

核心服务提供进一步紧缩理由，但无需忧虑二次通胀

20230913

核心内容：

CPI 因能源而大幅反弹，核心下行幅度符合预期 8月CPI同比增速从7月的3.2%回升至3.7%，稍高于3.6%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比4.3%，比7月下行0.4%。季调环比方面，CPI增速上升至0.6%，核心CPI增速也小幅加快至0.3%。名义CPI的上行主要由于原油价格的涨幅和基数效应，9月有望回落；核心环比增速与我们的预测一致，核心服务的粘性为美联储年内再一次加息提供动力，紧缩周期拉长的判断不变。

原油减产带动能源商品大幅反弹，核心商品弱化持续 乘用车、家居产品和服饰等对CPI的同比拉动力已经低于0.3%，美联储也并不担忧这部分价格的变化。能源商品环比增速大幅上行至10.5%，能源服务环比0.2%，同比分别为-4.2%和-2.8%。能源商品环比涨幅猛烈主要由于沙特等国家先前减产对供给端的影响和美国超预期的经济动力对预期需求的提升。9月能源商品价格环比仍维持涨势，但油价上行的可持续性存疑，欧元区和中国短期偏弱和美国在高利率下的增长放缓压制需求，较难带动通胀持续反弹。

居住成本继续缓和，服务价格压力不减 8月CPI中，租金环比增速为0.5%，业主等价租金稍降低至0.4%，居住成本整体从0.4%降低至0.3%，居住成本的缓慢缓和趋势继续得到有力的确认，其高权重也决定了核心CPI和PCE通胀同比下行的方向暂不会改变。另一方面，CPI的核心服务部分环比上升至0.5%，主要受到运输服务、其他个人服务和部分医疗服务的推动，娱乐和教育服务环比上行则不明显。鲍威尔表示“在核心服务方面取得进展对恢复价格稳定至关重要”，而本月的CPI预示着PCE核心服务延续整体走平并存在边际抬升的风险。

年内加息预期受到核心服务价格支持，紧缩周期拉长 我们倾向于（1）名义通胀由于意外的减产抬升油价而明显回升，CPI在9月份由于基数效应减弱将转而下行，但幅度有限。（2）核心通胀环比回升，但依旧位于下行通道，只是当前的斜率难以让美联储满意。（3）核心服务CPI环比同样回升，作为鲍威尔在Jackson Hole会议上关切的指标，其环比上行和同比走平意味着PCE通胀相似的趋势，这成为美联储年内进一步加息的理由。（4）核心服务价格的韧性与劳动市场较高的时薪增速有关，尽管超额储蓄在快速消耗，但不弱的实际收入和劳动缺口继续支持服务消费。（5）整体上，8月CPI数据强化了年内美联储再度加息的理由，紧缩周期在经济韧性下延长；美联储11月在观察经济增长动能后加息的可能性更高，但如果通胀预期显著反弹则也不排除9月FOMC会议出现加息。

通胀依旧位于缓和道路上，暂无需忧虑二次通胀（1）同步房价CPI指标显示消除居住成本的滞后影响，则通胀已经稳定处于3%以下。（2）7、8月份的未季调CPI同比增速受到低基数支持，这一效应未来将弱化；从季节性考虑，四季度末的未季调CPI环比也会下降。（3）即使经济增长高于潜在增速，从通胀和GDP的历史关系看，实际产出增长通常并不带动通胀显著高于2%。（4）结合菲利普斯曲线来看，目前的稳定通胀预期不支持通胀明显反弹，历史上的二次通胀一般都伴随战争和能源危机，与当前情况有所不同。（5）我们仍倾向于美国经济在缓慢走弱并在2024年个别季度出现零增长或负增长的可能，因此能源价格和与薪资和消费相关的通胀压力也会继续弱化。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

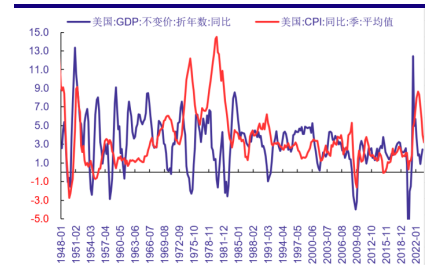
分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示：

1. 美国经济超预期上行的风险
2. 意外的流动性风险
3. 出现战争和能源危机的风险

图：经济增长本身并不推动通胀明显反弹



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

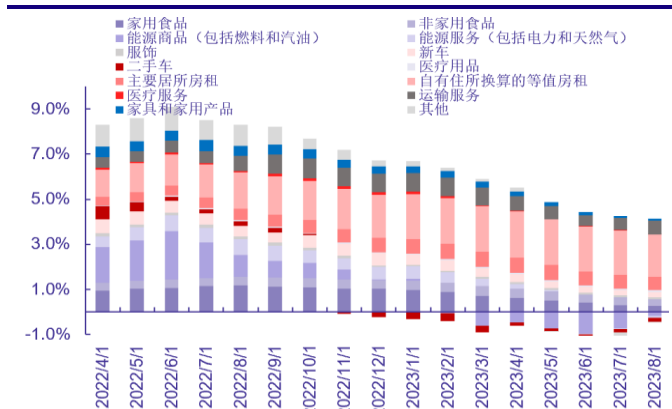
美国劳工数据局 (BLS) 公布 8 月消费者价格指数 (CPI)，其同比增速从 7 月的 3.2% 回升至 3.7%，稍高于 3.6% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 4.3%，比 7 月下行 0.4%，符合预期。季调环比方面，CPI 增速上升至 0.6%，核心 CPI 增速也小幅加快至 0.3%。名义 CPI 的上行主要由于原油价格的涨幅和基数效应，9 月有望回落；核心环比增速与我们的预测一致，核心服务的粘性在为美联储年内再一次加息提供动力，紧缩周期拉长的判断不变。

我们倾向于 (1) 名义通胀由于意外的减产抬升油价而明显回升，CPI 在 9 月份由于基数效应减弱将转而下行，但幅度有限。(2) 核心通胀环比回升，但依旧位于下行通道，只是当前的斜率难以让美联储满意。(3) 核心服务 CPI 环比同样回升，作为鲍威尔在 Jackson Hole 会议上关切的指标，其环比上行和同比走平意味着 PCE 通胀相似的趋势，这成为美联储年内进一步加息的理由。(4) 核心服务价格的韧性与劳动市场较高的时薪增速有关，尽管超额储蓄在快速消耗，但不弱的实际收入和劳动缺口继续支持服务消费。(5) 整体上，8 月 CPI 数据强化了年内美联储再度加息的理由，紧缩周期在经济韧性下延长；美联储 11 月在观察经济增长动能后加息的可能性更高，但如果通胀预期显著反弹则也不排除 9 月 FOMC 会议出现加息。

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。能源方面，能源商品环比大幅上行，使同比通缩幅度明显减弱，是名义 CPI 略超预期反弹的主因；能源服务同比继续通缩。食品环比保持稳定，同比由于滞后领先指标较久也处于继续缓和的通道。核心商品价格下行，同比仅增 0.4%，未来可能进入小幅通缩状态，二手车、家具和家用产品等继续走弱，短期不会反弹。居住成本环比继续回落，缓慢降低趋势保持，对通胀粘性的压力弱化。由于能源价格回升的可持续性存疑，美联储最担忧的依然是核心服务 CPI，其季调环比上行 0.5%，同比保持 3.1%，这意味着 PCE 核心服务短期继续“走平”。这种粘性叠加能源价格短期趋势产生了提高通胀预期的风险，因此美联储可能需要再次紧缩以表明态度，防止通胀长期背离目标。另一方面，通胀的下行趋势并未被扭转，无需担忧二次通胀冲击市场。我们目前对 9 月 CPI 的预测增速为 3.6%，核心在 4.0% 左右。

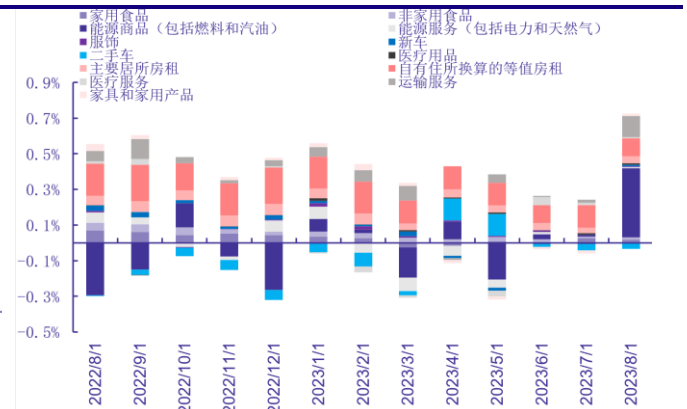
CPI 整体符合预期，但结构上喜忧参半。数据公布后，美股低开，美债收益率和美元高位震荡。我们维持通胀短期粘性下紧缩周期拉长的判断，三季度末至四季度初资产价格继续承压：流动性的降低、美国政府出现停摆的可能，汽车工人工会罢工这类不利因素也可能产生扰动。10 年美债预计保持高位震荡，但部分经济数据弱化意味着其缺乏进一步显著上升的动力。美元指数短期同样将保持高位，欧元区疲弱的经济表现掣肘加息，从利差和经济差方面对美元形成支撑。

图 1: 8 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 2: 8 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)

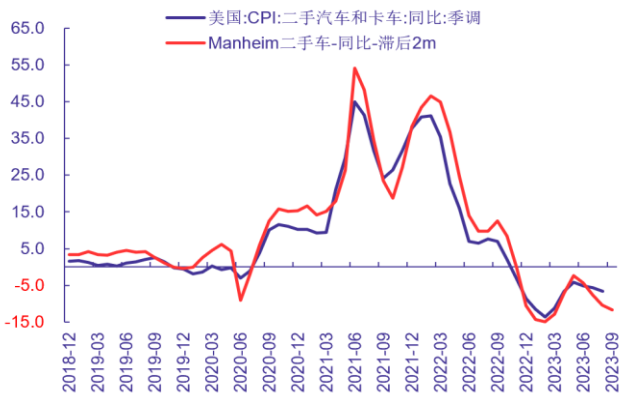


资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

(一) 原油减产带动能源商品大幅反弹，核心商品弱化持续

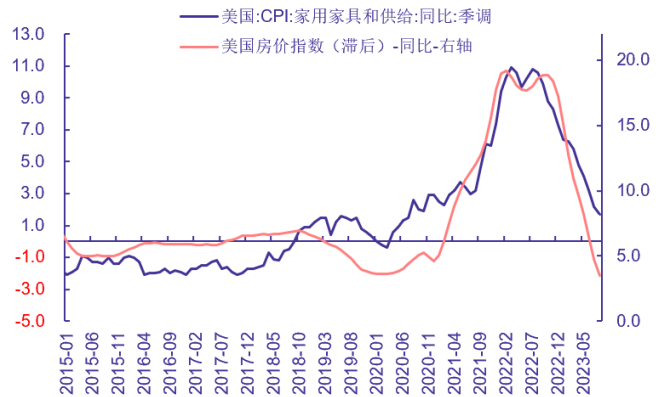
核心商品方面，二手车同比负增长 6.6%，拉动 CPI 下行 0.18 个百分点，季调环比下行 1.2%；新车同比增速 3.8%，季调环比增长 0.2%。从曼海姆二手车价格指数看，二手车价格 9 月仍将继续回落，随后可能边际回升，但仍将处于通缩状态。新车滞后于二手车，乘用车整体依然难以对 CPI 形成压力；不过，如果美国汽车工人工会罢工，那么可能在未来抬升新车价格。家具和家用产品环比增长 0.3%，季调同比增速降至 1.7%，预计跟随房价的回落保持下行。服装环比增速小幅回升至 0.2%，同比 3.1%。以上项目对 CPI 的同比拉动率已经低于 0.3%，足见核心商品对通胀压力不大，即使边际反弹也不会改变通胀的下行趋势，美联储也并不担忧这部分价格的变化。

图 3：二手车价格短期仍在通缩（%）



资料来源：Wind、Manheim，中国银河证券研究院整理

图 4：家居相关商品继续跟随房价回落（%）



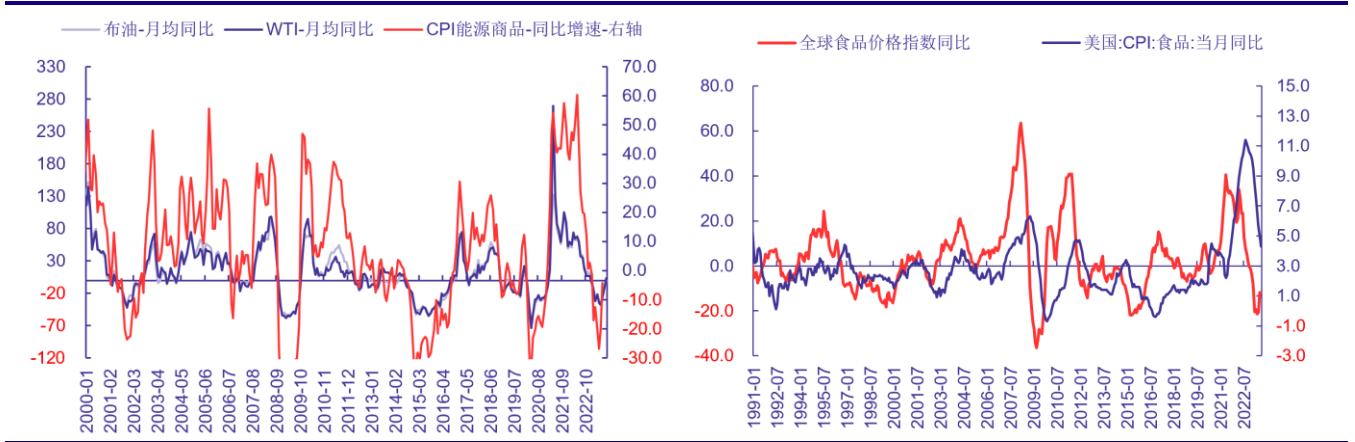
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

能源商品环比增速大幅上行至 10.5%，能源服务环比 0.2%，同比分别为-4.2%和-2.8%。能源商品的同比增速继续通缩，但幅度显著收窄，其环比涨幅猛烈主要由于沙特等国家先前减产对供给端的影响和美国超预期的经济动力对预期需求的提升。9 月能源商品价格环比仍易维持涨势，但油价上行的可持续性存疑。尽管美国经济短期具有韧性，但高利率环境和紧缩周期拉长之下难言复苏或者新周期的开启；同时，欧元区经济的疲软和中国工业需求的暂时性低迷也不会形成更强的需求。因此，原油价格不断上行并形成明显二次通胀的观点目前仍是过虑。NYMEX 天然气 8 月环比回升 0.36%，同比负增长幅度扩大，此前的降幅由于滞后效果仍会进一步向能源服务传导。

食品价格环比增长维持 0.2%，家用食品环比 0.2%，非家用食品环比上升至 0.3%。食品的增速滞后全球食品价格指数 1 年左右，这意味着其同比回落的趋势保持，而向上的拐点可能在 2024 年中才会出现。从居住成本和核心服务以外的部分考虑，商品在利率整体压制需求、库存去化的过程中不易产生价格压力，制造业边际改善的迹象不会使商品价格反弹。能源商品虽然在 9 月份将继续上行，对名义通胀构成压力，但其持续性预计不强。CPI 随着 7、8 月份低基数效应的减退也将回到下行路径。核心部分的粘性主要取决于工资带动下的核心服务，而非商品和能源部分，因此非农时薪的环比压力值得警惕。

图 5：能源商品的同比低点到来，未来可能小幅回升 (%)

图 6：食品价格未来还会继续回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

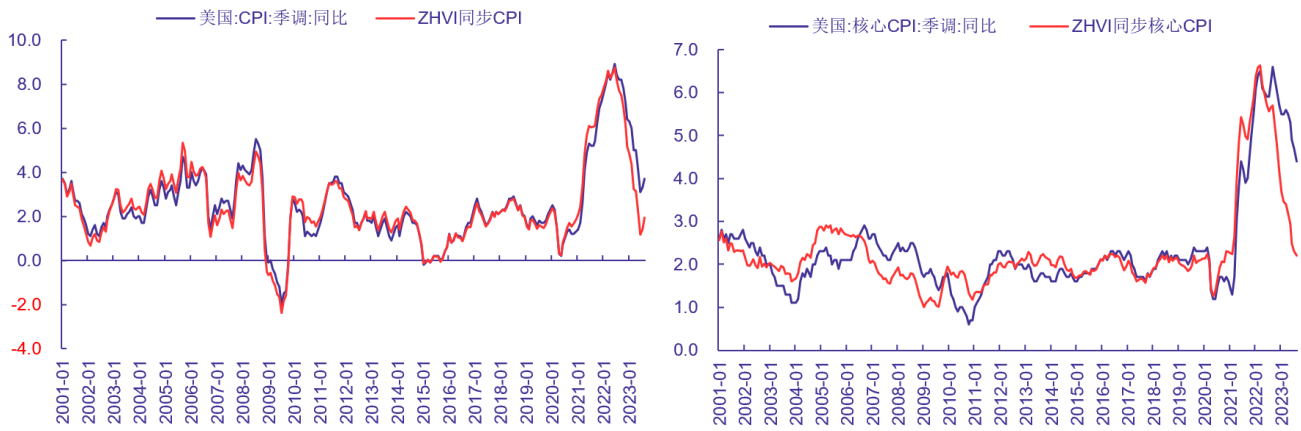
（二）居住成本继续缓和，服务价格压力不减，是支持加息的因素

鲍威尔在 8 月底 Jackson Hole 会议的发言中再度剖析了通胀的构成，并指出核心商品，特别是耐用品的通胀，已经大幅降低，而住房服务通胀也开始降低；最令美联储紧张的部分依旧是对利率相对不敏感并受到劳动市场供需缺口支持的核心服务通胀。8 月 CPI 中，租金环比增速为 0.5%，业主等价租金稍降低至 0.4%，居住成本整体从 0.4% 降低至 0.3%，居住成本的缓慢缓和趋势继续得到有力的确认，其高权重也决定了核心 CPI 和 PCED 同比下行的方向暂不会改变。另一方面，CPI 的核心服务部分环比上升至 0.5%，主要受到运输服务、其他个人服务和部分医疗服务的推动，娱乐和教育服务环比上行则不明显。鲍威尔表示“在核心服务方面取得进展对恢复价格稳定至关重要”，而本月的 CPI 预示着 PCE 核心服务延续整体走平并存在边际抬升的风险。因此，在劳动数据指向不明显的情况下，通胀数据开始支持进一步的加息。能源反弹和服务韧性对通胀预期形成的扰动可能需要美联储再次行动。

滞后的居住成本两项对 CPI 的拉动率在 8 月降低 0.1% 至 2.46%，缓慢弱化。CPI 中居住成本权重过高，相比之下 PCE 与核心 PCE 通胀的回落会更缓慢，继续不利于美联储停止加息进程。8 月，我们利用 Zillow 的房价指数 ZHVI 调整的同步 CPI 显示名义通胀出现小幅回升，而核心通胀继续降低，两者同比增速分别为 2.0% 和 2.2%；这仍显示消除居住成本滞后效应下通胀明显降低，二次通胀出现概率不大。乐观情况下，四季度 CPI 仍有望向 3% 靠近，但这需要能源价格不再走强。

核心服务方面，0.5% 的环比季调增速为今年 1 月以来最高。其中，运输服务 2.0% 的环比增长贡献突出，汽车保险和机票涨价明显；其他个人服务环比 0.7% 的涨幅也有影响；专业医疗服务和医院服务环比也高达 0.6% 和 0.8%，但这类增长多为脉冲式的。结合劳动市场来看，部分服务供需的缺口仍在提供新就业并支持工资增长，不利于美联储实现 2% 的通胀目标。在 PCE 服务权重更高的情况下，其下行可能更缓慢，成为继续紧缩的理由。我们目前对核心 CPI 同比增速的年末基准预测仍为 3.7%。

图 7：去除居住成本滞后效应后，名义通胀已经回到低水平（%） 图 8：核心 CPI 将居住成本同步后也将显著下降（%）

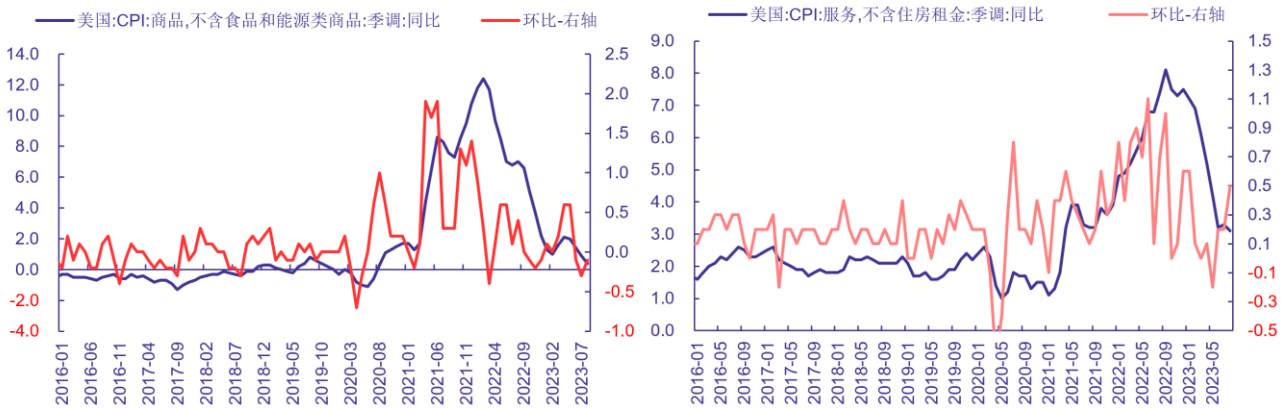


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 9：核心商品环比延续负增长（%）

图 10：CPI 核心服务环比连续上行，支持美联储考虑再加息（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）通胀仍在缓和道路上，经济的短期韧性并不指向二次通胀

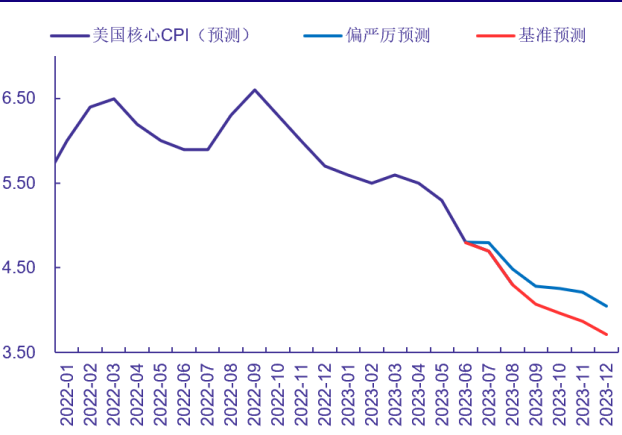
尽管核心服务通胀的回升值得注意，美国短期高于潜在增速的增长也深化了美联储对通胀更长时间背离 2% 目标的担忧，目前数据并没有展示二次通胀的风险。（1）前文使用的同步房价 CPI 指标显示消除居住成本的滞后影响，则通胀已经稳定处于 3% 以下。（2）7、8 月份的未季调 CPI 同比增速受到低基数支持，这一效应未来将弱化；从季节性考虑，四季度末的未季调 CPI 环比也会下降。（3）尽管亚特兰大联储的 GDPNow 显示 2023 年三季度环比折年率 5.6%，但其在 2021 年也有过高预测的记录，虽然三季度增长在 2.5% 的概率较高；即使经济增长较快，从通胀和 GDP 的历史关系看，实际经济增长通常并不带动通胀显著高于 2%，因此假设美国 2024 年仍可以维持增长韧性，二次通胀也不易出现。（4）结合菲利普斯曲线来看，目前的稳定通胀预期不支持通胀明显反弹，历史上的二次通胀一般都伴随战争和能源危机，与当前情况有所不同。（5）能源价格上行一定程度上也是由美国经济超预期的表现从需求侧拉动的，但我们仍倾向于美国经济在缓慢走弱并在 2024 年个别季度出现零增长或负增长的可能，因此能源价格对通胀的压力也较难持续。

图 11: CME 数据显示市场仍对进一步加息有预期

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES								
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/9/20			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.0%	3.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.9%	40.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.4%	41.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	53.1%	38.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	20.8%	48.3%	26.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.7%	32.2%	39.4%	16.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.6%	22.0%	36.1%	27.0%	8.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.3%	3.7%	16.1%	31.0%	30.3%	15.0%	3.4%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.8%	12.6%	26.8%	30.5%	19.3%	6.6%	1.1%
2024/11/7	0.1%	1.8%	9.1%	21.8%	29.2%	23.3%	11.2%	3.1%	0.4%
2024/12/18	1.4%	7.3%	18.6%	27.3%	24.8%	14.2%	5.1%	1.1%	0.1%

