



CPI 稍显“外冷内热”，美联储预计谨慎降息

——8月美国CPI数据

2024年09月11日

- **CPI 略低于预期，核心 CPI 环比稍强，通胀四季度的回升不会阻碍降息：**美国 8 月 CPI 同比增速从 7 月的 2.9% 进一步降至 2.5%，低于 2.6% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比保持 3.2%，亦符合预期。季调环比方面，CPI 增速保持 0.2%，但核心 CPI 环比增速从 0.2% 加速至 0.3% 并强于预期。CPI 在三季度同比增速延续弱化的状态，但核心通胀增速预计具有一定粘性，因此美联储在通胀稍显“外冷内热”的情况下也没有必要快速大幅降息，9 月 FOMC 会议降息 25BP 依然合适。主要项目中食品价格延续稳定，能源在需求小幅弱化、市场衰退担忧加剧的风险下阶段性下行，核心商品依然维持通缩，导致核心 CPI 环比超预期主要是居住成本中业主等价租金环比升至 0.5%，其他服务项目继续温和下行。
- **食品表现稳定，商品延续通缩，能源价格并未在三季度季节性上行：**食品价格同比增幅依然稳定在 2.1%（前值 2.2%）。能源商品未季调环比增速与 8 月汽油价格环比降幅相符，由于美国制造业和出行需求面临更大的衰退风险，三季度能源价格整体走弱，不会威胁通胀。商品同比通缩保持 -1.9% 并持续支持通胀缓和，商品供给依然充足。上述因素继续支持通胀向 2% 靠拢。
- **居住成本意外的环比加速预计不可持续，服务项目整体还在缓慢缓和：**居住成本 8 月季调环比回升至 0.5%，非季调环比回升至 0.4%（前值分别为 0.4% 和 0.3%），这也导致了其同比反弹至 5.2%。从与 CPI 居住成本相关性更好的 BLS 统计的新租户价格指数（NTR）来看，居住成本在未来半年内仍会处于缓慢降低的状态。8 月居住成本的同比回升可能对应着 NTR 在 2023 年二、三季度价格增速的上行，这也暗示 0.5% 左右的环比增速不可持续，未来 NTR 同比增速的降低将继续带动居住成本的走弱。而 0.3% 左右的环比增速对应着居住成本年末的同比增速降至 4.5% 以下，仍然可以帮助名义和核心 CPI 进一步缓和。核心服务价格延续小幅弱化，其作为较为明显的滞后指标降低依然偏慢，也受到服务业薪资粘性的支持，但下行方向确定。
- **“软着陆+预防式降息”概率更高，但市场仍期待 50BP 的单次降息：**美国经济 2024 年内大概率是“软着陆+预防式降息”组合，美联储预计在 9、11、12 月各降息 25BP，年内累计 75BP。在降息交易的主线内衰退交易可以穿插进行，且更容易在月初出现：数据中弱化最为明显的制造业 PMI 和美国劳动数据集中在月初公布，容易引发经济下行担忧。数据公布后 CME 数据显示交易者继续加大了对 9 月首次降息 25BP 的定价（85% 的可能性），11 月降息幅度为 50BP，12 月为 25BP，全年仍有 100BP 的降息空间。资产方面，核心 CPI 环比韧性偏强的情况下，市场稍减轻了对经济下行的定价：美国国债收益率回升，2 年期升 6.2BP 至 3.650%，10 年期升 1.5BP 至 3.654%；美元指数先因日元升值而走弱，但在 CPI 数据公布后回升至 101.7414；权益方面，美国三大股指集体上涨。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

于金潼

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

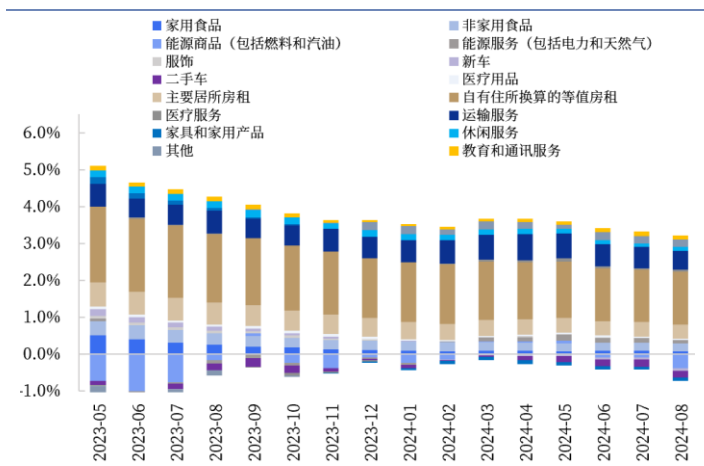
1. 美国经济和劳动市场下行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对美联储官员发言理解不到位的风险

一、CPI 核心仍有韧性，不支持 9 月降息 50BP

美国劳工数据局（BLS）公布 8 月消费者价格指数（CPI），其同比增速从 7 月的 2.9% 进一步降至 2.5%，低于 2.6% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比保持 3.2%，亦符合预期。季调环比方面，CPI 增速保持 0.2%，但核心 CPI 环比增速从 0.2% 加速至 0.3% 并强于预期。

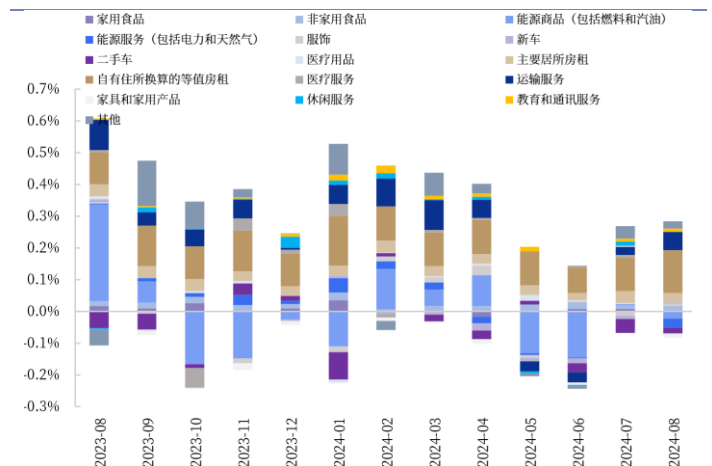
CPI 在三季度同比增速延续弱化的状态，但核心通胀增速预计具有一定粘性，因此美联储在通胀稍显“外冷内热”的情况下也没有必要快速大幅降息，9 月 FOMC 会议降息 25BP 依然合适。主要项目中食品价格延续稳定，能源在需求小幅弱化、市场衰退担忧加剧的风险下阶段性下行，核心商品依然维持通缩，导致核心 CPI 环比超预期的主要是居住成本中业主等价租金环比升至 0.5%，其他服务项目继续温和下行。整体来看，CPI 和核心 CPI 下半年增幅在 0.2% 以内的概率较高，这对应着 2.4% 左右的 12 个月年化同比增速；因此，即使四季度 CPI 同比增速向 3.0% 反弹，美联储也无需因为通胀忧虑放缓降息，通胀继续回落的趋势未变。同时，核心 CPI 预计短期依然保持粘性，不易快速降至 3% 下方，这也意味着美联储在经济稳定增长的情况下也没有单次降息 50BP 的充足理由，除非消费或就业市场显著下滑。总体上，年内通胀环比将稳定在与 2% 的通胀同比增速目标匹配的范围，既不会阻碍美联储连续降息，而核心通胀也不支持美联储单次降息 50BP。继续维持 2024 年 CPI 同比增速均值在 3.0% 左右，PCE 通胀在 2.6% 左右的判断。

图1：8 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分



资料来源：BLS，中国银河证券研究院

图2：8 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分



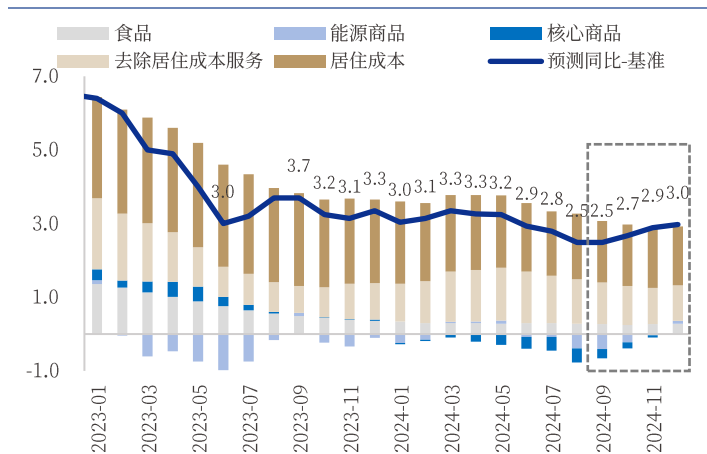
资料来源：BLS，中国银河证券研究院

整体来看：食品价格同比增幅依然稳定在 2.1%（前值 2.2%）。能源商品未季调环比增速与 8 月汽油价格环比降幅相符，由于美国制造业和出行需求面临更大的衰退风险，三季度能源价格整体走弱，不会威胁通胀。商品同比通缩保持 -1.9% 并持续支持通胀缓和，商品供给依然充足。居住成本整体降幅依旧慢于各类领先指标，在 7 月末季调环比回升至 0.3% 背景下，8 月进一步回升至 0.4%，季调后为 0.5%；预计未来居住成本环比增速应为 0.3%-0.4% 左右，可以继续支持通胀缓慢降低。其他核心服务项目延续弱化，名义薪资增速的韧性可能意味着服务项短期存在粘性。总体上，在没有地缘政治冲突等意外扰动的情况下，通胀将继续为美联储提供降息的信心。

通胀年内还在弱化路径上：（1）领先指标显示居住成本、运输服务等服务项还可以降低。（2）美国商品需求弱化的担忧加剧，服务需求也在缓和，大宗商品定价也开始计入衰退风险，因此预计能源和商品项目可能维持环比零增长至通缩的状态。（3）CPI 是滞后指标，即使美联储开始降息后需求回升，也难以快速在物价中反映。不过，在第二场总统辩论后，市场不难发现两位候选人都希望进一步扩大赤字，只是支出方向不同，这在 2025 年结合美联储继续降息的背景可能引发通胀的反弹，同时相比于短期难以控制国会的哈里斯，希望加征关税的特朗普如果上台，对通胀的短期压力可能更加突出，是值得警惕的风险。

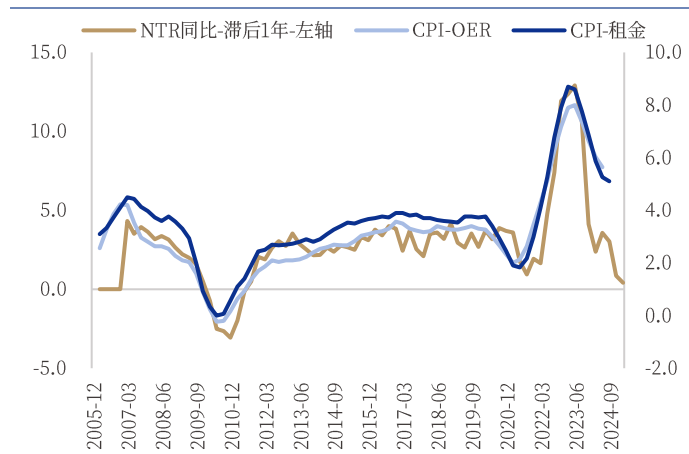
美国经济 2024 年内大概率是“软着陆+预防式降息”组合，美联储预计在 9、11、12 月各降息 25BP，年内累计 75BP。在降息交易的主线内衰退交易可以穿插进行，且更容易在月初出现：数据中弱化最为明显的制造业 PMI 和美国劳动数据集中在月初公布，容易引发经济下行担忧。

图3：美国 CPI 增速预测 (%)



资料来源：BLS、Wind、中国银河证券研究院

图4：居住成本同比增速 8 月有韧性，未来有进一步降低空间 (%)



资料来源：BLS、Wind、中国银河证券研究院

市场方面，数据公布后 CME 数据显示交易者继续加大了对 9 月首次降息 25BP 的定价（85% 的可能性），11 月降息幅度为 50BP，12 月为 25BP，全年仍有 100BP 的降息空间。资产方面，在第二场总统辩论哈里斯略占优、核心 CPI 环比韧性偏强的情况下，市场稍减轻了对经济下行的定价：美国国债收益率回升，2 年期升 6.2BP 至 3.650%，10 年期升 1.5BP 至 3.654%；美元指数先因日元升值而走弱，但在 CPI 数据公布后回升至 101.7414；权益方面，美国三大股指集体上涨。美国经济短期的韧性意味着美债收益率和美元指数的运行中枢不易大幅下行，美股也依然有支撑，但制造业数据的弱化和失业率提升依然可能导致阶段性的衰退交易。

二、居住成本环比回升，核心服务小幅走弱

从细项来看，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，7 月数据中居住成本环比有所回升，其他仍然保持稳定或缓慢下行的趋势，利于通胀继续下行。

(1) 名义 CPI 7、8 月份连续低于预期，这主要是由于能源价格出现了较为显著的弱化，并未出现第三季度的季节性上涨而是随着美国经济下行担忧增长而下跌。从分项目，对通胀同比有向上拉动的是非家用食品、电力、烟草和相关制品、居住成本、医院和相关服务、机动车保险以及维修保养、休闲服务、学费和其他个人服务等，继续以住房和核心服务项目为主。结合克利夫兰截尾均值 CPI 来看，其 8 月 16% 截尾均值降低至 3.22%（前值 3.31%），中位值略降至 4.16%（前值 4.26%），通胀下行动能整体保持。尽管如此，全年的名义 CPI 平均增速仍可能接近 3%，四季度的低基数容易导致同比回升。

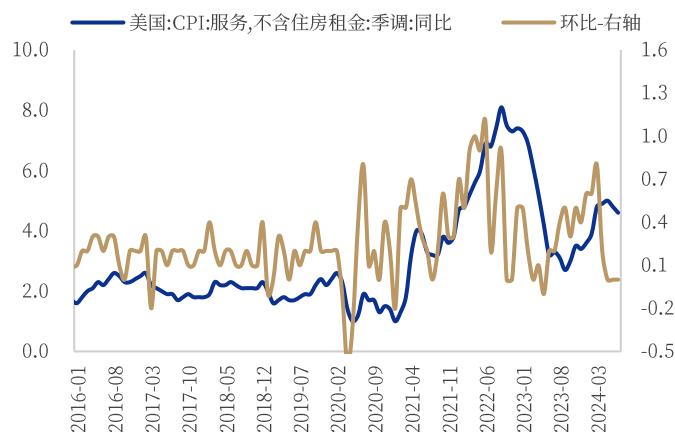
(2) 核心 CPI 方面，商品通缩力度较强，服务小幅弱化，但居住成本的环比继续回升，这使核心 CPI 维持 3.2% 而环比 0.3% 则超过预期。0.2% 的核心环比增速预计在下半年可以维持，对应 3.0% 左右的年末值；如果美国劳动市场继续弱化导致衰退预期维持，核心 CPI 可能降至 2.8%。核心 CPI 并不阻碍美联储进行降息，但目前也不支持 50BP 的单次降幅，而降息的幅度可能要由劳动市场和其他经济数据的弱化程度决定。

图5：核心商品通缩延续（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：剔除居住成本的服务项目环比维持零增长（%）

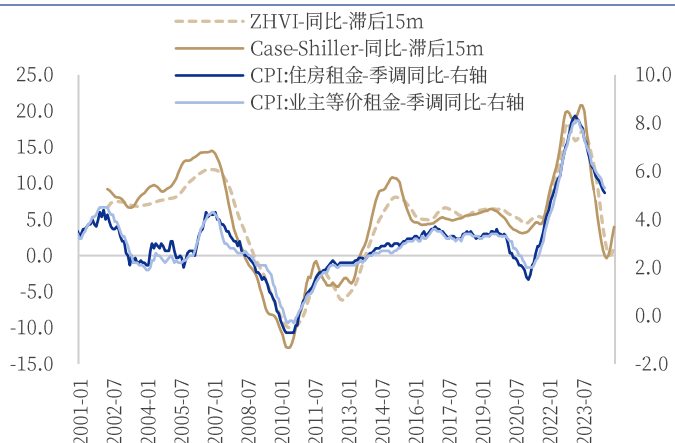


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(3) 居住成本 8 月季调环比回升至 0.5%，非季调环比回升至 0.4%（前值分别为 0.4% 和 0.3%），这也导致了其同比反弹至 5.2%。从与 CPI 居住成本相关性更好的 BLS 统计的新租户价格指数（NTR）来看，居住成本在未来半年内仍会处于缓慢降低的状态。8 月居住成本的同比回升可能对应着 NTR 在 2023 年二、三季度价格增速的上行，这也暗示 0.5% 左右的环比增速不可持续，未来 NTR 同比增速的降低将继续带动居住成本的下行。而 0.3% 左右的环比增速对应着居住成本年末的同比增速降至 4.5% 以下，仍然可以帮助名义和核心 CPI 进一步缓和。

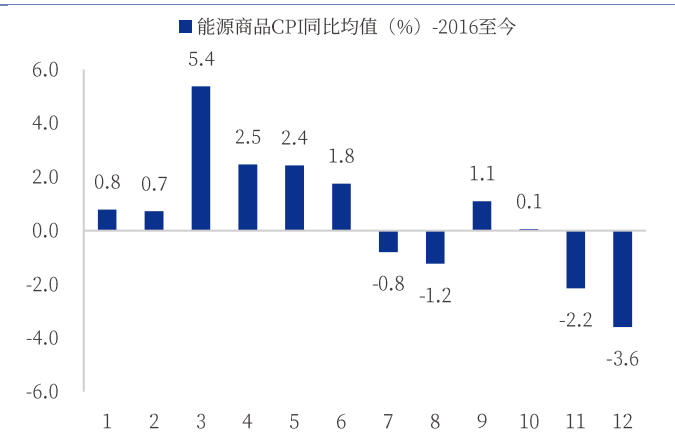
(4) 核心服务价格延续小幅弱化，其作为较为明显的滞后指标降低依然偏慢，也受到服务业薪资粘性的支持，但下行方向确定。从季调环比角度考虑，医疗护理服务环比负增长；运输服务加速至 0.9%（前值 0.4%）主要是由机票和公共交通拉动，汽车保险价格缓和；休闲服务环比维持零增长，教育和通信服务环比增 0.2%。不含住房租金的服务季调环比继续维持 0.0%，受到能源服务负增长的拖累，依旧不存在回升压力。在美国劳动市场因无法完全吸纳大量移民供给的情况下，服务价格还有继续弱化的空间，支持美联储年内多次降息。

图7：居住成本存在跟随市场房价反弹的风险（%）



资料来源：Wind，Fred，中国银河证券研究院

图8：能源商品通胀下半年压力有限



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(5) 其他项目方面，食品价格依然稳定，家用食品涨幅继续弱于非家用食品。核心商品的通缩进一步扩大。领先指标显示二手车价格继续处于通缩区间，其 9 月环比降幅有望进一步收窄，但短期不会摆脱通缩。新汽车价格环比零增长，服装环比回升至 0.3%，家具及家用产品负增长 0.3%，而医疗商品负增长 0.2%。能源方面，能源商品 7、8 月跟随原油价格回落，在油价因为全球经济下行担忧导致需求不足而下跌的情况下，名义 CPI 的 9 月增速和四季度反弹可能都较为温和，也利于美联储继续降息

NYMEX 天然气价格同比开始回落，这意味着能源服务成本短期也将继续下行。总体上，食品、核心商品和能源的价格增速上行风险不高，在地缘政治不意外加剧的情况下利于通胀继续向2%的目标靠拢。

(6) 8月的 Jackson Hole 会议表明，在价格稳定和就业最大化的双重目标中，劳动市场的问题已经成为美联储更关注的风险，也是影响降息节奏和幅度更核心的因素。包括沃勒在内的重要美联储官员目前仍判断通胀可以进一步下行，而劳动市场的弱化是供给侧驱动的温和下行，整体也符合经济将“软着陆”的叙事。对于常见的衰退预警指标，沃勒特别强调了(1)这些衰退规则一般会探测到需求驱动的衰退，但近期失业率的上行是供给驱动而非需求下行导致。(2)疫情前的经济规律并不适用于指导疫情后的政策，以收益率曲线倒挂预测衰退，以菲利普斯曲线预测通胀，或者以平坦的贝弗里奇曲线预测失业率都导致了错误的结论。因此，9月降息25BP较为合适，年内也没有单次降息50BP的必要。

图9：能源服务成本增速未来进一步回落(%)



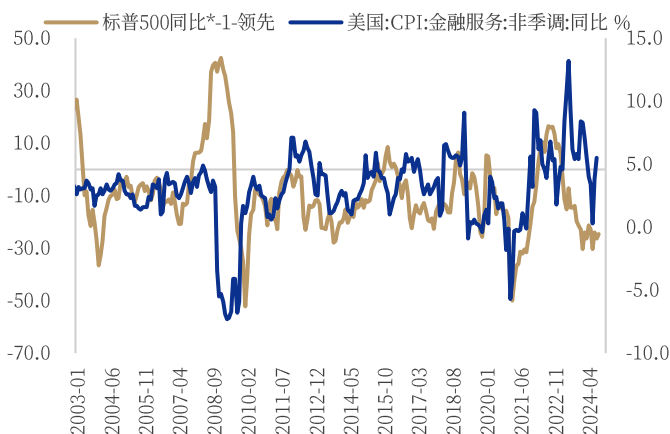
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：二手车预计未来继续通缩，但环比可能回升(%)



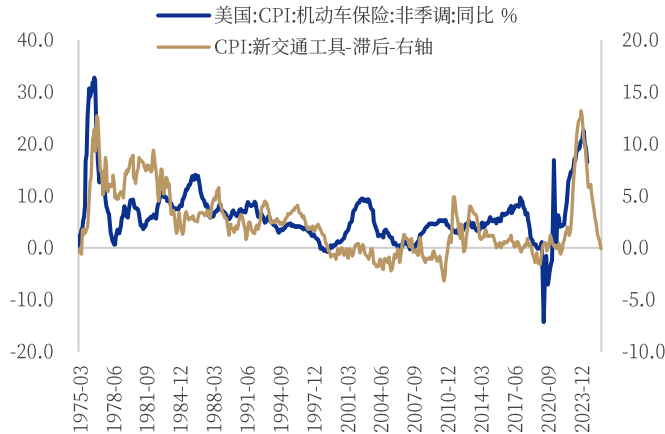
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图11：金融服务价格回落已经反映



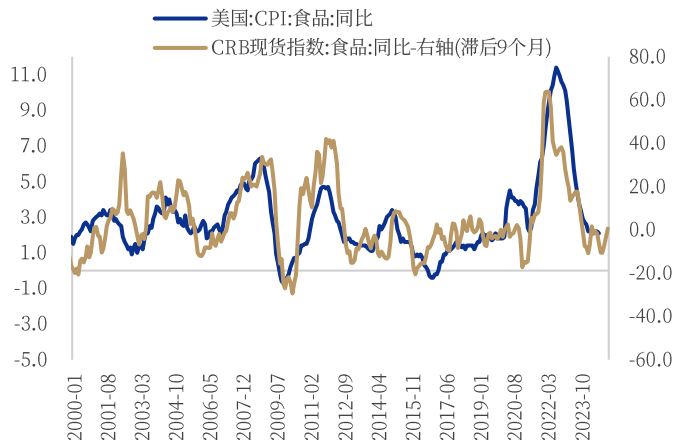
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图12：汽车保险价格继续下行



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图13: 食品价格仍将保持稳定 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 市场依然预期年内 100BP 的降息

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
| 2024/9/18 | | | | | | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 15.0% | 85.0% |
| 2024/11/7 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.1% | 48.0% | 44.9% | 0.0% |
| 2024/12/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 4.0% | 30.4% | 46.2% | 19.3% | 0.0% | 0.0% |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.1% | 18.0% | 38.8% | 32.0% | 9.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 8.3% | 26.1% | 36.1% | 23.1% | 5.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 8.2% | 25.9% | 36.0% | 23.2% | 5.7% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 6.6% | 21.9% | 33.7% | 26.1% | 9.7% | 1.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.3% | 3.6% | 14.3% | 27.9% | 29.9% | 17.8% | 5.5% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2025/9/17 | 0.1% | 1.4% | 7.1% | 18.7% | 28.5% | 26.0% | 13.8% | 3.9% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图15: 美国 CPI 未季调同比增速概览

| 权重 (%) | 未季调同比 | 最新月份同比拉动力 (%) | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 |
|--------|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 100.00 | CPI | 2.50 | 2.50 | 2.90 | 3.00 | 3.30 | 3.40 | 3.50 | 3.20 | 3.10 | 3.40 | 3.10 | 3.20 | 3.70 | 3.70 |
| 13.41 | 食品 | 0.28 | 2.10 | 2.20 | 2.20 | 2.10 | 2.20 | 2.20 | 2.20 | 2.60 | 2.70 | 2.90 | 3.30 | 3.70 | 4.30 |
| 8.05 | 家用食品 | 0.07 | 0.90 | 1.10 | 1.10 | 1.00 | 1.10 | 1.20 | 1.00 | 1.20 | 1.30 | 1.70 | 2.10 | 2.40 | 3.00 |
| 5.36 | 非家用食品 | 0.21 | 4.00 | 4.10 | 4.10 | 4.00 | 4.10 | 4.20 | 4.50 | 5.10 | 5.20 | 5.30 | 5.40 | 6.00 | 6.50 |
| 6.92 | 能源 | -0.28 | -4.00 | 1.10 | 1.00 | 3.70 | 2.60 | 2.10 | -1.90 | -4.60 | -2.00 | -5.40 | -4.50 | -0.50 | -3.60 |
| 3.76 | 能源商品 | -0.38 | -10.10 | -2.00 | -2.20 | 2.20 | 1.10 | 0.90 | -4.20 | -6.90 | -2.90 | -9.80 | -6.20 | 2.20 | -4.20 |
| 0.07 | 燃油 | -0.01 | -12.10 | -0.30 | 0.80 | 3.60 | -0.80 | -3.70 | -5.40 | -14.20 | -14.70 | -24.80 | -21.40 | -5.10 | -14.80 |
| 3.61 | 发动机燃料 | -0.38 | -10.40 | -2.30 | -2.50 | 2.00 | 1.00 | 1.00 | -4.20 | -6.60 | -2.30 | -9.20 | -5.60 | 2.70 | -3.70 |
| 3.50 | 汽油 | -0.36 | -10.30 | -2.20 | -2.50 | 2.20 | 1.20 | 1.30 | -3.90 | -6.40 | -1.90 | -8.90 | -5.30 | 3.00 | -3.30 |
| 3.16 | 能源服务 | 0.10 | 3.10 | 4.20 | 4.30 | 4.70 | 3.60 | 3.10 | 0.50 | -2.00 | -1.10 | -0.10 | -2.30 | -3.30 | -2.70 |
| 2.50 | 电力 | 0.10 | 3.90 | 4.90 | 4.40 | 5.90 | 5.10 | 5.00 | 3.60 | 3.80 | 3.30 | 3.40 | 2.40 | 2.60 | 2.10 |
| 0.66 | 公共事业(管道)燃气服务 | 0.00 | -0.10 | 1.50 | 3.70 | 0.20 | -1.90 | -3.20 | -8.80 | -17.80 | -13.80 | -10.40 | -15.80 | -19.90 | -16.50 |
| 79.68 | 核心CPI | 2.55 | 3.20 | 3.20 | 3.30 | 3.40 | 3.60 | 3.80 | 3.80 | 3.90 | 3.90 | 4.00 | 4.00 | 4.10 | 4.30 |
| 18.55 | 商品 | -0.35 | -1.90 | -1.90 | -1.80 | -1.70 | -1.30 | -0.70 | -0.30 | -0.30 | 0.20 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.20 |
| 2.56 | 服装 | 0.01 | 0.30 | 0.20 | 0.80 | 0.80 | 1.30 | 0.40 | 0.00 | 0.10 | 1.00 | 1.10 | 2.60 | 2.30 | 3.10 |
| 3.59 | 新车 | -0.04 | -1.20 | -1.00 | -0.90 | -0.80 | -0.40 | -0.10 | 0.40 | 0.70 | 1.00 | 1.30 | 1.90 | 2.50 | 2.90 |
| 1.91 | 二手车 | -0.20 | -10.40 | -10.90 | -10.10 | -9.30 | -6.90 | -2.20 | -1.80 | -3.50 | -1.30 | -3.80 | -7.10 | -8.00 | -6.60 |
| 1.48 | 医疗商品 | 0.03 | 2.00 | 2.80 | 3.10 | 3.10 | 2.50 | 2.50 | 2.90 | 3.00 | 4.70 | 5.00 | 4.70 | 4.20 | 4.50 |
| 0.84 | 酒精饮料 | 0.02 | 1.90 | 1.90 | 1.80 | 1.70 | 2.00 | 2.40 | 2.40 | 2.30 | 2.50 | 2.90 | 3.70 | 4.20 | 3.70 |
| 0.55 | 烟草和相关制品 | 0.05 | 8.40 | 7.90 | 8.20 | 7.80 | 6.70 | 6.80 | 7.10 | 7.40 | 7.80 | 7.70 | 7.20 | 5.60 | 5.60 |
| 61.13 | 服务 | 3.00 | 4.90 | 4.90 | 5.10 | 5.30 | 5.30 | 5.40 | 5.20 | 5.40 | 5.30 | 5.50 | 5.50 | 5.70 | 5.90 |
| 36.32 | 居住成本 | 1.89 | 5.20 | 5.10 | 5.20 | 5.40 | 5.50 | 5.70 | 5.70 | 6.00 | 6.20 | 6.50 | 6.70 | 7.20 | 7.30 |
| 7.64 | 主要住所租金 | 0.38 | 5.00 | 5.10 | 5.10 | 5.30 | 5.40 | 5.70 | 5.80 | 6.10 | 6.50 | 6.90 | 7.20 | 7.40 | 7.80 |
| 26.76 | 业主等价租金 | 1.45 | 5.40 | 5.30 | 5.40 | 5.70 | 5.80 | 5.90 | 6.00 | 6.20 | 6.30 | 6.70 | 6.80 | 7.10 | 7.30 |
| 6.51 | 医疗/护理服务 | 0.21 | 3.20 | 3.30 | 3.30 | 3.10 | 2.70 | 2.10 | 1.10 | 0.60 | -0.50 | -0.90 | -2.00 | -2.60 | -2.10 |
| 1.80 | 医疗 | 0.01 | 0.60 | 0.70 | 0.80 | 1.40 | 0.90 | 0.70 | 0.40 | 0.10 | -0.60 | -0.70 | -1.20 | -0.20 | 0.30 |
| 2.33 | 医院和相关服务 | 0.14 | 5.80 | 6.20 | 7.10 | 7.30 | 7.90 | 7.70 | 6.10 | 6.50 | 5.60 | 6.30 | 5.60 | 4.70 | 3.90 |
| 6.49 | 运输服务 | 0.51 | 7.90 | 8.80 | 9.40 | 10.50 | 11.20 | 10.70 | 9.90 | 9.50 | 9.70 | 10.10 | 9.20 | 9.10 | 10.30 |
| 1.25 | 机动车维修保养 | 0.05 | 4.10 | 4.80 | 6.00 | 7.20 | 7.60 | 8.20 | 6.70 | 6.50 | 7.10 | 8.50 | 9.60 | 10.20 | 12.00 |
| 2.95 | 机动车保险 | 0.49 | 16.50 | 18.60 | 19.50 | 20.30 | 22.60 | 22.20 | 20.60 | 20.60 | 20.30 | 19.20 | 19.20 | 18.90 | 19.10 |
| 1.11 | 公共交通 | -0.01 | -1.10 | -2.20 | -3.80 | -4.70 | -4.60 | -5.60 | -5.20 | -4.80 | -6.90 | -8.10 | -8.90 | -9.30 | -9.40 |
| 0.80 | 机票 | -0.01 | -1.30 | -2.80 | -5.10 | -5.90 | -5.80 | -7.10 | -6.10 | -6.40 | -9.40 | -12.10 | -13.20 | -13.40 | -13.90 |
| 3.23 | 休闲服务 | 0.10 | 3.20 | 3.10 | 3.40 | 3.90 | 4.10 | 4.50 | 4.50 | 5.30 | 5.60 | 4.80 | 5.70 | 6.40 | 6.10 |
| 0.90 | 语言服务 | 0.02 | 2.00 | 2.50 | 2.30 | 2.80 | 4.50 | 4.40 | 4.20 | 5.30 | 5.30 | 4.10 | 5.20 | 6.30 | 5.90 |
| 0.43 | 宠物服务 | 0.03 | 6.30 | 4.90 | 5.10 | 5.90 | 4.30 | 7.30 | 5.90 | 7.00 | 7.60 | 6.40 | 7.30 | 7.90 | 8.50 |
| 1.84 | 其他休闲娱乐 | 0.07 | 3.80 | 3.40 | 4.10 | 4.70 | 4.40 | 4.40 | 4.50 | 4.80 | 5.20 | 4.70 | 5.60 | 6.50 | 5.60 |
| 4.98 | 教育和通讯服务 | 0.11 | 2.30 | 2.20 | 2.30 | 2.00 | 1.60 | 1.40 | 1.50 | 1.30 | 1.30 | 1.40 | 2.30 | 2.50 | 2.60 |
| 2.38 | 学费 | 0.08 | 3.20 | 3.00 | 2.90 | 2.90 | 2.60 | 2.70 | 3.00 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.90 | 3.10 | 3.10 |
| 1.54 | 电话 | 0.00 | 0.30 | -0.10 | 0.10 | -1.00 | -1.70 | -1.80 | -2.10 | -2.10 | -1.90 | -1.70 | 0.40 | 0.10 | 0.20 |
| 0.99 | 网络和电子信息 | 0.03 | 3.40 | 3.90 | 4.30 | 5.00 | 4.90 | 4.20 | 4.30 | 3.80 | 3.70 | 3.70 | 4.40 | 5.00 | 5.20 |
| 1.53 | 其他个人服务 | 0.07 | 4.60 | 5.10 | 4.80 | 4.10 | 4.90 | 5.40 | 5.10 | 6.80 | 6.40 | 6.10 | 6.70 | 6.80 | 6.40 |
| 0.63 | 个人护理服务 | 0.03 | 4.70 | 4.50 | 5.00 | 4.80 | 4.70 | 3.80 | 3.90 | 4.20 | 3.70 | 3.90 | 5.00 | 4.80 | 5.10 |
| 0.90 | 其他杂项 | 0.04 | 4.50 | 5.60 | 4.60 | 3.60 | 5.00 | 6.50 | 5.90 | 8.70 | 8.30 | 7.70 | 7.90 | 8.30 | 7.40 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

- (1) 美国经济和劳动市场下行的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对美联储官员发言理解不到位的风险

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。

于金潼：宏观分析师

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------------------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 公司评级 | | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 | |

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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn