

2024年09月12日

核心通胀环比反弹，联储降息节奏或放缓

——美国8月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布8月最新通胀数据。其中CPI同比上升2.5%，环比上升0.2%；核心CPI同比上升3.2%，环比上升0.3%，基本符合市场预期。

● 通胀水平连续回落，但核心通胀改善有所停滞

1. **总体通胀连续下行，但核心通胀未能继续向下。**美国8月CPI同比上升2.5%，环比上升0.2%；核心CPI同比上涨3.2%，环比上升0.3%。8月份CPI与核心CPI走势又一次出现分化，主因核心服务出现了一定幅度的反弹，同时能源项去通胀进程有所加速。总的看，美国通胀水平连续5个月下降，美联储面临的通胀压力相应继续下降，通胀不再是降息的阻力。

2. **能源通胀增速回落较多，核心服务略有反弹。**具体而言，8月能源项同比下降4.0%，较7月份下降5.1个百分点；8月食品项同比上升2.1%，较7月下降0.1个百分点；核心CPI方面，8月核心CPI同比上升3.2%，环比上升0.3%。同比与环比增速分别较7月持平、上升0.1个百分点。其中住房项同比上升5.2%，较7月上升0.1个百分点，房租通胀8月已开始反弹。

3. **核心通胀将是后续美联储决策的重点。**总的看，8月CPI数据显示美国通胀水平延续向下超过5个月，去通胀进程取得了较多进展，但核心通胀改善受阻。从美联储主席鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，8月份同比、环比增速分别较7月份下降0.02个百分点、上升0.12个百分点，环比增速连续上升。往后看，我们认为总体通胀水平或将能够继续下降，但需要关注核心通胀可能的反弹风险，若出现连续停滞亦或者增速反弹，则美联储决策压力将明显增加，因此其后续关注的重点或也将放到核心通胀上。

● 通胀虽不是9月降息阻碍，但将延缓联储降息节奏

1. 7月非农数据大幅不及预期，引发市场开始关注美国经济的非线性下行风险。8月非农数据则“有好有坏”，显示美国经济或处于弱而不衰的状态。**对市场而言，衰退预期交易是当下较为顺畅的路径。**从美联储官员们近期发言来看，均认为当前劳动力市场对通胀不再有支撑，去通胀进程取得明显进展。

2. 但从8月通胀数据来看，**市场上和美联储可能都对通胀问题稍显乐观**，核心服务通胀的边际反弹，一方面显示劳动力市场虽接近均衡，但由于总体薪资增速仍相对较高，实际薪资增速并未出现较大幅度的回落；另一方面，由于市场对降息预期交易的较为充分，金融环境宽松，居民与企业部门能够更加便利的获得金融支持，因此需求端或保持了相对韧性。

3. 当然，当前的数据对于美联储9月降息并不构成阻碍，一则就业市场出现了明显降温，且总体通胀水平连续回落，因此美联储进行预防式降息是可行的；二则从近期美联储官员的表态来看，其9月降息的倾向较为明显，如果9月不降息，可能会对市场产生不利的影 响。不过我们认为，若通胀水平无法如市场和美联储预期的那样顺畅下行，特别是核心通胀面临反弹风险，则市场交易与美联储的决策都要面临不小的挑战。**对美联储而言，其势必必要削减降息次数，放缓降息节奏，对市场而言，当前较为激进的降息交易需要进行修正，而这对于风险资产而言将会产生不小的压力。**往后看，需要关注9月FOMC公布的点阵图与经济预测。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《哈里斯辩论表现占优，但尚未能锁定胜局——哈里斯与特朗普辩论点评》-2024.9.11

《真实外需或为韧性放缓——宏观经济点评》-2024.9.10

《核心CPI背后的供需信号——宏观经济点评》-2024.9.9

目录

1、通胀水平连续回落，但核心通胀改善有所停滞.....	3
1.1、总体通胀连续下行，但核心通胀未能继续向下.....	3
1.2、能源通胀增速回落较多，核心服务略有反弹.....	4
1.3、核心通胀将是后续美联储决策的重点.....	5
2、通胀虽不是9月降息阻碍，但将延缓联储降息节奏.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 8 月 CPI 同比增速继续下行.....	4
图 2：8 月核心通胀环比增速较 7 月上升.....	4
图 3：8 月能源通胀同比增速下行较多.....	4
图 4：食品通胀略有下行.....	4
图 5：8 月核心商品 CPI 同比增速连续录得负值.....	5
图 6：8 月核心服务 CPI 同比增速略有反弹.....	5
图 7：8 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势开始统一.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期录得较大下跌.....	6
图 9：粮食期货价格近期略有反弹.....	6
图 10：美国二手车价格或将迎来上行.....	6
图 11：美国房租通胀已出现反弹.....	6
图 12：8 月美国非房核心服务通胀同比增速略有下行、环比增速连续上行.....	7
图 13：美国金融条件指数近期更加宽松.....	8
图 14：美国民众 3 年期通胀预期反弹.....	8
表 1：美国 8 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%).....	3

事件：美国公布 8 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.5%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.3%，基本符合市场预期。

1、通胀水平连续回落，但核心通胀改善有所停滞

1.1、总体通胀连续下行，但核心通胀未能继续向下

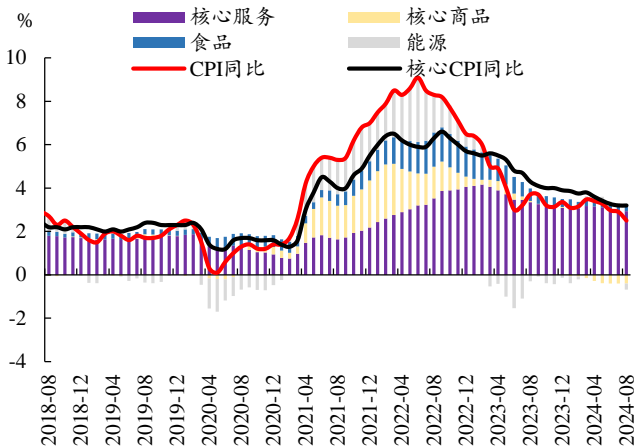
美国 8 月 CPI 同比上升 2.5%，增速较 7 月下降 0.4 个百分点；环比上升 0.2%，环比增速较 7 月持平。核心 CPI 同比上涨 3.2%，环比上升 0.3%，同比与环比增速分别较 7 月份持平、上升 0.1 个百分点。8 月份 CPI 与核心 CPI 走势又一次出现分化，主因核心服务出现了一定幅度的反弹，同时能源项去通胀进程有所加速。总的看，我们认为在经历了 4-7 月份的通胀连续下行后，美国去通胀进程再进一步，美联储面临的通胀压力相应继续下降，通胀不再是降息的阻力。

表1：美国 8 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-08	2024-08	2024-07	2024-06	2024-08	2024-08	2024-07	2024-06
100	全部	2.5	2.5	2.9	3	0.2	0.2	0.2	-0.1
13.56	食品	0.28	2.1	2.2	2.2	0.02	0.1	0.2	0.2
8.17	居家食品	0.07	0.9	1.1	1.1	0.00	0	0.1	0.1
5.39	外带食品	0.21	4	4.1	4.1	0.01	0.3	0.2	0.4
6.66	能源	-0.28	-4	1.1	1	-0.05	-0.8	0	-2
3.54	能源商品	-0.38	-10.1	-2	-2.2	-0.03	-0.6	0.1	-3.7
3.12	能源服务	0.10	3.1	4.2	4.3	-0.03	-0.9	-0.1	-0.1
18.89	核心商品	-0.40	-1.9	-1.9	-1.8	-0.03	-0.2	-0.3	-0.1
3.52	家居	-0.11	-2.6	-2.3	-2.5	-0.01	-0.3	0.1	-0.2
2.51	服装	0.01	0.3	0.2	0.8	0.01	0.3	-0.4	0.1
3.68	新车	-0.05	-1.2	-1	-0.9	0.00	0	-0.2	-0.2
2.01	二手车	-0.26	-10.4	-10.9	-10.1	-0.02	-1	-2.3	-1.5
1.49	医疗保健	0.03	2	2.8	3.1	0.00	-0.2	0.2	0.2
0.85	含酒精饮料	0.02	1.9	1.9	1.8	0.00	0	0.3	0.2
1.372	其它商品	0.04	3.2	3.2	3.5	0.00	0.2	0.2	0.2
60.9	核心服务	2.93	4.9	4.9	5.1	0.25	0.4	0.3	0.1
7.67	主要居所租金	0.38	5	5.1	5.1	0.03	0.4	0.5	0.3
26.77	业主等价租金	1.40	5.4	5.3	5.4	0.13	0.5	0.4	0.3
6.52	医疗服务	0.21	3.2	3.3	3.3	-0.01	-0.1	-0.3	0.2
6.29	交通运输服务	0.48	3.2	3.1	3.4	0.06	0	0.4	-0.1
3.27	休闲服务	0.10	7.9	8.8	9.4	0.00	0.9	0.4	-0.5
5.04	教育与通讯服务	0.11	2.3	2.2	2.3	0.01	0.2	0.2	0

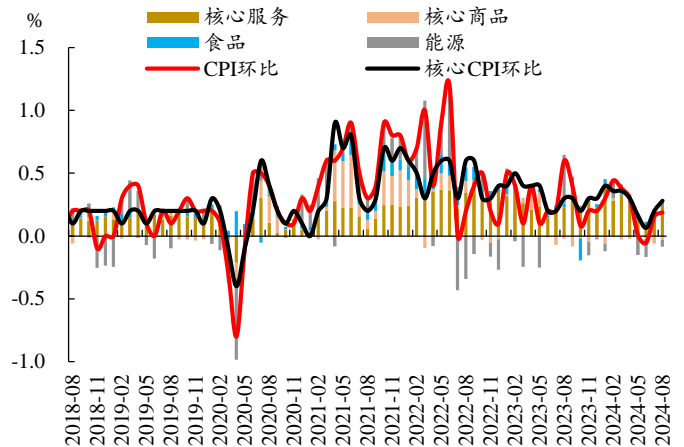
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 8 月 CPI 同比增速继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：8 月核心通胀环比增速较 7 月上升



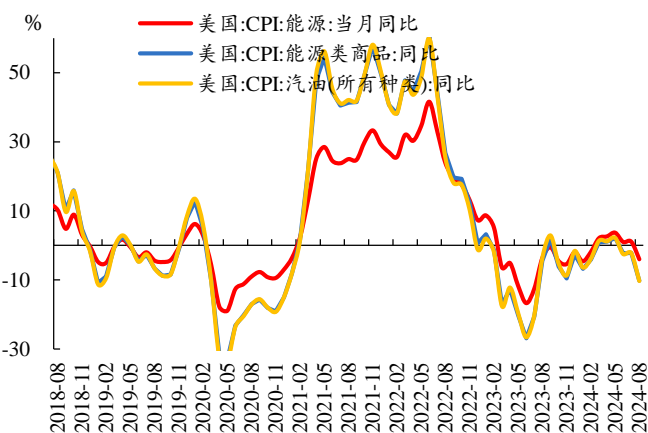
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、能源通胀增速回落较多，核心服务略有反弹

(1) **能源方面**，8 月能源项同比下降 4.0%，较 7 月份下降 5.1 个百分点；环比增速较 7 月下降 0.8 个百分点至 -0.8%。其中汽油项同比下降 10.3%，同比增速较 7 月份下降 8.1 个百分点；燃油项同比下降 12.1%，较 7 月份下降 11.8 个百分点。8 月能源通胀同比录得较大降幅，我们认为主要是 8 月国际油价大幅下降，并带动美国汽油价格下跌较多。8 月末美国汽油价格从 7 月末的 3.38 美元/加仑下降至 3.21 美元/加仑，整体下降约 5.0%，与通胀数据表现较为一致。

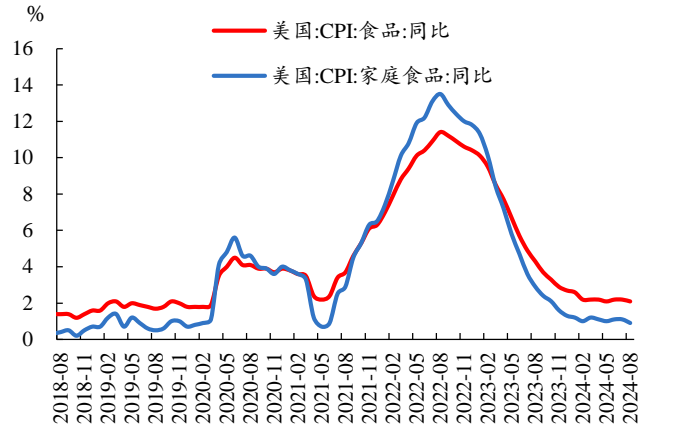
(2) **食品方面**，8 月份食品项同比上升 2.1%、环比上升 0.1%，两者增速均较 7 月份下降 0.1 个百分点。其中居家食品（Food at home）同比上升 0.9%，增速较 7 月份下降 0.2 个百分点。食品项的同比增速保持平稳，与粮食期货走势相对一致，考虑到 2023 年 8 月基数相对较低，显示当前美国家庭食品价格增速回落较为顺畅。

图3：8 月能源通胀同比增速下行较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀略有下行

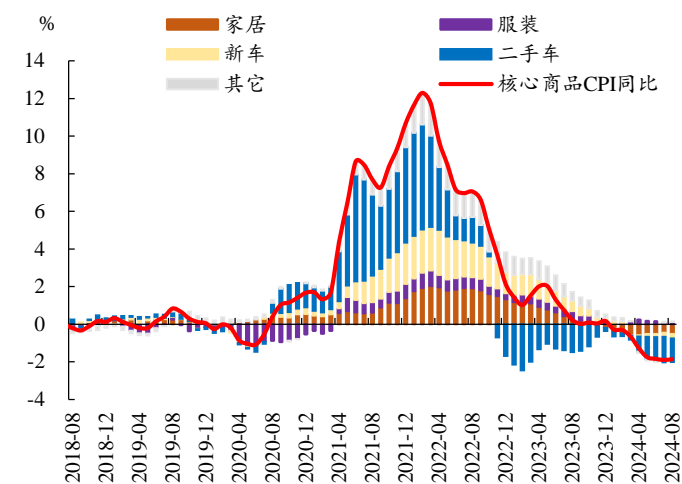


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心 CPI 方面**，8 月核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.3%。同比与环比增速分别较 7 月持平、上升 0.1 个百分点。分项来看，核心商品同比增速较 7 月回升约 0.03 个百分点至 -1.86%；环比增速较 7 月份回升 0.1 个百分点至 -0.2%；其中二手车项环比下降 1.0%，较 7 月份回升 1.3 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势开始趋同，亦是核心商品去通胀的最主要驱动力；新车方面，环比较 7 月持平，增速较 7 月回升 0.2 个百分点。核心服务同比上升 4.93%，较 7 月份回升

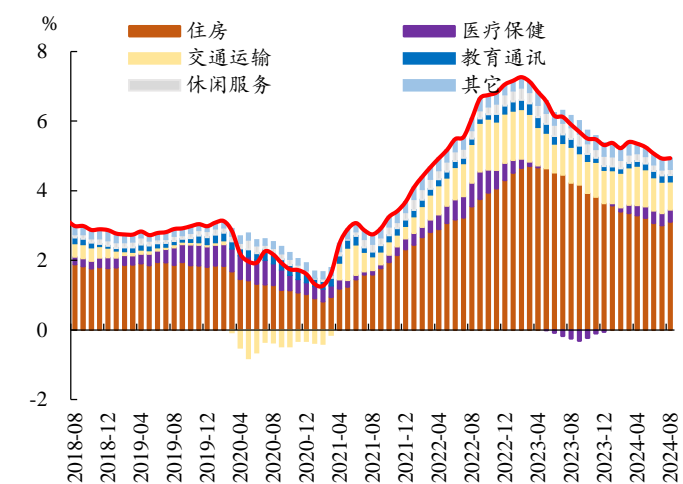
0.01个百分点。其中住房项同比上升 5.2%，环比上升 0.5%，均较 7 月上升 0.1 个百分点，房租通胀 8 月已开始反弹。交通运输服务环比上升 0.9%，增速较 7 月份提升 0.5 个百分点，或与暑期出行有关。总的看，8 月核心 CPI 同比增速未再继续改善，且环比增速有所回升，显示后续核心通胀的反弹风险已开始显现。

图5：8月核心商品CPI同比增速连续录得负值



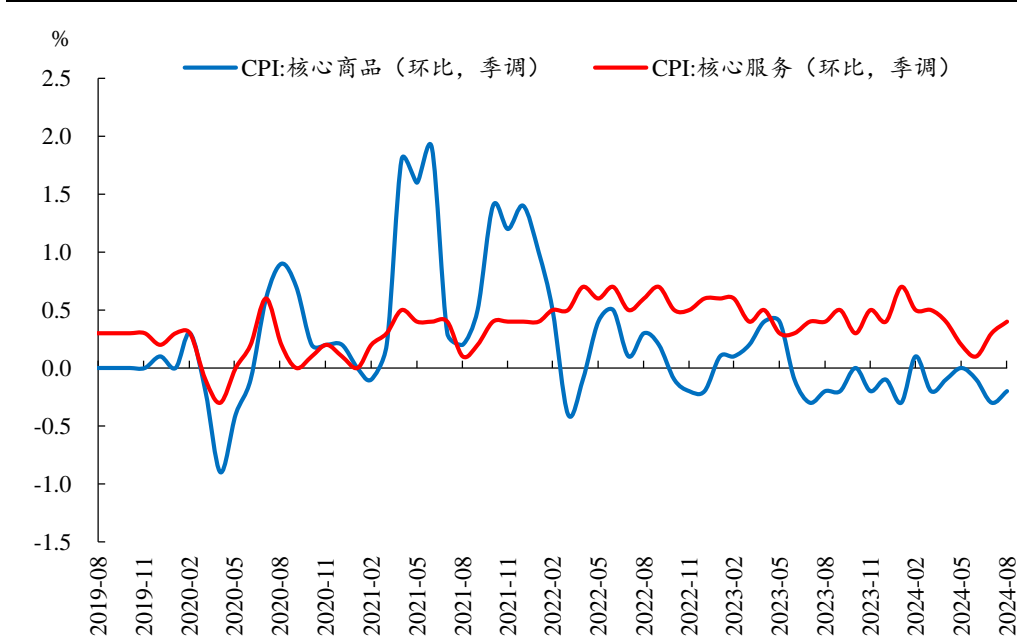
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：8月核心服务CPI同比增速略有反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：8月核心商品与核心服务通胀环比增速走势开始统一



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、核心通胀将是后续美联储决策的重点

(1) 能源与粮食项短期内对通胀带来较大压力。能源方面，截至 9 月 9 日，美国汽油价格为 3.12 美元/加仑，较 8 月底汽油价格下降约 2.9%。从 OPEC 等机构最新的报告来看，虽然近期原油价格已经有较大跌幅，但后续全球原油需求并不乐观，原油价格下跌压力不可小觑。食品方面，虽然相关粮食期货价格略有反弹，但伴随着全球经济增速逐渐下行，粮食期货价格中枢或也将下移。总的看，原油、粮

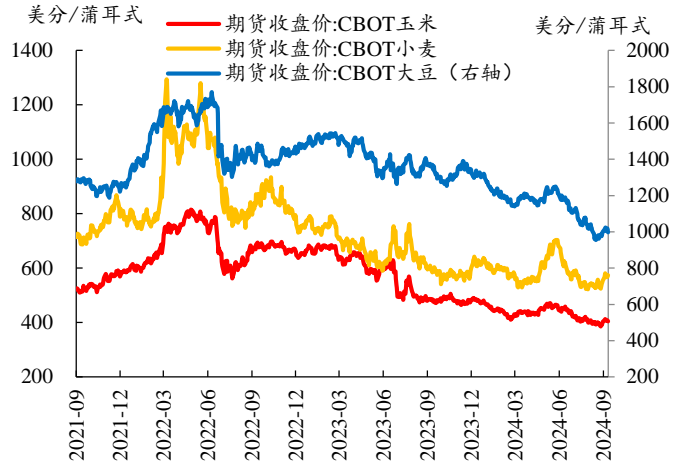
食等价格均将有一定的下行压力，短期内能源与食品项或对整体通胀带来较大压力。

图8：美国汽油零售价格近期录得较大下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期略有反弹

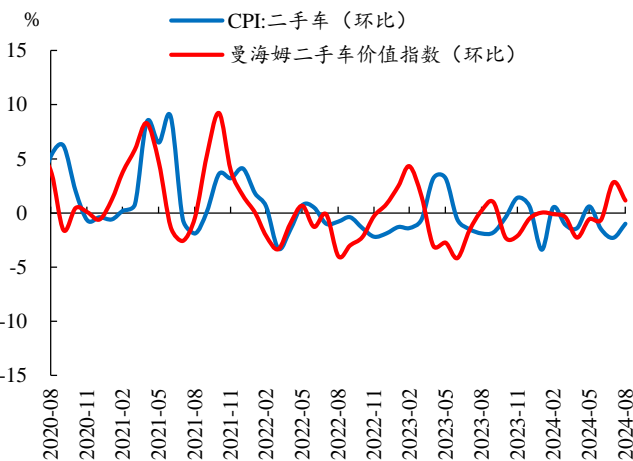


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀可能将迎来小幅反弹。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 8月环比上升 1.16%，再次录得正值，二手车通胀后续环比增速或将连续转正；新车方面，供应链目前仍较畅通，预计环比增速不会有大幅的上升；核心服务方面，住房通胀仍是 8 月核心服务通胀反弹的关键，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 10 月份大概率回升。往后看，由于核心商品通胀可能迎来反弹，核心服务难继续下行，后续核心通胀的反弹压力或将逐渐显现。

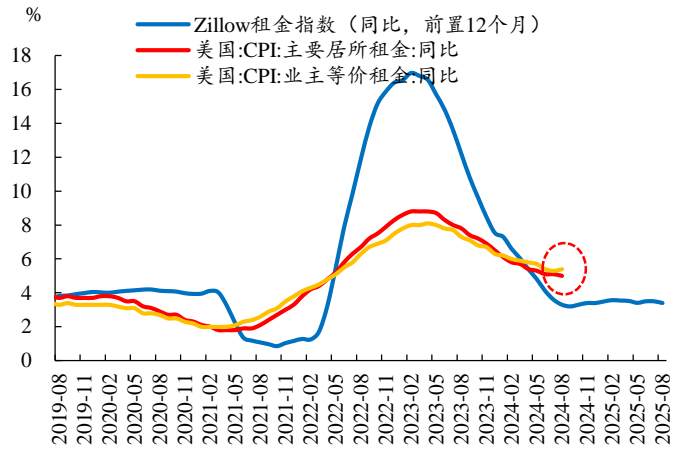
(3) **总的看，8 月 CPI 数据显示美国通胀水平延续向下超过 5 个月，去通胀进程取得了较多进展，但核心通胀改善受阻。**从美联储主席鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，8 月份同比、环比增速分别较 7 月份下降 0.02 个百分点、上升 0.12 个百分点，环比增速连续上升。往后看，我们认为**总体通胀水平或将能够继续下降，但需要关注核心通胀可能的反弹风险，若出现连续停滞亦或者增速反弹，则美联储决策压力将明显增加，因此其后续关注的重点或也将放到核心通胀上。**

图10：美国二手车价格或将迎来上行

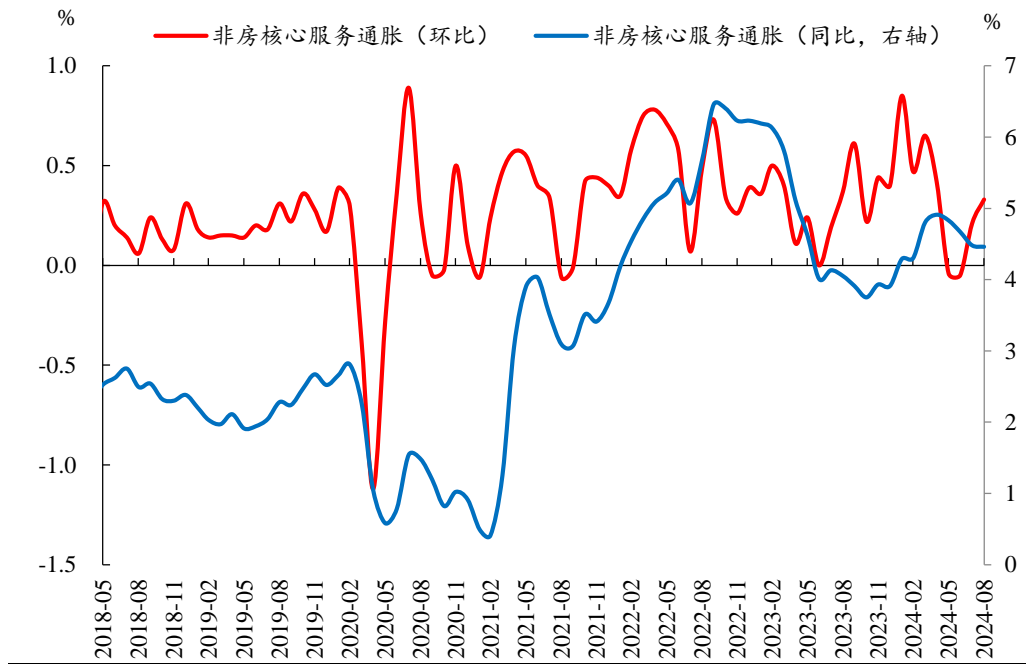


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀已出现反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：8月美国非房核心服务通胀同比增速略有下行、环比增速连续上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

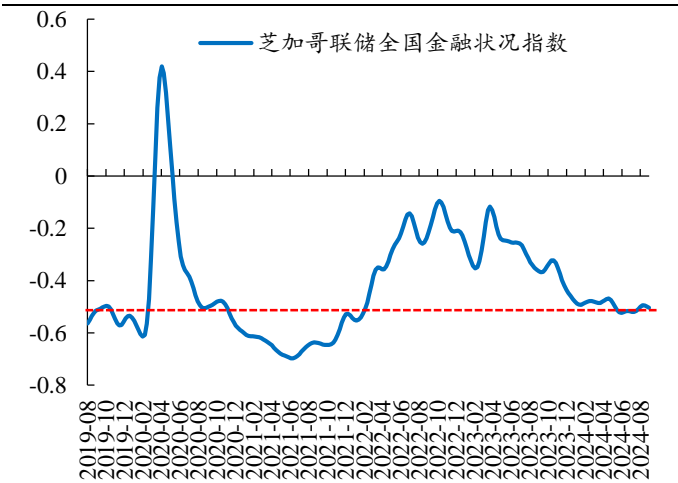
2、通胀虽不是9月降息阻碍，但将延缓联储降息节奏

如何理解8月通胀数据对美联储降息节奏及各类资产的影响？

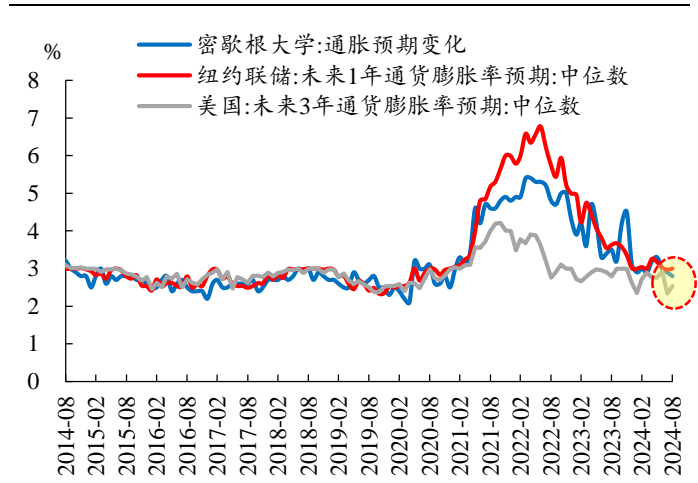
7月非农数据的大幅不及预期，引发市场开始关注美国经济的非线性下行风险。8月非农数据则“有好有坏”，显示美国经济或处于弱而不衰的状态。但对市场而言，当前美国经济确实在放缓，因此衰退预期交易是当下较为顺畅的路径。此外，从美联储官员们近期的发言来看，均认为当前劳动力市场对通胀不再有支撑作用，去通胀进程取得明显进展。（《美联储后续降息路径或颇具不确定性——2024 Jackson Hole 鲍威尔发言点评》）

但从8月通胀数据来看，市场上和美联储可能都对通胀问题稍显乐观，核心服务通胀的边际反弹，一方面显示劳动力市场虽接近均衡，但由于总体薪资增速仍相对较高，实际薪资增速并未出现较大程度的回落；另一方面，由于市场对降息预期交易的较为充分，美国国债收益率近期录得较多跌幅，而这意味着金融环境的宽松，居民与企业部门能够更加便利的获得金融支持，因此居民的需求端或保持了相对韧性。

事实上，如果我们观察芝加哥联储编制的金融条件指数，如图13所示，不难发现当前美国金融条件已基本回归至美联储本轮加息前水平。且纽约联储8月最新的通胀预期调查显示，美国民众对未来1年的通胀预期虽维持在3%的水平，但3年期的通胀预期却提升了0.21个百分点至2.54%。结合8月通胀数据来看，或显示当前美国民众对通胀的预期有所上升。

图13: 美国金融条件指数近期更加宽松


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 美国民众3年期通胀预期反弹


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

当然,我们认为当前的数据对于美联储9月降息并不构成阻碍,一则是就业市场出现了明显降温,且总体通胀水平连续回落,因此美联储进行预防式降息,以避免经济出现超预期的下行是可行的;二则从近期美联储官员的表态来看,其9月降息的倾向较为明显,如果9月不降息,可能会对市场产生不利的影 响。不过我们认为,若通胀水平无法如市场和美联储预期的那样顺畅下行,特别是核心通胀面临反弹风险,则市场交易与美联储的决策都要面临不小的挑战。对美联储而言,其势必必要削减降息次数,放缓降息节奏,对市场而言,当前较为激进的降息交易需要进行修正,而这对于风险资产而言将会产生不小的压力。往后看,需要关注9月FOMC公布的点阵图与经济预测。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期,美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn