

## 核心需求不弱，衰退交易或暂缓： 美国8月CPI数据点评

### 事件：

8月美国CPI同比2.5%，预期2.5%，前值2.9%；CPI环比0.2%，持平预期和前值；核心CPI同比3.2%，持平预期和前值；核心CPI环比0.3%，预期和前值均为0.2%。

### 投资要点：

**能源和商品价格持续走弱，带动8月CPI数据下行，但核心服务继续回升，表明美国经济内生需求并不弱：**8月美国CPI同比较前值大幅走弱（2.9%→2.5%），反映通胀压力边际走弱，但主要源于能源和商品带动，核心CPI环比与上月持平、同比略高于预期，反映内需仍不弱，5月以来的金融条件放松正逐步传导至经济端。从主要分项看，食品项环比边际走弱（0.2%→0.1%），能源项环比再度大幅转负（0%→-0.8%），主要源于7月以来在特朗普交易和美国经济衰退交易的双重作用下，国际油价明显下跌，这也是8月通胀大幅下行的重要原因；核心商品跌幅略有收窄（-0.3%→-0.2%），其中运输产品（新车和二手车）降幅减小（-0.8%→-0.3%），商品端的通缩压力边际在走弱，但仍然构成能源之后去通胀的第二大推手；核心服务连续2个月回升（0.3%→0.4%），表明服务项仍然是美国通胀韧性的最后堡垒，其中住房租金项环比再度回升（0.4%→0.5%），与近期美国房地产市场的企稳回升相一致。

**美国经济呈现“金发女孩”格局，通胀走弱为美联储降息打开空间，但全年100BP的降息仍较为乐观，9月降息25BP、全年降息50-75BP是偏中性判断：**8月通胀降到2.5%附近，对于美联储而言已到达相对合意的降息窗口，9月降息或“板上钉钉”。但从通胀的结构看，能源和商品是最主要贡献，核心通胀尤其是服务业并不弱，反映美国经济的韧性仍然较强，且5月以来美债利率大幅下行、美国金融条件放松，已经初步体现在8月份的经济数据上。目前美国经济呈现类“金发女孩”格局，也即通胀压力边际走弱、经济韧性较强，市场此前交易的美国经济衰退或逐步消退。对于美联储而言，9月降息25BP、全年降息50-75BP或是偏中性判断，一方面美国经济下行风险仍相对可控，另一方面若过度降息，容易引发二次通胀风险。对于大类资产而言，在已计入较充分的降息预期的背景下，美债利率短期或偏震荡，美股短期则处于消化偏高估值的阶段，中长期降息仍是偏利好解读，美元或受益于美国经济的韧性，下行空间有限。

**风险提示：**美国经济韧性超预期、美国通胀再度反弹、美联储表态偏鹰。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳  
邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

### 相关报告

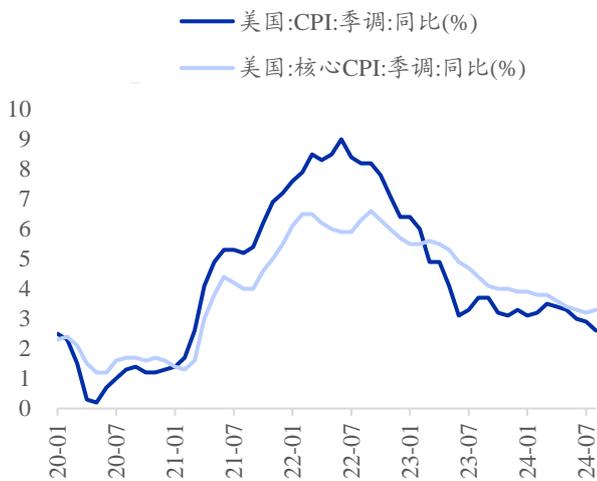
- 《就业市场边际降温——6月美国非农数据点评》—2024.07.06
- 《通胀压力加大，降息信心不足——5月FOMC会议点评》—2024.05.02
- 《警惕降息预期的“假摔”——3月FOMC会议点评》—2024.03.21

