

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024 年 9 月 12 日



扫码关注浦银国际研究

美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息

美国 8 月核心 CPI 通胀率略超市场预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率继续上升至 0.28% (7 月: 0.17%)，高于市场预期的 0.2%。整体 CPI 环比增速亦微升 0.04 个百分点至 0.19%，符合市场预期。其中，食品价格涨幅继续收窄，能源价格环比再次转跌。按同比看，美国整体 CPI 因为高基数效应下行 0.4 个百分点到 2.5%，而核心 CPI 保持在 3.2% 不变 (图表 2)。

从环比细分数据来看，住房价格的继续回升、暑期季节性波动因素以及核心商品 CPI 环比跌幅的收窄是核心环比通胀率回升的主要推动力 (图表 1):

- **核心商品价格环比跌幅有所收窄 (8 月: -0.17%，7 月: -0.32%)。**这主要得益于服装价格因为换季因素的回升，环比 CPI 通胀率从 7 月的 -0.45% 反弹至 8 月的 0.26%。此外，运输商品 CPI 通胀率跌幅亦有所收窄 (8 月: -0.28%，7 月: -0.82%)，其中尤其是二手车 CPI 通胀率跌幅有所收窄。不过教育和通讯商品、家用家具和供给两类商品的价格环比有所下跌。考虑到核心商品环比通胀率在过去的 15 个月内仅一个月为正 (图表 3)，我们认为接下来还需警惕其反弹风险。
- **住房价格环比增速 8 月继续加快 0.14 个百分点到 0.52%，创下了今年 2 月以来的新高。**从细分数据来看，外宿 (主要是酒店) 价格在暑期旅游旺季继续上升，环比通胀率从 7 月的 0.22% 加快至 8 月的 1.75%。美联储最为关注的业主等价租金环比通胀率 8 月再次回升，至 0.50% (7 月: 0.36%) (图表 4)，亦创下今年 2 月以来新高。然而，主要居所租金环比通胀率有所下滑 (8 月: 0.37%，7 月: 0.49%)。
- **超级核心服务 (剔除住房外的核心服务) 环比 CPI 增速基本稳定 (8 月: 0.24%，7 月: 0.21%)。**细分来看，运输服务环比通胀率从 7 月的 0.41% 继续上升至 0.89%。其中，虽然油价 8 月下跌，但是机票价格随暑期度假旺季而大涨 (图表 5)。不过汽车保险价格环比增速几乎减半至 0.56%。正如我们 [上个月所预计的](#)，医疗护理服务环比 CPI 跌幅 8 月有所收窄。此外，娱乐服务 CPI 环比增速下滑明显，其他个人服务环比价格由涨转跌。

与此同时，上周五 (9 月 6 日) 发布的 8 月非农就业报告印证了我们此前的 [观点](#)——7 月触发萨姆法则的失业率数据是受到飓风影响。8 月美国非农失业率小幅下跌 0.1 个百分点到 4.2% (图表 6)。其中暂时性失业人数从 7 月受飓风影响而大幅增加的 106.2 万人滑落至 8 月的 87.2 万人，是失业率回落的主要推动力。就业报告中另外一个积极的变化在于平均时薪的反弹，不论是环比还是同比数据均有回升 (图表 7)。然而，8 月就业报告或仅能暂时缓解市场和美联储对劳动力市场急速恶化的担忧，并不意味着失业率和时薪的积极改善可以持续。

新增非农就业人数 8 月录得 14.2 万人，较 7 月有所回升但仍低于市场预期（图表 8）。另外，6 月新增就业人数数据再被下修 6.1 万人，7 月数据也被下修 2.5 万人，目前 3 个月移动平均的新增就业人数已跌至 11.6 万人，创下 2020 年下半年以来的新低。此外，JOLT 职位空缺/失业人数比率 7 月已跌至 1.07，明显低于疫情前 2019 年平均的 1.19（图表 9）。我们仍然维持劳动力市场将继续走弱、不过尚未到衰退程度的基本判断。

连续两个月回升的核心 CPI 环比通胀率受季节性因素影响，或不会影响 9 月美联储开启降息周期，但有助于打消近期美国经济硬着陆的担忧。正如我们在 [6 月通胀数据报告中所预测](#)的，进入暑期之后机票、外宿等服务价格的回升会让核心通胀有反复可能。不过我们相信美联储并不会对这次季节性波动因素做太多关注。此外，随着暑期的结束，这些服务价格或开始回落。美联储或更为警惕业主等价租金环比通胀率在 7-8 月的连续回升。居高不下的业主等价租金 CPI 或制约美联储的降息幅度，减少一次议息会议大幅降息 50 个基点的可能性。整体而言，我们仍相信核心通胀大趋势将在波折中继续温和下行。

基于 8 月的通胀和就业数据，我们维持一贯的下周美联储将在议息会议上降息 25 个基点的判断。8 月失业率的小幅下行暂时缓解了劳动力市场急速恶化的担忧。尽管频繁下修的非农新增就业数据依然令人担忧，不过纽约联储主席 Williams 在就业报告发布之后表示失业率从历史数据角度来看依然较低。他的表态意味着美联储或未对劳动力市场走弱过于担忧。叠加略超预期的 8 月核心 CPI 数据发布，美国经济实现软着陆的可能性有所上升。因此，我们依然维持 9 月开始降息，降低 25 个基点的基本判断。此外，9 月的美联储季度经济预测更新(SEP)或将上调今年降息预期至 75 个基点(6 月为 25 个基点)。如果今年接下来发布的就业、通胀和实体经济数据符合我们认为美国经济将软着陆的基本判断，那么我们预计美联储将在 11 月和 12 月的议息会议上分别再降低政策利率 25 个基点，全年降息规模预测维持在 75 个基点。然而，若接下来上述数据的变化反映美国经济有衰退迹象，我们也不能排除美联储或在某些会议上直接降息 50 个基点的可能性。

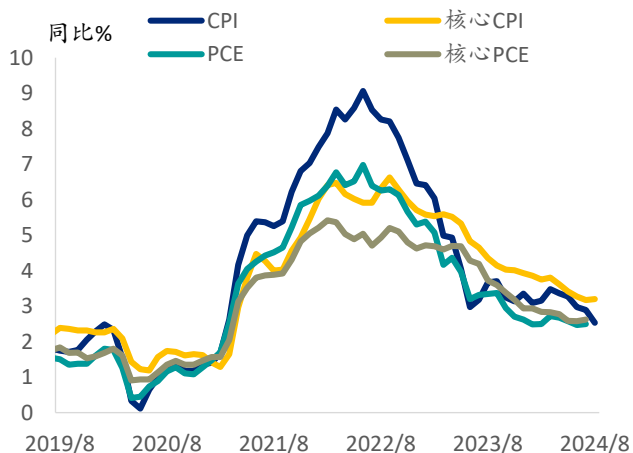
风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退；降息过快或地缘政治风险导致再通胀风险；美国大选结果出乎市场意料。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 8 月	24 年 7 月	24 年 6 月		
CPI	0.19	0.15	-0.06	100.0	0.19
食品	0.12	0.16	0.24	13.4	0.02
能源	-0.78	0.03	-2.04	6.8	-0.05
核心 CPI	0.28	0.17	0.06	79.8	0.22
- 商品	-0.17	-0.32	-0.12	18.4	-0.03
家用家具和供给	-0.27	0.06	-0.18	3.5	-0.01
服装	0.26	-0.45	0.11	2.6	0.01
运输	-0.28	-0.82	-0.59	6.0	-0.02
医疗护理	-0.22	0.16	0.19	1.5	0.00
娱乐商品	-0.23	-0.34	0.38	2.1	0.00
教育和通讯商品	-0.44	0.40	-0.47	0.7	0.00
酒精饮料	0.00	0.31	0.19	0.8	0.00
其它	0.21	0.22	0.21	1.4	0.00
- 服务	0.41	0.31	0.13	61.3	0.25
住房	0.52	0.38	0.17	36.5	0.19
主要居所租金	0.37	0.49	0.26	7.7	0.03
外宿	1.75	0.22	-2.02	1.5	0.03
业主等价租金	0.50	0.36	0.28	26.9	0.13
核心服务扣除住房	0.24	0.21	0.07	24.8	0.06
医疗护理	-0.09	-0.34	0.17	6.5	-0.01
运输	0.89	0.41	-0.55	6.5	0.06
娱乐	0.02	0.42	-0.11	3.2	0.00
教育和通讯商品	0.17	0.16	0.00	5.1	0.01
其它个人服务	-0.06	0.39	1.15	0.9	0.00

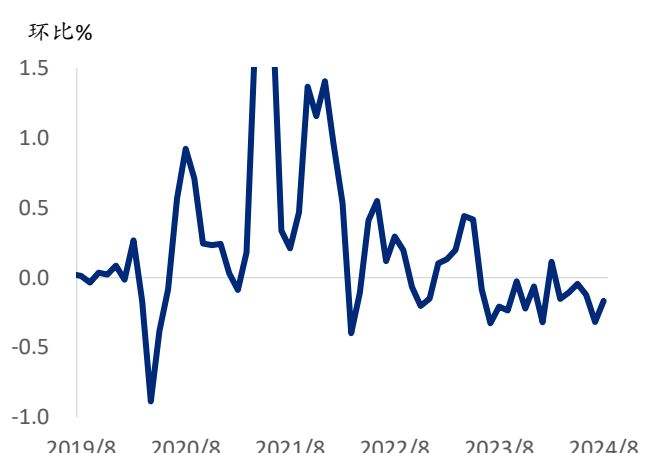
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 核心同比 CPI 通胀率 8 月持平, 但整体同比 CPI 通胀率因为高基数下行



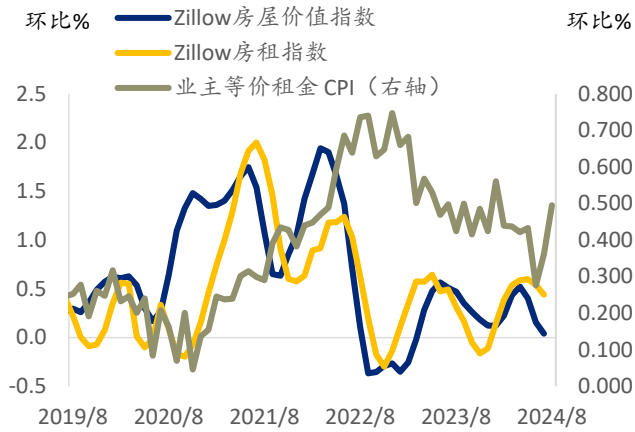
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 核心商品环比通胀率在过去 15 个月内仅一个月为正, 我们认为接下来还需警惕其反弹风险



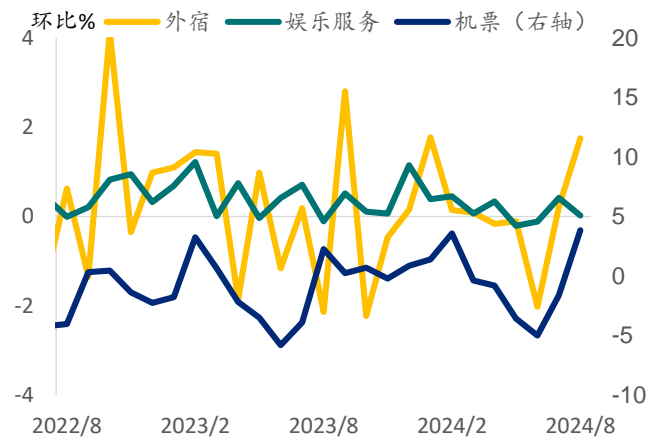
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 近两个月业主等价租金 CPI 的反弹或制约美联储降息幅度



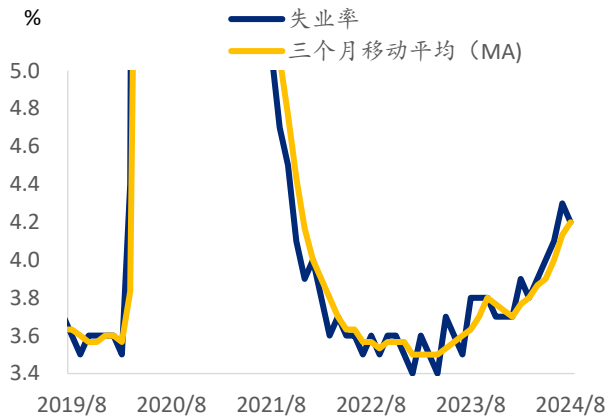
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 外宿和机票环比 CPI 通胀率在 8 月度假旺季继续上升, 不过娱乐服务 CPI 环比增速有所下跌



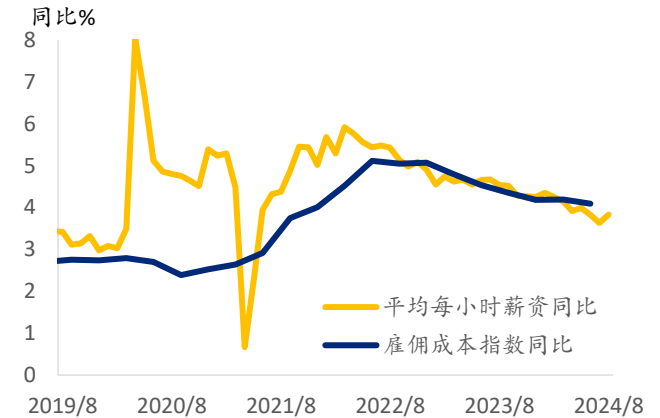
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 8 月失业率如期小幅下行



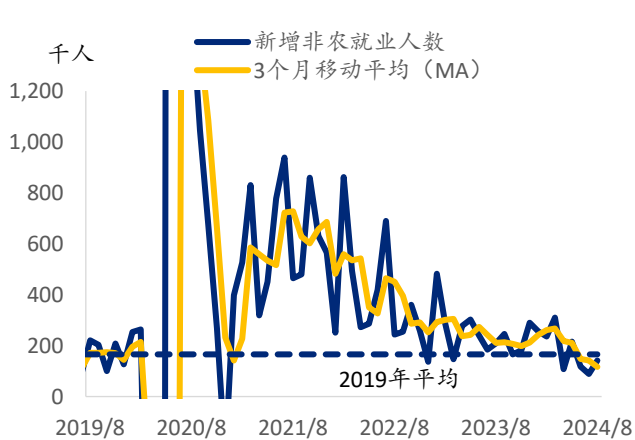
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 平均时薪增速 8 月小幅反弹



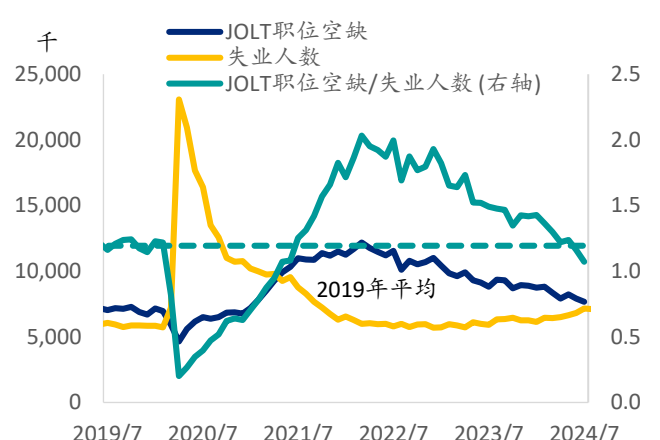
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 新增非农就业人数 8 月录得 14.2 万人, 较 7 月有所回升但仍低于市场预期



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: JOLT 职位空缺/失业人数比率 7 月已跌至 1.07, 明显低于疫情前 2019 年平均的 1.19



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年8月27日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024年8月24日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认9月降息
2024年8月23日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024年8月15日	符合市场预期的美国7月环比通胀率上升大概率不会影响9月降息决议
2024年8月2日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024年8月1日	7月美联储会议点评：9月剑指降息
2024年7月30日	宏观主题研究：特朗普2.0将如何影响美国经济和金融市场？
2024年7月12日	美国6月通胀数据再次超预期放缓，9月降息预期获进一步确认
2024年6月25日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024年6月13日	偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月16日	4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024年5月6日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024年5月2日	5月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024年4月11日	3月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024年3月26日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024年3月21日	3月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024年3月13日	美国2月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024年3月4日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月13日	美国11月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年11月2日	美联储11月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023年10月13日	美国9月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月21日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023年9月14日	美国8月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息，但并不意味着结束加息
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息，加息周期未必已结束
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

