

四季度美国通胀或反复，不改 11 月降息 25bp 判断

2024 年/10 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

美国 2024 年 9 月 CPI 同比上涨 2.4% (市场预期上涨 2.3%，前值上涨 2.5%)，环比上涨 0.2% (市场预期上涨 0.1%，前值上涨 0.2%)；核心 CPI 同比上涨 3.3% (市场预期上涨 3.2%，前值上涨 3.2%)，环比上涨 0.3% (市场预期上涨 0.2%，前值上涨 0.3%)。

点评：

- 1、9 月美国 CPI 同比增速连续 6 个月回落，创 2021 年 2 月以来最低水平，近 3 年半以来首次连续 3 个月跌破 3%；但核心 CPI 同比环比增速均超过市场预期，表明美国通胀仍在下降趋势中，但跌幅将继续趋缓，不排除第四季度可能出现反复。
- 2、从 CPI 的分项构成上看，商品分项和服务分项同比增速均继续回落。其中，商品分项同比下跌 1.4%，相比上月跌幅扩大 0.3 个百分点；服务分项同比上涨 4.7%，相比上月继续减少 0.1 个百分点，连续 4 个月出现回落。具体来看，非耐用品同比下跌 0.7%，相比上月大幅减少 0.7 个百分点，自 2023 年 8 月以来首次同比增速转负；耐用品同比下跌 2.9%，相比上月跌幅缩减 1.3 个百分点，下跌明显趋缓。

结合各项权重综合计算，对 9 月 CPI 贡献最大的依然是家计项(1.789%)，其次是机动车保险(0.486%)、食品项(0.309%)和医疗服务项(0.233%)，而能源项(-0.463%)和二手车(-0.096%)本月则继续为负贡献。

- 3、9 月美国 CPI 同比增速走低的主要原因是：**能源价格**同比跌幅扩大，同时**核心服务**价格增速回落。

首先，**能源价格**同比跌幅扩大，是本月 CPI 走低的主要原因，完全符合我们此前判断。(详见《美国 8 月通胀数据快评》)

数据显示 9 月能源价格同比下跌 6.8%，对本月 CPI 的贡献为-0.46%，相比上月大幅扩大 0.19 个百分点。其中，汽油价格同比大幅下跌 15.3%，



对本月 CPI 的贡献为-0.51%，相比上月大幅扩大 0.17 个百分点；管道天然气价格同比上涨 2%，对本月 CPI 的贡献为 0.01%；电力价格同比上涨 3.7%，对本月 CPI 的贡献为 0.09%，相比上月的影响减少 0.01 个百分点。由于 10 月国际原油价格受中东局势升级刺激大幅反弹，而去年 10 月国际油价走低，高基数效应逐渐消失，预计 10 月能源项对 CPI 的负面贡献将出现减弱，并减缓通胀的下行速度。

其次，食品价格同比增速出现小幅反弹。

数据显示，9 月食品项同比上涨 2.3%，对本月 CPI 的贡献为 0.31%，相比上月的影响增加 0.03 个百分点。

第三，**核心商品**价格同比跌幅趋缓，主要原因是**二手车**价格同比跌幅大幅收窄。

数据显示，9 月除能源和食品外的核心商品价格同比下跌 1%，对本月 CPI 的贡献为-0.19%，相比上月的负面贡献缩减 0.17 个百分点。其中，新车价格同比下跌 1.3%，较上月继续扩大 0.1 个百分点，连续 7 个月同比增速为负值；二手车价格同比大幅下跌 5.1%，较上月跌幅大幅收窄 5.3 个百分点，完全符合我们此前预判。由于作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数继续触底反弹，预计短期该项未来跌幅将继续缩窄。

第四，**服务价格**同比增速小幅回落，主要是**家计项**同比增速继续降低。

数据显示，9 月服务项同比上涨 4.7%，对本月 CPI 的贡献为 2.86%，相比上月的影响降低 0.12 个百分点。其中，占比最大的家计项上涨 4.9%，本月对 CPI 的拉动为 1.77%，相比上月降低 0.11 个百分点。作为先行指标的美国 ZILLOW 指数同比涨幅与 CPI 统计中的租金价格涨幅存在 13 个月的时间滞后，考虑到滞后效应，由于前者从 2022 年 2 月至 2023 年 9 月处于持续回落趋势，之后走平并小幅回升，预计 10 月之后家计项对 CPI 的贡献很可能出现小幅回升，进而影响通胀的下降速度。

9 月其他服务价格涨跌互现。其中，医疗项同比上涨 3.6%，相比上月增加 0.4 个百分点；交通运输项同比下跌 1.3%，相比上月跌幅扩大 0.6 个百分点，连续 2 个月同比增速为负；娱乐项同比上涨 0.7%，相比上月降低 0.8 个百分点；教育和通信项同比上涨 0.3%，相比上月小幅降低 0.2 个百分点。

结论：

- 1、9 月美国 CPI 同比增速在能源价格同比跌幅扩大、核心服务价格增速回落的带动下持续回落，但食品价格同比增速出现小幅反弹，加之核心商品价格同比跌幅趋缓，共同导致通胀增速趋缓，并低于市场预期。我们判断 10



月能源项对 CPI 的负面贡献将大幅减弱，同时家计项对 CPI 的贡献很可能出现小幅回升，第四季度美国通胀很可能出现反复。

- 2、低于前值但高于预期的通胀数据公布后，市场交易出现一定分歧。其中，三大股指均小幅回落，美元指数小幅回升，但黄金价格走高，10 年期美债收益率小幅升至 4.09%。目前 CME 交易所预测美联储 11 月降息 25bp 的概率为 84%，利率不变的概率为 16%，降息 50bp 的概率继续为 0%；12 月再度降息 25bp 的概率提升至 83%，降息 50bp 的概率降至 0%。

由于通胀增速超预期，叠加此前公布的非农就业数据同样超市场预期，我们继续维持联储年内还将降息 2 次的判断，其中 11 月和 12 月分别降息 25bp，全年降息总幅度为 100bp，预计明年降息幅度为 100-150bp。

- 3、对未来大类资产价格走势，我们的判断是：

- 预计在 11 月大选前，美股将继续维持高位宽幅震荡。
- 美元指数中期维持 100-105 区间震荡。
- 十年期美债收益率较难维持 4% 以上，预计中期将在 3.5-4% 的区间震荡。
- 黄金价格将继续维持 2500 美元/盎司以上高位震荡。



➤ 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

