

## 能源向上，核心向下

### ——2023 年 8 月美国 CPI 数据点评

8 月美国 CPI 通胀 3.7%，略高于市场预期，连续第二个月反弹；核心 CPI 通胀 4.3%，符合市场预期，连续第五个月下行。结构上看，能源主导总通胀反弹，房租和二手车主导核心通胀回落，其他分项则一定程度上展现了三季度以来美国消费的韧性。前瞻地看，未来美国核心通胀有望进一步回落，但能源价格将主导通胀的总体走向，给美联储加息决策带来新的不确定性。

#### 一、非核心通胀：能源分项主导总通胀反弹

能源分项主导美国通胀方向。2022 年 6 月至今年 6 月，总通胀与能源通胀同步回落，6-8 月两者同步反弹。年中至今国际油价在主要产油国减产和美国经济韧性超预期的共同影响下持续上行，受此影响 8 月能源价格环比大涨 5.6%，其中汽油价格环比大涨 10.2%，叠加基数回升，同比增速亦连续反弹，6-8 月能源 CPI 通胀从-16.7%快速收敛至-3.6%。能源分项对总 CPI 通胀拖累从 1.56pct 收敛至 0.33pct，对该阶段通胀反弹的贡献度高达 176%，即剔除能源后的 CPI 通胀仍然是下行的。

食品通胀在基数驱动下继续回落，环比动能在 0.2%位置趋稳。从结构看，家庭食品和户外餐饮环比增速均已回归疫前水平。

#### 二、核心通胀：环比超预期的来源是消费韧性

核心通胀在房租和二手车两大分项的主导下继续回落，但其他分项已开始映射三季度以来美国消费的强韧性，环比动能随之超出预期。

核心商品通胀在二手车带动下跌至 0.2%，但仍然受到消费韧性支撑。尽管除二手车外的核心商品通胀仍未完全回归疫前水平，但二手车通胀跌至-6.6%带动了核心商品通胀的进一步下行。从环比看，核心商品价格跌幅收敛至 0.1%，除二手车外的分项环比动能普遍走强，其中家具、衣着、新车三个重要分项环比动能转正。7 月零售数据指向美国

消费仍然火热，叠加二手车价格前瞻指标曼海姆指数再度转涨，核心商品价格下行或将阶段性中止。

核心服务通胀在房租驱动下进一步下行至 **5.9%**，连续 6 个月下行，但除房租外的核心服务通胀已经转跌为涨。房租价格环比增速下行 0.1pct 至 0.3%，叠加基数走高，同比增速下行 0.5pct 至 7.3%；其他服务通胀转跌为涨，季调后的环比动能大幅反弹至 0.6%，结构上各分项环比动能涨多跌少，并未随薪资增速软化而走弱，映射了三季度以来居民部门仍然强劲的消费需求。

### 三、市场表现：波澜不惊

通胀数据发布日美股三大指数涨跌互现。截至收盘时标普 500 指数上涨 0.12%，纳斯达克指数上涨 0.29%，道琼斯指数下跌 0.20%。美国短端国债收益率跌幅领先。2 年期下跌 5.0bp，5 年期下跌 4.6bp，10 年期下跌 3.2bp，30 年期上涨 0.8bp。期限倒挂小幅收敛。2s10s 曲线收敛 1.9bp，5s30s 曲线收敛 3.8bp。美元指数小幅上升，从 104.711 上行至收盘时的 104.766，美元兑换离岸人民币从 7.2999 跌至收盘时的 7.2701。

美元流动性仍然偏紧。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 5.32% 左右，1w5.42%，1m5.63%，3m5.75%，6m5.90%。

### 四、影响及前瞻：从更高到更久

前瞻地看，年内总 CPI 通胀或持续在 **3.5%** 上方震荡，但核心 CPI 通胀大概率将回落至 **4.0%** 下方。房租分项或驱动美国核心通胀进一步回落，但原油供给问题和经济韧性或显著改变美国通胀走势的形态。如若未来沙特、俄罗斯等国继续延长甚至加码减产计划，CPI 通胀可能持续维持在 3% 上方。

再通胀风险给美联储加息路径带来了新的不确定性。但不论如何，美联储政策利率上行空间已极其有限，政策转向时点仍是市场博弈的焦点。基于当前基本面分析，美国政策利率将在高位持续更久。数据出炉

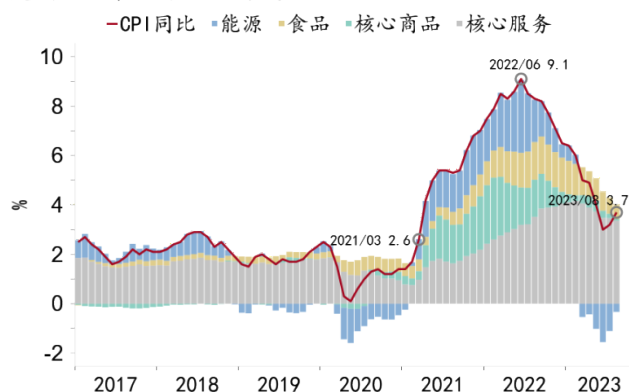
后，美元隔夜利率（OIS）曲线显示加息周期已经触顶的概率仍为 60%，降息周期开启的时点约为 2024 年二季度。

(评论员：谭卓 王天程 李芸 陈诚)

## 附录

**图 1：能源分项决定通胀方向**

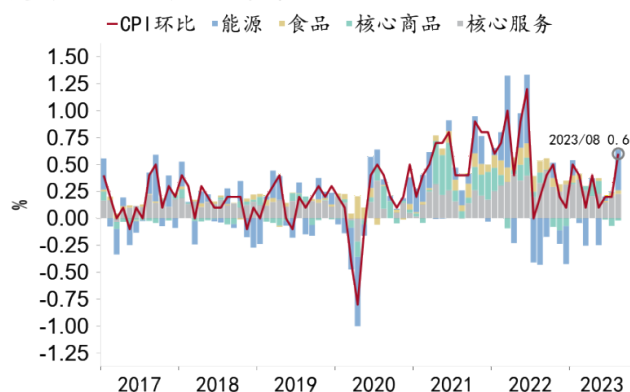
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 2：能源再度成为环比动能支撑**

美国CPI环比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 3：能源价格持续上行**

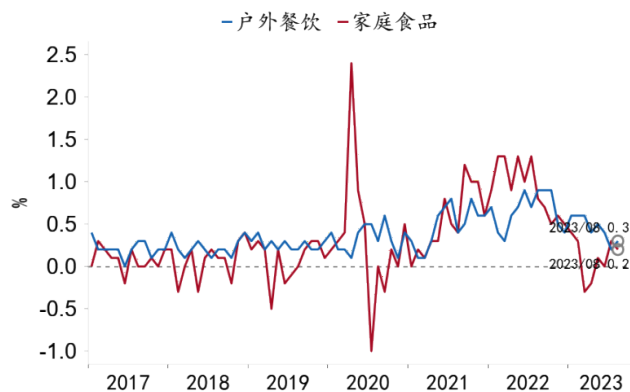
美国主要能源价格走势



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

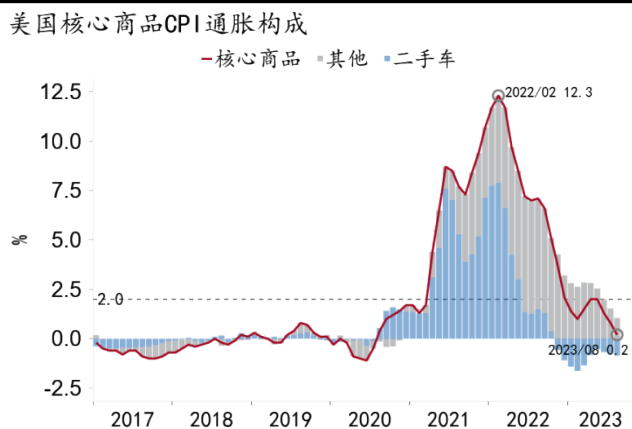
**图 4：家庭食品和户外餐饮通胀环比动能趋稳**

食品项CPI分项季调环比增速



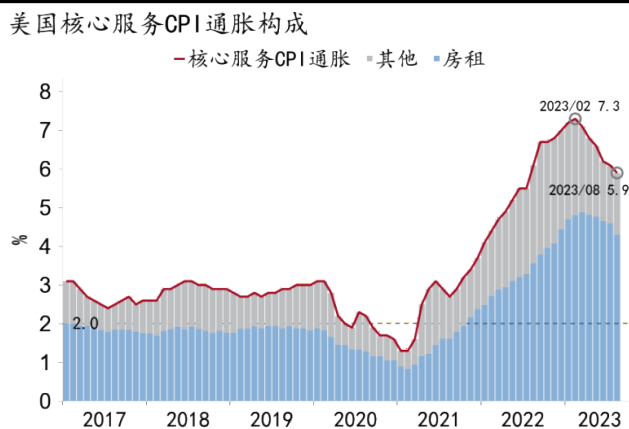
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 5：二手车分项驱动核心商品通胀继续下探**



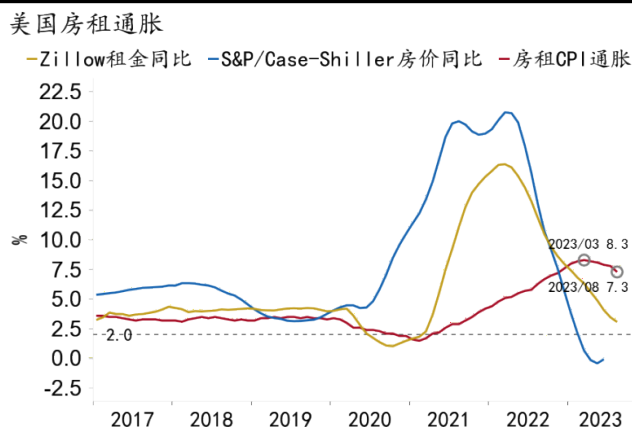
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 6：服务通胀粘性仍强**



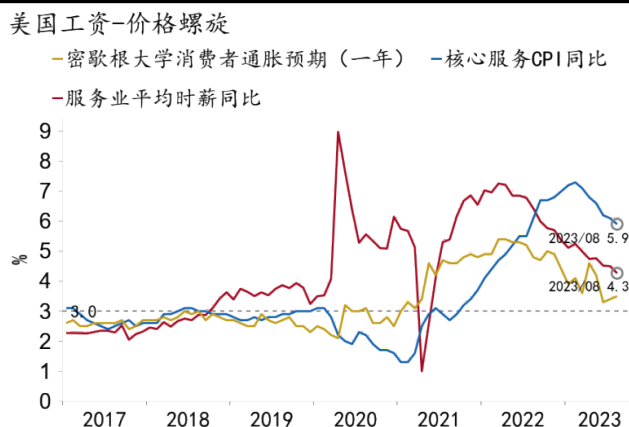
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 7：房租通胀仍将继续回落**



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 8：薪资增速对服务通胀的支撑趋于弱化**



资料来源：Macrobond、招商银行研究院