

美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息

美国核心 CPI 通胀率 8 月基本维持不变且基本符合市场预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率从 7 月的 0.32% 略微上升到 0.35%（市场预期：0.3%）。整体 CPI 环比增速从 7 月的 0.20% 反弹到 0.38%，高于市场预期。其中能源环比通胀率转正到 0.69% 是主要原因（7 月为 -1.07%），食品环比通胀率亦上涨 0.41 个百分点到 0.46%。按同比看，美国整体 CPI 通胀率因为基数下降而回升 0.2 个百分点到 2.9%，而核心 CPI 通胀率则维持在 3.1% 不变（图表 2）。

从环比细分数据来看，住房 CPI 显著走强，核心商品 CPI 略微上升，扣除住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）下滑明显（图表 1）：

- 核心商品价格环比增速继续微升 0.07 个百分点到 0.28%，关税影响仍较为温和。其中服装商品通胀率或因为换季因素大涨 0.43 个百分点到 0.5%。运输商品通胀率亦上涨 0.32 个百分点到 0.54%。但这更多是因为二手车价格的上涨，新车涨价较少（图表 3）。酒精饮料价格亦有较显著上涨。除了服装和运输价格上涨和关税关系不大之外，较容易受到关税影响的家具环比通胀率下跌 0.61 个百分点到 0.09%。
- 住房价格环比增速 8 月上升 0.2 个百分点到 0.44%。这主要是因为受季节性因素影响较大的外宿环比通胀率转正所致（8 月：2.29%，7 月：-1.02%）。业主等价租金亦回升 0.1 个百分点到 0.38%，不过根据房价的走势，我们认为业主等价租金继续上涨的空间或相当有限。主要居所租金环比通胀率大致持平（图表 4）。
- 超级核心服务价格环比 CPI 增速下滑 0.33 个百分点到 0.22%。运输服务环比通胀率成为唯一走强分项（8 月：1.01%，7 月：0.78%），主要受油价和暑假因素而继续上涨的机票价格驱动（8 月：5.87%，7 月：4.04%，图表 5）。医疗护理、娱乐服务、教育和通讯商品服务的环比通胀率均有所下滑。

与此同时，8 月非农数据继续弱于市场预期。首先，新增非农就业人数从 7 月的 7.9 万人进一步下行到 8 月的 2.2 万人，远低于市场预期的 7.5 万人（图表 6）。6 月数据再被下修 2.7 万人，到 -1.2 万人，不过 7 月数据被略微上修 6 千人。此外，于 9 月 9 日公布的初步基准修订数据显示，截止到今年 3 月的一年间的非农新增就业人数被下修 91.1 万人，是 2000 年以来幅度最大的下修。其次，失业率从 7 月的 4.248% 进一步上升至 8 月的 4.324%（图表 7）。再次，平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均略微下滑（图表 8）。最后，发布较晚的 JOLTS 职位空缺和失业人数比率 7 月读数已经跌至 0.99，远低于疫情前 1.19 的 2019 年平均水平（图表 9）。继续走弱的 8 月劳动力市场数据再次印证了我们一直以来的观点——此前数据的改善并不能持久，劳动力市场数据将继续走弱。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 9 月 12 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息

往前看，通胀前景的关键仍在关税对商品价格的影响上，核心服务 CPI 并无显著上涨压力。虽然 7-8 月暑假商品环比通胀率并未体现关税影响，但是从历史规律来看、相当部分商家或在秋季新品上市的季节重新定价（涨价），关税影响在今后的数据中或有更明显体现，尽管影响从目前来看似乎会低于几个月前的预期。除了关税对核心商品 CPI 的潜在影响之外，核心 CPI 其他组成部分或没有显著上涨压力。在核心服务 CPI 中，8 月较为强劲的外宿和机票价格均得益于暑假的季节性因素，波动较大，或不会持久。此前美联储较为关注的业主等价租金的上涨在房租和房价持续低迷的情况下，亦无需特别担心。

在关税政策方面，仍需关注行业关税和中美谈判，但整体风险或已显著小于此前对“对等关税”全部实施的担忧。随着特朗普 7 月底公布各个国家的新关税税率，4 月以来一直令市场较为忧心的“对等关税”问题，目前来看已基本尘埃落定。然而，我们并不认为关税风险已经完全化解。接下来行业关税和中美贸易谈判将会是美国关税政策不确定性的重点所在，尤其是近期可能会公布的芯片和医药产品的加征关税（参见：[关税问题上我们还需要担忧什么？](#)）。

结合鲍威尔此前的发言以及 8 月的通胀和就业数据，我们继续维持 9 月美联储会议将降息 25 个基点的基本预测。在 8 月 21-23 日举行的杰克逊霍尔经济研讨会上，鲍威尔表示美联储货币政策立场可能需要调整。这一表态在我们看来是较为明显的降息暗示。而 8 月迄今为止的经济数据发布亦奠定了 9 月开始降息的基础：8 月非农就业数据继续恶化，通胀数据大致符合市场预期，我们维持 9 月开始降息、幅度为 25 个基点的基本预测。虽然劳动力市场数据近两个月来接连下滑、引发了对经济衰退的担忧，但是考虑到关税对通胀的影响仍未完全体现，我们认为美联储在首次重启降息时就下调 50 个基点的可能性不大。即将在 9 月议息会议上更新的季度经济指标预测或将明确今年的总共降息幅度。我们目前维持今年一共还有 2 次 25 个基点的基本预测，不过风险更偏向于更大幅度的降息。如果关税对通胀的影响不大，劳动力市场加速走弱，那么美联储可能在今年剩余的 3 次议息会议（9 月、10 月、12 月）上，均降息 25 个基点。

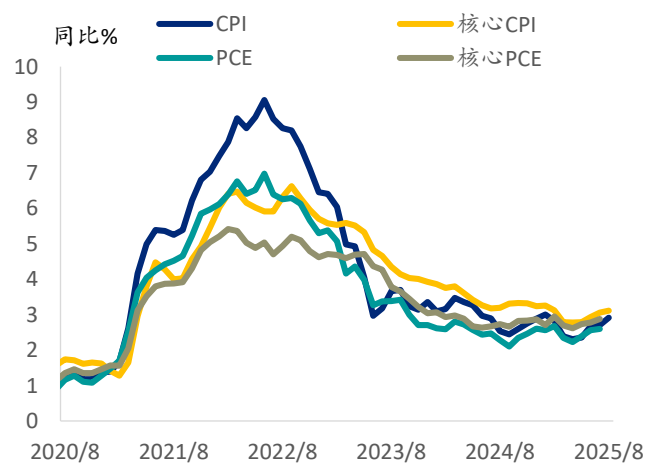
风险提示：降息过快或特朗普的加征关税导致再通胀；降息过慢引起经济衰退；中美关税战再次爆发；中东、俄乌等地缘政治风险。

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 (%)
	25 年 8 月	25 年 7 月	25 年 6 月	25 年 8 月	25 年 8 月
CPI	0.38	0.20	0.29	100.0	0.38
食品	0.46	0.05	0.33	13.6	0.06
能源	0.69	-1.07	0.95	6.4	0.04
核心 CPI	0.35	0.32	0.23	80.0	0.28
- 商品	0.28	0.21	0.20	19.3	0.05
家用家具和供给	0.09	0.70	0.98	3.6	0.00
服装	0.50	0.07	0.43	2.5	0.01
运输	0.54	0.22	-0.38	7.2	0.04
医疗护理	-0.26	0.05	0.10	1.5	0.00
娱乐商品	-0.01	0.43	0.77	1.9	0.00
教育和通讯商品	-0.29	-1.29	-0.01	0.7	0.00
酒精饮料	0.59	0.10	0.14	0.8	0.00
其它	0.36	0.20	0.33	1.3	0.00
- 服务	0.35	0.36	0.25	60.6	0.21
住房	0.44	0.23	0.18	35.5	0.16
主要居所租金	0.30	0.26	0.23	7.5	0.02
外宿	2.29	-1.02	-2.89	1.4	0.03
业主等价租金	0.38	0.28	0.30	26.2	0.10
核心服务扣除住房	0.22	0.55	0.36	25.2	0.06
医疗护理	-0.14	0.79	0.56	6.8	-0.01
运输	1.01	0.78	0.16	6.2	0.06
娱乐	-0.16	0.41	0.23	3.4	-0.01
教育和通讯商品	0.07	0.18	0.12	4.9	0.00
其它个人服务	-0.15	0.83	0.63	1.0	0.00

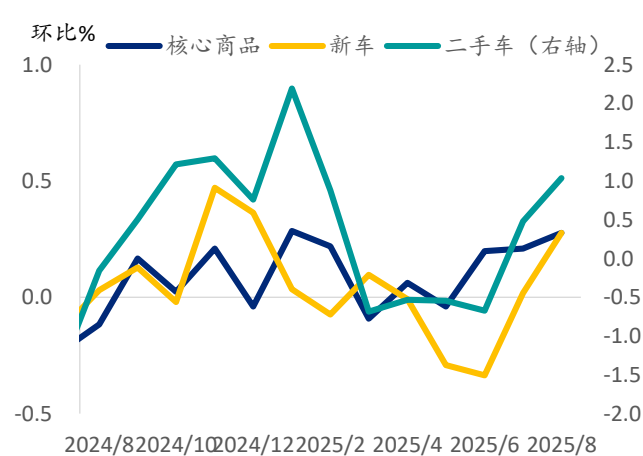
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：8 月核心 CPI 同比通胀率基本维持不变，整体 CPI 同比通胀率因为基数下降而回升



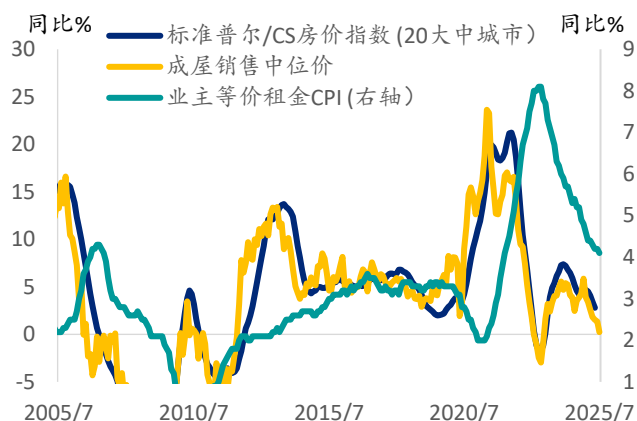
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 3：8 月核心商品 CPI 仅小幅上升，二手车价格上升较多



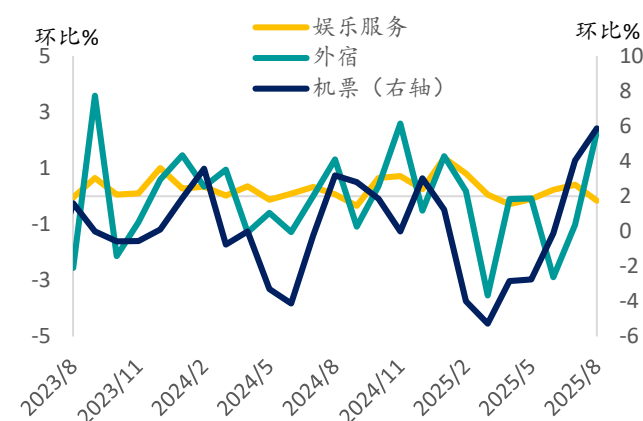
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4: 业主等价租金的上涨在房租和房价持续低迷的情况下, 亦无需特别担心



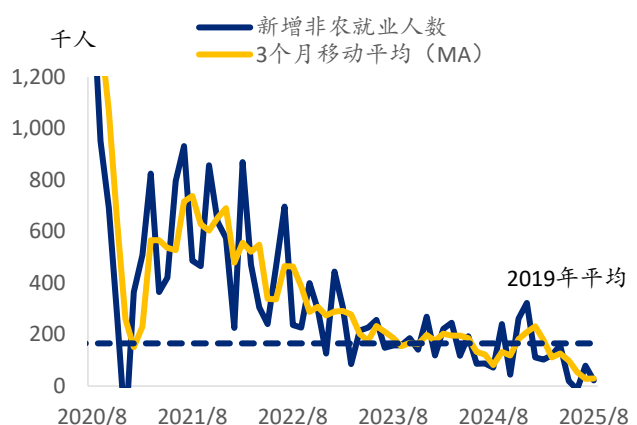
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 5: 季节性因素推高机票和外宿通胀率



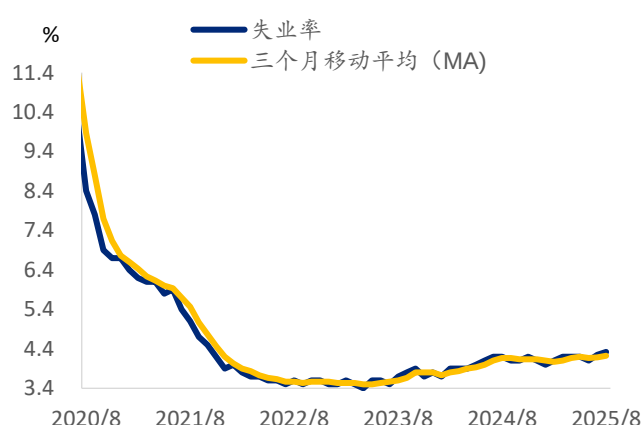
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 6: 8月新增非农就业人数继续下滑且低于市场预期



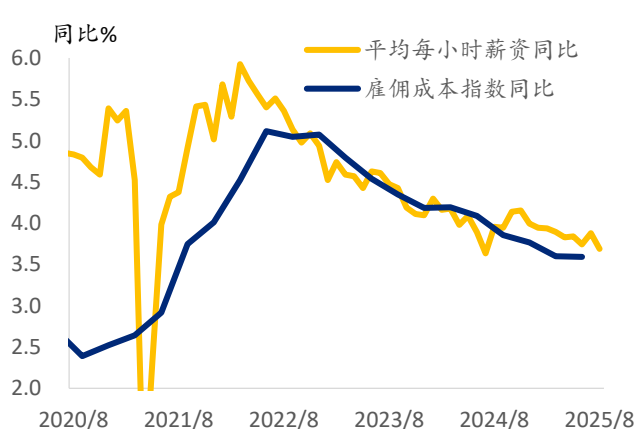
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 7: 8月失业率回升



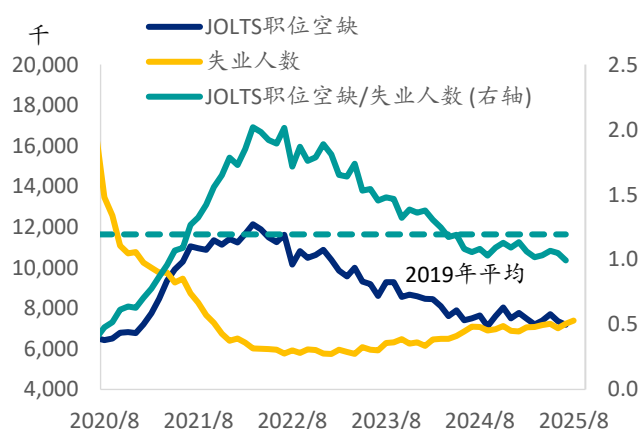
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 8: 平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均略微下滑



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 9: 8月 JOLTS 职位空缺和失业人数比率已经跌至 0.99



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化

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,日后可作修改而不另通知,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联属公司、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关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

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

