

# 油价带动通胀回落，核心通胀仍有韧性

——美国通胀系列六

## 研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 宏观事件

北京时间 2024 年 9 月 11 日晚美国劳工部公布 8 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.5%，预期+2.5%，前值+2.9%；核心 CPI+3.2%，预期+3.2%，前值+3.2%。  
环比：CPI+0.2%，预期+0.2%，前值+0.2%；核心 CPI+0.3%，预期+0.2%，前值+0.2%。

## 核心观点

### ■ 8 月美国 CPI 快速回落

通胀 8 月再次快速回落，但核心通胀环比意外上升，市场修正降息预期。对于美联储而言，8 月份的通胀数字（+2.5%，增速显著放缓）叠加 8 月失业率数字（4.2%，出现小幅回落），在增强市场对美国经济“衰退”的宏观担忧同时，修正了市场对于 9 月首次降息定价的宏观空间。联邦基金利率期货市场对于美联储 9 月降息的定价有所收敛——将 9 月降息的押注从 1 次 50BP 降低至 1 次 25BP 降息。

可以降息但继续降息前景不明，关注 9 月流动性压力上升风险。从美国通胀的结构来看，油价的回落对 8 月通胀下行提供了较大贡献；但是我们认为值得关注的是美国核心 CPI 的企稳回升，虽然 8 月薪资增速仅仅只有 0.1 个百分点的回落，但是未来若房价上涨带来的租金成本进一步回升，则价格会因需求的放缓而回落，却因成本的韧性而令“通胀”上升——将限制央行出于经济逆周期调节目前而采取“降息”的空间和预期。

### ■ 关注流动性对冲的空间

“胀”的状态下市场同时定价的是“降温”的宏观经济，未来央行政策的两难将增加市场短期的流动性风险，关注国内的政策对冲。从外汇市场上来看，市场对美联储 9 月降息的定价有所降低（从 50BP 转向 25BP），即美债实际利率存回升的概率增加，维持曲线陡峭化判断；另一方面国内市场信心的建立依然在于财政的政策空间的打开，以及财政和货币政策的进一步有效配合，以扭转“资产荒”的客观现实，因而我们认为短期货币政策预期仍有“降息”的宽松定价，未来需等待美联储 9 月真实降息的落地以及国内积极财政的有效实施，关注风险释放后交易提供的市场反弹空间。

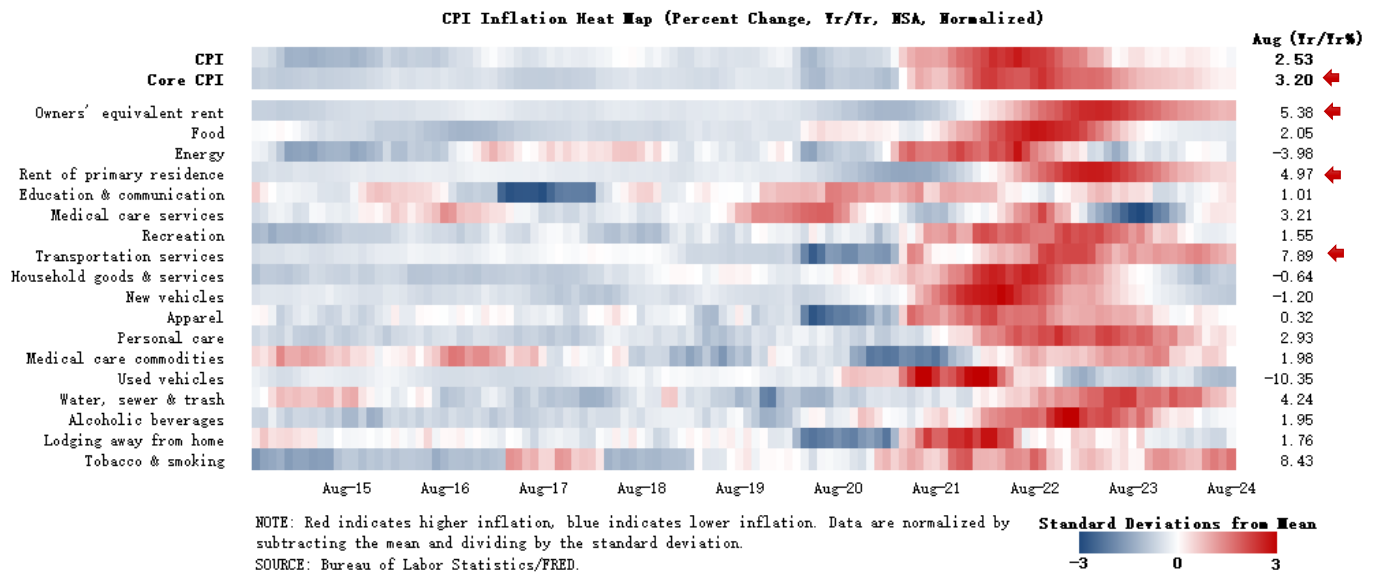
### ■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

## 相关图表

美国 8 月通胀热力图更新，核心通胀相比较 7 月保持稳定 (3.2%)，维持 3 年以来最低水平。其中住房分项 (不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金) 虽然继续处在显著的红色趋“热”状态，但是保持回落节奏；从波动项来看，食品通胀继续趋冷 (2.1%)，而能源通胀短期呈现快速趋“冷”的状态 (-4.0%)；特别的，8 月份交通运输分项的热度继续保持在高位 (7.9%)，显示出内部物流层面的压力仍没有很好的改善。

图 1：美国 8 月通胀热力图更新 | 单位：STD

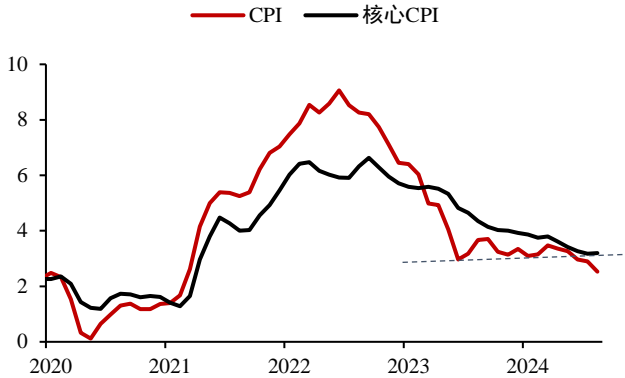


数据来源：FRED 华泰期货研究院

8 月份，美国 CPI 同比走势在油价驱动下回落有所加速。8 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品 (+2.1%)、能源 (-4.0%) 两者短期暂维持低位，给短期通胀回落提供动力。8 月市场波动之下能源 CPI 表现出快速“降温”的读数，对于货币政策决策而言，未来的进一步降息需要重点关注供给侧因素对于价格的向上扰动风险。

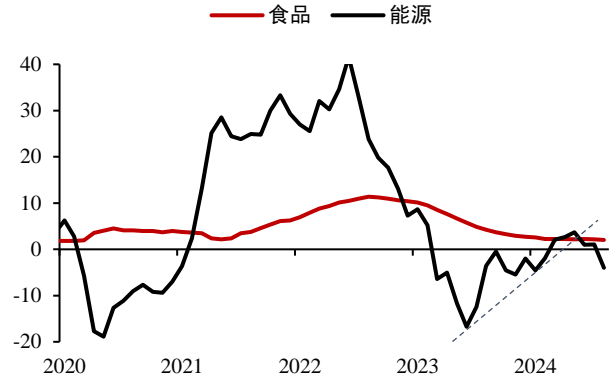
8 月核心 CPI 同比走势仍具韧性，持平于 7 月的+3.2%。结构来看，8 月非农失业率回落至 4.2%，暂时没有失速，因而核心通胀的韧性 (同比保持 3.2%不变，环比加速至 0.3%) 显示出美联储 9 月暂缺乏大幅降息的必要。

图 2: CPI 和核心 CPI 同比 | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: CPI 的食品和能源分项 | 单位: %YoY

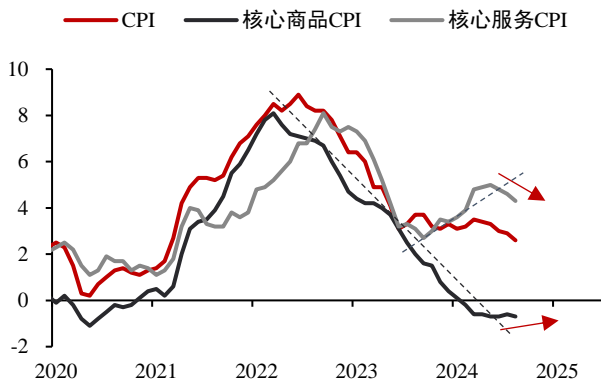


数据来源: iFinD 华泰期货研究院

CPI 压力结构短期有走弱风险。自 2023 年三季度以来, 美国商品型通胀和服务型通胀表现出分化的特征——商品消费的回落和服务消费的扩张。但是从 8 月报告来看, 商品型通胀继续表现出没有回升风险的状态 (8 月较 7 月回落 0.1 个百分点), 而服务型通胀在前期持续回升的背离之后, 6 月开始有降温可能 (7 月回落 0.2 个百分点, 8 月回落加速至 0.3 个百分点)。

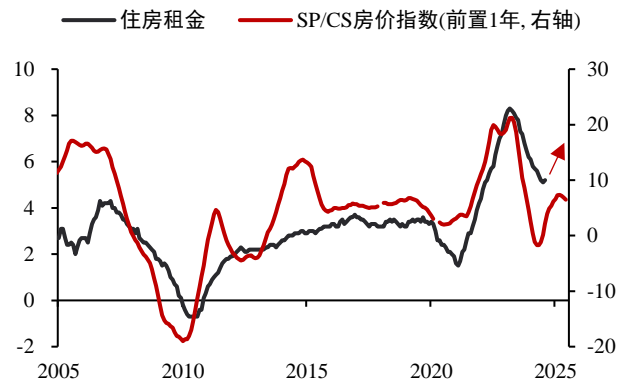
四季度在 9 月首次降息后, 建议继续重点关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整, 但是自 2023 年年中开始逐渐企稳回升, 从成本传导的角度来看, 房地产市场价格的回升对于下半年的租金成本也将形成回升的压力, 8 月租金成本同比增速较 7 月首次出现了 0.1 个百分点的回升, 未来保持持续关注。

图 4: 商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: 房价领先于房租上涨 | 单位: %YoY



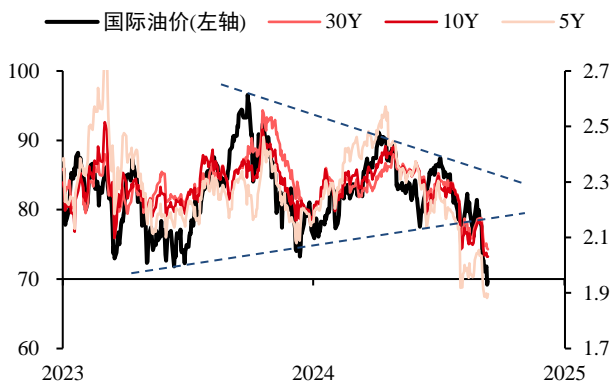
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

美国通胀预期定价短期大幅回落。7 月以来市场对全球经济“衰退”的定价显著上升, 尽管油价自 2023 年底以来持续反弹, 但是在暂未突破 90 美元/桶的情况下, 整体油价在 7

月以来收敛运行后，9月快速下行至70美元/桶以下，带动通胀预期也回落至2.0%以下。展望未来，一方面市场在“衰退”定价模式下继续降低对未来“高通胀”的预期，另一方面，租金的上涨风险、供应链的不确定性风险都从供给端对于价格形成支撑的可能。

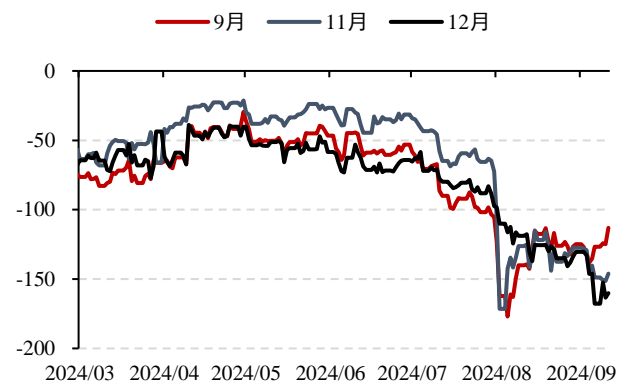
市场短期修整对9月份降息的定价。继续回落的CPI背后体现了经济需求的相对疲软（从7月的首次跌破3%达到2.9%，回落至2.5%），为美联储降息提供了数据层面的支撑，衍生品市场继续上调9月份降息的空间预期，回归到25BP的降息定价上来。另一方面，9月继续修正的降息定价预期（从50BP降至25BP）对市场产生的不稳定性扰动却如有所增强，市场并没有在四季度的降息决策中降低相对的降息要求。

图 6：油价和 TIPs 利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：市场对 9 月降息定价修正至 25BP | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com