偏鹰数据与鸽派加息预期

——8月美国CPI数据解读及9月FOMC前瞻

高翔（投资咨询证号：Z0016413）
潘响（投资咨询证号：Z0021448）
联系邮箱：panxiang@nawaa.com
交易咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2026年9月13日

摘要：在本次数据发布前，市场已经就“核心CPI”是本次唯一关注焦点达成共识。**本次核心CPI环比超出预期的表现实际上是一个偏鹰的结果，这也导致数据发布后市场9月加息预期蹿升。**但另一方面，其他大类资产的表现却显得不够鹰派，周五夜盘的走势呈现出明显的加息前置交易特征，这也是目前市场普遍认为本次会议可能呈现出“鸽派加息”的原因。推高核心通胀超预期的因素完全集中于核心服务项的异常跳升，主要包括无线电话服务、酒店住宿，以及受油价传导影响的机票价格。拉动本次核心CPI环比上行的上述关键分项大概率不具备持续性，**剔除上述高波动、一次性扰动因素后，美国底层粘性通胀仍在温和降温，通胀向2%目标收敛的内生趋势并未被破坏。**

9月FOMC前瞻：鸽派加息之后就是一路坦途吗？

1）加息前置交易与鸽派加息预期。我们认为本次会议可能是开启加息的最佳时间窗口，市场的走势也表现出来了对本次加息的预期。

2）可能情景猜想。最理想情况下，若9月FOMC会议在加息一次的情况下，给出继续观望或者再多一次左右的加息预期，会出现对市场稳定以及风险偏好回升最为友好的情况。 但我们认为实际情况可能不会如此乐观，加息落地后大概率进入到新的观察周期，短期内风险资产压力减弱，但依旧会受到地缘以及后续数据公布情况的影响。

而如果本次会议依旧保持利率水平不变，那并不意味着通胀压力可控，反而可能导向最坏的局面。即便沃什能够说服其他委员同事放弃抬高利率，从过去两次FOMC会议后的市场表现来看，市场会通过远端利率进一步的冲高来预防通胀脱锚的风险。

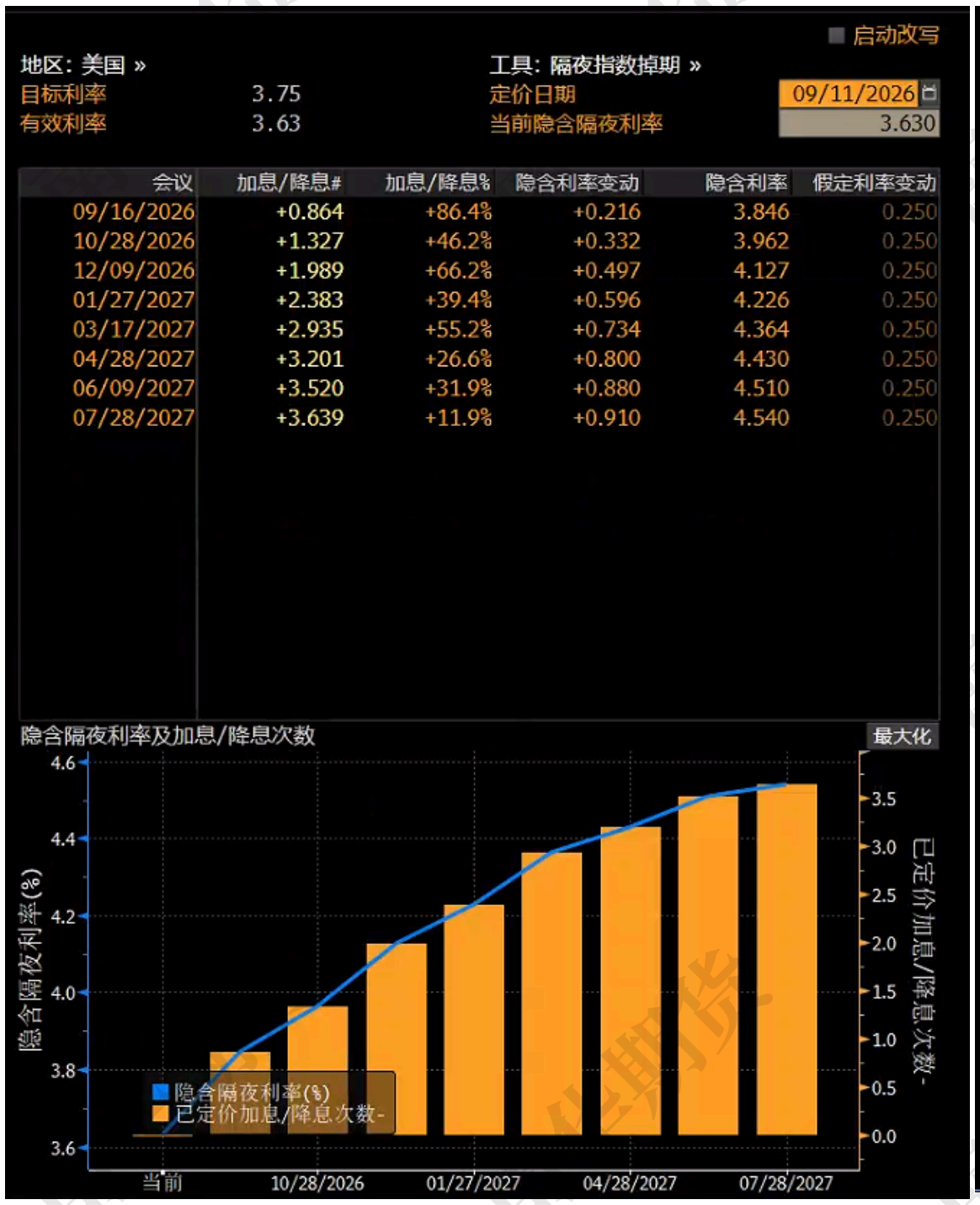
1、为什么本次通胀数据是决定性的？

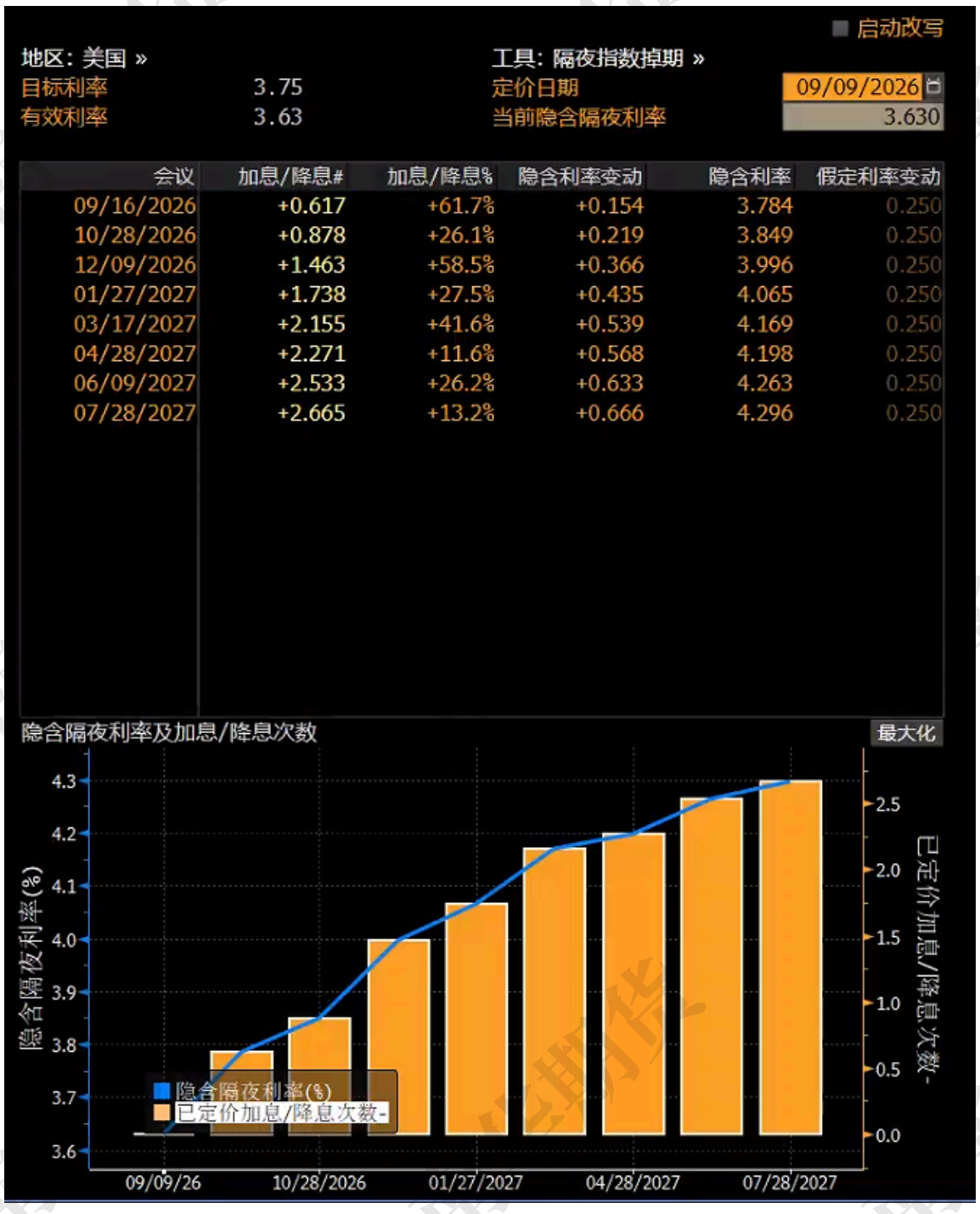
在本次数据发布前，市场已经就“核心CPI”是本次唯一关注焦点达成共识。理由在于面对超长端利率失控以及市场愈发高涨的通胀担忧下，沃什在杰克逊霍尔央行年会上指出当前劳动力市场符合充分就业，美联储当前的首要关注应当是物价。“必须确信潜在通胀正在向我们的目标移动——清晰地、以足够的速度。否则，我们就还有工作要做。”除此之外，联储理事沃勒在公开讲话时给出了十分清晰的阈值——核心CPI环比0.2%-0.3%。0.2%这一门槛之所以至关重要，是因为该水平能够确认通胀放缓的实质性趋势。若核心CPI环

比能够稳定在0.2%及以内，意味着该指标将连续4个月处于0.2%以下区间，近7个月平均增速约0.2%（对应同比约2.4%）。这可以基本确立通胀放缓的趋势，证明该下行信号并非单纯来自季节性扰动。而本次核心CPI的超预期上行，是推动市场美联储加息预期显著升温的重要因素。

因此本次核心CPI环比超出预期的表现实际上是一个偏鹰的结果，这也导致数据发布后市场9月加息预期蹿升。但另一方面，其他大类资产的表现却显得不够鹰派，周五夜盘的走势呈现出明显的加息前置交易特征，这也是目前市场普遍认为本次会议可能呈现出“鸽派加息”的原因。

CPI数据公布前后市场加息预期





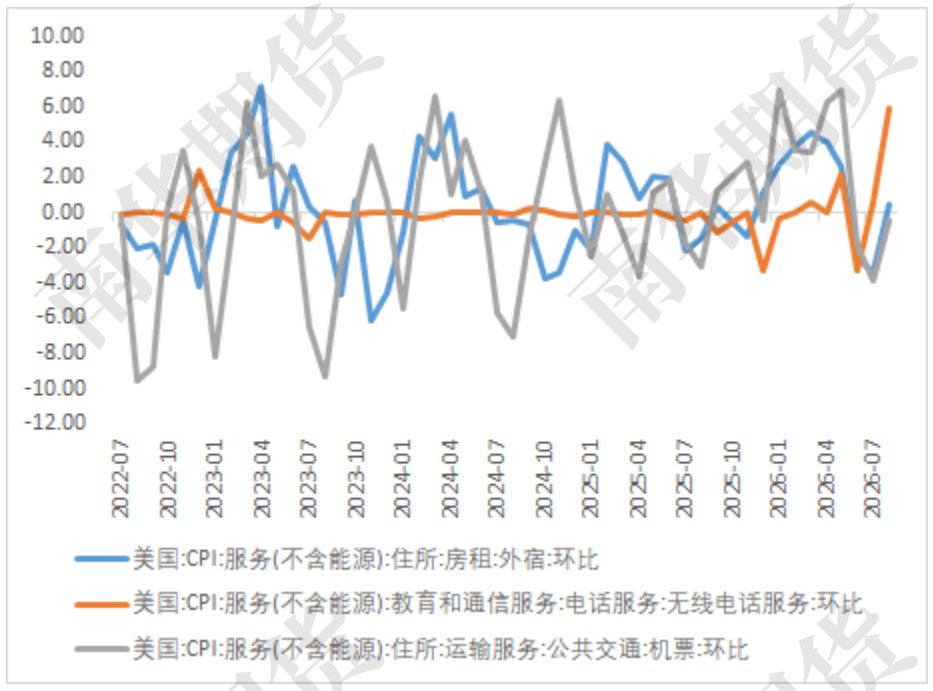
数据来源：彭博 南华研究

2、数据解读

2026年8月美国CPI数据呈现“表观反弹、核心降温”的结构性特征。整体CPI环比升至0.4%（前值0.1%），同比持平于3.4%；核心CPI环比略超预期升至0.3%（前值0.2%），但同比继续回落至2.4%（前值2.5%）。本次通胀数据基本符合市场预期，但更关键的是核心CPI环比略超市场预期，这意味着当前核心通胀是否存在反弹失速的风险吗?

1）**推高核心通胀超预期的因素完全集中于核心服务项的异常跳升，主要包括无线电话服务、酒店住宿，以及受油价传导影响的机票价格。**无线电话服务是本月最大的单项拉动项，环比大幅飙升至5.9%，创下历史极值，该项对核心CPI环比的增量贡献达0.08个百分点左右。外宿分项环比由7月的-3.4%大幅反弹至0.5%，直接带动整体住房项环比升至0.3%。运输服务中的机票分项受航空燃油价格暴涨直接冲击，机票价格环比跳涨，带动运输服务环比上行至0.5%。

核心服务部分分项异常调升（%）



数据来源：同花顺 南华研究

2）**拉动本次核心CPI环比上行的上述关键分项大概率不具备持续性。**电话、酒店分项的跳升属于暂时性扰动：无线电话服务的极端上涨，主要源于美国劳工统计局（BLS）调整统计方法（新算法对全行业套餐调价更敏感），叠加运营商集中提价，属于典型一次性扰动。酒店住宿价格反弹，主要反映暑期出行需求带来的季节性扰动。而作为决定通胀中长期走势的核心基石，粘性住房租金已经出现改善。主要居所租金和业主等价租金环比均从0.3%放缓至0.2%。

综上，剔除上述高波动、一次性扰动因素后，美国底层粘性通胀仍在温和降温，通胀向2%目标收敛的内生趋势并未被破坏。

CPI数据整体表现情况（%）

单位：%	环比增速					同比增速				
	2026年8月	2026年7月	上月环比变化	本月环比变化	环比拉动	2026年8月	2026年7月	上月同比变化	本月同比变化	同比拉动
CPI	0.4	0.1	0.5	0.3		3.4	3.4	-0.1	0.0	3.4
食品	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.01	2.7	3.0	0.0	-0.3	0.4
家庭食品	0.0	-0.1	-0.3	0.1	0.00	2.2	2.7	0.0	-0.5	0.2
肉禽鱼蛋	0.1	-0.7	-1.3	0.8	0.00	1.1	1.9	-0.7	-0.8	0.0
水果蔬菜	-0.4	-0.1	0.1	-0.3	(0.01)	3.2	5.1	-0.2	-1.9	0.0
非家庭食品	0.3	0.3	0.1	0.0	0.02	3.4	3.4	0.0	0.0	0.2
能源	2.1	-1.5	4.2	3.6	0.13	16.3	14.7	-1.0	1.6	1.0
能源商品	4.2	-2.9	6.6	7.1	0.13	28.0	24.7	-2.4	3.3	0.9
能源服务	-0.4	0.3	1.0	-0.7	(0.01)	4.0	4.3	0.4	-0.3	0.1
核心CPI（除食品和能源外）	0.3	0.2	0.2	0.1	0.24	2.4	2.5	-0.1	-0.1	1.9
商品（除食品和能源外）	0.1	0.2	0.3	-0.1	0.02	0.7	0.8	0.0	-0.1	0.1
服装	0.0	0.1	0.7	-0.1	0.00	3.6	3.9	0.0	-0.3	0.1
新车	0.3	0.1	0.1	0.2	0.01	0.6	0.5	0.0	0.1	0.0
二手车	0.4	0.4	0.6	0.0	0.01	-2.3	-1.9	-0.1	-0.4	-0.1
医疗保健商品	-0.2	-0.6	-0.4	0.4	(0.00)	-2.7	-2.7	-0.6	0.0	0.0
酒精饮料	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.00	1.6	2.1	0.1	-0.5	0.0
烟草	0.6	0.5	1.2	0.1	0.00	6.3	6.7	0.2	-0.4	0.0
服务（除食品和能源外）	0.3	0.2	0.2	0.1	0.18	3.0	3.0	-0.2	0.0	1.8
住房	0.3	0.1	0.0	0.2	0.11	3.0	3.2	-0.1	-0.2	1.1
主要住所租金	0.2	0.3	0.2	-0.1	0.01	2.7	2.9	0.1	-0.2	0.2
业主房等价租金	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.05	3.1	3.2	-0.1	-0.1	0.8
医疗服务	-0.2	0.6	0.7	-0.8	(0.01)	2.5	2.7	-0.2	-0.2	0.2
运输服务	0.5	0.3	0.6	0.2	0.03	2.4	2.9	-0.5	-0.5	0.2
特殊统计类别										
除居所外	0.5	0.0	1.0	0.5	0.32	3.6	3.5	-0.2	0.1	2.3
除食品、居所外	0.6	0.0	0.4	0.6	0.30	3.8	3.6	-0.2	0.2	1.9
超级核心通胀（除食品、居所、能源、二手车和卡车外）	0.3	0.3	0.9	0.0	0.13	2.2	2.2	-0.1	0.0	0.9
商品	0.6	-0.2	0.2	0.8	0.10	4.0	3.9	-0.2	0.1	0.7
服务	0.3	0.2	0.3	0.1	0.19	3.1	3.1	-0.1	0.0	2.0
耐用品	0.0	0.3	1.2	-0.3	0.00	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0
非耐用品	0.7	-0.3	0.0	1.0	0.18	5.8	5.6	-0.4	0.2	1.5

数据来源：同花顺 南华研究

3、9月FOMC前瞻：鸽派加息之后就是一路坦途吗?

1）加息前置交易与鸽派加息预期

我们认为本次会议可能是开启加息的最佳时间窗口。首先，目前通胀最大的外生变量来自油价和地缘局势，而这并不是货币财政政策能够干预的范畴，且由于美国政府高度的不确定性，其未来的走势也具有高度的不可预测性，这会对通胀带来持续性的压力。其次，长端利率持续上行正在成为风险资产的压力，而缓解这一

压力最好的办法或许是加息。最后则回到联储，在8月杰克逊霍尔年会后，当市场观察到通胀数据表现出脱离下行趋势的风险时，投资者期待美联储能够履行其政策框架以恢复联储的信誉。

我们认为市场的走势也表现出来了对本次加息的预期。本轮数据发布后，在加息预期显著升温的背景下，美元指数、美债收益率均走出先上行后快速回落的行情。以10年期美债收益率为例，周五晚间偏鹰数据落地瞬间，利率直线冲高，但随后又立马180度折返向下，这主要是因为市场事前对于9月加息的计价可能已经比较充分（周四PPI后利率总体上行10bp以上）。如前文所说，**这是典型的加息前置交易特征——更早的加息时点、更小的加息幅度、更平稳的风险偏好。**而上述对于本轮加息的高接受度最终指向了一次鸽派加息落地的联储会议，即投资者预期本次会议在如期宣布进行加息25bp外，同时可能会伴随出现一份不太激进的政策声明或是点阵图。

数据公布后，10Y美债收益率表现情况（%）



数据来源：同花顺 南华研究

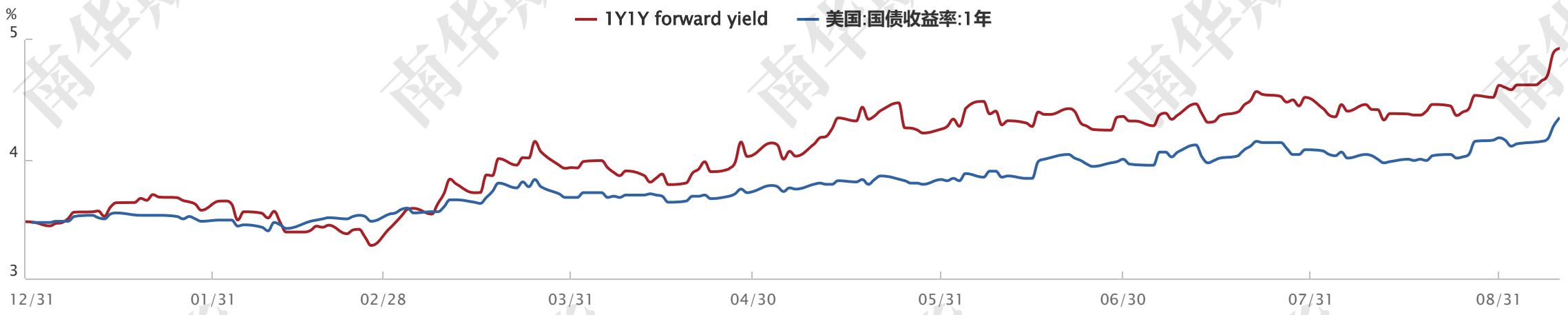
2）可能情景猜想

最理想情况下，**若9月FOMC会议在加息一次的情况下，给出继续观望或者再多一次左右的加息预期，会出现对市场稳定以及风险偏好回升最为友好的情况。**因为其一方面消除了市场对于联储的质疑，有助于降低通胀的不确定性，也把加息预期控制在市场可以接受的程度内。从FED watch的年内加息预期来看，年内加息2次的概率大概在70%左右，而从目前1y1y远期利率对1年期美债利率的利差来看，短端利率计价了2次的降息，而目前海外投行预期加息次数的众数也在2次，总体来说资产的计价已经相对充分。

但我们认为实际情况可能不会如此乐观，**加息落地后大概率进入到新的观察周期，短期内风险资产压力减弱，但依旧会受到地缘以及后续数据公布情况的影响。**首先，根据历史经验，美联储利率周期从降息转向加息后基本会进行多次加息，仅进行一次加息又再度转向降息的案例出现在1997年，原因是亚洲金融危机的爆发。其次，根据沃什本人表态，目前的政策利率水平并不处在限制性的区间，而一次25bp的加息或许并不足够。

而如果本次会议依旧保持利率水平不变，那并不意味着通胀压力可控，反而可能导向最坏的局面。即便沃什能够说服其他委员同事放弃抬高利率，**从过去两次FOMC会议后的市场表现来看，市场会通过远端利率进一步的冲高来预防通胀脱锚的风险。**

1Y1Y forward yield和美国国债收益率1年



source：*彭博,南华研究,同花顺*

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP　南华期货公众号　南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富