图表 1: 美国 CPI 细项拆分

	环比 (%)								同比 (%)							
	24-08	24-07	24-06	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01	24-08	24-07	24-06	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01
<b>CPI</b>	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.4	0.3	2.6	2.9	3.0	3.3	3.4	3.5	3.2	3.1
<b>核心CPI</b>	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	3.3	3.2	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9
<b>食品:</b>	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.4	2.1	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.6
家庭食品	0	0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.9	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.0	1.2
非家用食品	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.5	4.0	4.1	4.1	4.0	4.1	4.2	4.5	5.1
<b>能源:</b>	-0.8	0	-2.0	-2.0	1.1	1.1	2.3	-0.9	-4.0	1.0	0.9	3.5	2.5	2.1	-1.7	-4.3
能源商品	-0.6	0.1	-3.7	-3.5	2.7	1.5	3.6	-3.2	-10.2	-2.1	-2.3	2.1	1.1	0.9	-4.1	-6.8
能源服务	-0.9	-0.1	-0.1	-0.2	-0.7	0.7	0.8	1.4	3.0	4.1	4.3	4.7	3.5	3.1	0.5	-1.8
<b>核心商品:</b>	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.1	-0.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	-1.2	-0.7	-0.3	-0.3
家用家具和供给	-0.3	0.1	-0.2	0.0	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	-2.6	-2.3	-2.5	-2.5	-2.8	-2.7	-2.3	-1.3
服装	0.3	-0.4	0.1	-0.3	1.2	0.7	0.6	-0.7	0.3	0.2	0.8	0.8	1.4	0.4	0.0	0.0
运输产品	-0.3	-0.8	-0.6	-0.1	-0.7	-0.5	0.1	-1.1	-4.0	-4.2	-4.0	-3.6	-2.5	-0.7	-0.2	-0.8
医疗护理商品	-0.2	0.2	0.2	1.3	0.4	0.2	0.1	-0.6	2.0	2.8	3.1	3.1	2.5	2.5	2.9	3.0
休闲商品	-0.2	-0.3	0.4	-0.1	0.0	-0.5	-0.2	0.8	-0.9	-1.1	-1.6	-2.2	-2.2	-1.9	-1.2	-0.6
教育和通讯商品	-0.4	0.4	-0.5	-1.6	0.1	-1.2	0.2	0.6	-5.9	-6.2	-7.7	-7.4	-6.0	-6.2	-5.6	-6.6
酒精饮料	0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	2.0	1.9	1.8	1.7	2.0	2.4	2.4	2.3
其他商品	0.2	0.2	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.7	0.3	3.2	3.2	3.5	3.4	3.6	3.9	4.4	4.4
<b>核心服务:</b>	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5	0.7	4.9	4.9	5.0	5.2	5.3	5.4	5.2	5.4
住房租金	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	5.2	5.0	5.1	5.4	5.5	5.6	5.8	6.1
垃圾回收	0.2	0.5	0.2	0.1	0.4	0.3	0.5	1.1	4.2	4.5	4.6	4.8	5.3	5.3	5.3	5.6
搬运和运输费用	-0.8	0.8	1.6	0.0	2.1	0.7	2.0	-1.0	-0.1	-1.2	-1.5	-1.2	0.6	-0.5	0.2	-4.9
医疗护理服务	-0.1	-0.3	0.2	0.3	0.4	0.6	-0.1	0.7	3.2	3.3	3.3	3.1	2.7	2.1	1.1	0.6
运输服务	0.9	0.4	-0.5	-0.5	0.9	1.5	1.4	1.0	8.0	8.8	9.2	10.3	11.1	10.7	10.0	9.7
休闲服务	0	0.4	-0.1	-0.2	0.3	0.1	0.5	0.4	3.2	3.1	3.4	4.0	4.1	4.6	4.5	5.3
教育和通讯服务	0.2	0.2	0.0	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	2.3	2.2	2.3	2.0	1.6	1.4	1.5	1.3
杂项个人服务	-0.1	0.4	1.2	-0.7	0.9	1.3	-1.3	1.2	4.5	5.6	4.6	3.6	5.0	6.5	5.9	8.7

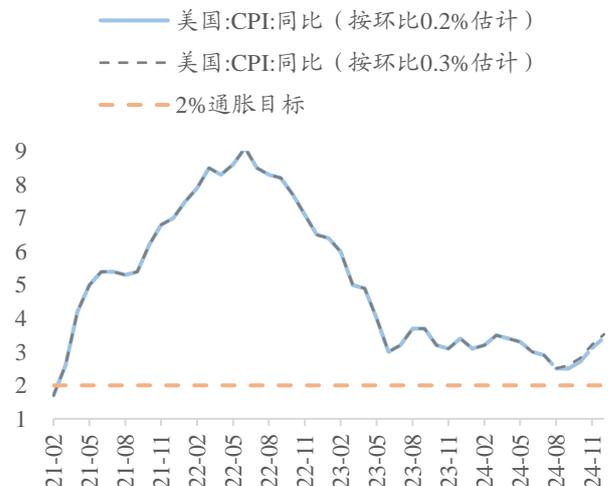
来源: Wind、华福证券研究所

图表 2: 7 月 CPI 同比下探, 核心 CPI 同比反弹



来源: Wind、华福证券研究所

图表 3: 按环比 0.2%, 8 月或是年内美国 CPI 低点



来源: Wind、华福证券研究所

图表 4：市场隐含美联储 9 月降息 25BP、全年降息 100BP 预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
	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%	8.4%	54.2%	37.4%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	36.9%	43.8%	14.1%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	21.6%	40.4%	28.4%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.7%	29.5%	35.4%	19.3%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.5%	29.3%	35.3%	19.5%	4.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.8%	8.2%	24.7%	33.9%	23.4%	7.9%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.4%	4.4%	16.3%	29.2%	28.8%	15.9%	4.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.7%	8.3%	20.4%	29.0%	24.6%	12.2%	3.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

图表 5：历次降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)	非制造业PMI (%)	工业生产指数同比 (%)
T-6M	3.9	4.0	5.4	18	4.0	4.4	54.5	56.4	4.9
T-5M	3.9	3.9	5.3	20	4.0	4.6	53.9	58.0	5.0
T-4M	4.1	4.2	5.2	23	4.0	4.6	52.2	59.1	4.8
T-3M	4.1	4.2	5.3	13	4.0	4.6	51.5	58.7	4.4
T-2M	4.1	4.2	5.3	11	3.9	4.1	49.9	57.4	3.5
T-1M	4.0	4.2	5.4	13	3.8	4.0	47.9	54.8	2.9
T	3.9	4.1	5.5	10	3.9	3.9	46.9	55.3	2.1
T+1M	3.9	4.0	5.5	11	3.8	3.5	46.4	53.5	1.5
T+2M	3.8	3.9	5.5	10	3.8	3.4	46.5	53.4	1.2
T+3M	3.7	3.9	5.6	12	3.7	3.2	46.0	52.6	1.1
T+4M	3.7	3.8	5.6	7	3.5	2.8	46.2	51.7	0.5
T+5M	3.6	3.8	5.6	10	3.6	2.8	46.8	53.6	0.2
T+6M	3.6	3.8	5.6	7	3.6	2.5	46.3	53.6	-0.1

来源：Wind、华福证券研究所；T为美联储首次降息当月，统计1981年以来的9次降息周期

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn