



## 宏观点评

# 通胀黏性仍强，年内难下3%

## 2023年8月美国CPI数据点评

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

张佳炜

资格编号: S0120523070005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

### 联系人

韦祎

资格编号: S0120123040019

邮箱: weiyi@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

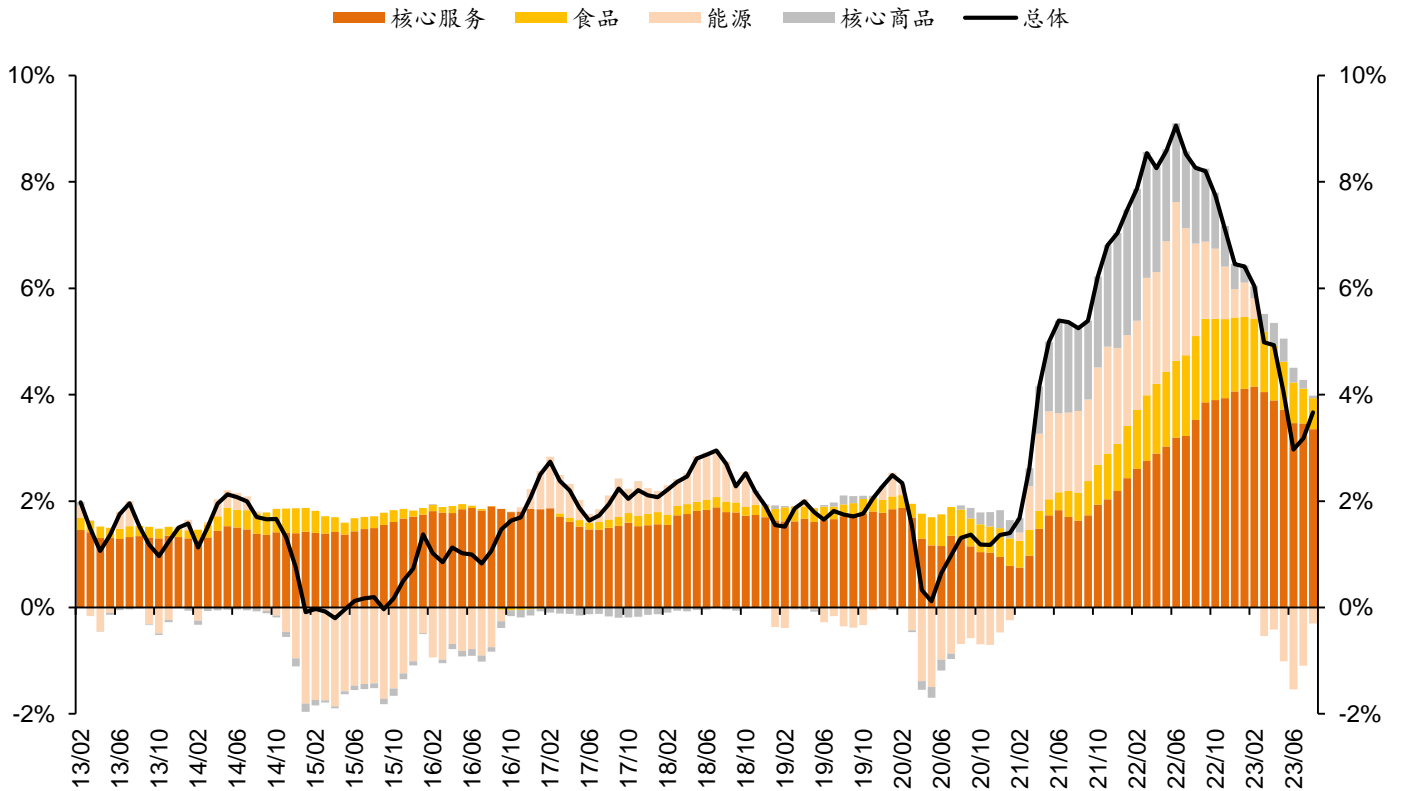
- 核心观点:** 油价上涨和低基数推升8月CPI同比反弹，核心通胀同比延续下行，但非居住核心服务通胀再度反弹，或强化通胀黏性。8月通胀数据的启示在于：短期看，能源、供应链冲击（如美国汽车制造业工人罢工）、季节性高波动项目（如酒店和机票）均会给通胀回落带来尾部风险以及Q4的增量紧缩风险；中长期看，非居住核心服务通胀的黏性意味着实现2%通胀目标仍道阻且长，进一步延后降息预期。数据发布后，环比的超预期抬升让市场短线交易增量的紧缩预期，黄金一度跌至1905美元/盎司，2年美债收益率升至5.07%，随后回落维持震荡走势。
- 通胀数据:** CPI同比再度反弹，核心通胀同比延续下行，核心环比超预期。8月CPI同比+3.7%，预期+3.6%，前值+3.2%；环比+0.6%，持平预期，前值+0.2%。核心同比+4.3%，持平预期，前值+4.7%；环比+0.3%，预期+0.2%，前值+0.2%。受油价上涨提振，CPI环比升至+0.6%，叠加低基数效应，CPI同比回升至+3.7%。CPI同比反弹虽超预期，但仍落在多数分析师预期区间内。
- 数据结构:** 油价上涨推升总体通胀，核心通胀环比亦有反弹：二手车降幅环比收窄，多数核心商品环比抬升；交通运输环比大涨，是核心通胀环比的主要贡献。8月能源通胀同比跌幅大幅收窄（-3.62%，前值-12.47%），环比大增（+5.58%，前值+0.11%），主要受沙特超预期延长减产时间、美国EIA库存持续过低影响。核心通胀同比+4.3%，延续下行且持平预期，而核心环比+0.3%，超预期反弹，显示核心同比的回落更多来自基数效应。从分项结构看，**①核心商品:** 同比+0.23%，环比-0.1%，环比跌幅收窄。其中，二手车环比-1.23%，前值-1.34%，二手车环比跌幅的收窄对核心商品的拖累减弱，且先行指标Manheim二手车价格在近期出现抬升。**②居住通胀:** 同比+7.27%，前值+7.69%，环比+0.29%，前值+0.44%。居住通胀延续回落，其中自住房折算环比+0.38%，前值+0.49%，环比拉动率+0.1%。高波动的酒店住宿分项环比再度大跌（-2.97%，前值-0.34%），拖累居住服务分项回落。从居住通胀的走势来看，根据其滞后房价17个月的特点，至2024年中或跌至3%附近，作为CPI最大的分项（占比32%），其回落对后期通胀的回落有较大助力。**③非居住核心服务:** 同比+4.08%，前值+4.03%，环比+0.53%，前值+0.22%。交通运输分项大涨（环比+1.96%，前值+0.34%）是核心环比反弹的主要贡献项。其中，部分受油价上涨影响，机票环比大涨（+4.89%，前值-8.09%），其他如租车、车辆维修、车险分项环比均有抬升。彭博估算的超级核心通胀（核心服务减去租金与自住房折算）环比+0.37%，较前值+0.19%延续抬升。尽管本月受波动性较高的机票等分项影响，核心服务通胀的黏性仍是实现通胀目标的最后一环。
- 策略启示:** 按照不同环比情景假设推演可得：①即使在0%环比假设下，美国CPI同比增速也要到2024年才能回到3%以下；②如果高油价延续，+0.4%的环比中枢意味着美国通胀将在年底上破5%；③在更基准偏乐观的+0.2%环比假设下，下半年CPI同比增速区间为[3.5%, 4.5%]。当前市场已基本定价9月不再加息，但短期看，近期大宗商品价格回升、美国汽车制造业工人罢工等均可能给通胀带来上行风险，或再度推升11月再次加息的概率。中长期看，来自能源、补库、供应链以及需求韧性下的通胀二次抬升的尾部风险则意味着降息仍有距离，预计美联储难以在2024H2之前开启降息。
- 风险提示:** 美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控；美联储紧缩周期维持时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

表 1: 美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	同比拉动率	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09
100.00	所有项目	3.67%	3.67%	3.18%	2.97%	4.05%	4.93%	4.98%	6.04%	6.41%	6.45%	7.11%	7.75%	8.20%
13.64	食品	0.58%	4.25%	4.86%	5.74%	6.69%	7.65%	8.50%	9.49%	10.13%	10.41%	10.63%	10.95%	11.24%
8.48	食品商品	0.25%	2.95%	3.58%	4.66%	5.80%	7.15%	8.37%	10.17%	11.35%	11.79%	11.98%	12.40%	12.97%
5.16	食品服务	0.34%	6.54%	7.10%	7.66%	8.27%	8.55%	8.78%	8.41%	8.20%	8.25%	8.49%	8.59%	8.48%
8.24	能源	-0.30%	-3.62%	-12.47%	-16.74%	-11.66%	-5.06%	-6.42%	5.19%	8.70%	7.31%	13.07%	17.63%	19.79%
4.57	能源商品	-0.19%	-4.20%	-20.29%	-26.81%	-20.44%	-12.61%	-17.03%	-1.35%	2.75%	0.42%	12.24%	19.28%	19.67%
4.34	机动车汽油	-0.16%	-3.73%	-20.21%	-26.68%	-19.96%	-12.45%	-17.33%	-1.71%	1.94%	-0.87%	10.78%	18.05%	18.76%
3.68	能源服务	-0.10%	-2.66%	-1.13%	-0.95%	1.64%	5.95%	9.18%	13.33%	15.64%	15.61%	14.19%	15.63%	19.77%
2.69	电力服务	0.06%	2.10%	3.02%	5.36%	5.93%	8.42%	10.17%	12.87%	11.90%	14.29%	13.74%	14.13%	15.51%
0.99	天然气服务	-0.16%	-16.49%	-13.68%	-18.57%	-11.00%	-2.10%	5.54%	14.34%	26.75%	19.31%	15.45%	19.99%	33.10%
78.12	核心项目	3.40%	4.35%	4.65%	4.83%	5.33%	5.52%	5.59%	5.54%	5.58%	5.71%	5.96%	6.28%	6.63%
21.29	核心商品	0.05%	0.23%	0.76%	1.31%	2.03%	2.01%	1.53%	1.03%	1.44%	2.15%	3.68%	5.08%	6.63%
3.95	家居陈设&用品	0.07%	1.68%	2.24%	3.24%	4.08%	4.77%	5.79%	6.33%	6.37%	7.28%	8.28%	8.81%	9.90%
2.43	服装	0.08%	3.09%	3.18%	3.07%	3.47%	3.65%	3.25%	3.26%	3.06%	2.91%	3.55%	4.09%	5.46%
8.57	交通运输商品	-0.16%	-1.92%	-1.27%	-0.75%	0.12%	-0.30%	-1.82%	-3.18%	-2.26%	-0.95%	2.37%	5.48%	8.40%
4.05	新车	0.12%	2.92%	3.50%	4.07%	4.66%	5.42%	6.12%	5.83%	5.78%	5.89%	7.20%	8.39%	9.40%
4.01	二手车	-0.27%	-6.64%	-5.64%	-5.15%	-4.22%	-6.56%	-11.15%	-13.58%	-11.62%	-8.83%	-3.34%	2.03%	7.18%
1.48	医保商品	0.07%	4.45%	4.13%	4.21%	4.42%	4.01%	3.59%	3.19%	3.39%	3.21%	3.13%	3.06%	3.67%
1.88	休闲商品	0.00%	-0.08%	1.02%	1.96%	2.73%	2.90%	3.16%	2.85%	3.27%	4.11%	3.63%	4.31%	4.05%
0.76	教育&通讯商品	-0.06%	-8.12%	-7.84%	-7.10%	-6.88%	-8.29%	-10.17%	-10.47%	-10.26%	-10.08%	-9.68%	-9.08%	-8.32%
0.87	酒饮	0.03%	3.71%	4.10%	4.42%	4.77%	4.64%	4.53%	4.92%	5.82%	5.78%	5.54%	5.01%	4.09%
1.35	其他商品	0.07%	5.01%	6.09%	6.13%	6.58%	6.80%	6.91%	6.96%	7.15%	7.17%	7.51%	7.21%	7.90%
56.83	核心服务	3.35%	5.90%	6.12%	6.15%	6.57%	6.84%	7.13%	7.26%	7.16%	7.05%	6.82%	6.74%	6.65%
32.47	居住	2.86%	7.27%	7.69%	7.83%	8.04%	8.11%	8.18%	8.10%	7.88%	7.51%	7.12%	6.92%	6.59%
7.30	租金	0.57%	7.76%	8.03%	8.33%	8.66%	8.80%	8.81%	8.76%	8.56%	8.35%	7.91%	7.52%	7.21%
0.97	酒店住宿	0.03%	2.98%	6.04%	4.54%	3.41%	3.31%	7.26%	6.73%	7.69%	3.18%	3.24%	5.86%	2.91%
23.84	住房折算	1.75%	7.32%	7.66%	7.81%	8.05%	8.12%	8.04%	8.01%	7.76%	7.53%	7.13%	6.89%	6.68%
1.08	供水&垃圾处理	0.06%	5.82%	5.83%	5.71%	5.71%	5.41%	5.39%	5.25%	4.97%	4.94%	5.01%	4.77%	4.93%
6.86	医保服务	-0.15%	-2.14%	-1.53%	-0.76%	-0.08%	0.41%	1.03%	2.15%	2.99%	4.12%	4.38%	5.45%	6.51%
3.45	专业医疗服务	0.06%	1.86%	1.93%	1.67%	1.99%	2.15%	2.17%	2.41%	2.67%	2.96%	3.07%	3.31%	3.28%
2.51	医院	0.09%	3.49%	3.40%	4.17%	3.94%	3.33%	3.22%	4.00%	3.99%	4.57%	3.16%	3.39%	3.94%
5.86	运输服务	0.61%	10.35%	9.03%	8.23%	10.18%	11.03%	13.88%	14.64%	14.63%	14.58%	14.19%	15.19%	14.60%
3.11	休闲服务	0.19%	6.10%	6.21%	5.92%	5.76%	6.39%	5.94%	6.34%	5.75%	5.71%	5.38%	3.94%	4.06%
5.27	教育&通讯服务	0.14%	2.57%	2.72%	2.38%	2.79%	3.13%	3.25%	2.86%	2.77%	2.41%	2.24%	1.32%	1.36%
1.35	其他服务	0.09%	6.38%	5.95%	6.46%	6.67%	6.30%	5.25%	5.21%	5.34%	5.55%	6.49%	5.76%	5.93%

资料来源: 美联储, 彭博, CEIC, 德邦研究所

图 1: 美国 CPI 同比增速与四大分项同比拉动率



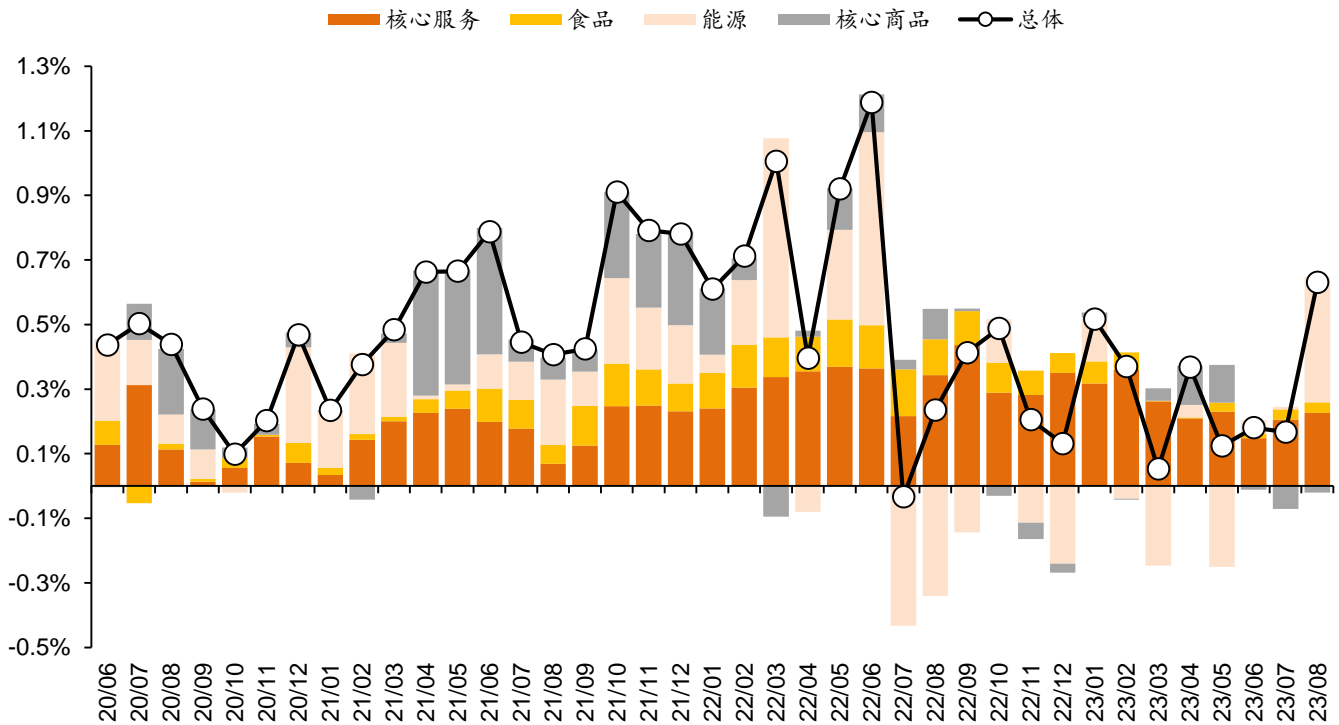
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

表 2: 美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

权重	项目	环比拉动率	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09
100.00	所有项目	0.63%	0.63%	0.17%	0.18%	0.12%	0.37%	0.05%	0.37%	0.52%	0.13%	0.21%	0.49%	0.41%
13.42	食品	0.03%	0.24%	0.24%	0.11%	0.20%	0.02%	0.01%	0.39%	0.51%	0.45%	0.55%	0.68%	0.78%
8.60	食品商品	0.02%	0.19%	0.27%	-0.05%	0.05%	-0.17%	-0.31%	0.25%	0.42%	0.49%	0.58%	0.52%	0.67%
4.82	食品服务	0.02%	0.34%	0.17%	0.38%	0.47%	0.37%	0.60%	0.63%	0.62%	0.38%	0.51%	0.94%	0.94%
6.96	能源	0.39%	5.58%	0.11%	0.60%	-3.59%	0.56%	-3.52%	-0.56%	1.97%	-3.06%	-1.41%	1.68%	-1.74%
3.68	能源商品	0.39%	10.54%	0.34%	0.83%	-5.55%	2.66%	-4.62%	0.52%	1.91%	-7.16%	-2.09%	3.69%	-4.08%
3.51	机动车汽油	0.37%	10.66%	0.16%	0.95%	-5.57%	2.80%	-4.74%	0.91%	2.28%	-6.89%	-2.24%	3.33%	-4.16%
3.28	能源服务	0.01%	0.22%	-0.13%	0.36%	-1.39%	-1.68%	-2.31%	-1.71%	2.12%	1.91%	-0.57%	-0.68%	1.18%
2.56	电力服务	0.01%	0.25%	-0.72%	0.94%	-1.05%	-0.69%	-0.73%	0.54%	0.49%	1.34%	0.48%	0.47%	0.78%
0.72	天然气服务	0.00%	0.12%	1.95%	-1.66%	-2.56%	-4.90%	-7.13%	-7.99%	6.75%	3.53%	-3.41%	-3.71%	2.22%
79.62	核心项目	0.22%	0.28%	0.16%	0.16%	0.44%	0.41%	0.38%	0.45%	0.41%	0.40%	0.31%	0.33%	0.57%
21.21	核心商品	-0.02%	-0.10%	-0.33%	-0.05%	0.55%	0.57%	0.18%	-0.01%	0.07%	-0.13%	-0.24%	-0.14%	0.03%
4.31	家居陈设&用品	0.01%	0.32%	-0.35%	-0.27%	-0.41%	-0.40%	0.37%	0.76%	0.51%	0.25%	0.36%	0.04%	0.48%
2.50	服装	0.01%	0.20%	-0.03%	0.31%	0.29%	0.27%	0.26%	0.81%	0.83%	0.21%	0.10%	-0.25%	0.04%
7.76	交通运输商品	-0.05%	-0.70%	-1.25%	-0.07%	-0.20%	-0.18%	-0.50%	-0.77%	-0.09%	-0.92%	-1.69%	-1.53%	-0.53%
4.26	新车	0.01%	0.27%	-0.08%	-0.03%	-0.12%	-0.22%	0.38%	0.18%	0.23%	0.58%	0.47%	0.56%	0.67%
2.77	二手车	-0.03%	-1.23%	-1.34%	-0.45%	4.42%	4.45%	-0.88%	-2.77%	-1.94%	-1.99%	-1.99%	-1.71%	-1.10%
1.46	医保商品	0.01%	0.56%	0.51%	0.19%	0.65%	0.46%	0.59%	0.15%	1.06%	0.11%	0.19%	-0.02%	-0.09%
2.23	休闲商品	-0.01%	-0.44%	-0.78%	-0.36%	-0.05%	0.29%	0.24%	0.44%	0.12%	0.09%	-0.34%	0.78%	-0.05%
0.88	教育&通讯商品	0.00%	-0.29%	-0.54%	-0.17%	1.49%	1.45%	-0.04%	-0.90%	-0.71%	-0.62%	-0.66%	-0.50%	-0.16%
0.83	酒饮	0.00%	-0.01%	0.12%	0.01%	0.51%	0.47%	0.14%	-0.28%	0.41%	0.65%	0.64%	0.69%	0.31%
1.25	其他商品	0.00%	0.12%	0.30%	0.08%	0.59%	0.24%	0.53%	0.74%	0.77%	-0.07%	0.62%	0.58%	0.39%
58.42	核心服务	0.23%	0.39%	0.35%	0.25%	0.40%	0.36%	0.45%	0.62%	0.55%	0.61%	0.49%	0.51%	0.77%
34.81	居住	0.10%	0.29%	0.44%	0.37%	0.56%	0.42%	0.56%	0.76%	0.74%	0.79%	0.64%	0.72%	0.74%
7.59	租金	0.04%	0.48%	0.42%	0.46%	0.49%	0.56%	0.49%	0.76%	0.74%	0.79%	0.77%	0.72%	0.81%
1.24	酒店住宿	-0.04%	-2.97%	-0.34%	-2.01%	1.80%	-2.96%	2.70%	2.26%	1.20%	1.10%	-0.52%	3.49%	-0.51%
25.62	住房折算	0.10%	0.38%	0.49%	0.45%	0.52%	0.54%	0.48%	0.70%	0.67%	0.79%	0.65%	0.62%	0.79%
1.07	供水&垃圾处理	0.01%	0.48%	0.46%	0.40%	0.58%	0.33%	0.27%	0.79%	0.85%	0.25%	0.31%	0.17%	0.79%
6.35	医保服务	0.00%	0.06%	-0.40%	-0.02%	-0.05%	-0.14%	-0.50%	-0.70%	-0.68%	0.30%	-0.49%	-0.38%	0.83%
3.53	专业医疗服务	0.02%	0.57%	0.27%	0.26%	-0.03%	0.11%	0.04%	-0.32%	-0.09%	0.08%	0.10%	0.17%	0.68%
2.25	医院	0.02%	0.77%	-0.16%	0.35%	0.76%	0.43%	-0.24%	0.11%	0.69%	1.15%	-0.50%	0.04%	0.06%
5.92	运输服务	0.12%	1.96%	0.34%	0.13%	0.84%	-0.18%	1.38%	1.14%	0.85%	0.63%	0.33%	0.60%	1.91%
3.13	休闲服务	0.00%	-0.07%	0.77%	0.46%	-0.09%	0.74%	0.01%	1.19%	0.73%	0.29%	0.94%	0.78%	0.19%
4.80	教育&通讯服务	0.00%	0.08%	0.29%	-0.27%	-0.15%	0.07%	0.29%	0.21%	0.45%	0.26%	0.98%	0.17%	0.17%
1.45	其他服务	0.01%	0.91%	-0.53%	0.14%	0.69%	2.38%	0.69%	1.37%	0.77%	-0.43%	0.44%	0.47%	0.26%

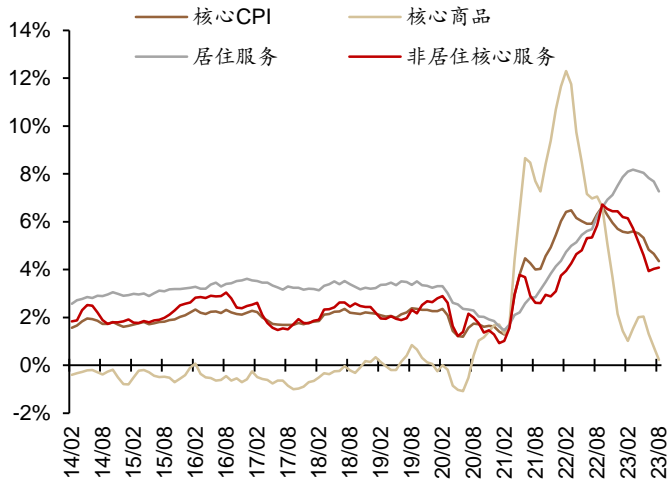
资料来源: 美联储, 彭博, CEIC, 德邦研究所

图 2: 美国 CPI 环比增速与四大分项环比拉动率



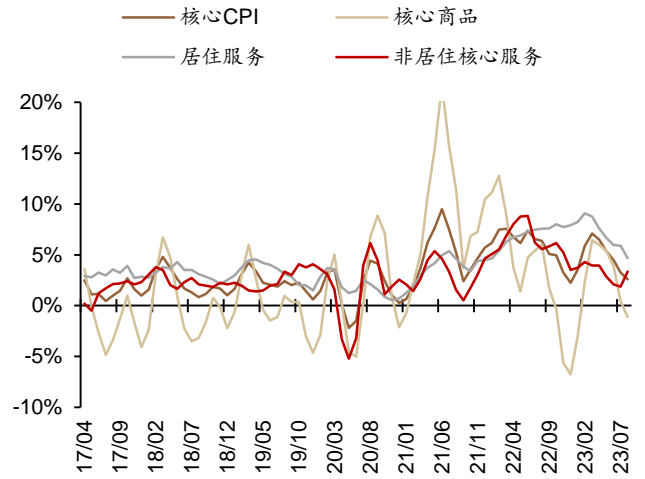
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

图 3: CPI 及主要分项同比增速



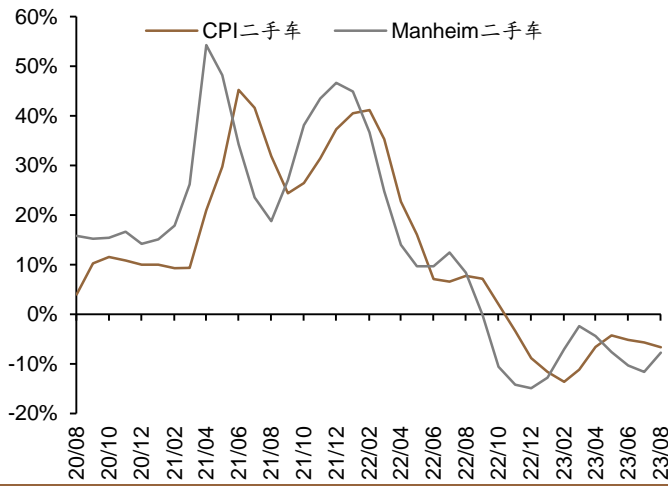
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

图 4: CPI 及主要分项 3 个月均环比年率



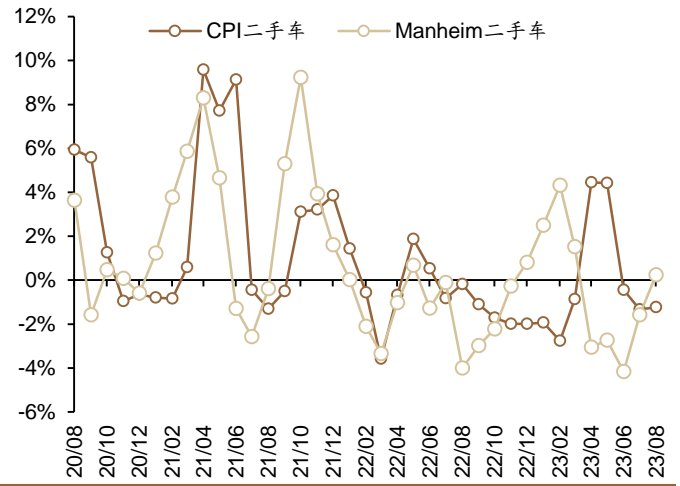
资料来源: 美联储, 彭博, 德邦研究所

图 5: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数累积涨幅



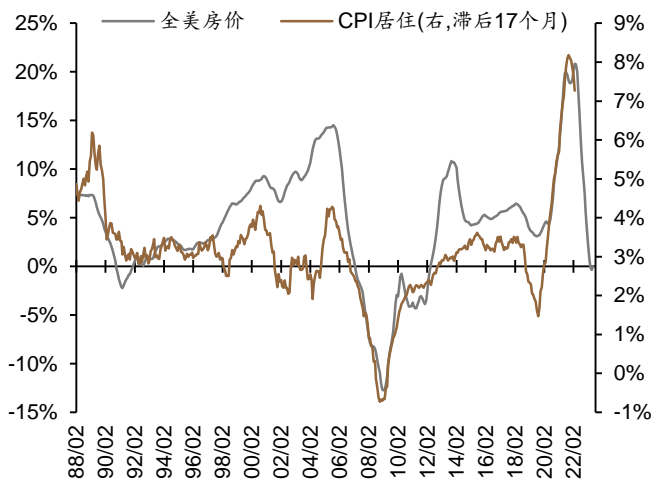
资料来源: 美联储, CEIC, 德邦研究所

图 6: Manheim 二手车指数与 CPI 二手车指数环比增速



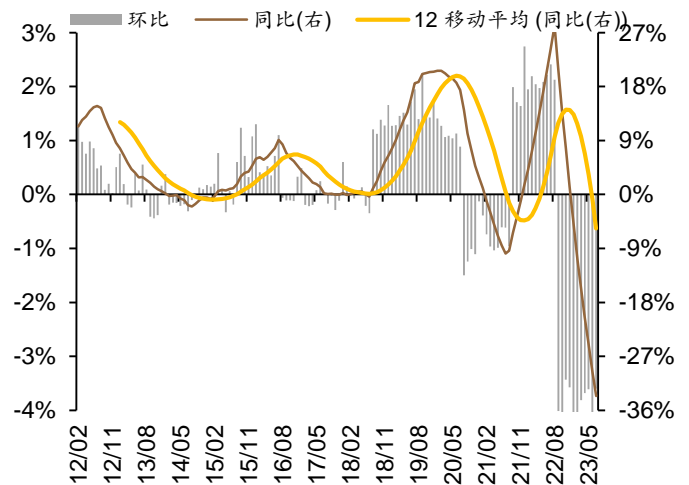
资料来源: 美联储, CEIC, 德邦研究所

图 7: 美国 CPI 居住分项 vs 全美房价同比增速



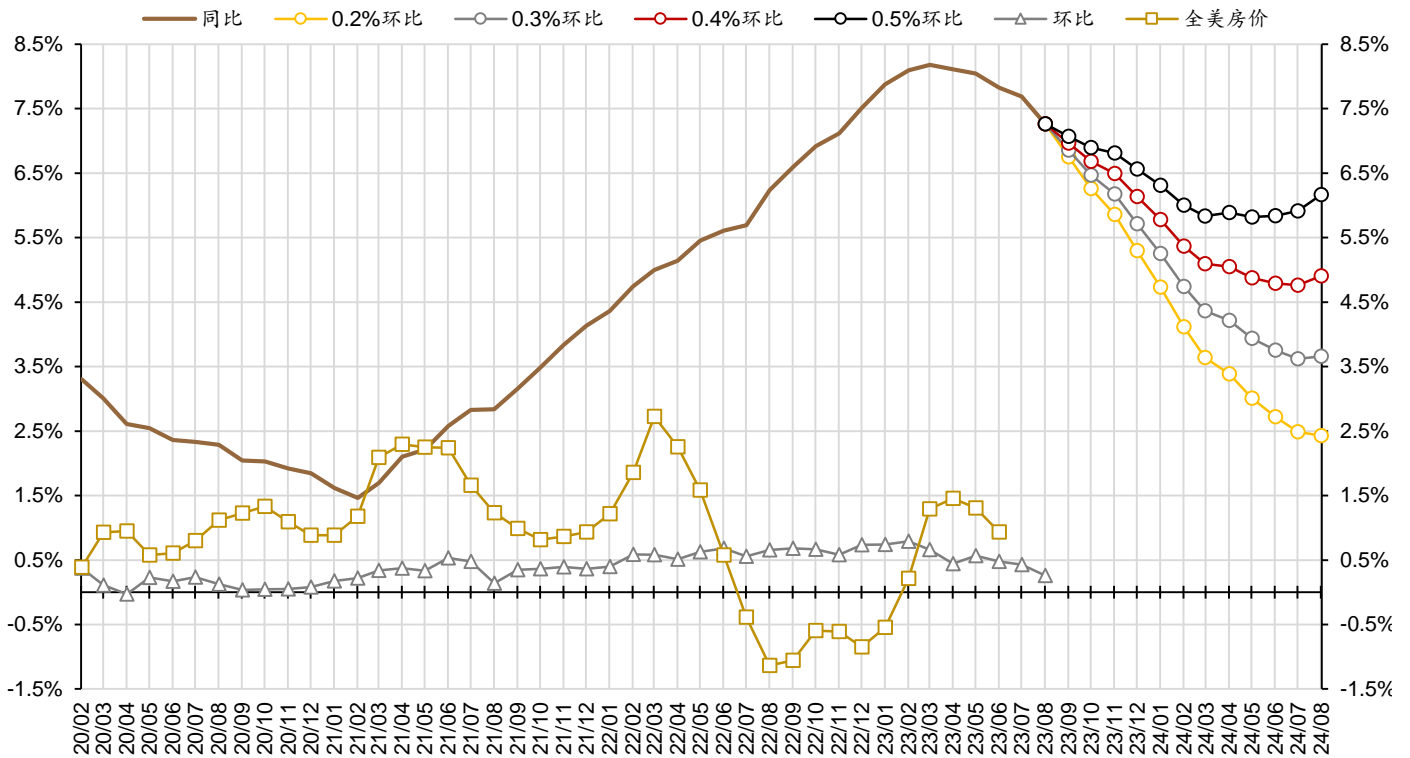
资料来源: 美联储, 德邦研究所

图 8: CPI 健康保险分项同比&环比增速



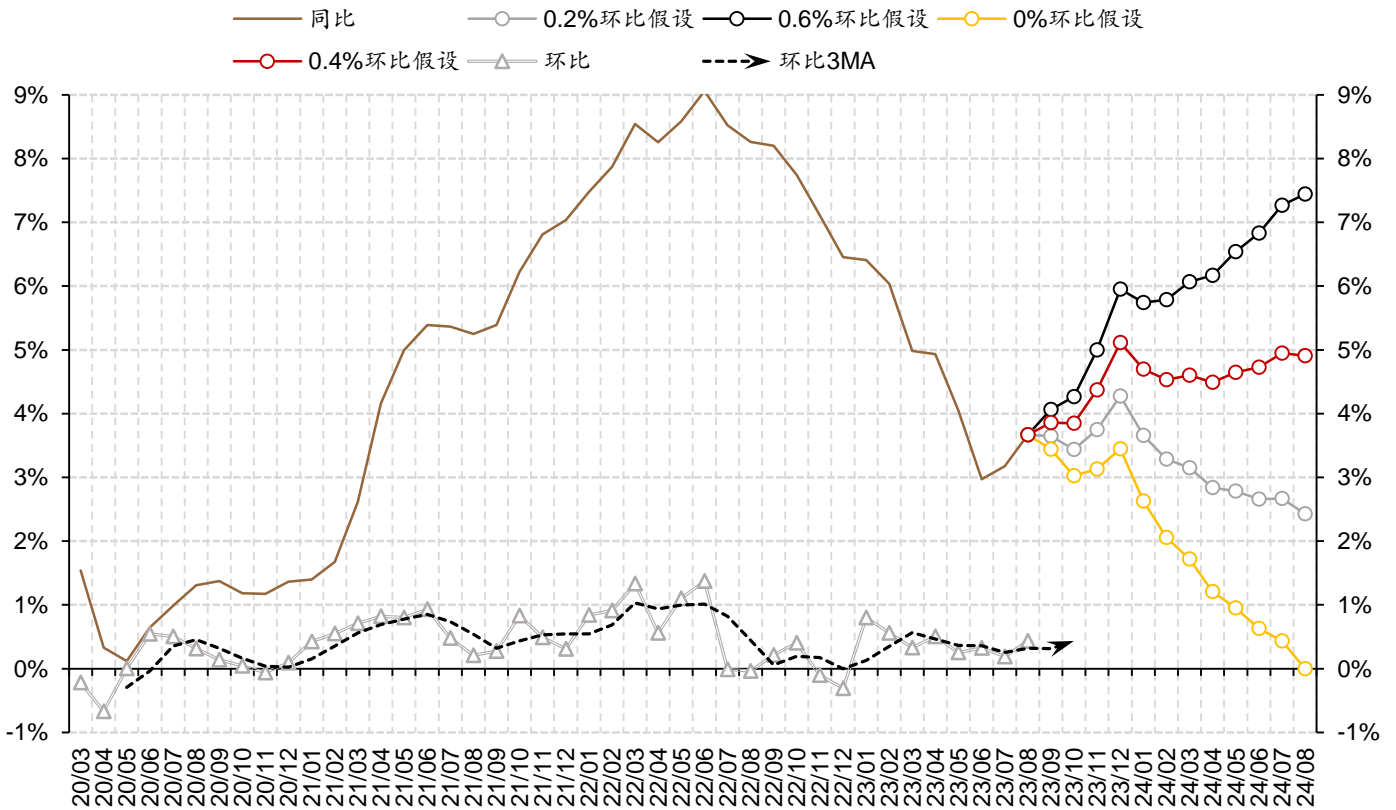
资料来源: 美联储, CEIC, 德邦研究所

图 9：不同环比增长中枢下美国 CPI 居住分项同比增速路径预测



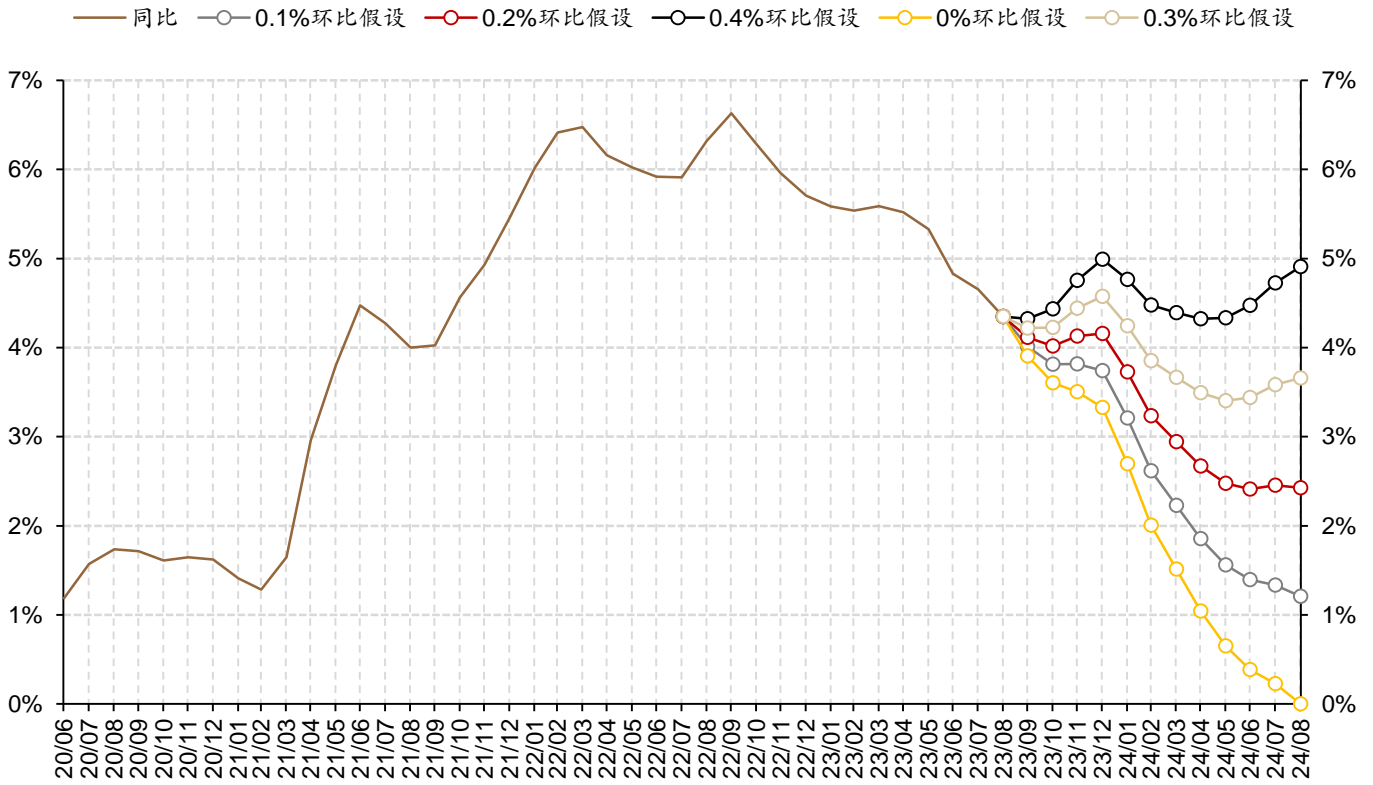
资料来源：美联储，彭博，德邦研究所

图 10：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



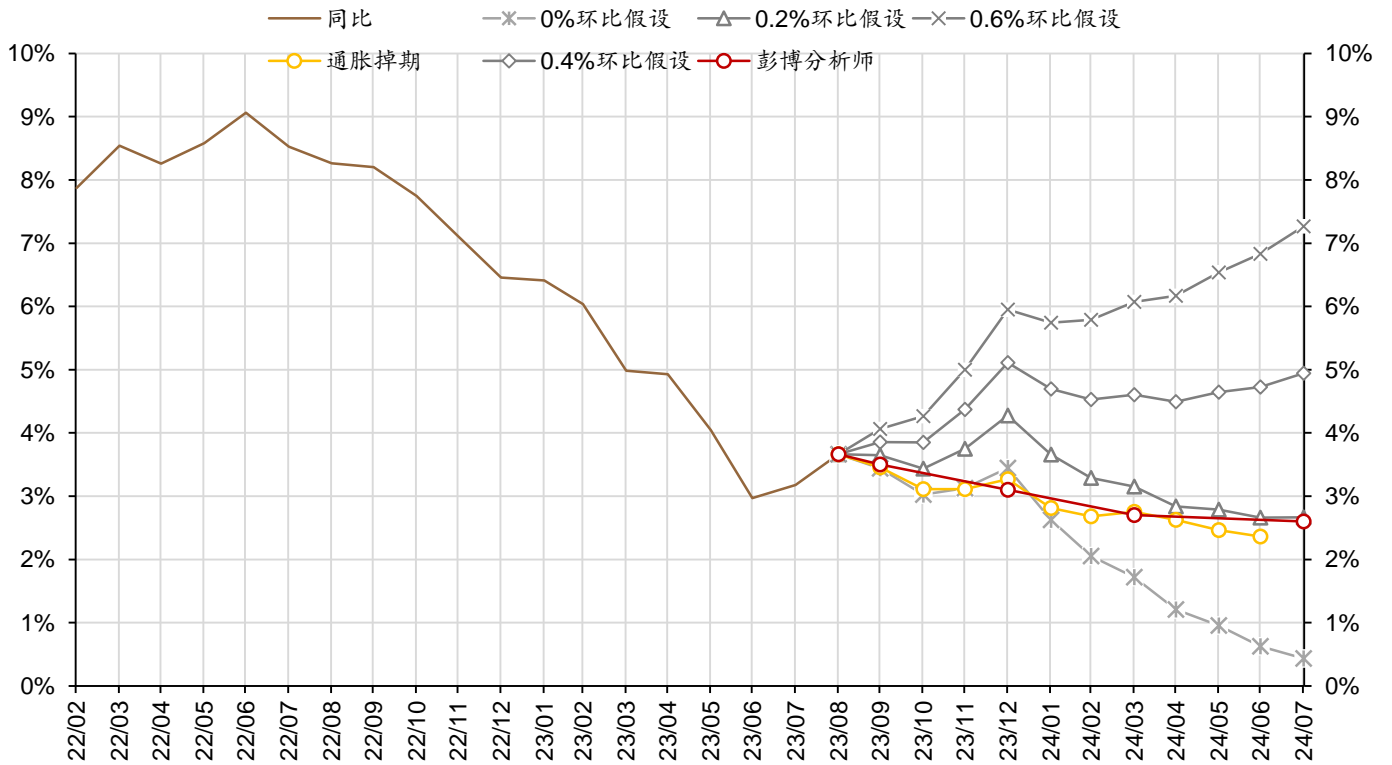
资料来源：美联储，德邦研究所

图 11：不同环比增长中枢假设下美国核心 CPI 同比增速



资料来源：美联储，德邦研究所

图 12：不同环比增长中枢假设下及市场预期美国 CPI 同比增速



资料来源：美联储，彭博，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

张佳炜，德邦证券宏观海外组组长。伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

韦祎，德邦证券宏观研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。