预期。**从美联储主席鲍威尔关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，10 月份同比、环比增速分别较 9 月份上升 0.06 个百分点、下降 0.09 个百分点，环比增速出现下行。往后看，我们认为**总体通胀水平短期可能在能源的基数效应带领下继续反弹，且核心通胀下行的过程降较为波折，表现或较为坚挺。但美国去通胀进程或仍在持续，只是去通胀的斜率与速度或面临挑战。**

图10：美国二手车价格或将持续上行

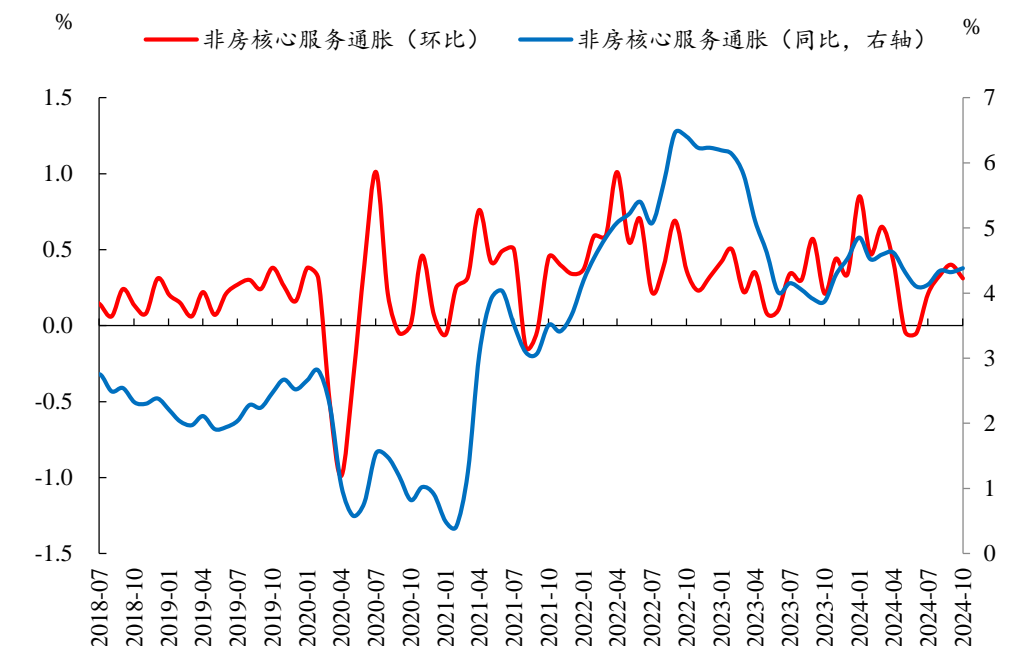


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀边际反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

**图12：10月美国非房核心服务通胀同比增速略有上行、环比增速下行**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

## 2、美联储12月降息通道尚未关闭，但不确定因素正在累加

### 如何理解10月通胀数据对美联储12月降息节奏及各类资产的影响？

10月通胀数据出现反弹，且核心通胀依旧保持坚挺，符合我们前期的判断。事实上，市场对此也有一定预期，我们观察到近期美债收益率快速上行，美元指数也升至2024年以来高位，或部分反映了对通胀数据的担忧。对市场和美联储而言，后续关注的重点可能是12月份是否可以继续降息？通胀的波动对当前的资产价格有何影响？

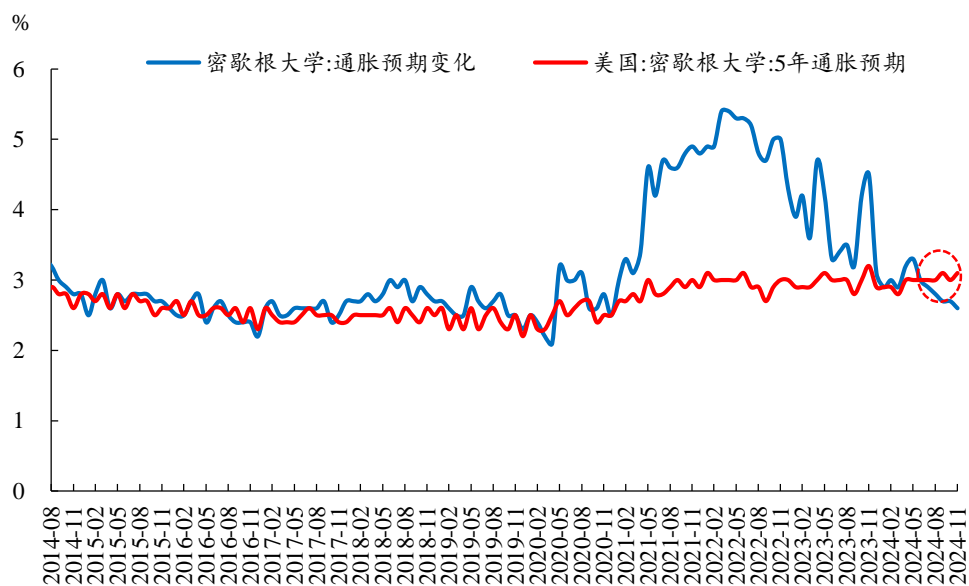
我们认为，10月通胀数据并未完全关闭12月份的降息通道，但不确定因素正在逐渐累加，我们需要高度关注特朗普后续的政策顺序，这将是后续资产定价的最关键因素。一则是虽然10月通胀数据出现反弹，且从前瞻数据来看，在基数效应下，11月通胀也有可能保持坚挺，甚至轻微反弹。但我们认为当前更有可能出现的是通胀在较长一段时间内难以达到美联储2%的通胀目标，而不是出现二次通胀的风险。11月密歇根大学通胀预期较10月下降0.1个百分点至2.6%，5年期虽略有上升，但较疫情前的水平相比，尚未出现明显的抬升；二则是从近期美联储官员们的表态来看，大多表示去通胀进程尚未终结，降息周期或将持续。其中达拉斯联储主席洛根表示通胀回落的进展广泛，但尚未回到美联储2%的目标。未来还会有更多降息，但降息的步伐存在不确定性<sup>1</sup>。

不过由于特朗普再度当选，美联储后续的政策将会面临非常大的不确定性，且正在逐渐累积。随着特朗普再次当选，由于其各项政策主张之间存在一定程度的矛盾，诸如减税、驱逐移民对经济的影响方向相反，而关税的落地也具有较大的不确定性，从而对美国的通胀有很大的影响，因此我们维持前期的观点，即美联储后续降息面临较大的不确定性，美联储12月FOMC会议前还有11月份的非农与通胀数据，且特朗普的经济政策也将更加明朗，届时美联储或才可确认是否降息。再往后，

<sup>1</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3733988>

我们认为在 2025 年，美联储的降息幅度或将更加缓慢。

图13：5 年期密歇根大学居民通胀预期边际回升，但总体稳定



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

### 3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年10月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn