

美国 8 月 CPI 点评：能源价格回升牵制通胀降温



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

核心观点：

美国 8 月整体 CPI 通胀 3.7%略超预期，环比 0.6%与预期一致。向上拉动项方面，以能源增速快（环比+5.6%），住房水平高（同比 7.3%）为主。核心 CPI 方面，8 月核心 CPI 环比小幅回升至 0.3%，同比 4.3%持续回落。非住房核心 CPI 同比则下探至 2.2%。核心商品 8 月环比-0.1%，同比回落至 0.2%。其中二手车环比-1.2%，为 8 月 CPI 主要拖累项。

能源为 8 月 CPI 主要拉动项，其影响向交通运输服务价格传导。我们在上月指出，7 月油价涨幅可能在 8 月通胀数据中体现：8 月汽油（+10.6%）、燃油（+9.1%）、电力（+0.2%）、天然气（+0.1%）环比均有增加，其中汽油贡献大半。8 月交通运输服务 CPI（+2%）回升体现油价传导效应，其中机票价格环比增长回正至 4.9%。未来油价压力可能继续向运输业转移，或牵制核心服务降温。

住房为核心 CPI 增长的最大拉动项，但已经在快速回落。8 月核心服务环比 0.4%，与前值持平，同比小幅回落至 5.9%（前值 6.1%）。8 月住房价格同比继续回落至 7.3%，前值 7.7%，对核心 CPI 增长的贡献仍超 70%。业主等价租金同比 7.3%，主要住所租金同比 7.8%基本按领先指标趋势下行。预计下半年住房价格回落将继续主导核心服务通胀降温。

下半年，能源价格回升趋势或将延续，美国降通胀仍面临多层次风险。短期来看，9 月油价持续回升。更长期来看，OPEC+主要成员国持续减产、去年同期基数走低均指向能源价格回升风险。能源价格如果稳步走高，其影响将逐步扩散至交通运输甚至商品生产行业成本，这对美国各层次通胀指标都将产生压力。

8 月数据未对市场造成过多扰动，数据公布后市场判断 9 月不加息。本期 CPI 数据略超预期，但不足以让美联储马上做出反应，市场也反应较平，9 月不加息概率升高至 97%，11、12 月加息概率小幅回升至 40%左右。近期美联储鹰派表态与美国经济实际表现给再次加息留有可能性，未来美国能否顺利降通胀仍需关注后续数据。

风险提示：美国通胀粘性超预期；美联储货币政策超预期。

相关报告

8 月金融数据点评：政策效果的持续性有待观察

2023.09.13

8 月通胀数据解读：CPI、PPI 双筑底，实体经济拐点或已来临

2023.09.13

8 月美国非农：就业市场首现松弛迹象

2023.09.07

目 录

1. 通胀：油价回升、住房高位拉高整体 CPI.....	4
2. 能源：油价多层面推升 CPI.....	6
3. 住房：按预期继续下行.....	7
4. 市场影响：9月不加息预期占主导，年内加息预期回落.....	7
5. 风险提示	8

图目录

图 1	美国近期 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	4
图 2	美国 7 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 8 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 8	美国汽油零售价滞后国际原油 (美元)	6
图 9	美国能源、机票与 WTI 原油价格同比 (%)	6
图 10	航空煤油价格与机票价格同步回升 (美元/桶, %)	6
图 11	WTI 日频原油价格 (美元/桶)	6
图 12	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	7
图 13	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	7
图 14	住所价格指数继续回落至 7.3%，超级核心回落至 2.2% (%)	7
图 15	美国 8 月非农平均时薪同比增速 4.3%，仍有粘性 (%)	8
图 16	CPI 公布后市场认为 9 月大概率不加息，年内再加息概率小幅回落	8

1. 通胀：油价回升、住房高位拉高整体 CPI

美国 8 月整体 CPI 通胀 3.7%，略超预期（3.6%），环比（+0.6%）与预期一致。美国 8 月整体 CPI 同比反弹至 3.7%，前值 3.2%。核心 CPI 环比小幅回升 0.1%至 0.3%，同比 4.3%持续回落。其中核心商品 8 月环比-0.1%，同比回落至 0.2%。核心商品中新车价格有所回升，环比转正至 0.3%，同比回落至 2.9%。二手车环比-1.2%，前值-1.3%，降速放缓，但仍为 8 月 CPI 主要拖累项。

能源为 8 月 CPI 主要拉动项，汽油价格贡献大半。我们在前期报告《美国 7 月 CPI 点评》中指出，7 月能源 CPI 并未完全反映油价涨幅，未来能源价格上行可能给 8 月通胀数据带来更多压力。本月数据可见，7-8 月原油价格大幅上升持续影响美国相关能源价格。8 月能源 CPI 分项全面回升，其中汽油涨幅最大，环比 10.6%，前值 0.2%，同比由-19.9%回升至-3.3%。能源商品另一分项燃油的环比自 7 月转正至 3%之后，8 月持续回升至 9.1%。能源服务方面，天然气服务环比增速放缓至 0.1%，前值 2%；电力服务环比转正至 0.2%。能源总体环比增加 5.6%，较前值 0.1%大幅增加，拉高 8 月 CPI。

能源成本向交通运输价格传导，牵制核心服务降温幅度。我们在前期报告中也提到，原油价格回升可能推高原本滞后油价下行的机票价格，或拉动机票价格触底回升，不再向下拖累核心服务。与预期相同，8 月机票价格环比回正至 4.9%，前值-8.1%，同比回升至-13.3%，前值-18.6%。机票价格略滞后航空煤油价格。按当前航空煤油价格回升趋势（8 月环比+19.1%），预计 9 月机票价格会继续回升。另外，本月机动车维修（+1.1%）和机动车保险环比（+2.4%）也有所增加，拉动交通运输服务环比明显回升（+2%，前值+0.3%），同时拉高核心服务通胀。

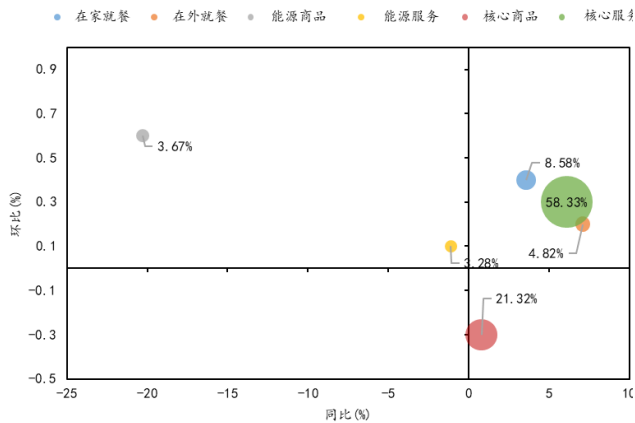
住房仍为核心 CPI 增长的最大拉动项，但已经在快速回落。8 月核心服务（含住房）环比 0.4%，与前值持平，同比小幅回落至 5.9%（前值 6.1%）。住房对核心 CPI 增长的贡献仍超 70%。8 月住房价格环比增长 0.3%，前值 0.4%，同比继续回落至 7.3%，前值 7.7%。业主等价租金（占比 25.54%）环比增长 0.4%，同比小幅回落至 7.3%。主要住所租金（占比 7.57%）环比增长 0.5%，同比 7.8%。现状上，住房价格仍在高位，但趋势上基本如期下行，与领先指标趋势一致。预计下半年住房价格降温的速度将继续主导核心服务通胀降温。

图1 美国近期 CPI 分项权重、同环比及趋势（%）

权重(%)	项目	环比趋势	环比(%, SA)					同比趋势	同比(%, NSA)					
			Aug. 2023	Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023		Mar. 2023	Aug. 2023	Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023
100.00%	CPI		0.6	0.2	0.2	0.1	0.4	0.1	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0
13.40%	食品		0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	4.3	4.9	5.7	6.7	7.7	8.5
8.58%	在家就餐		0.2	0.3	0.0	0.1	-0.2	-0.3	3.0	3.6	4.7	5.8	7.1	8.4
4.82%	在外就餐		0.3	0.2	0.4	0.5	0.4	0.6	6.5	7.1	7.7	8.3	8.6	8.8
6.95%	能源		5.6	0.1	0.6	-3.6	0.6	-3.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4
3.67%	能源商品		10.5	0.3	0.8	-5.6	2.7	-4.6	-4.2	-20.3	-26.8	-20.4	-12.6	-17.0
3.42%	汽油		10.6	0.2	1.0	-5.6	3.0	-4.6	-3.3	-19.9	-26.5	-19.7	-12.2	-17.4
0.11%	燃油		9.1	3.0	-0.4	-7.7	-4.5	-4.0	-14.8	-26.5	-36.6	-37.0	-20.2	-14.2
3.28%	能源服务		0.2	-0.1	0.4	-1.4	-1.7	-2.3	-2.7	-1.1	-0.9	1.6	5.9	9.2
2.57%	电力		0.2	-0.7	0.9	-1.0	-0.7	-0.7	2.1	3.0	5.4	5.9	8.4	10.2
0.71%	天然气		0.1	2.0	-1.7	-2.6	-4.9	-7.1	-16.5	-13.7	-18.6	-11.0	-2.1	5.5
79.65%	核心CPI		0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6
21.32%	核心商品		-0.1	-0.3	-0.1	0.6	0.6	0.2	0.2	0.8	1.3	2.0	2.0	1.5
4.27%	新车		0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.4	2.9	3.5	4.1	4.7	5.4	6.1
2.57%	二手车		-1.2	-1.3	-0.5	4.4	4.4	-0.9	-6.6	-5.6	-5.2	-4.2	-6.6	-11.2
2.53%	服饰		0.2	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	3.1	3.2	3.1	3.5	3.6	3.3
1.46%	医疗商品		0.6	0.5	0.2	0.6	0.5	0.6	4.5	4.1	4.2	4.4	4.0	3.6
58.33%	核心服务		0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	5.9	6.1	6.2	6.6	6.8	7.1
34.73%	住房		0.3	0.4	0.4	0.6	0.4	0.6	7.3	7.7	7.8	8.0	8.1	8.2
5.92%	交通		2.0	0.3	0.1	0.8	-0.2	1.4	10.3	9.0	8.2	10.2	11.0	13.9
6.38%	医疗		0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.5	-2.1	-1.5	-0.8	-0.1	0.4	1.0

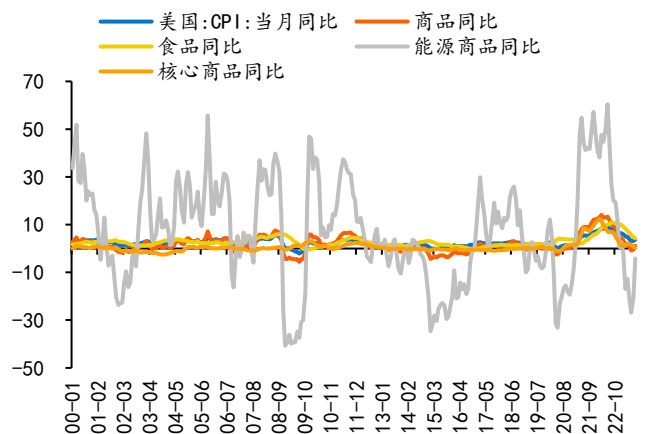
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图2 美国7月CPI分项相对重要性及环比(%, NSA)



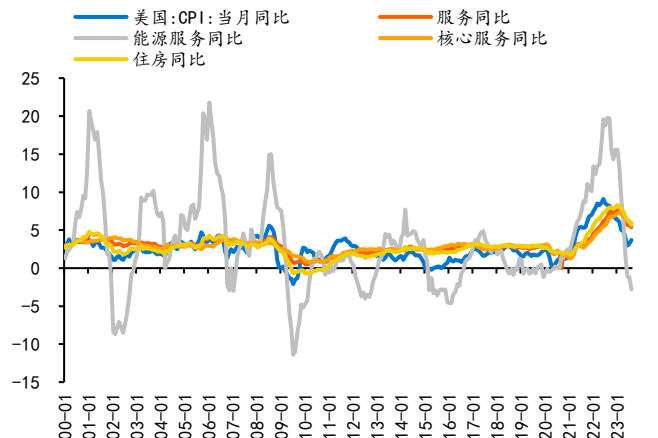
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图4 美国商品CPI及其分项同比(%)



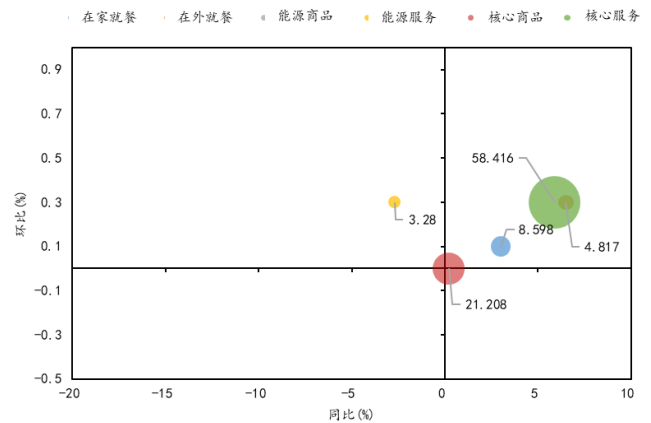
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图6 美国服务CPI及其分项同比(%)



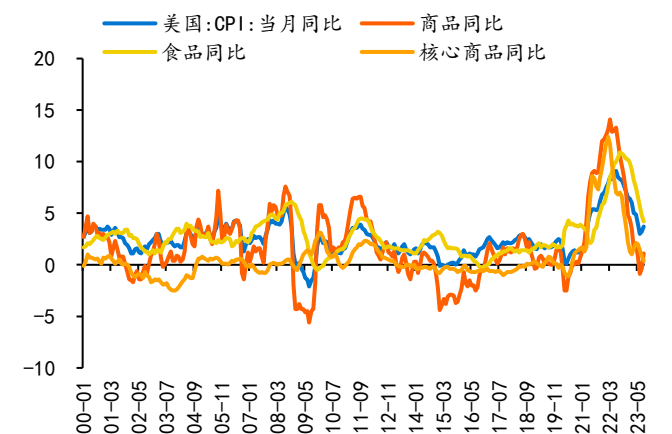
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图3 美国8月CPI分项相对重要性及环比(%, NSA)



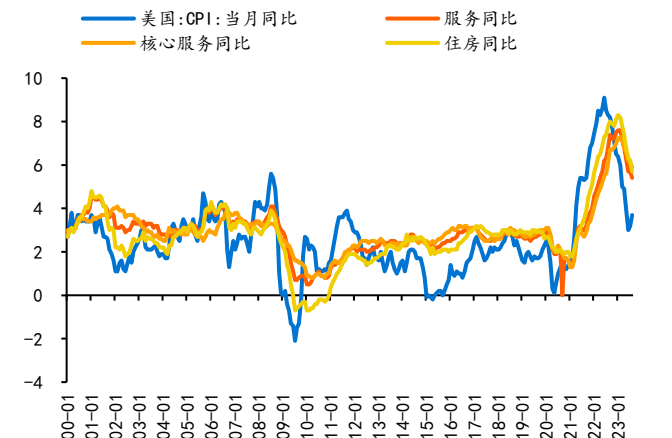
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国商品CPI及其分项同比(%, 不含能源)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图7 美国服务CPI及其分项同比(%, 不含能源)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

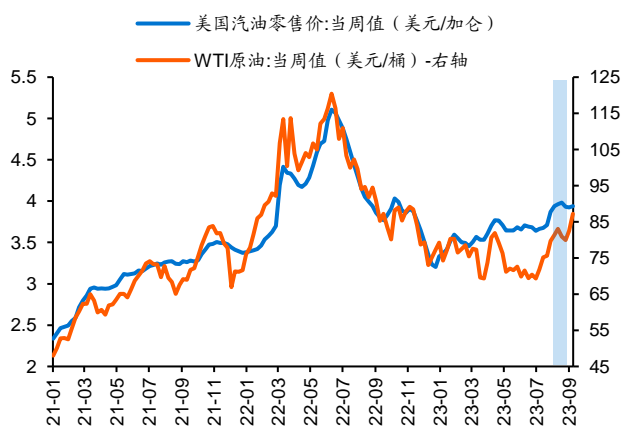
2. 能源：油价多层面推升 CPI

8月能源CPI大幅回升反映近两月WTI原油价格上升幅度。8月美国能源CPI全面增长：燃油(+9.1%)、汽油(+10.6%)、天然气(+0.1%)、电力(+0.2%)环比均有增加。相比7月15.3%的涨幅(+\$10.72/桶)，8月WTI原油价格并非直线上升，而是走高后回落，月初至月末涨幅仅有约1.3%(+\$1.05/桶)。8月能源CPI涨幅(+5.6%)部分反映了7月油价的增幅，系滞后升高。

美国汽油零售价也印证能源CPI滞后。按周频数据，8月美国汽油零售价增长1.6%，国际原油价格仅增0.36%，结合上月汽油零售价增长(~6%)慢于国际原油价格(~15%)，可见美国能源价格略滞后国际油价且波动幅度相对较小。向后看，8月底之后国际油价持续回升，截至9月14日增幅已经达到8%。如下半月仍保持该增长趋势，将为9-10月美国能源CPI创造上行空间。

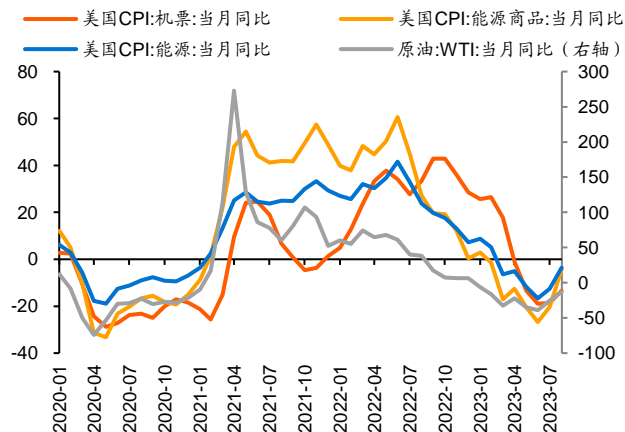
8月机票价格(环比+4.9%)随油价增长如期回升。能源价格回升对美国CPI影响不仅限于能源分项，8月交通运输服务CPI(+2%)回升体现油价传导效应。机票和其他交通运输服务虽在服务业分项下，但其与原油、能源价格密切相关。以机票为例，继7月航空煤油价格环比增加11.5%之后，8月再次增加19.1%，8月机票CPI触底回升，环比4.9%(前值-8.1%)，同比-13.3%(前值-18.6%)。随着油价回升，未来油价压力继续向运输业转移或牵制核心服务降温。

图8 美国汽油零售价滞后国际原油(美元)



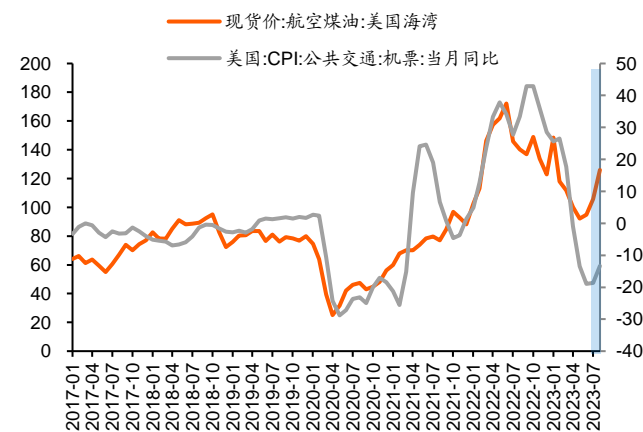
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图9 美国能源、机票与WTI原油价格同比(%)



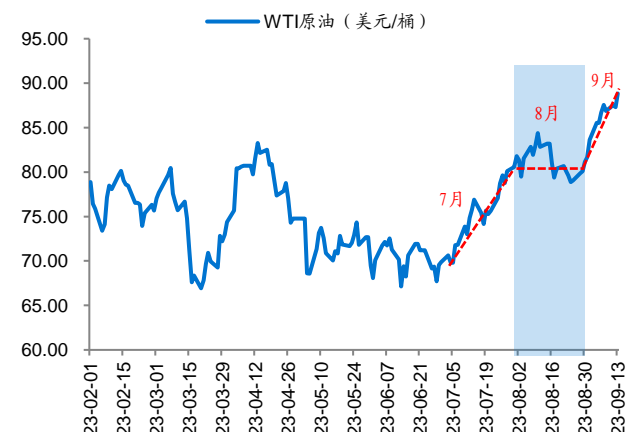
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图10 航空煤油价格与机票价格同步回升(美元/桶, %)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图11 WTI日频原油价格(美元/桶)



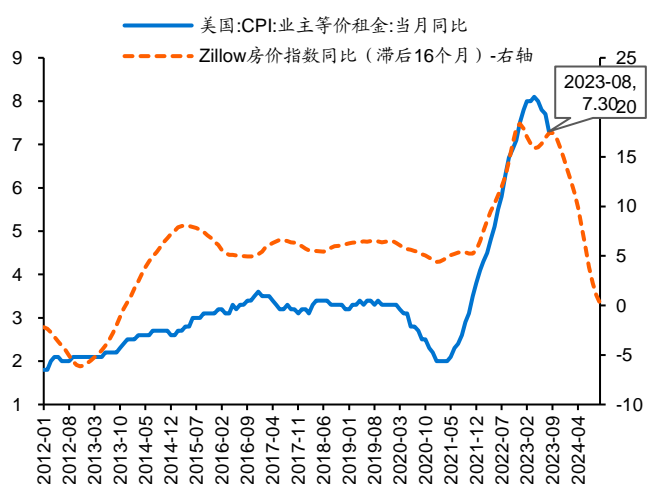
资料来源：同花顺，联储证券研究院

3. 住房：按预期继续下行

住所指数8月同比增长7.3%（前值7.7%），环比增长基本同前（+0.3%）。业主等价租金（OER）同比回落至7.3%，主要住所租金回落至7.8%，两项环比增幅在0.4-0.5%左右波动。8月核心CPI同比4.3%，“超级核心”CPI（非住房核心CPI）同比则下探至2.2%，二者之差可见住房为8月核心CPI最大拉动项，贡献超70%。

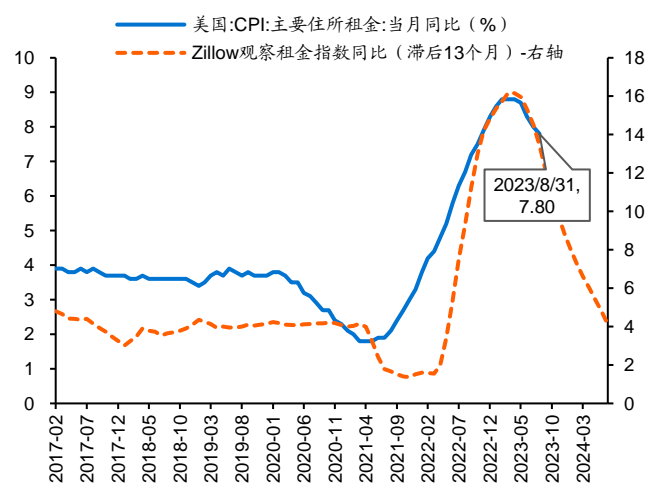
住所指数继续按领先指数预测路径下行。刨去住房CPI的滞后性，按美国Zillow房价指数和观察租金指数，预计年底OER可能下探至~7%，RPR可能下探至~5%。到年底，两项合计还能对整体CPI产生约-0.45%的贡献，对核心产生-0.36%贡献。未来房价下跌的终点至少在3%左右，且下行持续时间至少至2024年年底。下半年房价稳步下行有利核心服务CPI读数回落。

图12 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16个月（%）



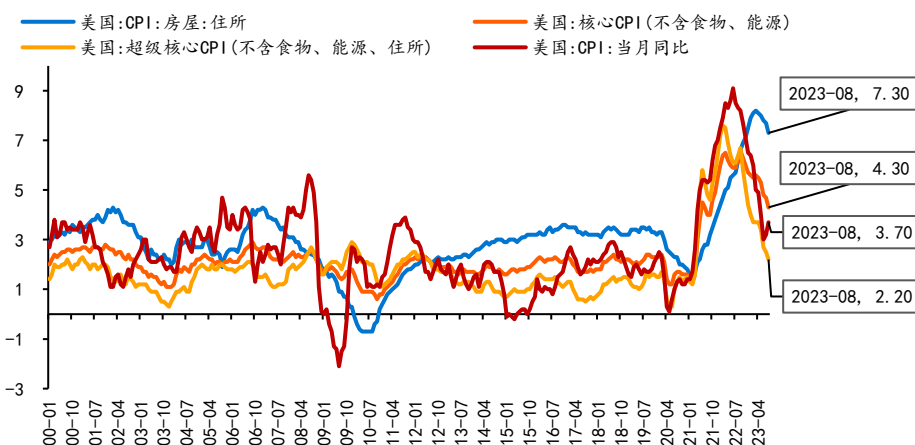
资料来源：BLS, Zillow, 联储证券研究院

图13 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13个月（%）



资料来源：BLS, Zillow, 联储证券研究院

图14 住所价格指数继续回落至7.3%，超级核心回落至2.2%（%）

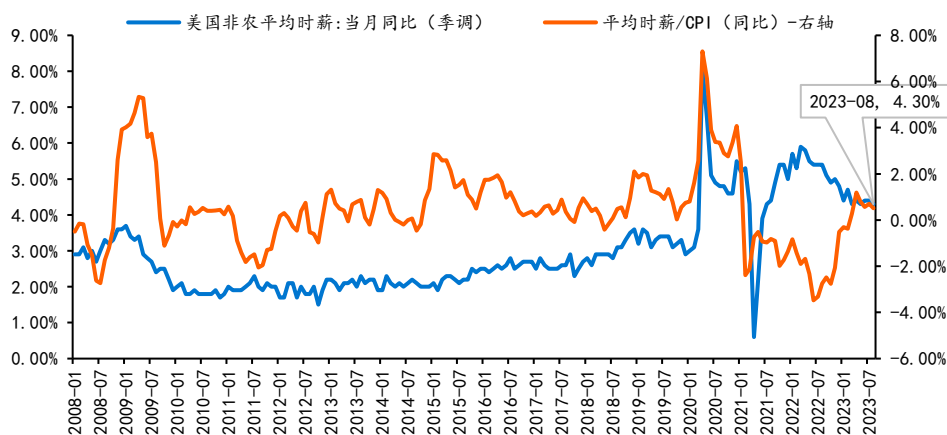


资料来源：同花顺, 联储证券研究院

4. 市场影响：9月不加息预期占主导，年内加息预期回落

8月美国能源价格回升推升整体CPI，住房和劳动供给回升使核心服务放缓。受原油价格影响，能源CPI回升主导8月美国CPI超预期上浮。核心服务方面，（1）住房CPI仍在高位，但逐步回落，（2）其他核心服务中运输业通胀受到油价影响回升，（3）与工资水平相关的服务业则有所放缓，尽管8月平均时薪同比（4.3%）仍有韧性。

图15 美国 8 月非农平均时薪同比增速 4.3%，仍有粘性（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

展望下半年，能源价格回升趋势或将延续，美国降通胀仍面临多层次风险。短期来看，9月油价持续回升，对应下个月能源CPI或保持增长趋势。着眼下半年，OPEC+主要成员国持续减产、去年同期基数走低均指向能源价格回升风险。能源价格如果稳步走高，其影响将不仅限于能源CPI分项，而是逐步扩散至交通运输（例如机票）、甚至商品生产行业成本，这对美国各层次通胀指标都将产生压力。

8月数据未对市场造成过多扰动，数据公布后市场“确定”9月不加息。本期CPI数据略超预期，但不足以让美联储马上做出反应，市场也反应较平，9月不加息概率升高至97%，11、12月加息概率小幅回升至40%左右，降息时点预期由2024年5月略推后至6月。虽然理由尚不充分，但美联储鹰派表态与美国经济实际表现给再次加息留有可能性，未来美国能否顺利降通胀仍需关注后续数据。

图16 CPI公布后市场认为9月大概率不加息，年内再加息概率小幅回落

截至9.14	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11
575-600	0.00%	0.00%	1.10%	3.50%	3.10%	2.00%	1.20%	0.50%	0.20%	0.10%	0.00%
550-575	0.00%	3.00%	38.90%	40.20%	35.70%	24.60%	15.40%	7.30%	3.00%	1.00%	0.40%
525-550	100.00%	97.00%	59.90%	56.20%	54.20%	47.90%	38.40%	25.20%	13.90%	6.00%	2.80%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.00%	23.00%	33.20%	36.20%	29.30%	18.10%	10.30%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	10.80%	23.60%	31.50%	29.90%	22.30%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	6.60%	17.30%	27.70%	29.10%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	4.40%	13.80%	22.70%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	3.30%	10.00%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	2.20%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME，联储证券研究院

5. 风险提示

美国通胀粘性超预期；美联储货币政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000