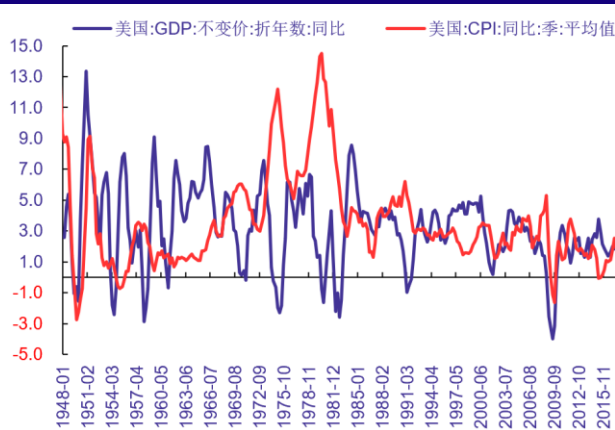
资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 12: 核心 CPI 增速预测 (%)



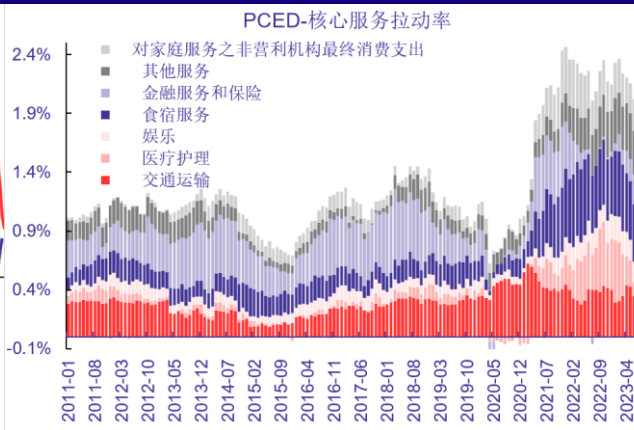
资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 13: 经济增长自身并不推动通胀大幅反弹 (%)



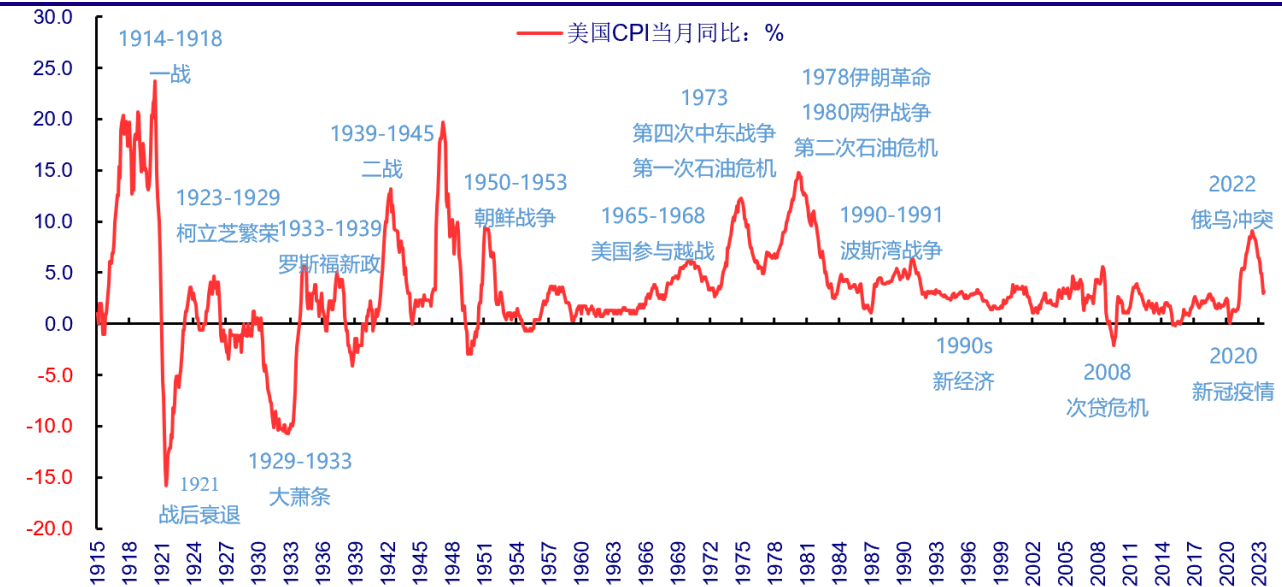
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: PCED 核心服务继续走平, 仍不能打消进一步加息悬念



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

图 15: 大幅的“二次通胀”一般伴随着战争和能源危机, 目前看这在 2024 年出现的概率并不高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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，本报告清晰准确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：银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn