南华宏观热点

——美国10月核心通胀再超预期，真要加息50BP?

翟帅男 （投资咨询证号：Z0013395）
联系邮件：zaisuainan@nawaa.com
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2026年11月11日

前言：

10月美国CPI再超预期，大幅推升12月加息押注。核心CPI环比连续三个月落在0.3%附近，连续高于预期。因2025年10月政府停摆缺采集基数，本次只有环比、没有同比，市场只能依赖环比数据判断通胀。数据落地后美债收益率应声跳升，美元指数短线走高至102上方，黄金因实际利率上行而跳水。能源涨价正往食品、运输、医疗等下游分项走，美联储官员口径两个月里集体转硬，沃勒甚至表示不排除直接加息50个基点。但我们认为12月加息25BP是基准，加息50BP概率较低。

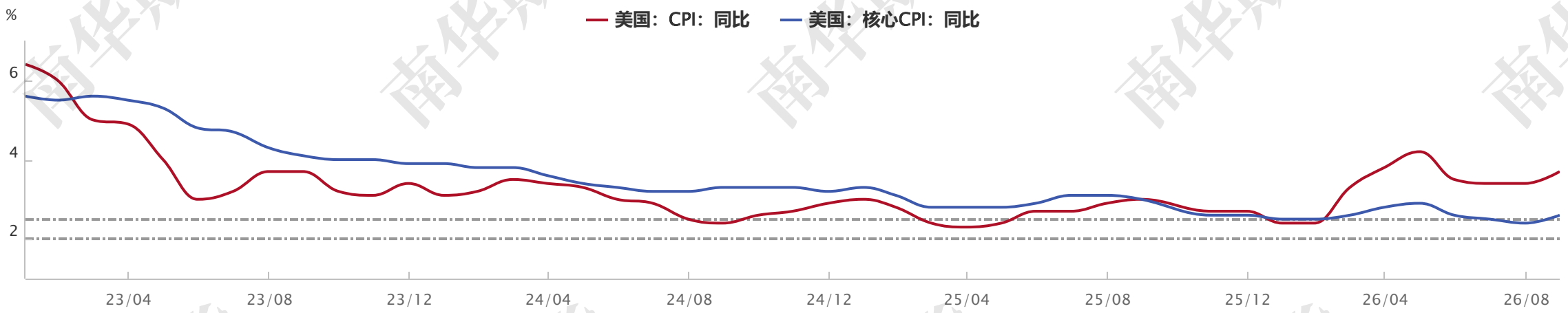
资产方面，美债短端跟随12月加息押注重定价、长端还叠加财政赤字与发债供给的期限溢价，短期美债利率易上难下。A股本轮反弹主要是国内稳市场政策托底，但力度与持续性稍显不足，美债收益率继续抬升或AI严监管担忧升温都可能压制情绪。黄金跌超2%，实际利率上行压制无息资产，短期以区间震荡为主，待加息落地、通胀转弱后压制才会缓解。

正文

一、核心粘性很强，涨价从能源向下游扩散

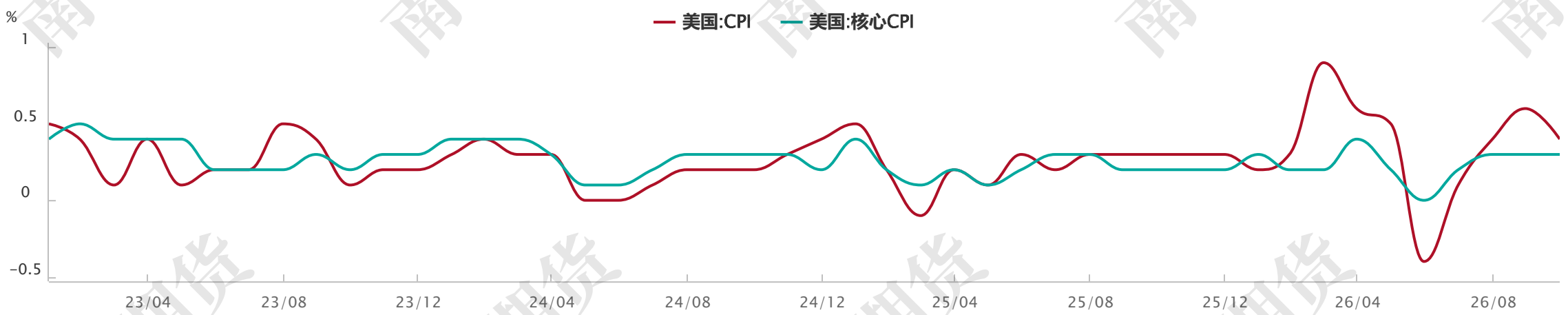
10月美国整体CPI环比涨0.4%、核心环比涨0.3%，均高于市场预期，两项预期分别是0.3%和0.2%。核心CPI连续三个月卡在0.3%附近，按年率折算的三个月核心涨幅抬到3.75%，通胀黏性没有松动。8月和9月的核心环比也都是0.3%，三个月都没出现回落迹象。

美国CPI与核心CPI同比:未季调



source：*wind,南华研究*

美国CPI和核心CPI（季调当月环比）

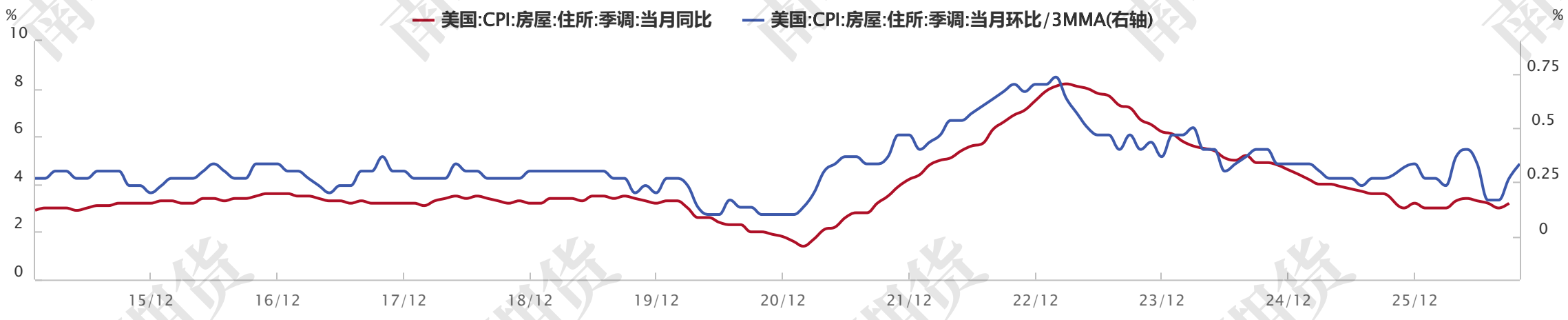


source：*同花顺,南华研究*

9月整体同比3.7%创5个月新高，核心同比从2.4%升到2.6%，当时整体读数就不单靠油价推。CPI环比从9月的0.6%稍降到10月的0.4%，几乎全靠能源项环比从5.2%回落到0.7%。10月汽油只涨1.0%、天然气跌0.8%，10月国际能源价格保持高位，但是增速放缓，带动能源环比增速高位回落。而进入11月之后，随着中期选举结果落地，民主党横扫带动中东局势何谈预期快速升温，油价也回落至两个月低点，这属于短期油价扰动消退，尚难视为趋势性下行。

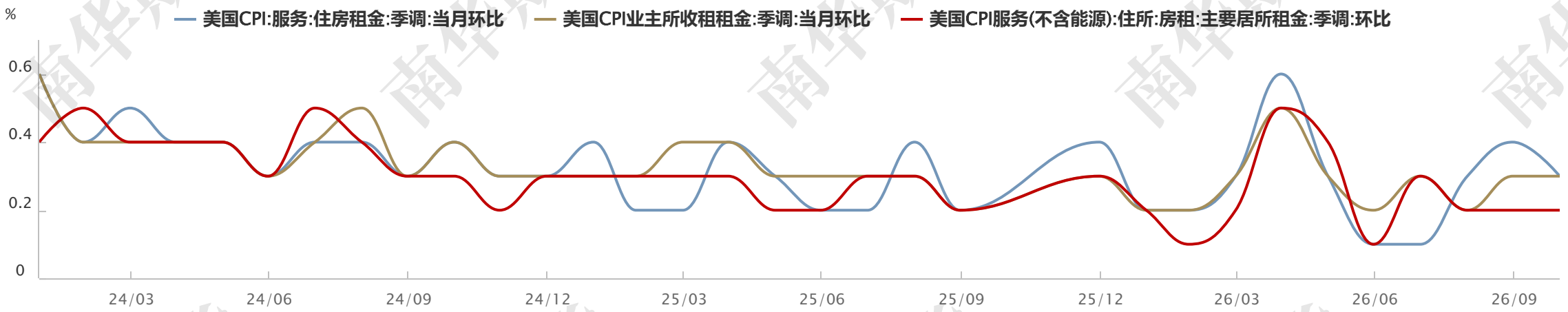
除能源外，住房环比0.3%，对整体涨幅贡献约30%，是最大拉动项，租金与业主等价租金韧性未破。交通服务环比升到0.8%、食品环比反弹至0.5%、医疗商品价格结束连跌转涨0.5%，机票涨0.4%，服装只涨0.1%，二手车跌1.2%。这些分项带着能源与成本传导的痕迹，上游涨价确实在往服务与食品端渗漏。运输、食品、医疗按合同与成本周期调价，前期高油价抬起的成本已经计价，油价后续回落传导过去也需要时间。市场租金变化要隔几个季度才进CPI，住房是典型的滞后项，不会因油价回落就快速转头。目前核心商品价格与剔除住房后的超级核心服务价格都偏高，通胀粘性很强，直接快速推升了加息预期。

美国CPI房屋住所项同比与环比走势



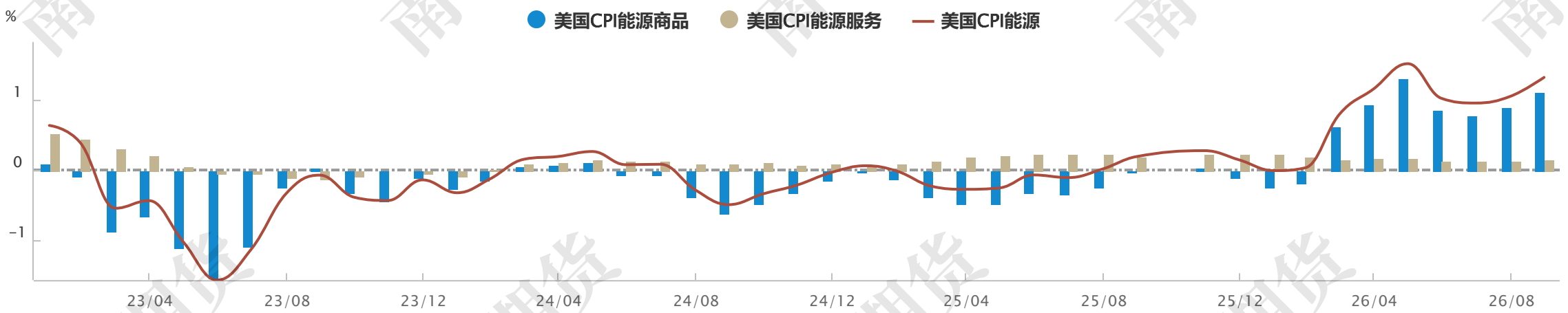
source：*同花顺,南华研究*

美国CPI租房租金项走势（环比）



source：*同花顺,南华研究*

美国CPI能源项贡献拆分（未经季调，当月同比）



source：*彭博,南华研究*

这份数据处在12月议息前最后一份CPI的位置，直接坐实了市场此前的加息押注。核心通胀环比连续超预期，沃勒表示不排除直接加息50个基点。数据公布后，CME计价的12月加息25基点的隐含概率已经完全定价；加息50个基点的概率升至10.6%。目前公布的是10月数据，10月的油价处于很高的位置。中期选举之后油价已经明显回落，若后续局势继续缓和，油价还会快速走低，能源通胀向下游的传导压力也会随之熄火，核心粘性就只靠住房和服务自身，12月加息的必要性随之减弱，加息押注可能回吐。若油价因和谈破裂、军事升级重新冲高，交通服务和食品会接棒扩散，美联储12月加息可能更快更猛，25个基点是基准，50个基点也已经进入考量视野。

二、美联储官员集体放鹰，加息50BP进入视野

10月会议之后，美联储内部的重心已经整体右移：10比2的暂停票中，两张反对票都主张当场加息。沃勒从“数据改善就可以等”转为“数据改善也要加”，并公开把50BP摆上台面。库克投下任内首次异议票，说明收紧压力已不再局限于几位固定鹰派。分歧从“加不加”转向了“加多少”。

表 美联储官员表态前后对比

官员	此前表态	近期表态	鹰鸽
沃勒（理事）	9月3日称三个月核心通胀出现令人鼓舞的显著改善，9月10日称核心环比回落到0.2%及以下倾向按兵不动，若8月CPI下降或持平就不需要加息，愿意再等一次会议	11月10日称即使10月CPI改善也支持12月加息25个基点；核心环比达0.3%或更高应考虑加息50个基点；9月通胀数据表现糟糕，仅加息25个基点会使公信力面临风险	强鹰（大幅转鹰）
沃什（主席）	9月称不愿依据单月通胀数据做利率决策；一贯反对前瞻性指引、不参与点阵图。10月28日强调恢复2%是压倒一切的首要任务，暂停不等于松劲	11月10日拒绝锁定12月路径，不给指引，以数据驱动、保留弹性；未挑战市场对12月加息的定价	偏鹰（不给路径）
洛根（达拉斯联储，今年票委）	今秋以来主张至少还需两次25个基点的加息；10月支持暂停，理由是渐进加息便于家庭、企业和市场适应，也降低经济过度放缓的风险	11月10日重申至少两次25个基点，并称冬季行动速度可能快于秋季；另一场讲话称至少再加50个基点后暂停，评估此前政策调整的影响，让政策适度转向限制性。	强鹰（节奏加快）
施密德（堪萨斯城联储，今年无投票权）	10月7日称通胀重拾升势，可用工具就是上调短期利率，不继续行动会危及美联储信誉；能源与AI需求是主要推手，短期利率方面仍有工作要做	11月10日称当前3.75%至4.00%实际相当宽松、未对经济增长形成明显制约，通胀是首要关切；现场请与会者替FOMC做12月选择，无人选降息，多数支持加息	强鹰（立场延续）
鲍曼（理事）	10月称年内无需再调整利率，更关注经济与就业的下行风险，倾向在进一步收紧前观察更多数据	11月10日称通胀压力持续存在、劳动力市场状况趋于强劲，让通胀回到2%仍有工作要做；同时提示需权衡进一步收紧政策的成本，预计10月核心PCE同比升到3.3%	偏鹰（较此前转硬）
保尔森（费城联储，今年票委）	此前未就12月加息幅度给出量化指引	11月10日前后称核心通胀徘徊在2.5%至3%，降通胀还有更多工作要做，政策需略偏紧缩；若通胀形势恶化会采取更激进行动，条件允许时倾向逐步加息，让家庭与企业有时间适应	偏鹰（主张渐进）

资料来源：彭博 南华研究

沃勒9月还在讲通胀显著改善、能源与关税难形成持续压力，把核心环比回落到0.2%及以下当作按兵不动的条件；11月把同一套逻辑反过来用，能源传导和AI相关商品价格成了通胀持久的理由，加息从数据触发变成必须兑现的承诺。沃勒11月10日在伦敦的讲话非常强硬，他给出的框架是：如果10月CPI改善，他支持12月加息25BP；如果核心CPI环比达到0.3%或更高，12月应考虑50BP，因为在这种情况下仅加25BP将危及美联储信誉。他把加息的必要性锚定在公信力上，市场已经根据美联储此前释放的信号把12月加息计入定价，如果不兑现，市场会立刻下调加息预期，实际利率随之下行，等于在通胀没有解决时被动宽松了一次。这一逻辑的实质是，沃勒已经把12月加息从数据触发变成了承诺兑现。25BP是基准，核心环比达到0.3%则不排除加息50BP可能。

洛根重申至少还需要两次25BP加息，并称“今年冬季的行动速度可能可以比秋季迄今的步伐更快”。洛根的要求不是在单次会议上加码，而是压缩整个加息周期的节奏。堪萨斯城联储施密德称去年就不认为利率有足够限制性，当前3.75%至4.00%实际相当宽松、未对经济增长形成明显制约，他在现场请与会者替FOMC做12月的选择，无人选降息，多数支持加息。费城联储保尔森也讲政策需略偏紧缩，但倾向条件允许时逐步收紧。理事鲍曼10月称年内无需再调整利率、更关注就业下行风险，11月10日改口说通胀压力持续存在、劳动

力市场状况趋于强劲，让通胀回到2%仍有工作要做，同时提示要权衡进一步收紧的成本。

沃什则是一贯的减少沟通、不做指引。沃什10月28日强调恢复2%是压倒一切的首要任务、暂停不等于松劲，11月10日拒绝锁定12月路径与幅度，未挑战市场对12月加息的定价。不给指引让市场失去政策锚，每一份偏强的数据都会被更陡峭地定价，CPI落地后短端跳升明显大于长端与此有关。他不锁定12月幅度、不提前给出路径，与沃勒直白给出“25/50BP”的风格截然相反。这种沟通风格使得每一份偏强的数据都会被市场以更陡峭的方式定价，因为缺少一个明确的政策锚来降低冲击。但沃什“不给指引”本身并不等于不支持加息，沃什的沉默应当读作“保留政策灵活性”，而不是“立场转鸽”。

12月加息已经完全定价

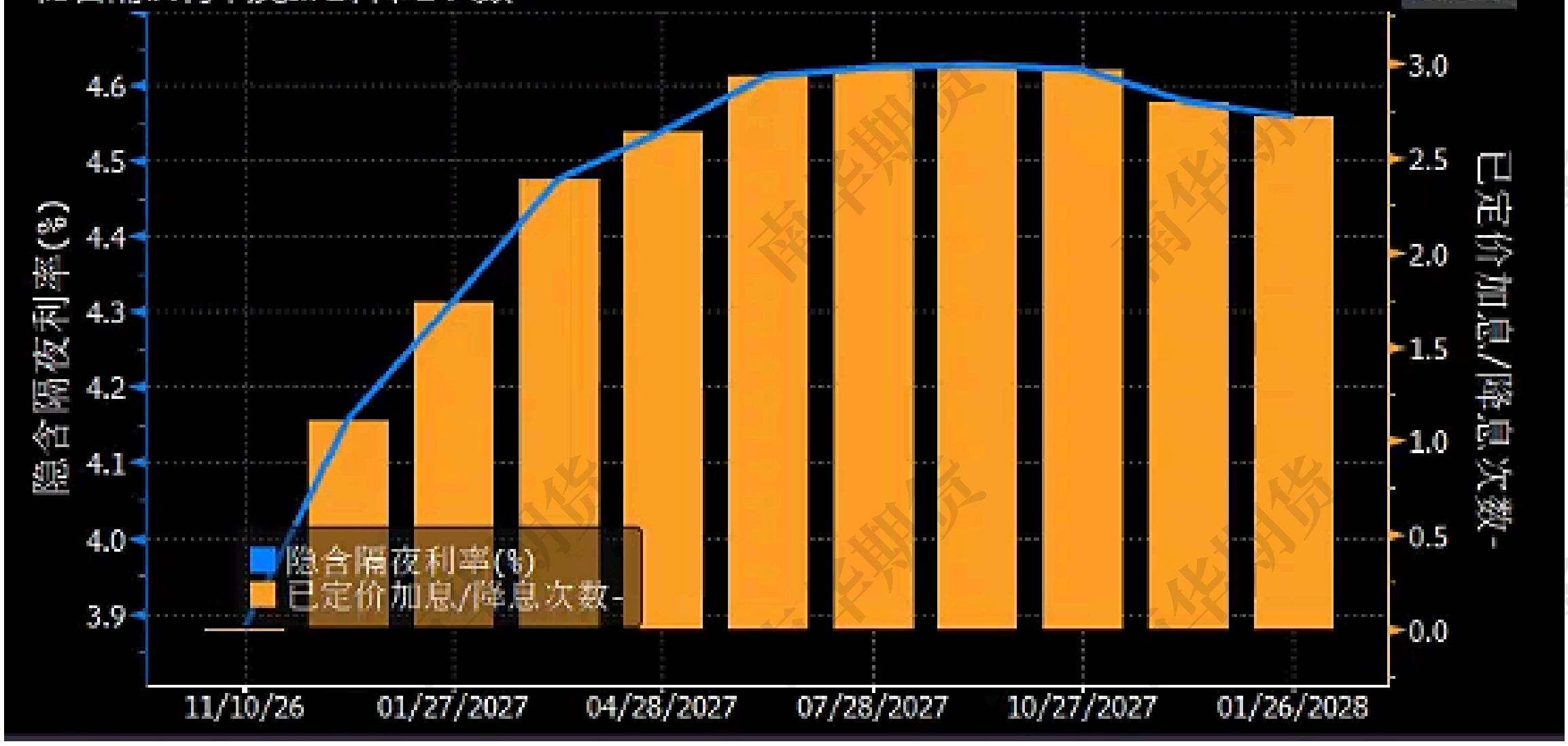
启动改写

地区：美国 »　　工具：联邦基金期货 »

目标利率	4.00	定价日期	11/10/2026
有效利率	3.88	当前隐含隔夜利率	3.879

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/09/2026	+1.106	+110.6%	+0.277	4.155	0.250
01/27/2027	+1.735	+62.9%	+0.434	4.313	0.250
03/17/2027	+2.389	+65.4%	+0.597	4.476	0.250
04/28/2027	+2.635	+24.6%	+0.659	4.537	0.250
06/09/2027	+2.933	+29.8%	+0.733	4.612	0.250
07/28/2027	+2.975	+4.2%	+0.744	4.622	0.250
09/15/2027	+2.991	+1.6%	+0.748	4.627	0.250
10/27/2027	+2.965	-2.6%	+0.741	4.620	0.250
12/08/2027	+2.801	-16.4%	+0.700	4.579	0.250
01/26/2028	+2.715	-8.6%	+0.679	4.557	0.250

隐含隔夜利率及加息/降息次数　　最大化



资料来源：彭博 南华研究

12月加息25BP是基准，50BP是尾部风险

市场定价已经把基准情形标注得很清楚。CME在CPI公布后的读数显示，12月加息25BP的概率约89.4%，50BP的概率约10.6%。若把沃勒“考虑50BP”直接读成“50BP是基准”，会忽略票数结构和市场定价的重心。

沃勒提出50BP条件的当天，布伦特原油盘中跌破每桶90美元，为8月以来首次，触发因素是中东紧张局势趋于缓和。10月CPI所覆盖的时段，油价处于高位，能源向交通服务和食品的传导确实有所体现，但这份数据是滞后的。如果中东局势继续降温、油价延续回落，能源分项的环比压力会在11月和12月的读数中自然衰减，届时大幅加息的必要性将明显下降。另外，中期选举后民主党赢得两院控制权，特朗普重塑美联储、推动利率政策顺从降息意愿的能力受到明显制约。这表面上减少了美联储面临的政治压力，但生活成本是选民最关心的议题之一，在通胀尚未回到2%的背景下，以50BP的幅度“跳步”加息可能引发不必要的政治反弹，而25BP的渐进路径既兑现了沃勒所强调的公信力承诺，又为后续数据留出了观察窗口。政治因素在这里的作用不是阻止加息，而是把加息的形态推向“可预期、可解释”的25BP，而非“意外性更强”的50BP。

综合来看，12月加息25BP是基准情形，50BP已经进入沃勒设定的考量框架，但油价回落、市场定价重心和渐进加息的票数基础下，一次性加息50BP的概率不大。

三、大类资产如何定价

通胀数据后美元指数回到102上方，10年美债收益率则升至5.0%附近，美债短端跟着12月加息押注重定价，长端还叠了财政赤字与发债供给带来的期限溢价，短期美债利率易上难下。

A股本轮修复主要来自于国内稳市场政策托底、海外不确定性阶段性出清，缺乏足够的增量资金入场，力度及持续性都稍显不足。美联储加息预期升温和美债利率抬升都会压制风险资产估值，接下来若美债收益率继续抬升或AI严监管担忧升温都可能压制A股情绪。

现货黄金跌超2%，实际利率上行压住无息资产。央行购金与去美元化支撑还在，但短期市场主要看实际利率。待加息落地、通胀转弱之后实际利率见顶，压制才会缓解，短期区间震荡为主。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP　南华期货公众号　南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

南华期货