

美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023 年 9 月 14 日

美国核心通胀同比 8 月继续下降，然而环比有所反弹。从环比来看，核心通胀加快 0.12 个百分点到 0.28%，[符合我们之前核心通胀可能会反弹的判断](#)，但比起 6 月前动辄 0.4%-0.5% 的增速还是较缓。整体 CPI 环比增速急升至 0.63% (7 月: 0.17%)，主要是因为能源价格大涨，贡献高达 0.4 个百分点。按同比看，美国整体 CPI 继续上升 0.5 个百分点到 3.7%，核心 CPI 再下跌 0.4 个百分点到 4.3% (图表 2)。

除住房外核心服务价格坚挺，仍是妨碍核心通胀继续下行的最大阻力，而核心商品和住房价格在中期的上行风险也需警惕。从环比数据细分来看 (图表 1)：

- **核心商品 CPI 跌幅收窄 (8 月: -0.10%，7 月: -0.33%)**。即便如此，[我们认为还需警惕回升的商品需求对商品价格带来的新的压力](#) (图表 3)。
- **住房价格环比略跌至 0.29% (7 月: 0.44%)**。这主要得益于外宿 (酒店) 价格的下降。关键的业主等价租金仍较为坚挺，并未随去年的房价下跌周期下降多少 (图表 4)。[中期来看，住房类 CPI 可能随今年年初房价上涨而开始上升](#)。住房类 CPI 通常滞后反应房价变化 9 个月至 1 年。
- **除住房外核心服务价格环比明显加快 (8 月: 0.53%，7 月: 0.22%)**。机票价格的上涨是最主要推动力——如我们[所预期](#)，机票价格因为燃油价格上升而大举反弹 (8 月: +4.9%，7 月: -8.1%)。[随着油价的继续攀升，机票价格可能会继续上行](#)。此外，近期的一系列罢工涨薪事件也对 8 月服务业价格产生了负面的影响。[短期内，还需警惕汽车工会的工资谈判甚至罢工对通胀和经济的负面影响，旧合同将于今天 \(9 月 14 日\) 到期。](#)

与此同时，劳动力市场虽然持续出现放松信号，但是仍不足以压低相关价格。失业率在 8 月突然上行 0.3 个百分点到 3.8%，距离美联储 6 月年底 4.1% 的预测距离趋近 (图表 6)。无论是环比还是同比的平均时薪均有所下降 (图表 7)。8 月裁员人数也有所反弹 (图表 8)。此外，8 月底公布的 7 月 JOLT 职位空缺和失业人数比例也呈现持续下降之势 (图表 9)。



扫码关注浦银国际研究

然而，这些变化或并不足以说服美联储劳动力市场已发生根本改变并放松。一方面，失业率突然上升可能是因为毕业季节，一大波毕业生突然被加入失业人群。时薪增速虽然有所放缓，但同比4%以上依然不足以拉低服务CPI通胀率。另一方面，8月非农就业人数有所增加（8月：18.7万人，7月：15.7万人，图表10），周度失业人数不论是新增还是持续领取救济金的，均仍处在下行区间（图表11）。

我们认为美联储会在下周的会议中跳过加息，但11月仍有一次25个基点的加息。我们认为8月的通胀数据不会改变美联储在9月会议中跳过加息的决议。然而，核心通胀环比8月反弹，短期面临来自非住房类核心服务价格的压力（尤其罢工），中期又有来自商品和住房价格的潜在压力。这些都意味着核心通胀的下行道路或并不平坦。再加上有放松信号但仍较为混沌的劳动力市场数据，加息周期或尚未结束。我们因此依然维持自6月初年中展望发布以来一贯的观点——年内还有一次25个基点加息（在11月），今年全年没有降息。美联储主席鲍威尔在8月25日在杰克逊霍尔会议上表示2%仍然是美国的通胀目标，美联储准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平上。整体来说接下来的加息取决于数据发布情况这一点没有变化。11月是否加息仍然取决于接下来9-10月的数据发布情况。此外，下周发布的季度美联储经济预测（SEP）更新对今后的政策利率走势（加息是否已经结束，何时降息）或提供更明显线索。

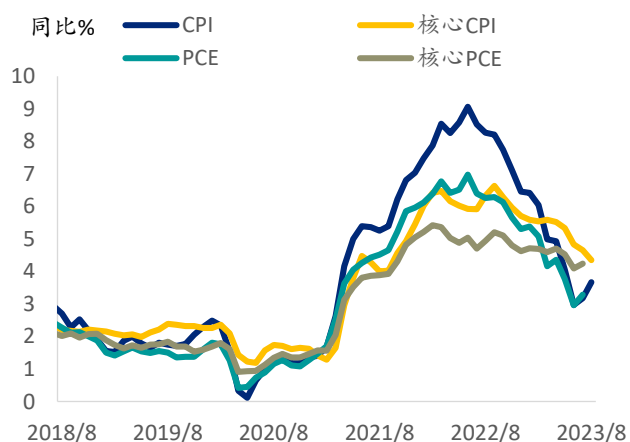
风险提示：美联储紧缩周期引发全美金融危机、美国核心通胀数据接下来迅速下行、美国经济迅速降温。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	23 年 8 月	23 年 7 月	23 年 6 月		
CPI	0.63	0.17	0.18	100.0	0.63
食品	0.24	0.24	0.11	13.4	0.03
能源	5.58	0.11	0.60	7.2	0.40
核心 CPI	0.28	0.16	0.16	79.5	0.22
- 商品	-0.10	-0.33	-0.05	21.1	-0.02
家用家具和供给	0.32	-0.35	-0.27	4.3	0.01
服装	0.20	-0.03	0.31	2.5	0.01
运输	-0.29	-0.54	-0.17	7.7	-0.02
医疗护理	0.56	0.51	0.19	1.5	0.01
娱乐商品	-0.44	-0.78	-0.36	2.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.70	-1.25	-0.07	0.9	-0.01
酒精饮料	-0.01	0.12	0.01	0.8	0.00
其它	0.12	0.30	0.08	1.2	0.00
- 服务	0.39	0.35	0.25	58.3	0.23
住房	0.29	0.44	0.37	34.7	0.10
主要居所租金	0.48	0.42	0.46	7.6	0.04
外宿	-2.97	-0.34	-2.01	1.2	-0.03
业主等价租金	0.38	0.49	0.45	25.6	0.10
核心服务扣除住房	0.53	0.22	0.09	23.6	0.13
医疗护理	0.06	-0.40	-0.02	6.3	0.00
运输	1.96	0.34	0.13	6.0	0.12
娱乐	-0.07	0.77	0.46	3.1	0.00
教育和通讯商品	0.08	0.29	-0.27	4.8	0.00
其它个人服务	0.91	-0.53	0.14	0.9	0.01

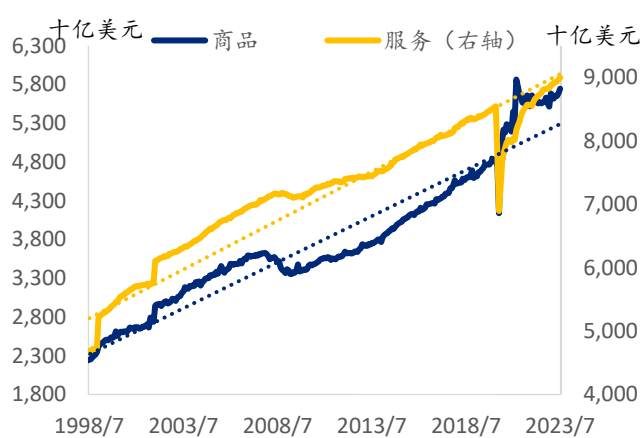
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 核心 CPI 同比继续下行, 但整体 CPI 反弹



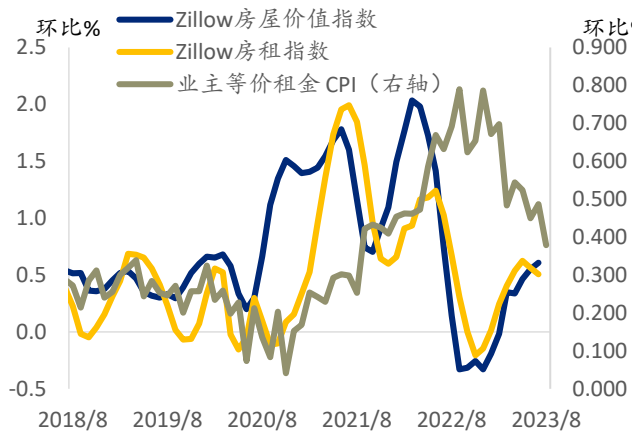
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: PCE 数据显示商品消费有所增强



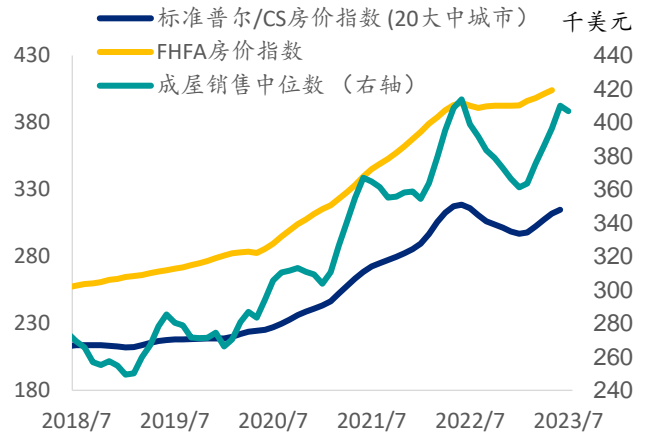
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年, 但近期价格仍较为坚挺



资料来源: CEIC, Zillow, 浦银国际

图表 5: 房价回暖或为中期通胀的下跌增加更多不确定性



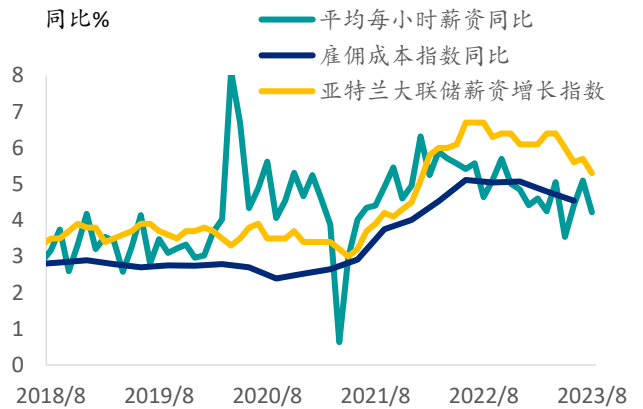
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 8 月失业率上行显著, 部分受毕业季影响



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 时薪同比增速和亚特兰大联储薪资增长指数 8 月均有所下滑



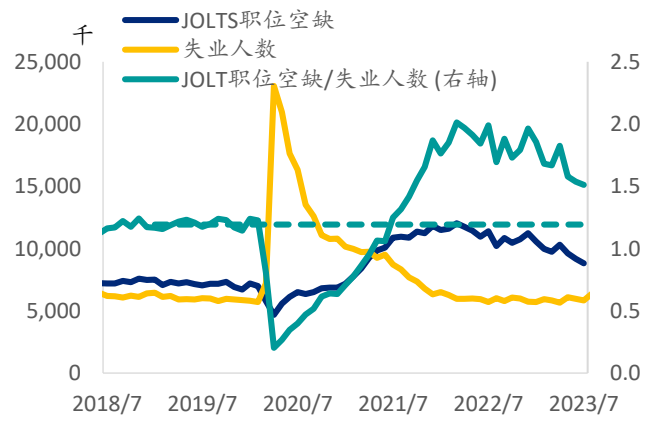
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 8 月裁员人数也有所反弹



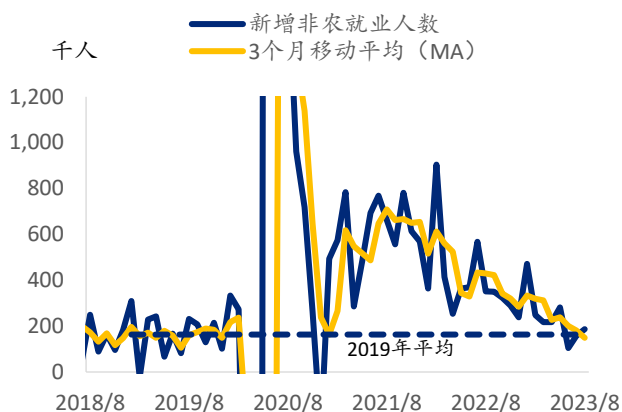
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 7 月 JOLT 职位空缺和失业人数比例也呈现持续下降之势



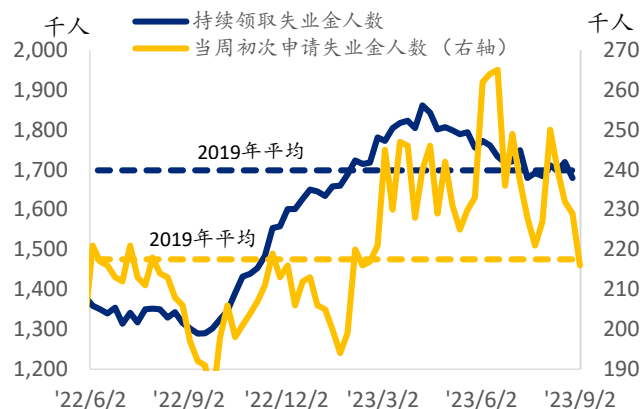
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 8月非农就业人数有所增加



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 周度失业人数不论是新增还是持续领取救济金的, 均仍处在下行区间



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023年9月1日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息, 但并不意味着结束加息
2023年7月31日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息, 加息周期未必已结束
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

