

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

分析师：游勇

执业证书编号：S0740524070004

Email: youyong@zts.com.cn

**相关报告**

1、《明年通胀怎么看？》2024-11-12

2、《四季度通胀怎么看？》

2024-11-10

3、《10月“抢出口”了吗？》

2024-11-07

**报告摘要**

- 2024年11月13日，美国劳工统计局发布10月通胀数据。季调后，10月CPI同比2.6%，核心CPI同比3.3%，符合预期。如何理解10月通胀数据的影响？
- 美国大选落定后，市场关注点开始切换到美国经济基本面，10月通胀数据再次成为重要风向标。

9月通胀数据公布后，“降息交易”告一段落，市场重点博弈美国大选，“特朗普交易”成为过去近一个月的交易主线。

特朗普胜选后，市场开始重新定价美国经济基本面和降息节奏。但先前通胀下行的迟滞、非农就业数据的大幅波动，以及近期美联储官员的偏鹰表态，加重了市场对于再通胀风险、衰退风险以及降息节奏的疑惑。

作为大选落定后的第一份重要经济数据，10月通胀数据或成为判断美国经济基本面和降息节奏的重要参考。
- 10月通胀较上月反弹，并没有证伪“再通胀”。

8月以来核心通胀下行并不顺畅，10月核心通胀下行继续暂停，但通胀开始反弹。核心CPI同比已经连续3个月为3.3%，进一步下行似乎有较大阻力。之前通胀尚能继续下行，但10月这一趋势也被打破。10月CPI同比2.6%，较9月走高0.2pct。CPI同比在今年4月以来首次反弹。
- 地缘冲突引发能源价格反弹是10月通胀上行的主要原因，但在市场预期内，并不是当前通胀的主要矛盾。

食品、能源和核心通胀中，仅能源通胀反弹。10月食品CPI、能源CPI和核心CPI同比分别为2.1%、-4.8%和3.3%，分别较上月-0.2pct、+2.1pct和持平。10月能源价格的反弹拉动CPI同比较上月增长0.14pct。

能源价格反弹主要受月初地缘冲突影响，扰动退出后，能源价格重回下行通道。10月初，中东局势紧张引发供给担忧，WTI原油价格一度突破77美元/桶。随着扰动退出，原油整体供给过剩格局下，原油价格再度回落，到11月已经降至70美元/桶以下。

通胀数据公布前，高频的油价数据已经有所反映，能源通胀的反弹在市场预期内。
- 更值得关注的是，10月住房通胀与核心服务通胀均反弹，提示美国经济偏强的同时，核心通胀也有反弹风险。

10月核心通胀持平上月，其中，最值得关注的是住房通胀与核心服务通胀均反弹。住房CPI同比4.9%，拉动核心CPI同比较上月+0.04pc；核心服务通胀4.5%，较上月+0.1pct。

住房通胀权重占比高、且对利率敏感，降息开启后，若地产价格回升，则住房通胀可能会成为“再通胀”的重要助力。

核心服务通胀（不含房租的服务）反映服务业整体供需现状，考虑到服务业是美国经济最主要动能，核心服务通胀侧面反映美国经济景气度。

10月住房通胀与核心服务通胀均反弹，暗示美国经济动能偏强以及地产景气度提升，后续美国通胀可能有反弹风险。

此外，相比上月，10月新车与二手车对CPI同比的拉动提升了0.06个百分点；服装与车险对CPI同比的拉动下降较多。
- 美国经济走强以及“再通胀”风险的前提下，“特朗普交易”或进一步分化。

大选前，海外资产极致定价“特朗普交易”，核心逻辑是通胀中枢上行（长期）和风险，即通胀预期（长期）和风险溢价提升。资产表现为美元走强、美债利率上行和黄金走强。

大选落定后，市场定价逻辑从大选前单一的“特朗普交易”主线，切换到大选后“特朗普交易”+“强经济基本面”+“降息预期回调”三条主线的叠加。

美国经济走强和“再通胀”风险的前提下，美元走强和美债利率上行的方向不变。但黄金作为不生息资产，价格受到经济增长（预期）的压制。大选后短期风险溢价的快速下降也构成了利空，这是近期黄金价格大幅回调的主要原因。

我们提示，大选后，在美国经济偏强的前提下，美元走强与黄金上涨或许不能共存。
- 风险提示：经济增长超预期，政策变化超预期，数据更新不及时等。

图1: 近一年来美国通胀及其重要分项同比总览 (%)

分项	权重 (%)	变化	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
总CPI	100	0.2	2.6	2.4	2.6	2.9	3.0	3.3	3.4	3.5	3.2	3.1	3.3	3.1	3.2	3.7
食品	13.6	-0.2	2.1	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7
食品: 家庭食品	8.2	-0.2	1.1	1.3	0.9	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.0	1.2	1.3	1.6	2.1	2.4
食品: 非家庭食品	5.4	-0.1	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.0	4.1	4.2	4.5	5.1	5.2	5.3	5.4	6.0
能源	6.7	2.1	-4.8	-6.9	-4.0	1.0	0.9	3.5	2.5	2.1	-1.7	-4.3	-1.8	-5.3	-4.4	-0.6
能源: 电和天然气	3.1	0.6	4.0	3.4	3.0	4.1	4.3	4.7	3.5	3.1	0.5	-1.8	-0.9	0.0	-2.2	-3.5
能源: 家用燃油	3.3	0.8	3.2	2.4	2.5	4.0	4.1	4.6	3.3	2.8	0.3	-2.3	-1.6	-1.3	-3.2	-3.6
能源: 发动机燃料	3.4	3.0	-12.5	-15.5	-10.4	-2.3	-2.5	2.0	1.0	1.0	-4.2	-6.6	-2.0	-9.0	-5.5	2.5
核心CPI	79.8	0.0	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1
住所 (包括租金)	36.2	0.1	4.9	4.8	5.2	5.0	5.1	5.4	5.5	5.6	5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2
家具家政	4.5	-0.1	-0.6	-0.5	-0.6	-0.4	-0.8	-1.3	-1.7	-0.8	-0.6	0.2	0.5	1.2	1.7	1.9
服装	2.5	0.5	0.3	1.8	0.3	0.2	0.8	0.8	1.4	0.4	0.0	0.0	1.2	1.4	2.7	2.4
新车和二手车	6.4	0.9	-2.2	-3.1	-4.0	-4.2	-4.0	-3.2	-2.4	-0.7	-0.2	-1.0	0.1	0.0	-1.8	-1.9
车险	2.8	2.3	14.0	16.3	16.5	18.6	19.5	20.3	22.6	22.2	20.6	20.6	20.3	19.2	19.2	18.8
公共运输	1.1	1.9	2.5	0.6	-1.1	-2.2	-3.8	-4.7	-4.6	-5.6	-5.2	-4.8	-6.9	-8.2	-8.8	-9.2
医疗保健	8.0	0.0	3.3	3.3	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6	2.2	1.4	1.1	0.4	0.1	-0.8	-1.4
医疗保健: 药物	1.4	0.8	0.9	1.7	2.1	2.9	3.3	3.4	2.6	2.5	2.9	3.0	4.8	5.0	4.6	4.0
医疗保健: 专业服务	3.6	0.8	3.1	2.3	1.5	2.0	2.1	2.2	2.0	1.9	2.0	1.8	1.3	1.1	0.7	1.2
医疗保健: 医院相关服务	2.3	0.5	4.3	4.8	5.8	6.2	7.1	7.3	7.9	7.7	6.1	6.5	5.6	6.3	5.6	4.7
娱乐	5.3	0.3	1.0	0.7	1.5	1.4	1.3	1.4	1.5	1.9	2.1	2.8	2.7	2.5	3.2	3.9
教育通信	5.9	-0.1	0.8	0.9	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.2	0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.9	1.1
教育通信: 教育	2.5	0.2	3.8	3.6	3.1	2.8	2.8	2.7	2.5	2.4	2.7	2.5	2.4	2.4	2.7	2.9
教育通信: 通信	3.4	-0.3	-1.3	-1.0	-0.4	-0.4	-0.7	-0.9	-0.9	-1.2	-1.1	-1.5	-1.7	-1.7	-0.2	-0.1
其他	2.9	-0.2	3.3	3.5	3.9	4.2	4.2	3.8	4.3	4.7	4.7	5.7	5.5	5.6	6.2	6.0
其他: 个人护理	2.4	0.0	2.5	2.5	2.9	3.4	3.2	2.9	3.7	4.2	4.2	5.3	5.0	5.2	6.0	6.1
八分法																
食品与饮料	14.4	-0.1	2.1	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.3	2.5	2.7	2.9	3.3	3.7
住房	45.1	0.1	4.2	4.1	4.3	4.3	4.4	4.6	4.5	4.6	4.5	4.7	4.8	5.2	5.3	5.6
服装	2.5	0.5	0.3	1.8	0.3	0.2	0.8	0.8	1.4	0.4	0.0	0.0	1.2	1.4	2.7	2.4
交通运输	15.9	1.0	-0.3	-1.3	-0.7	1.1	1.2	2.7	3.5	4.0	2.8	1.7	2.7	0.8	0.8	2.4
医疗保健	8.0	0.0	3.3	3.3	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6	2.2	1.4	1.1	0.4	0.1	-0.8	-1.4
娱乐	5.3	0.3	1.0	0.7	1.5	1.4	1.3	1.4	1.5	1.9	2.1	2.8	2.7	2.5	3.2	3.9
教育与通信	5.9	-0.1	0.8	0.9	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.2	0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.9	1.1
其他商品与服务	2.9	-0.2	3.3	3.5	3.9	4.2	4.2	3.8	4.3	4.7	4.7	5.7	5.5	5.6	6.2	6.0

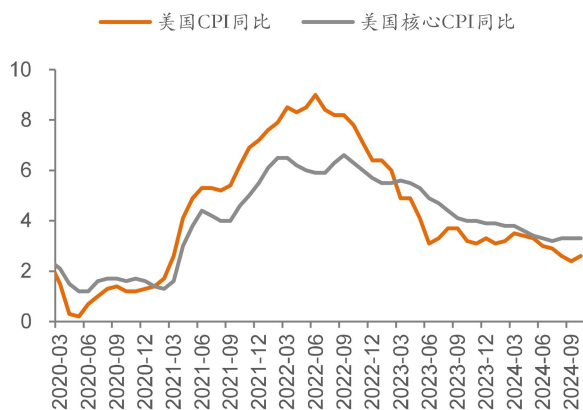
来源: WIND, 中泰证券研究所; 注: 红蓝色阶代表同一行内的大小, 红色越深数值越大, 蓝色越深数值越小。

图2: 美国通胀主要分项对CPI同比拉动 (%)

分项	权重 (%)	变化	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
总CPI	100	0.20	2.6	2.4	2.6	2.9	3.0	3.3	3.4	3.5	3.2	3.1	3.3	3.1	3.2	3.7
食品	13.6	-0.03	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
食品: 家庭食品	8.2	-0.02	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
食品: 非家庭食品	5.4	-0.01	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
能源	6.7	0.14	-0.3	-0.5	-0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.3	0.0
能源: 电和天然气	3.1	0.02	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
能源: 家用燃油	3.3	0.03	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
能源: 发动机燃料	3.4	0.10	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	0.1
核心CPI	79.8	0.00	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3
住所 (包括租金)	36.2	0.04	1.8	1.7	1.9	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.4	2.4	2.6
家具家政	4.5	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
服装	2.5	-0.04	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
新车和二手车	6.4	0.06	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
车险	2.8	-0.06	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
公共运输	1.1	0.02	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
医疗保健	8.0	0.00	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
医疗保健: 药物	1.4	-0.01	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
医疗保健: 专业服务	3.6	0.03	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
医疗保健: 医院相关服务	2.3	-0.01	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
