美国通胀符合预期，12 月大概率降息 25bp

2024 年/11 月

海外宏观经济研究员 **余琦**
010-66555862
yuqi@chief-investment.com

事件：

美国 2024 年 10 月 CPI 同比上涨 2.6%(市场预期上涨 2.6%,前值上涨 2.4%)，环比上涨 0.2%（市场预期上涨 0.2%，前值上涨 0.2%）；核心 CPI 同比上涨 3.3%（市场预期上涨 3.3%，前值上涨 3.3%），环比上涨 0.2%（市场预期上涨 0.2%，前值上涨 0.2%）。

点评：

1、10 月美国 CPI 同比增速结束连续 6 个月回落趋势，出现小幅反弹，但核心 CPI 环比增速出现下降，总体符合市场预期。如我们此前判断，进入第四季度，美国通胀开始出现反复。

2、从 CPI 的分项构成上看，商品分项和服务分项同比降速均出现收窄。其中，商品分项同比下跌 1.1%，相比上月跌幅收窄 0.3 个百分点；服务分项同比上涨 4.7%，与上月持平。具体来看，非耐用品同比下跌 0.5%，降幅相比上月收窄 0.2 个百分点，自 2023 年 8 月以来首次连续 2 个月同比增速为负；耐用品同比下跌 2.5%，相比上月跌幅收窄 0.4 个百分点，连续 2 个月同比降速趋缓。

结合各项权重综合计算,对 10 月 CPI 贡献最大的依然是家计项(1.79%)，其次是机动车保险（0.421%）、食品项（0.283%）和医疗服务项（0.247%），而能源项（-0.325%）和二手车（-0.064%）本月则继续为负贡献。

3、10 月美国 CPI 同比增速出现反弹的主要原因是：**能源**价格明显反弹，同时**核心服务**价格小幅反弹。

首先，**能源价格明显反弹**，是本月 CPI 反弹的主要原因，完全符合我们此前判断。

数据显示 10 月能源价格同比下跌 4.9%,对本月 CPI 的贡献为-0.33%，相比上月大幅收窄 0.13 个百分点。其中，汽油价格同比下跌 12.2%，对本月 CPI 的贡献为-0.4%，相比上月大幅收窄 0.1 个百分点；管道天然气

价格同比上涨2%,对本月CPI的贡献与上月持平;电力价格同比上涨4.5%,对本月 CPI 的贡献为 0.11%，相比上月的影响增加 0.02 个百分点。由于进入 11 月国际原油价格大幅下跌，并跌破 70 美元/桶，预计 11 月能源项对 CPI 的贡献仍将为**负**，并可能带动通胀回落。

其次，食品价格同比增速出现小幅回落。

数据显示,11 月食品项同比上涨 2.1%,对本月 CPI 的贡献为 0.28%,相比上月的影响减少 0.03 个百分点。

第三，核心商品价格同比跌幅与上月持平。

数据显示，10 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%，与上月持平。其中，新车价格同比下跌 1.3%，与上月持平，结束连续 7 个月同比负增长；二手车价格同比下跌 3.4%，较上月跌幅继续收窄 1.7 个百分点，完全符合我们此前预判。考虑到飓风的价格的影响不会马上消除，该项价格仍有上升空间。同时，作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数自今年 6 月触底以来持续反弹，目前处于高位盘整，考虑到去年同期的基数效应，预计 11 月该项对 CPI 贡献仍为负值，但跌幅将继续缩窄。

第四，**服务价格**同比增速小幅反弹，主要是**家计项**同比增速结束持续回落，而其他服务项的价格出现反弹。

数据显示,10 月服务项同比上涨 4.8%,对本月 CPI 的贡献为 2.93%,相比上月的影响增加0.06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%，与上月持平。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 11 月家计项对 CPI 的贡献还将继续回升,并带动通胀小幅反弹。

10 月其他服务价格涨跌互现。其中，医疗项同比上涨 3.8%，相比上月增加 0.2 个百分点；交通运输项同比下跌 0.3%，相比上月跌幅收窄 1 个百分点；娱乐项同比上涨 1%，相比上月增加 0.3 个百分点；教育和通信项同比上涨 0.4%，相比上月增加 0.1 个百分点。

结论：

1、10 月美国 CPI 同比增速虽然在能源价格反弹的带动下出现小幅回升，但核心商品价格止跌，同时核心服务价格出现反弹，我们判断 11 月影响通胀的因素可能会较为复杂，通胀将出现反复。同时，明年 1 月特朗普正式上台之后，即将采取的减税、加关税、收紧移民等政策，将很可能会通过

影响商品、服务等各方面的价格，进而导致明年通胀重新抬头。

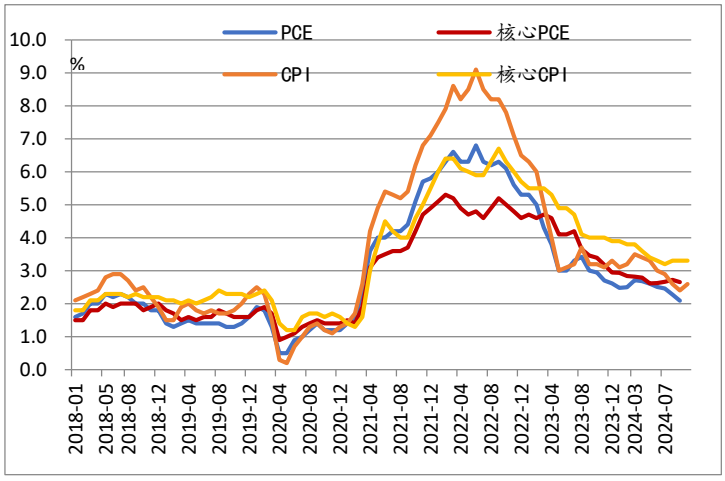
2、本次通胀数据基本符合市场预期，因此市场反映较为平淡。其中，三大股指涨跌互现，美元指数小幅回升，十年期美债收益率小幅升至 4.45%，但黄金价格持续回落至 2572 美元/盎司。目前 CME 交易所预测美联储 12 月再度降息 25bp 的概率大幅升至 83%，不降息的概率降至 17%，预计 2025 年全年降息幅度为 50-75bp。

由于特朗普的内外政策对经济的影响有很大的不确定性，我们维持今年 12 月降息 25bp、全年降息 100bp 的判断，但暂时无法对 2025 年的降息幅度和节奏进行前瞻预判，需要等待明年 1 月特朗普正式任职之后，观察其实施的具体政策再行判断。

3、对未来大类资产价格走势，我们的判断是：

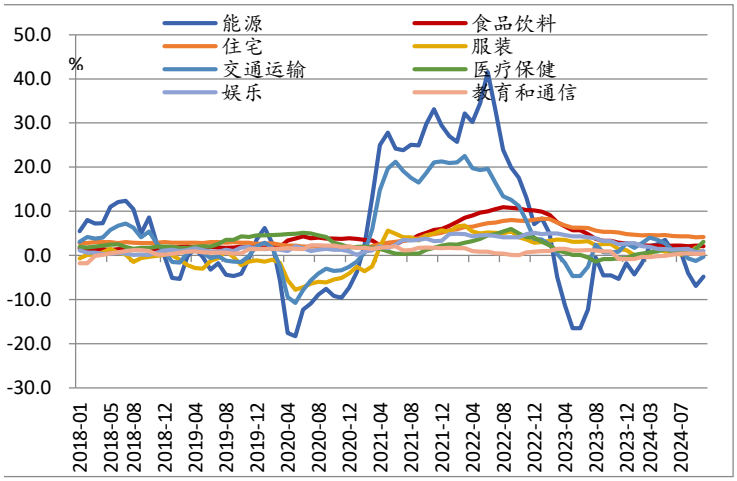
- 预计在特朗普未来政策明朗之前，美股高位震荡将加剧。
- 特朗普交易仍是目前市场主流，预计美元指数短期仍有上升空间，中期将回到 100-105 区间。
- 十年期美债收益率继续上升空间有限，目前已经逐渐进入配置区间，中期将回到 3.5-4%区间。
- 黄金价格短期跌幅已经接近 8%，预计 2500 美元/盎司有较强支撑。

图表 1：美国 PCE 和 CPI



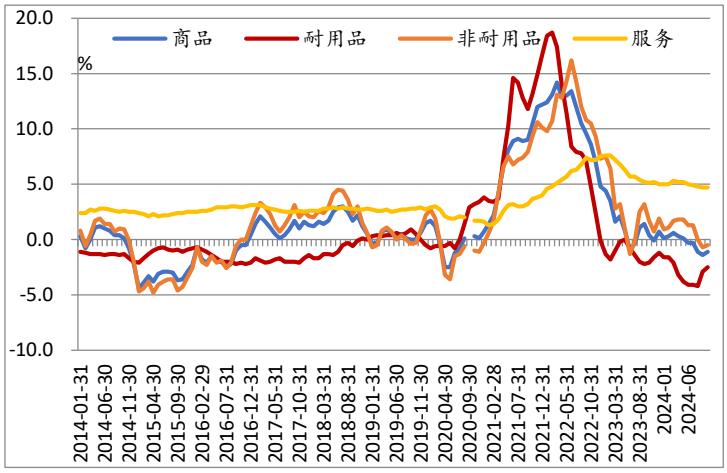
资料来源：wind、致富研究院

图表 2：美国 CPI 分项



资料来源：wind、致富研究院

图表 3：美国 CPI 商品、服务项



资料来源：wind、致富研究院

图表 4：CME 利率预测

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	83.0%	17.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	64.7%	12.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	47.2%	34.3%	5.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	22.6%	43.7%	26.4%	3.8%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.6%	31.5%	36.4%	16.8%	2.2%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.8%	16.1%	32.6%	31.9%	13.5%	1.7%
2025/9/17	0.1%	0.9%	5.9%	19.0%	32.5%	28.8%	11.5%	1.4%
2025/10/29	0.2%	1.5%	7.5%	20.5%	32.0%	26.7%	10.3%	1.2%
2025/12/10	0.3%	2.0%	8.4%	21.4%	31.6%	25.5%	9.6%	1.1%

资料来源：CME、致富研究院

➢ 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、展示或以其他任何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 富衞金融中心 11 楼	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 楼
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

网址：www.chiefgroup.com.hk