

2023年09月14日

宏观研究团队

加息或从“更高”转向“更久”——美国8月CPI点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

 hening@kysec.cn
 证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

 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3.7%，略超预期；环比上升0.6%；核心CPI同比上升4.3%，环比上升0.3%。

● 总体通胀继续反弹，但核心通胀继续下行

1. 总体通胀同比继续反弹，且略超预期。美国8月CPI同比上升3.7%、环比上升0.6%，同比、环比较7月均有较大幅度提升，主因8月能源同比增速降幅有较大幅度收窄。核心CPI同比增速较7月下降，环比增速较7月份略有上升，显示当前通胀高基数、就业市场放缓传导至通胀等因素仍在发挥作用，但总体通胀反弹力度、核心通胀环比略超预期，或显示当前美国去通胀进程的不确定性有所增加。总的来看，美国去通胀进程尚未出现逆转，核心通胀水平还在继续下降，不过离美联储的通胀目标尚有距离。

2. 能源通胀有较大幅度回升，核心通胀继续放缓。具体而言，8月能源项同比下降3.6%，同比跌幅较7月份收窄8.9个百分点；食品方面，8月份食品项同比上升4.3%，较7月份下降0.6个百分点，连续12个月下降；核心CPI方面，8月核心CPI同比上升4.3%，环比上升0.3%。总的来看，8月核心CPI同比继续下降，但环比增速有所提升，其后续回落的斜率还有一定的不确定性。

3. 通胀水平或将持续反弹，核心通胀下行或并非坦途。8月的通胀数据显示美国通胀水平反弹力度在原油价格的影响下略超预期，核心通胀继续下行，但环比有所提速，显示当前美国去通胀进程波折仍存。从美联储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0.08、上升0.18个百分点，走势出现一定程度分化。往后看，我们认为随着高基数的继续消失，整体的通胀水平短期内或还会继续反弹。核心通胀方面，伴随着暑期的结束，以及劳动力市场的供需逐渐平衡，核心通胀下行的趋势或仍将继续。不过考虑到核心商品通胀降幅收窄，整体下行的速度或将面临不确定性，去通胀进程并非一帆风顺，需求端还需要进一步的降温。

● 美联储继续加息动力或不强，但保持高利率时长可能更久

我们结合美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 上的发言以及近期美联储理事 Waller 的发言来看，由于美国去通胀取得了较为明显的效果，美联储当前在继续加息问题上，或将保持谨慎行事，因此9月份暂停加息应该是个大概率事件。再往后，考虑到影响核心通胀水平下降斜率的因素较多，且油价上行可能带动民众通胀预期走高，11月份是否加息目前仍存在较大不确定性，美联储或倾向于保留政策主动权。

但相较于后续是否继续加息，**当前的关注点或更应该是，若通胀韧性显现，美联储保持高利率水平的时长可能会超出预期**，届时对美国经济以及各类资产表现会有比较大的影响。数据发布后，CME 利率期货显示9月不加息的概率为97%。

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

《社融拐点已现，结构仍趋改善——8月金融数据点评——宏观经济点评》-2023.9.11

《CPI同比由负转正——8月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.9.10

《价格仍是拖累出口增长的主要原因——8月进出口数据点评——宏观经济点评》-2023.9.8

目录

1、总体通胀继续反弹，但核心通胀继续下行.....	3
1.1、总体通胀同比继续反弹，且略超预期.....	3
1.2、能源通胀有较大幅度回升，核心通胀继续放缓.....	3
1.3、通胀水平或将持续反弹，核心通胀下行或并非坦途.....	5
2、美联储继续加息动力或不强，但加息时长可能更久.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国 8 月通胀水平继续反弹.....	3
图 2：8 月通胀环比增速较 7 月抬升.....	3
图 3：能源通胀近期有较大幅度回升.....	4
图 4：食品通胀继续下行.....	4
图 5：8 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反.....	4
图 6：美国汽油零售价格近期持续上升.....	5
图 7：粮食期货价格近期下降.....	5
图 8：美国二手车价格连续下行.....	6
图 9：美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10：8 月美国非房核心服务通胀同比下降、环比有一定幅度回升.....	6

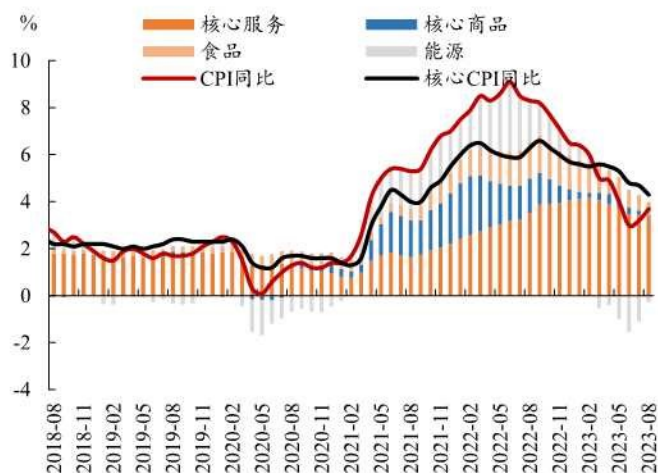
事件：美国公布 8 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.7%，略超市场预期；环比上升 0.6%；核心 CPI 同比上升 4.3%，环比上升 0.3%。

1、总体通胀继续反弹，但核心通胀继续下行

1.1、总体通胀同比继续反弹，且略超预期

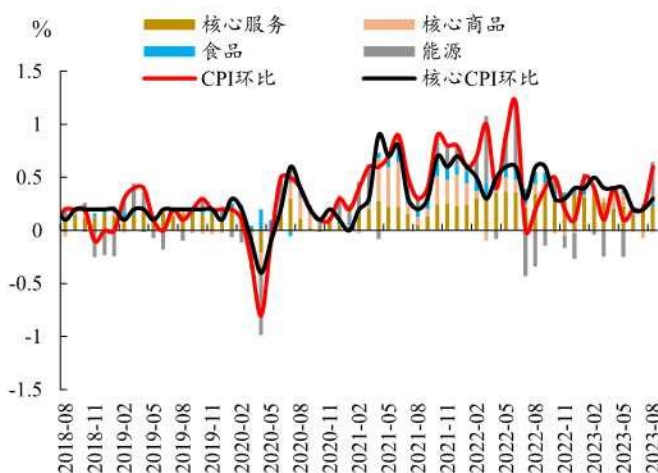
美国 8 月 CPI 同比上升 3.7%、环比上升 0.6%，同比较 7 月提升 0.5 个百分点、环比较 7 月亦有较大幅度提升，主因 8 月能源同比增速降幅有较大幅度收窄，在核心服务整体保持相对坚挺下，整体 CPI 继续反弹。核心 CPI 同比上涨 4.3%，较 7 月下降 0.4 个百分点；环比上升 0.3%，较 7 月份略有上升。8 月份 CPI 与核心 CPI 走势继续背离，显示当前通胀高基数、就业市场放缓传导至通胀等因素仍在发挥作用，但总体通胀反弹力度、核心通胀环比略超市场预期，或显示当前美国去通胀进程的不确定性有所增加。总的来看，美国去通胀进程尚未出现逆转，核心通胀水平还在继续下降，不过离美联储的通胀目标尚有距离。

图1：美国 8 月通胀水平继续反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：8 月通胀环比增速较 7 月抬升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

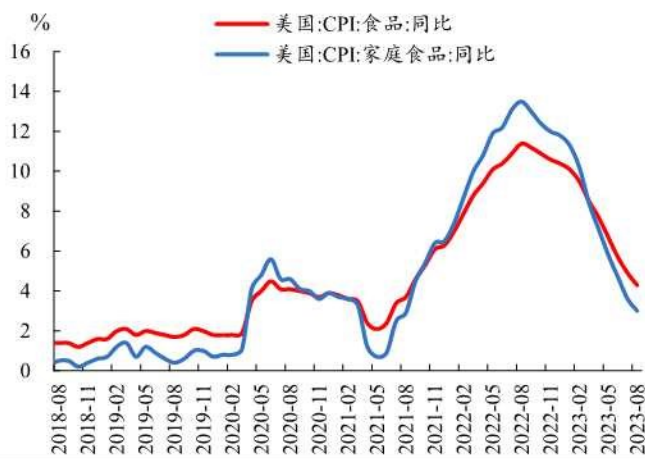
1.2、能源通胀有较大幅度回升，核心通胀继续放缓

(1) **能源方面**，8 月能源项同比下降 3.6%，同比跌幅较 7 月份收窄 8.9 个百分点；环比上升 5.6%，环比增速较 7 月份上升 5.5 个百分点。其中汽油项环比上升 10.6%，环比增速较 7 月份上升 10.4 个百分点；燃油项环比上升 9.1%，较 7 月份上涨 6.1 个百分点。8 月能源通胀同比跌幅有较大幅度收窄，我们认为主要是 2022 年 8 月高基数有较大幅度回落、国际油价近期有所上涨所致。事实上，8 月底美国汽油价格从 7 月底的 3.65 美元/加仑升至 3.68 美元/加仑，整体微涨。

(2) **食品方面**，8 月份食品项同比上升 4.3%，较 7 月份下降 0.6 个百分点，连续 12 个月下降；环比增长 0.2%，较 7 月持平。其中居家食品（Food at home）同比上升 3.0%，较 7 月份下降 0.6 个百分点。食品项的同比与环比增速出现背离，我们认为一方面是基数效应，另一方面则可能是 8 月部分粮食期货价格有一定幅度上升，并逐步传导至居民消费端。

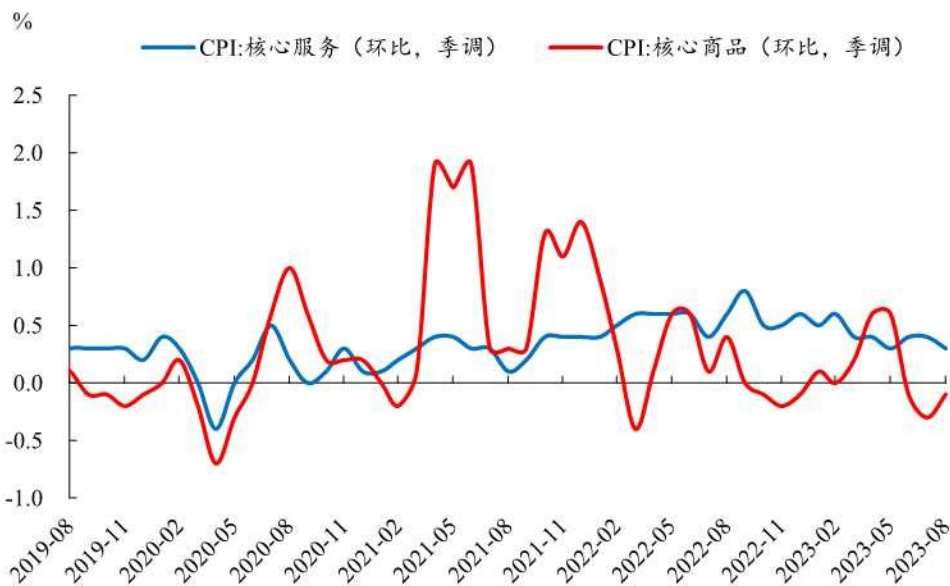
图3：能源通胀近期有较大幅度回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀继续下行


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 4.3%，环比上升 0.2%。同比与环比增速分别较 7 月下降 0.4 个百分点、上升 0.1 个百分点。**分项来看**，核心商品环比增速均较 7 月有所回升；其中二手车项环比下降 1.2%，降幅较 7 月份收窄 0.1 个百分点，与曼海姆二手车价格指数走势持续趋同；新车方面，环比上升 0.3%，环比增速较 7 月份上升 0.4 个百分点。核心服务环比上升 0.4%，较 7 月份持平。其中住房项同比上升 7.3%，较 7 月份下降 0.4 个百分点；环比上升 0.3%，较 7 月下降 0.1 个百分点，房租通胀依旧处于下行通道中，且有所加速。交通运输服务环比上升 2.0%，较 7 月份上升 1.7 个百分点。**总的来看，8 月核心 CPI 同比继续下降，但环比增速有所提升，其后续回落的斜率还有一定的不确定性。**

图5：8 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势相反


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、通胀水平或将持续反弹，核心通胀下行或并非坦途

(1) **能源与粮食项短期内将会对通胀起到支撑作用。**能源方面，截至 9 月 11 日，美国汽油价格为 3.69 美元/加仑，较 8 月底汽油价格几乎持平。从近期原油价格表现来看，俄罗斯与 OPEC+ 达成一致，同意进一步削减石油出口，或将对原油价格形成一定程度的支撑，原油价格短期内易涨难跌。食品方面，黑海运粮协议尚在谈判中，且考虑到俄罗斯和乌克兰的高收成预期，粮食价格后续可能有下跌预期。总的来看，由于高基数的继续消失，叠加原油等价格的可能上行，短期内能源与食品项对整体通胀或将起到较强的支撑作用。

图6：美国汽油零售价格近期持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

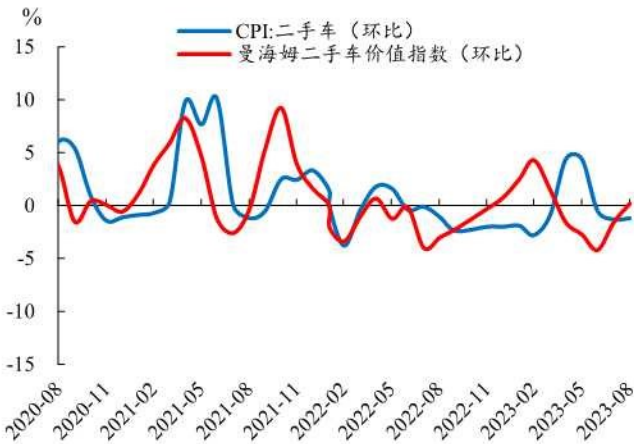
图7：粮食期货价格近期下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心通胀或将持续下行，但速度或将放缓。**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 0.2%，二手车通胀后续有可能面临降幅收窄甚至回升的可能性；新车方面，全球供应链压力环比较 7 月持平，且仍处于较低区间，新车价格或亦难有较多起色；核心服务方面，住房通胀仍是 8 月核心服务通胀的关键所在，并贡献了 8 月通胀的较大部分。从 Zillow 房租指数同比增速来看，当前房租通胀再度下行，后续还将持续趋势性回落，整体幅度或将有所加速。从当前的情况来看，核心通胀在劳动力市场出现较大缓和的背景下，后续反弹的可能性较低，不确定则在于回落的速度。

(3) **总的来看，8 月的通胀数据显示美国通胀水平反弹力度在原油价格的影响下略超预期，核心通胀继续下行，但环比有所提速，显示当前美国去通胀进程波折仍存。**从美联储鲍威尔关注的**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 0.08、上升 0.18 个百分点，走势出现一定程度分化。往后看，我们认为随着高基数的继续消失，整体的通胀水平短期内或还会继续反弹。核心通胀方面，伴随着暑期的结束，以及劳动力市场的供需逐渐平衡，核心通胀下行的趋势或仍将继续。不过考虑到核心商品通胀降幅收窄，整体下行的速度或将面临不确定性，去通胀进程并非一帆风顺，需求端还需要进一步的降温。

图8：美国二手车价格连续下行


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行


数据来源：Bloomberg、Zillow、开源证券研究所

图10：8月美国非房核心服务通胀同比下降、环比有一定幅度回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储继续加息动力或不强，但保持高利率时长可能更久

我们认为，从当前的通胀数据以及就业市场的形势来看，后续核心通胀出现反弹的概率相对较低，在数据依赖的决策模式下，美联储大概率已经逼近加息终点。但不容忽视的是，通胀的下行并非坦途，美联储维持高利率的时长或超出预期。

一则从就业市场来看，美国劳动力市场正在变的更加均衡，劳动参与率上升、劳动时长低于疫情前、工资增速正在放缓，就业市场持续降温的态势并没有逆转，其对整体通胀，特别是核心通胀的支撑力度将会减弱，在此情况下，美联储继续提升加息终端利率水平的概率在降低；

二则如我们上述分析，8月通胀数据喜忧参半，一方面是整体核心通胀的继续下行，这是美联储乐于见到的情况；但另一方面下行过程中各种阻碍因素相继出现，对下行的斜率构成影响，这将对美联储的决策将会造成困扰，考虑到其中可能存在某些非经济因素的影响，通胀可预测性或也将下降；

总的看，我们结合美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 上的发言以及近期美联储理事 Waller 的发言¹来看，由于美国去通胀取得了较为明显的效果，美联储当前在继续加息问题上，或将保持谨慎行事，因此 9 月份暂停加息应该是个大概率事件。再往后，考虑到影响核心通胀水平下降斜率的因素较多，且油价上行可能带动民众通胀预期走高，11 月份是否加息目前仍存在较大不确定性，美联储或倾向于保留政策主动权。但相较于后续是否继续加息，当前的关注点或更应该是，若通胀韧性显现，美联储保持高利率水平的时长可能会超出预期，届时对美国经济以及各类资产表现会有比较大的影响。数据发布后，CME 利率期货显示 9 月不加息的概率为 97%。

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。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3697223?keyword=%E7%90%86%E4%BA%8B>

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的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10层

邮编：200120

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

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

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