

居住成本增速仍在放缓，通胀预期的抬升无需过虑

—美国10月CPI数据

核心要点：

- **CPI在能源价格回落和居住成本正常化后略低于预期：** BLS公布10月消费者价格指数（CPI）的同比增速从9月的3.7%降低至3.2%，略低于3.3%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比4.0%，比9月下行0.1%，也稍低于4.1%的预期。季调环比方面，CPI增速为0.0%，核心CPI增速略放缓至0.2%。**名义与核心CPI的放缓均快于预期的主因是能源成本环比的明显回落以及居住成本经历9月的意外抬升后回归正常。**
- **通胀稳定回落的证据增加，2024年向2%靠拢的概率提升：** 我们倾向于（1）10月能源成本价格在地缘政治冲突未显著恶化，美国需求走弱的情况下回落，是通胀低于预期的重要原因，另外的因素是居住成本回到了缓慢降温的轨道，这也带动了核心CPI的下行。（2）11和12月名义CPI在10月回落后可能呈现同比小幅回升的趋势，这仍是由于去年同期通胀环比负增长降低了基数以及服务价格相对较有韧性。（3）核心通胀仍然处于缓慢下行的态势，年末预计降至3.8%左右，弱衰退假设下2024年末有望接近2%。（4）近期消费者通胀预期有所上升，这可能会引起美联储的警惕，但不会导致再度加息。（5）在居民通胀预期抬升，11和12月CPI可能边际上行的情况下，美联储短期仍会保持偏鹰派的预期引导，但2024年降息空间可能不低于100BP。**我们目前对11月CPI的预测增速为3.3%，核心保持4.0%左右。**
- **消费者通胀预期的抬升短期仍易使美联储保持偏鹰派口吻：** 近期密歇根大学消费者通胀预期调查中的短期和5年预期都出现了明显反弹，这可能是由于食品价格短期坚挺、能源由于地缘政治问题回升以及“二次通胀”叙事的兴起所导致的。其中短期通胀预期从年中3.3%的低点回升至11月的4.4%，5年预期从2.8%的低点回升至3.2%。从密歇根大学消费者通胀预期调查的中位数和分布来看，通胀预期上行的比例有所提高，这可能将继续影响中位数。从美联储的角度，尽管投资者通胀预期相对稳定，消费者预期的上升可能在中长期定价中阻碍通胀回归2%，因此尽管10月CPI数据表现良好，美联储短期也不会放松鹰派口吻。
- **市场对CPI反应热烈，但资产价格全面回升的时点仍要更多经济数据确认：** CPI低于预期是在美联储11月FOMC暂停加息、10月劳动市场数据延续降温后的又一好消息。市场对此反应热烈，美元指数和美债收益率均大幅下行，美股上涨明显，联邦基金利率期货显示2024年首次降息预期为5月份。我们的测算显示在基准假设（地缘政治冲突不再加剧）之下，美国名义和核心CPI在2024年均有望稳定向2%靠拢，不易出现“二次通胀”的情况，这将为美联储更大幅度的降息打开空间。11月以来的议息会议和经济与通胀数据的弱化使美债收益率和美元出现快速大幅下行，但需要注意到美债的供需格局并未显著改善，而美国经济相较欧元区等也依旧具有韧性。因此，尽管美元和美债收益率大方向向下，但在美联储短期坚持鹰派口吻、11月通胀边际回升和经济数据不弱的情况下短期仍不排除出现小幅反弹的可能。同时，我们在《美债利率攀升后—“多马稳定条件下财政的远虑与近忧”》中指出美债收益率仍有显著下行的空间，但是经济数据弱化后的右侧配置更加稳妥。

分析师

章俊

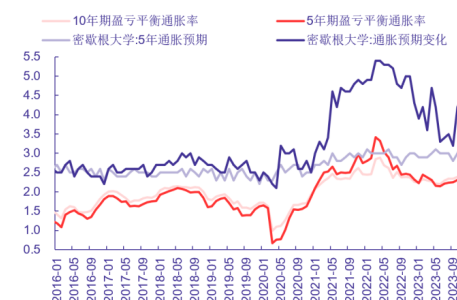
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

消费者通胀预期抬升可能使美联储警惕



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 地缘政治冲突加剧的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

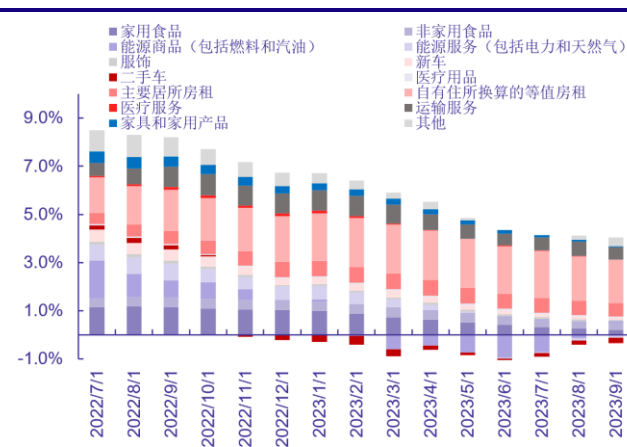
美国劳工数据局 (BLS) 公布 10 月消费者价格指数 (CPI)，其同比增速从 9 月的 3.7% 降低至 3.2%，略低于 3.3% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 4.0%，比 9 月下行 0.1%，也稍低于 4.1% 的预期。季调环比方面，CPI 增速为 0.0%，核心 CPI 增速略放缓至 0.2%。名义与核心 CPI 的放缓均快于预期的主因是能源成本环比的明显回落以及居住成本经历 9 月的意外抬升后回归正常。美联储在 11 月 FOMC 会议上列出导致加息停止的条件目前并未收到通胀数据的挑战，不过需要注意的是 11 月和 12 月 CPI 由于基数等因素的抬升以及近期消费者通胀预期的上行容易使美联储继续保持偏鹰派的口吻。同时，2024 年通胀稳定向 2% 目标靠拢的概率正在加大。

我们倾向于 (1) 10 月能源成本价格在地缘政治冲突未显著恶化，美国需求走弱的情况下回落，是通胀低于预期的重要原因，另外的因素是居住成本回到了缓慢降温的轨道，这也带动了核心 CPI 的下行。(2) 11 和 12 月名义 CPI 在 10 月回落后可能呈现同比小幅回升的趋势，这仍是由于去年同期通胀环比负增长降低了基数以及服务价格相对较有韧性。(3) 核心通胀仍然处于缓慢下行的态势，年末预计降至 3.8% 左右，弱衰退假设下 2024 年末有望接近 2%。(4) 近期消费者通胀预期有所上升，这可能会引起美联储的警惕，但不会导致再度加息。(5) 在居民通胀预期抬升，11 和 12 月 CPI 可能边际上行的情况下，美联储短期仍会保持偏鹰派的预期引导，但 2024 年降息空间可能不低于 100BP。

我们继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析。能源方面，能源商品环比回落，同比再度转负，对名义 CPI 的回落有显著贡献；能源服务同比继续通缩，但环比仍有韧性。食品环比小幅加快，缓和较为缓慢。核心商品价格环比回落，10 月延续同比零增长，未来环比预计可能保持小幅通缩状态，新车、二手车、家具和家用产品等持续弱化，非能源商品无需担忧。居住成本在 9 月环比意外上行后回归常态，缓慢降低的趋势将延续并进入 2024 年。服务方面仍然相对具有韧性，但在劳动市场降温延续的情况下，未来也将确立走弱的趋势，这为 2024 年名义和核心通胀回归 2% 中枢打下了基础。我们目前对 11 月 CPI 的预测增速为 3.3%，核心保持 4.0% 左右。