娱乐	5.3	0.02	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
教育通信	5.9	-0.01	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
教育通信: 教育	2.5	0.00	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
教育通信: 通信	3.4	-0.01	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
其他	2.9	-0.01	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
其他: 个人护理	2.4	0.00	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
八分法																
食品与饮料	14.4	-0.01	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
住房	45.1	0.05	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
服装	2.5	-0.04	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
交通运输	15.9	0.16	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.6	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.4
医疗保健	8.0	0.00	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
娱乐	5.3	0.02	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
教育与通信	5.9	-0.01	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
其他商品与服务	2.9	-0.01	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

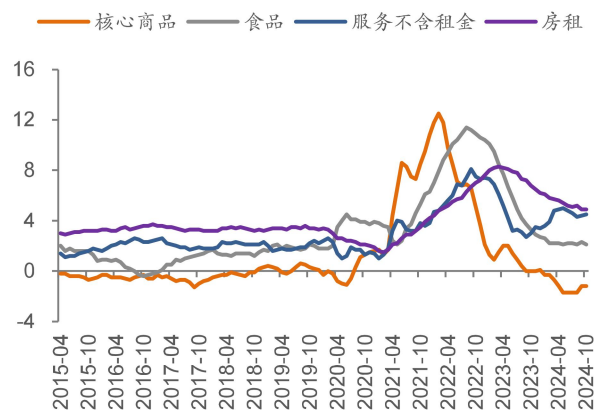
来源: WIND, 中泰证券研究所; 注: 红蓝色阶代表同一行内的大小, 红色越深数值越大, 蓝色越深数值越小。

图表 3: 10 月美国通胀与核心通胀 (%)



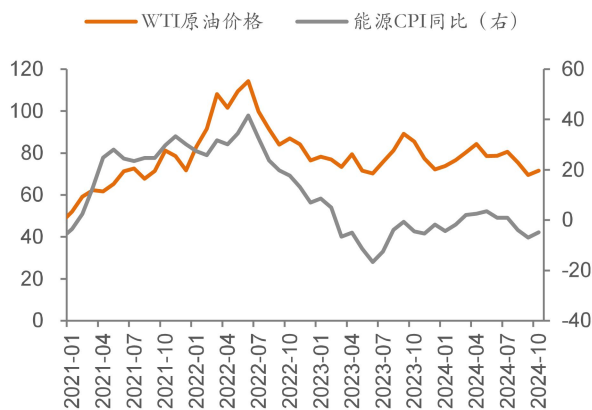
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 10 月美国商品通胀与服务通胀 (%)



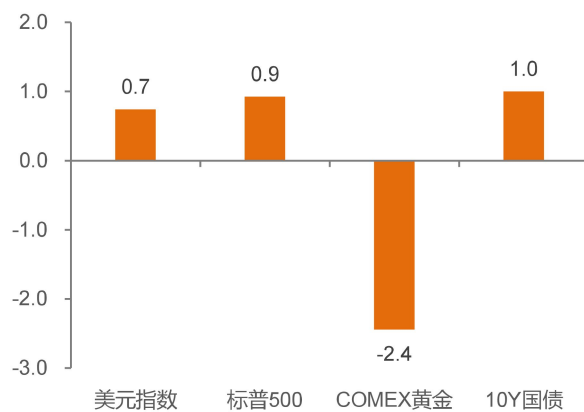
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 10 月能源通胀价格反弹 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 大选后主要海外资产价格变化 (% , BP)



来源: WIND, 中泰证券研究所。注: 11月12日收盘相对11月6日收盘时变化, 10Y国债利率变化单位为BP, 其他资产价格变化单位为%。



**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。