



张瑜：核心通胀韧性突显，联储“必须坚持加息”——8月美国CPI数据点评



意见领袖 | 张瑜

事项

8月美国CPI同比8.3%，预期8.1%，前值8.5%；核心CPI同比6.3%，预期6.1%，前值5.9%。

主要观点

通胀再超海外预期，汽油是拖累，房租是拉动

8月美国CPI同比回落幅度不及海外预期，核心CPI同比上行幅度则超预期。我们在《通胀“宽”度已达1980年》提到，在通胀高位、通胀大幅变宽时期，通胀超预期概率越大，后续不断得到验证。房租、医疗保健、运输服务价格上涨驱动核心通胀涨价加速，对冲了汽油价格下跌，CPI环比小幅上涨0.1%。



具体来看，1) 非核心：受国际油价下跌影响，汽油价格下跌 10.5%，影响 CPI 下降 0.56 个百分点；食品价格上涨 0.8%，是今年以来最低涨幅，随着国际粮价回落，后续其涨幅或继续趋于回落。2) 核心商品：耐用品中的汽车（0.4%，前值 0.1%）、家具和耐用设备（1.1%，前值 0.6%）涨幅有所扩大，合计影响 CPI 上涨 0.07 个百分点。3) 租金：主要住所租金上涨 0.7%，自有住房等价租金上涨 0.7%，继续维持高位，合计影响 CPI 上涨 0.22 个百分点。租金的粘性，一方面受前期房价上涨影响，另一方面则受劳动力市场紧张影响。4) 其他服务项：周期性服务中的医疗保健服务（0.6%，前值 0.1%）、教育服务（0.5%，前值 0.1%）和价格涨幅小幅扩大；周期性服务中的交通服务（-0.1%，前值-1.6%）价格降幅收窄，食品和住宿服务（0.2%，前值-1.2%）价格转涨。

核心通胀韧性突显，联储“必须坚持加息”，警惕资产波动

8月数据超预期，再次体现了美国通胀的韧性和反复性。从细分项看，汽油价格是下拉力量，而以租金为代表的核心通胀韧性突显，这也是我们在以往报告中多次提及“三季度美国通胀尤其是核心通胀有极大反弹风险”的判断依据。

我们也曾多次提示，1) 在通胀高位、通胀变宽的时期，通胀读数被错估的概率越大，市场进入了“容易犯错”的时段，资产价格的波动会更为剧烈；2) 长端美债利率大概率会继续先反应政策收紧和高通胀而上行，基于衰退预期过早押注其走向的风险性极大。昨日金融市场剧烈波动也有所印证。此次市场波动如此之大，还有一个原因是，通胀超预期的点不在非核心项，而是租金和非周期服务，后者粘性强，大幅减弱了市场对美国通胀下行的乐观预期。

往后看，年内美国通胀的回落速度会很慢，年底大概率仍在7.5%以上。一是，鉴于依旧维持强劲的劳动力市场以及薪资大幅上涨的背景，短期内核心通胀涨价难以放缓，我们预计最大的支撑项——租金同比到年底或将上行至7%左右。二是，欧洲能源危机愈演愈烈，四季度能源价格有反弹的风险。三是，通胀宽度仍未见收窄，涨价扩散的压力仍然存在。

为了防止高通胀的自我固化，联储“必须坚持加息”，预计加到4%应该是一个偏基准的情形。联储想要的“通胀下降”的明确证据可能有二：一是核心CPI环比要大致回到0.2%的水平；二是通胀宽度要明显收窄，回

到 50-60%的区间（目前接近 90%，接近 1980 年代初和 1990 年代初的水平），避免涨价压力的持续扩散与通胀预期的持续升温。我们可能不该把同比读数视为通胀下降的依据，因为在高基数影响下，明年美国 CPI 同比和核心 CPI 同比基本不太可能回到 2%的水平；但只要核心 CPI 环比下降至 0.2%，意味着核心通胀的涨价压力基本消退，从环比年率的视角，核心通胀也基本回到 2%目标附近了。

在通胀高位、联储继续加息的背景下，市场进入“容易犯错”时段，交易逻辑极易受到经济和通胀数据扰动而频繁切换，资产价格大幅波动的情况可能愈发常见。

风险提示：美国经济和通胀形势超预期，美联储货币政策超预期

报告目录

一、 8 月美国 CPI 数据述评.....	4
（一） 通胀读数再起海外预期.....	4
（二） 汽油是拖累，房租是拉动.....	4
二、 核心通胀韧性突显，联储“必须坚持加息”，警惕资产波动.....	7

报告正文

—

8 月美国 CPI 数据述评

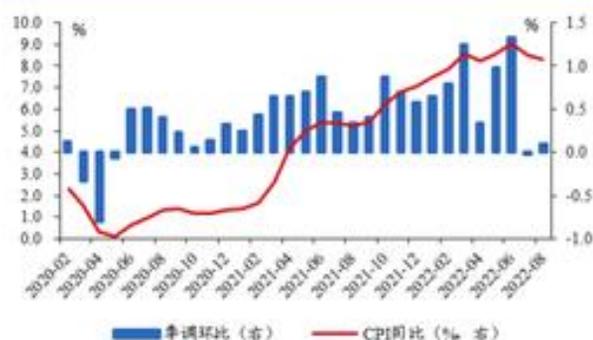
（一）通胀读数再超海外预期

8 月美国 CPI 同比从 8.5%下行至 8.3%，核心 CPI 同比从 5.9%上行至 6.3%，两者走势再超海外市场预期。

8 月美国 CPI 同比 8.3%，彭博预期 8.1%，前值 8.5%；核心 CPI 同比 6.3%，彭博预期 6.1%，前值 5.9%。

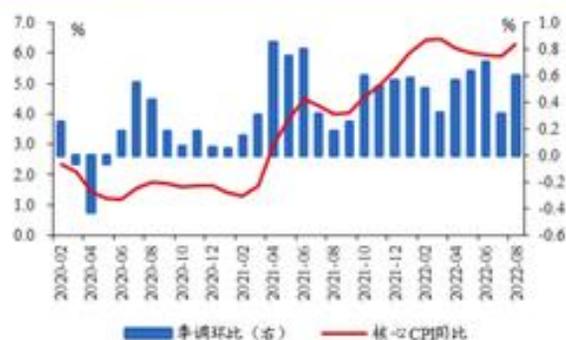
8 月季调 CPI 环比上涨 0.1%，预期下降 0.1%，前值持平；季调核心 CPI 环比上涨 0.6%，预期 0.3%，前值 0.3%。

图表 1 CPI 同比 8.3%，回落 0.2 个百分点



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 2 核心 CPI 同比 6.3%，上行 0.4 个百分点



资料来源: Bloomberg, 华创证券

（二）汽油是拖累，房租是拉动

同比来看，能源价格是拖累 CPI 下行的主因，房租则是主要边际拉动项。

能源价格同比从 32.9%回落至 23.8%，边际影响 CPI 下降 0.64 个百分点；细分来看，汽油价格涨幅大幅回落，能源服务价格涨幅小幅扩大。食品价格同比从 10.9%升至 11.4%，边际影响 CPI 上涨 0.07 个百分点；

其中，家用食品价格上涨 13.5%，是 1979 年 3 月以来最大涨幅。

租金同比从 5.9% 升至 6.4%，额外拉动 CPI 0.2 个百分点。此外，非周期性服务、周期性服务、非耐用品价格涨幅均有所扩大，耐用品价格涨幅基本持平。

图表 3 最近三个月美国 CPI 细分项同比及 Z 值（分类视角）

CPI 分类	权重(%)	同比 (%)				Z score (60个月)		
		8月	7月	6月	疫情前3年	8月	7月	6月
整体CPI	100.0	8.3	8.5	9.1	2.1	2.0	2.2	2.6
核心	78.9	6.3	5.9	5.9	2.1	2.2	2.0	2.2
商品	19.7	7.2	7.1	7.3	-0.3	1.1	1.1	1.2
耐用品	12.5	7.9	8.0	8.4	-0.7	0.7	0.8	0.9
机动车及零部件	7.9	9.1	8.8	9.5	-0.3	0.5	0.5	0.6
家具及耐用家用设备	2.8	10.3	10.7	10.0	-0.7	1.9	2.1	2.0
休闲耐用品及车辆	1.4	-1.5	-0.4	0.3	-3.1	-0.2	0.2	0.5
其他耐用品	0.3	2.4	2.8	2.9	0.5	0.8	1.0	1.0
非耐用品	5.7	6.7	6.2	6.1	0.2	2.6	2.6	2.8
服装和鞋	2.5	5.4	5.4	5.5	-0.6	1.4	1.5	1.6
药品及其他医疗用品	1.4	3.9	3.5	3.1	1.3	2.1	1.9	1.6
其他娱乐非耐用品	0.9	8.3	7.0	7.4	-2.2	2.8	2.6	3.0
家居用品	0.9	11.7	11.0	10.7	0.7	3.0	3.0	3.2
其他	1.4	7.6	6.7	6.6	1.6	2.9	2.7	2.8
住所租金	31.1	6.4	5.9	5.6	3.4	3.4	3.4	3.3
主要住所租金	7.6	6.8	6.3	5.8	3.7	3.3	3.2	3.0
自有住房等价租金	23.5	6.3	5.8	5.5	3.3	3.4	3.4	3.3
服务	27.2	5.3	4.6	4.9	2.0	2.4	2.0	2.4
周期性服务	11.8	6.5	5.5	6.5	1.8	1.7	1.4	1.8
交通	3.6	12.5	9.9	10.1	0.9	2.4	1.9	2.1
娱乐服务	3.7	4.3	4.5	4.7	2.6	1.4	1.6	1.9
食品和住宿服务	2.1	4.2	2.6	7.1	1.5	0.3	0.1	0.9
一般服务	2.3	3.0	3.0	3.1	1.8	1.2	1.3	1.5
非周期性服务	15.5	4.5	3.9	3.7	2.2	2.9	2.4	2.1
公用事业	1.1	4.6	4.4	4.4	3.3	2.4	1.9	2.2
医疗保健	6.0	2.2	2.2	2.5	2.2	0.2	0.2	0.2
金融服务和保险	3.3	12.9	10.9	9.1	5.0	2.9	2.5	2.0
通信	2.4	0.1	0.2	0.1	-2.9	-0.1	0.0	0.0
教育	2.8	3.1	2.6	2.7	2.5	1.4	0.7	0.8
非核心	21.1	15.7	18.5	21.1	2.4	1.7	2.3	2.9
食品	13.9	11.4	10.9	10.4	1.4	2.9	3.0	3.1
能源	7.3	23.8	32.9	41.6	4.5	1.0	1.7	2.3

资料来源: Bloomberg, 华创证券, 注: 大类根据细分项重新组合, 与下表中的官方分类有细微差异。

图表 4 8月美国 CPI 同比拉动拆分

CPI 分项	名称	权重(%)	8月同比 (%)	拉动 (百分点)	权重(%)	7月同比 (%)	拉动 (百分点)	8月拉动减7月拉动
	所有项目	100.00	8.3	-	100.00	8.3	-	-
1	食品	13.88	11.4	1.58	13.85	10.9	1.51	0.07
2	家庭食品	7.64	13.5	1.04	7.63	13.1	1.00	0.04
2	非家用食品	6.23	8.1	0.50	6.21	7.6	0.47	0.03
1	能源	7.26	23.8	1.72	7.17	32.9	2.36	-0.64
2	能源商品	4.06	27.1	1.10	3.98	44.9	1.79	-0.68
3	燃油和其他燃料	0.16	-8.9	0.08	0.16	54.6	0.09	-0.01
3	汽油	3.89	20.2	1.02	3.82	44.5	1.70	-0.68
2	能源服务	3.20	19.8	0.63	3.19	18.8	0.60	0.03
3	电力	2.46	15.8	0.39	2.46	15.2	0.37	0.01
3	公用管道燃气服务	0.74	33.0	0.24	0.73	30.5	0.22	0.02
1	所有项目 (不含食品和能源)	78.87	6.5	4.97	78.99	5.9	4.67	0.30
2	商品(不含食品和能源类)	20.67	7.0	1.45	20.69	7.0	1.44	0.01
3	家具和其他家用产品	3.70	10.6	0.39	3.73	10.8	0.40	-0.01
3	服饰	2.64	5.1	0.13	2.69	5.1	0.14	0.00
3	交通工具(不含汽车燃料)	7.92	9.1	0.72	7.87	8.8	0.69	0.02
4	新车	3.78	10.1	0.38	3.74	10.4	0.39	-0.01
4	二手车和二手车	3.49	7.7	0.27	3.47	6.6	0.23	0.04
4	机动车辆和设备	0.39	13.5	0.05	0.39	14.1	0.05	0.00
3	医疗用品	1.50	4.0	0.06	1.51	3.7	0.06	0.01
3	娱乐用品	1.96	3.9	0.08	1.96	4.1	0.08	0.00
3	教育和通信商品	0.49	-7.3	-0.04	0.49	-7.0	-0.03	0.00
3	酒精饮料	1.01	4.3	0.04	1.01	4.2	0.04	0.00
3	其他商品	1.45	7.6	0.11	1.45	6.7	0.10	0.01
2	服务(不含能源)	58.20	6.1	3.52	58.29	5.5	3.23	0.29
3	住所	32.57	6.3	2.05	32.58	5.7	1.86	0.19
4	房租	32.23	6.3	2.04	32.23	5.8	1.86	0.19
3	水、下水道和垃圾回收服务	1.08	4.6	0.05	1.08	4.4	0.05	0.00
3	家庭综合	0.90	6.6	0.06	0.90	6.4	0.06	0.00
3	娱乐服务	3.70	4.3	0.16	3.70	4.5	0.17	-0.01
3	教育和通信服务	6.05	1.5	0.09	6.07	1.5	0.09	0.00
3	医疗服务	7.05	3.6	0.40	7.07	3.1	0.36	0.04
3	运输服务	5.22	11.4	0.59	5.29	9.2	0.48	0.11
3	其他个人服务	1.64	5.8	0.09	1.63	5.9	0.10	0.00

资料来源: Bloomberg, 华创证券

环比来看，房租、医疗保健、运输服务价格上涨驱动核心通胀涨价加速，对冲了汽油价格的下跌，CPI 环比小幅上涨 0.1%。具体来看：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46188