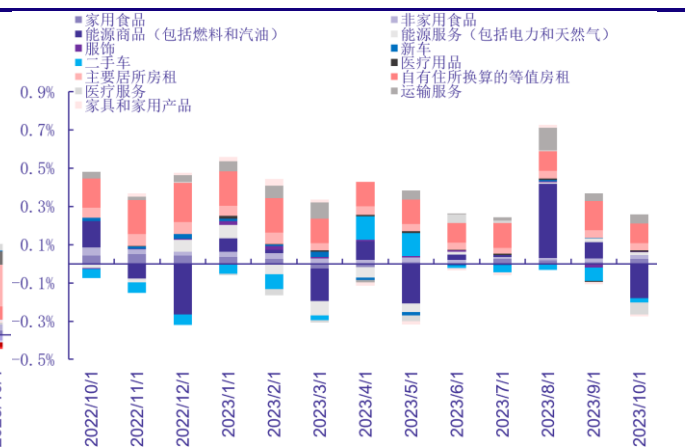
CPI 低于预期是在美联储 11 月 FOMC 暂停加息、10 月劳动市场数据延续降温后的又一好消息。市场对此反应热烈，美元指数和美债收益率均大幅下行，美股上涨明显，联邦基金利率期货显示 2024 年首次降息预期为 5 月份。我们的测算显示在基准假设（地缘政治冲突不再加剧）之下，美国名义和核心 CPI 在 2024 年均有望稳定向 2% 靠拢，不易出现“二次通胀”的情况，这将为美联储更大幅度的降息打开空间。11 月以来的议息会议和经济与通胀数据的弱化使美债收益率和美元出现快速大幅下行，但需要注意到美债的供需格局并未显著改善，而美国经济相较欧元区等也依旧具有韧性。因此，尽管美元和美债收益率大方向向下，但在美联储短期坚持鹰派口吻、11 月通胀边际回升和经济数据不弱的情况下短期仍不排除出现小幅反弹的可能。同时，我们在《美债利率攀升后—“多马稳定条件下财政的远虑与近忧”》中指出美债收益率仍有显著下行的空间，但是经济数据弱化后的右侧配置更加稳妥。

图 1: 10 月 CPI 同比主要拉动项拆分



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 2: 10 月 CPI 环比主要拉动项拆分



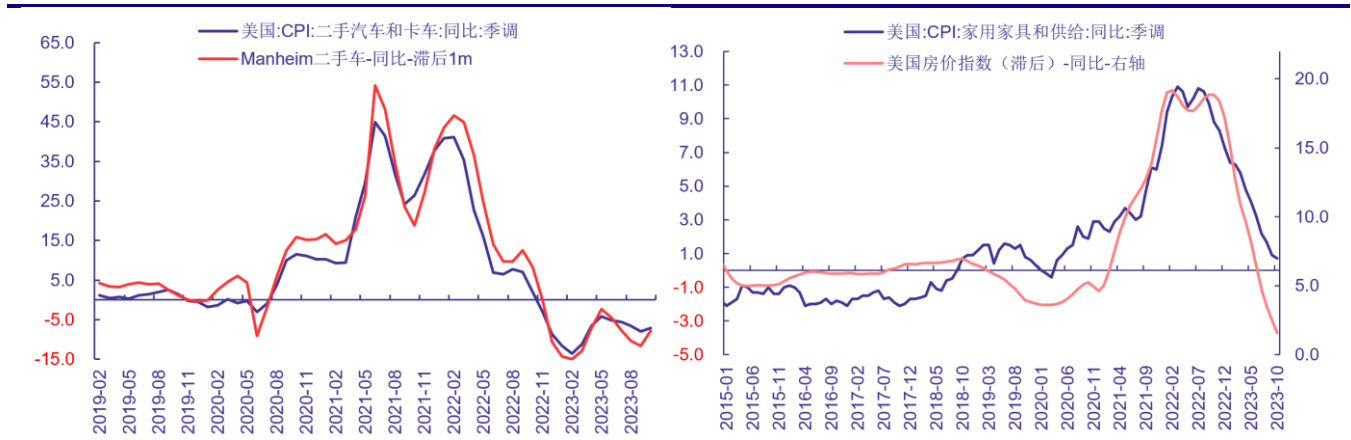
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

(一) 能源商品回落，核心商品环比弱化趋势保持

核心商品方面¹，二手车同比负增长 7.0%，拉动 CPI 下行 0.19 个百分点，季调环比下行 0.8%；新车同比增速放缓至 1.3%，季调环比放缓至零增长。从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格 11 月可能略微下降，保持通缩状态，依然是降低通胀的重要力量。新车滞后于二手车，价格增速仍在降低，未来也不排除进入负增长，乘用车对 CPI 的压力不大，汽车工人的罢工解决后对价格影响有限。家具和家用产品环比降低 0.2%并连续 7 个月负增长，同比增速降至 0.7%，将跟随房价的回落保持下行。服装环比增速上行 0.1%，同比略回升至 2.6%。以上项目对 CPI 的同比拉动率依然接近 0%，2024 年随需求弱化可能进入疫情前的负增长状态。美联储并不担忧核心商品价格的变化，在美国 2024 年不再度对私人部门进行财政刺激的情况下其价格水平难以回升。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落（%）



资料来源：Wind、Manheim，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：能源商品涨幅未来可能缓和（%）

图 6：美国钻井数量偏低，但能源需求也在弱化



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比负增长 4.9%，能源服务环比则维持了 0.5% 的上升，同比分别为 -6.2% 和 -2.2%。能源商品价格的回落一方面由于地缘政治风险没有进一步恶化，另一方面美欧制造业的不振和需求放缓也导致了原油价格的下行。NYMEX 天然气 11 月环比回升 3.34%，同比负增长幅度也将在 11 月维持，此前的降幅由于滞后效果仍会进一步向能源服务传导，短期的环比上行不具有可持续性。食品价格环比增长稍加快至 0.3%，家用食品环比上行至 0.3%，非家用食品环比保持至 0.4%。食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，这意味着其同比回落的短期趋势保持，向上

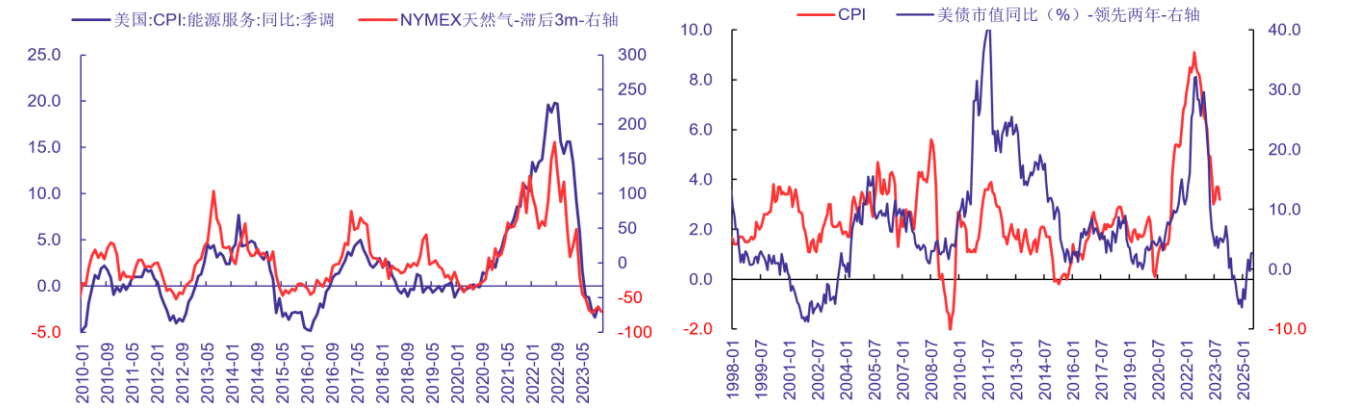
¹ 以下使用季调值。

的拐点可能在 2024 年二季度才会出现，但这在居住成本下行，经济面临压力的情况下不会显著抬升通胀。

需要注意到能源价格在预测 2024 年 CPI 增速时属于不确定性最高的项目，美国不出现“二次通胀”的假设一方面取决于地缘政治冲突不再进一步恶化导致通胀预期抬升并引发循环，另一方面美国需要控制财政力度并避免再度刺激居民资产负债表。如果上述假设在 2024 年由于黑天鹅事件被打破，那么美国通胀将难以顺利回到 2%，能源价格的波动是值得特别关注的。

图 7：能源服务价格也的边际回升暂不可持续（%）

图 8：财政的通胀效应短期不会加剧，前提是 2024 年财政克制



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

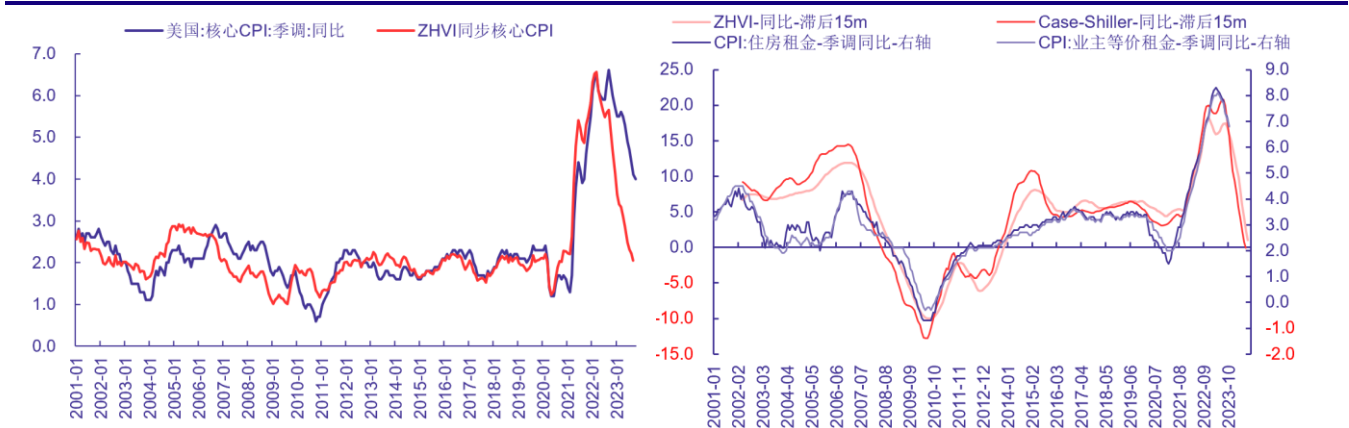
（二）居住成本回到正轨，服务价格压力缓和，通胀预期的抬升可能引起美联储的注意

在 9 月数据波动增加了 CPI 增速的不确定性后，10 月数据显示其回归稳定回落的路径，一方面居住成本的环比增速重新稳定，另一方面服务价格压力有所缓和。在美联储当前的加息条件下，10 月 CPI 再度确认本轮加息周期可能已经停止。虽然如此，近期消费者通胀预期的抬升可能导致美联储在警惕下保持偏鹰派的预期引导。

10 月 CPI 中，季调租金环比增速维持 0.5%，业主等价租金同为 0.4%，基本回归居住成本滞后房价下正常的缓慢回落路径，下行趋势在 2024 年四季度前相对确定，这也意味着核心通胀稳定下行不易受到挑战。我们用 Zillow 的房价指数 ZHVI 调整的同步 CPI 显示名义通胀和核心通胀均继续下行，两者同比增速降至 2% 附近，这表明 2024 年通胀在能源成本稳定的情况下仍将向 2% 的通胀目标靠拢。核心服务方面，交通运输成本依然较高、医疗服务由于计算方式调整环比降低 1.0%，同比亦保持负增长，剔除居住成本影响后环比增速也在 0.3% 左右。以上数据均显示出相对积极的信号，在通胀稳步放缓的情况下经济数据未来的弱化可能加剧市场的弱衰退预期。

图 9：去除居住成本滞后效应后，核心通胀向 2% 靠近（%）

图 10：居住成本有继续稳定降低的空间（%）

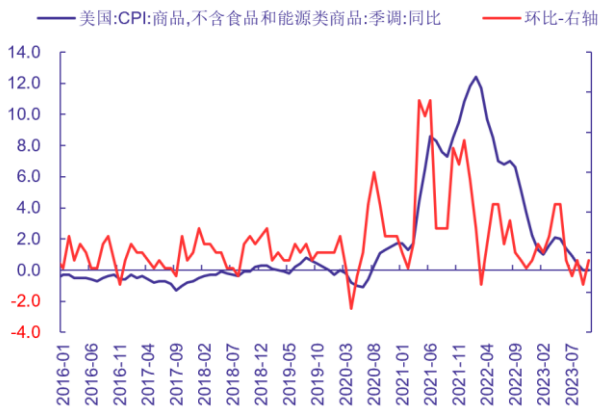


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

资料来源：BEA，中国银河证券研究院整理

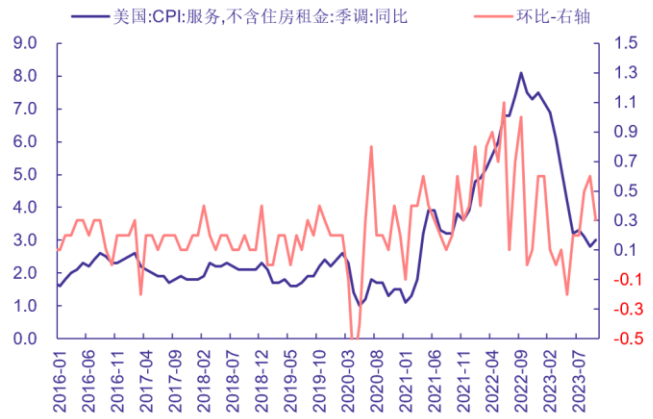
另一个值得关注的问题是近期密歇根大学消费者通胀预期调查中的短期和 5 年预期都出现了明显反弹，这可能是由于食品价格短期坚挺、能源由于地缘政治问题回升以及“二次通胀”叙事的兴起所导致的。其中短期通胀预期从年中 3.3% 的低点回升至 11 月的 4.4%，5 年预期从 2.8% 的低点回升至 3.2%。从密歇根大学消费者通胀预期调查的中位数和分布来看，通胀预期上行的比例有所提高，这可能将继续影响中位数。从美联储的角度，尽管投资者通胀预期相对稳定，消费者预期的上升可能在中长期定价中阻碍通胀回归 2%，因此尽管 10 月 CPI 数据表现良好，美联储也不会放松鹰派口吻。如果通胀预期继续反弹，也不排除美联储加大鹰派引导力度以压制预期的可能。整体上，我们仍认为 11 月 FOMC 确立的加息停止，再度加息的条件包括（1）经济增长仍然需要低于潜在增速一段时间，否则可能加剧通胀压力并导致加息；（2）劳动市场的紧张程度需要通过供给增加和需求降低而缓和，如果紧张程度停止缓和那么也将考虑加息；（3）长端美债收益率需要在未来一段时间保持高位，如果快速大幅降低，则也需要重新加息。因此，美债长端收益率的过快下行和通胀预期的不稳定仍然为市场动荡留出余地，资产价格的全面恢复可能时机未到。

图 11: 核心商品环比延续弱勢, 压力不大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: CPI 核心服务环比回落, 除去能源服务后涨幅有限 (%)



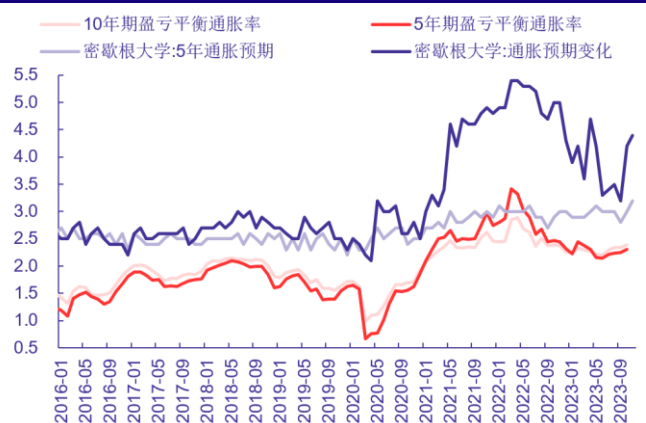
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: CME 数据显示市场再度提前首次降息的预期时间

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.2%	50.2%	35.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	36.6%	41.1%	13.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	27.5%	39.6%	22.5%	4.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	4.0%	20.6%	35.8%	28.0%	10.2%	1.4%
2024/11/7	0.0%	2.2%	12.9%	28.7%	31.6%	18.5%	5.5%	0.7%
2024/12/18	1.5%	9.4%	23.6%	30.7%	22.7%	9.7%	2.2%	0.2%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 14: 美国消费者通胀预期出现反弹 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn