

美国经济

通胀反弹，但市场更关注就业风险

美国 8 月 CPI 明显反弹，食品和能源价格环比大幅回升，核心 CPI 环比增速升至 2024 年初以来次高。核心商品价格增速加快，新车和二手车价格涨幅扩大，但前期涨幅较大的家具、医疗用品和休闲商品价格小幅回落。核心服务价格延续上涨，房租、酒店、机票等服务价格明显回升。但市场更关注就业风险，首次领取失业金人数创 2021 年 10 月以来新高，2024 年 4 月至 2025 年 3 月新增就业人数下调幅度超出市场预期。就业恶化风险超过通胀失控风险，市场对全年降息 3 次概率预期已升至 81%。我们预计美联储可能在 9 月和 12 月两次降息，合计降息 50 个基点，年末联邦基金利率目标降至 3.75%-4%。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。降息和白宫对美联储干预可能推动美债收益率陡峭化。

■ **食品和能源价格反弹，CPI 环比大幅上升。**8 月 CPI 季调后环比增速从 7 月的 0.2% 升至 0.38%，略高于市场预期的 0.33%；CPI 同比增速则从 2.7% 升至 2.9%，重回反弹趋势。食品价格 8 月环比增速从 0% 升至 0.5%，其中家庭食品环比增速从 -0.1% 反弹至 0.6%，外出就餐则保持在 0.3%。能源价格环比增速从 -1.1% 升至 8 月的 0.7%，其中汽油价格从 -2.2% 反弹至 1.9%。能源服务则因燃气价格下跌而环比下降 0.2%。展望未来，食品价格环比增速可能小幅回落，能源则因汽油价格回升而保持反弹。预计 9 月 CPI 环比增速可能保持在 0.4%，对应同比增速升至 3.1%。

■ **核心通胀依然较高，交通工具推动核心商品价格反弹。**8 月核心 CPI 环比增速从 0.32% 升至 0.35%，稍高于市场预期的 0.31%。核心 CPI 平均增速从 1-6 月的 0.22 升至 7-8 月的 0.33%；同比增速保持在 3.1%。核心商品价格环比增速从 0.21% 增至 8 月的 0.28%，其中二手车从 0.5% 升至 1%，新汽车也从 0% 升至 0.3%，显示汽车及零部件关税正逐渐传导至最终价格。其他商品价格小幅回落，先前涨幅较大的家具、医疗护理、休闲商品和个人用品等价格均有所下降。展望未来，由于关税对进口商品最终价格的影响继续显现和企业前期囤积库存的消耗，核心商品价格可能延续上升。

■ **房租通胀反弹，其他服务通胀依然居高。**核心服务环比增速从 0.4% 降至 8 月的 0.3%。占 CPI 比重近 35% 的房租环比增速从 0.27% 升至 0.36%，创近半年新高。但 ZILLOW 市场房租增速仍在放缓，本月房租反弹可能是短暂波动。除房租外的其他服务环比增速从 0.48% 降至 8 月的 0.33%，增速仍较快。出行服务继续保持较高增速，8 月外宿和机票价格环比分别大幅增长 2.3% 和 5.9%，显示需求回暖。前期涨幅较快的医疗护理服务环比增速从 0.8% 降至 -0.1%，休闲服务、教育通讯服务与杂项个人服务也普遍回落，但机动车维修价格继续反弹。展望未来，特朗普移民政策将一方面继续推动房租通胀下行，但也将大幅推升其他服务通胀压力，特别是大量依赖移民劳工的医疗、休闲和杂项个人服务业。原材料和汽车等产品关税也可能间接推升服务通胀，特别是机动车维修和保险等相关服务价格。

■ **通胀持续反弹，但市场更关注就业风险。**美国就业市场明显转冷，9 月第一周首次申请失业金人数大幅上升 2.7 万人至 26.3 万人，大幅超出市场预期的 23.5 万人，创 2021 年 10 月以来新高。其中德州因延长了洪水补助而大幅增加 1.5 万人。2024 年 4 月至 2025 年 3 月新增就业人数也被下调 91.1

刘泽晖

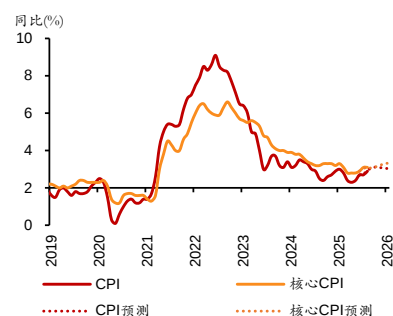
(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

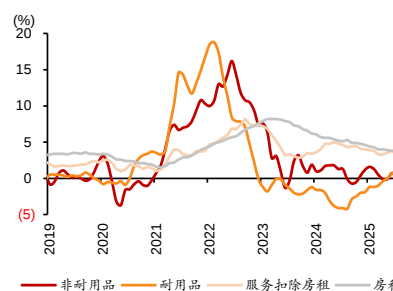
叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk



资料来源: Wind, 招银国际环球市场



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

万人，平均每月新增就业从 13.6 万降至 6 万人，下调幅度超出市场预期。美联储的双重政策目标下，就业市场恶化风险已明显超过通胀失控风险，我们预计美联储将在 9 月开始降息。但因通胀回升且仍超过目标，美联储可能会在 10 月暂停一次，12 月继续降息，年末联邦基金利率目标降至 3.75%-4%。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。

图 1: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动

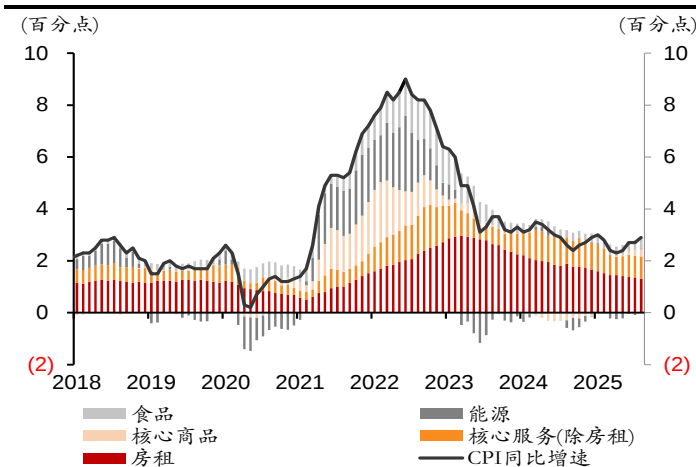


图 2: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速

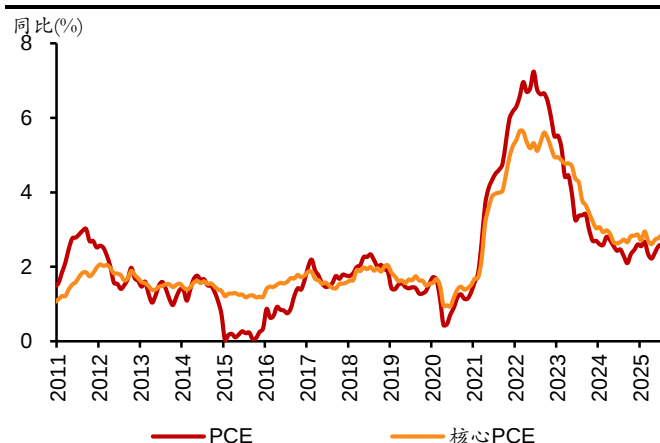


图 3: 美国不变价收入增速

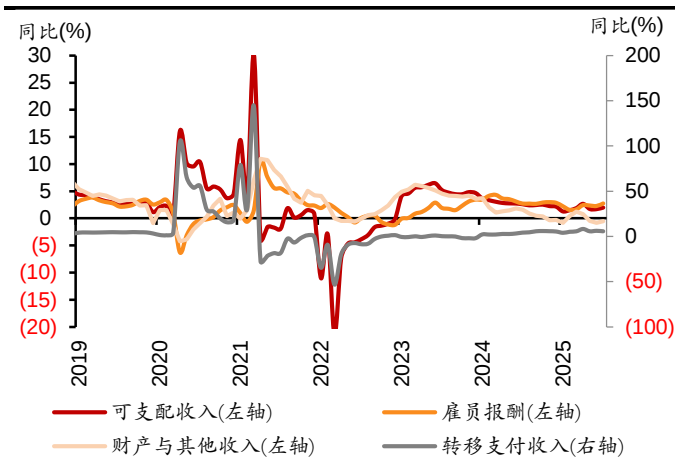


图 4: 美国家庭储蓄率

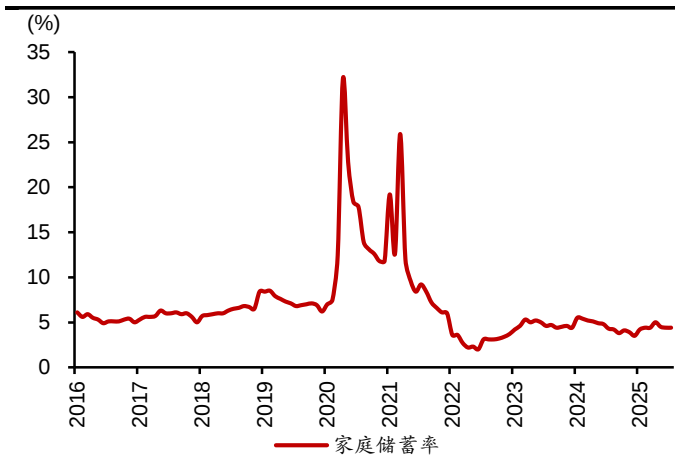


图 5: 美国家庭累计超额储蓄

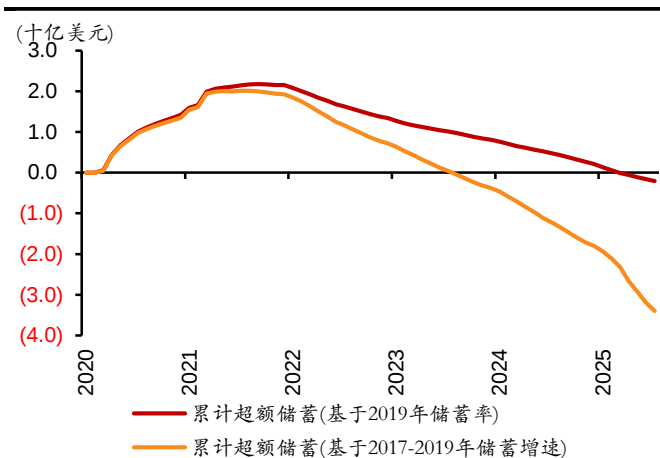


图 6: 美国家庭商品与服务消费

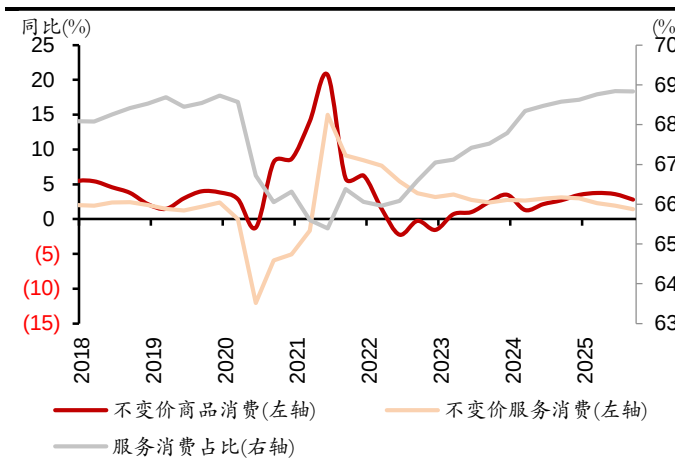
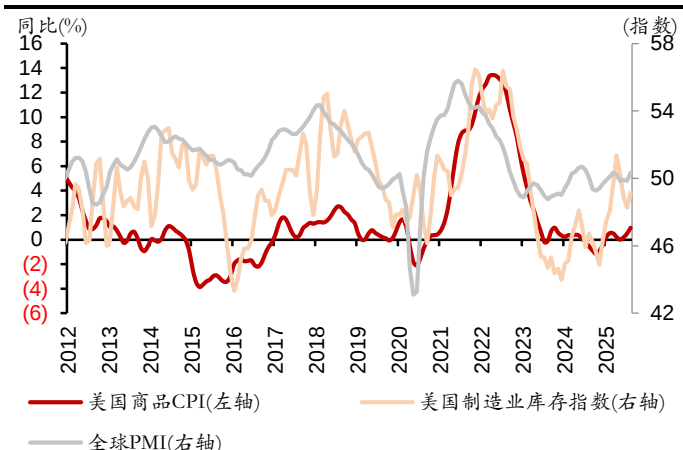
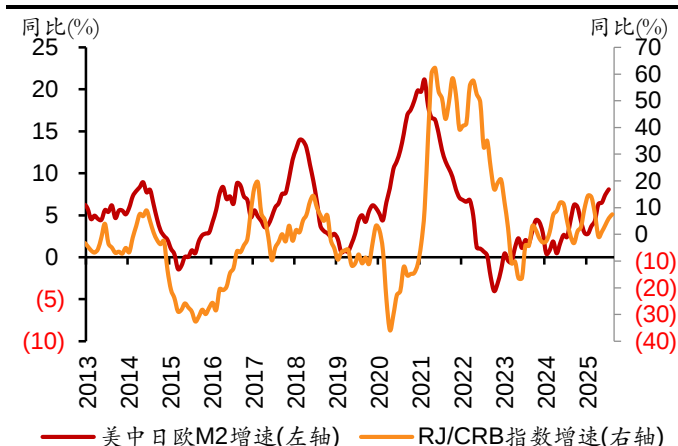


图 7: 美国商品通胀与制造业库存、全球 PMI



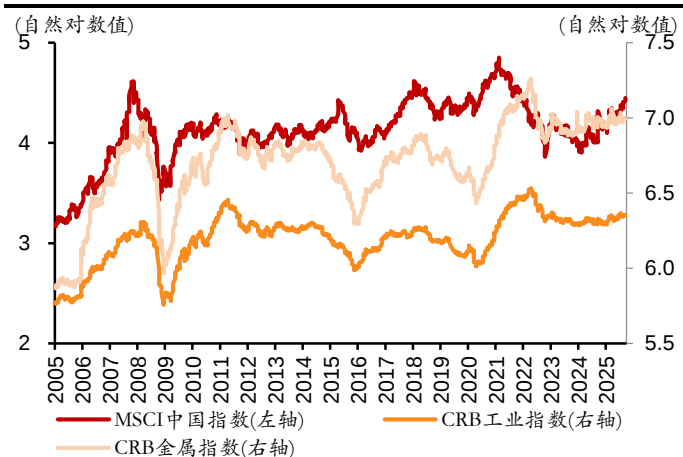
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球 M2 增速与大宗商品价格涨幅



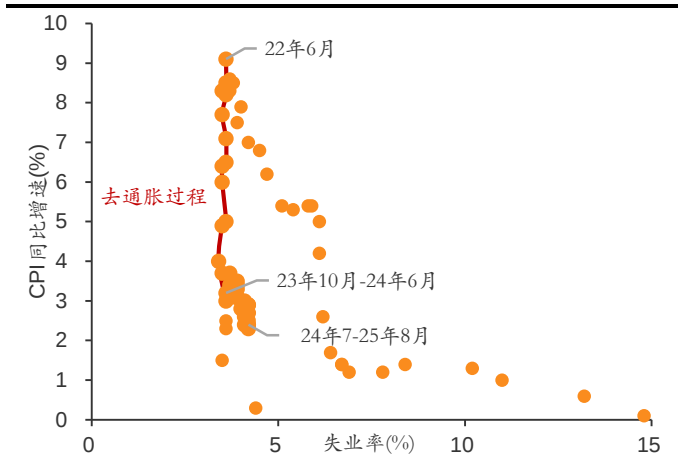
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股市与全球工业、金属价格周期



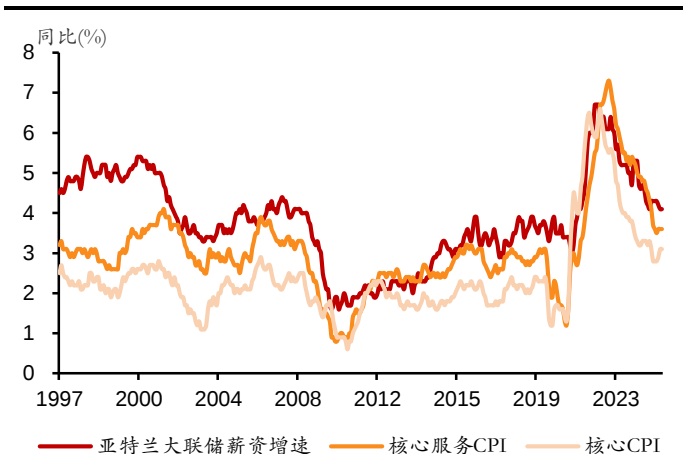
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国菲利普斯曲线



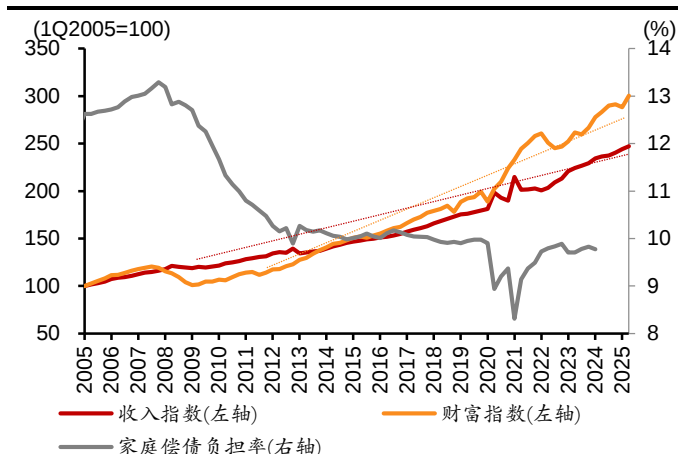
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国薪资增速与核心通胀



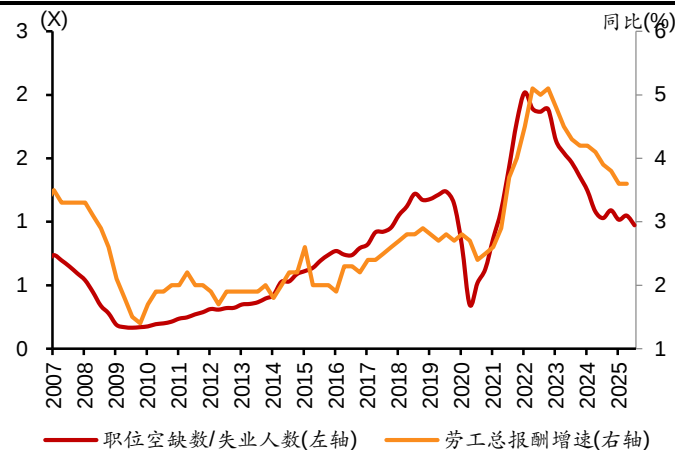
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



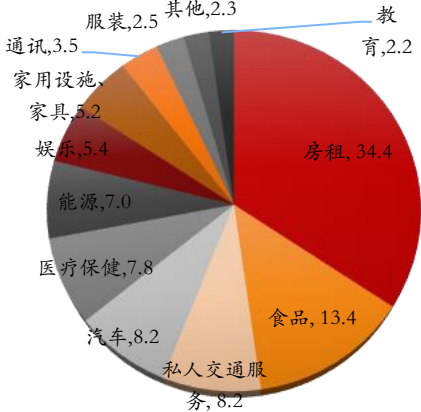
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 职位空缺数/失业人数与劳工报酬增速



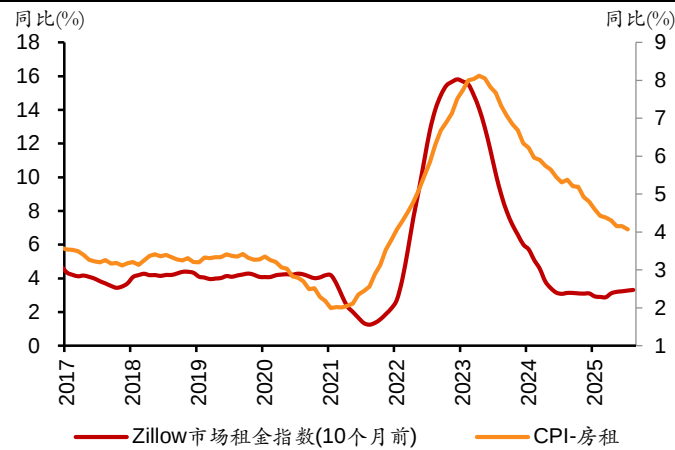
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国 CPI 中主要项目权重



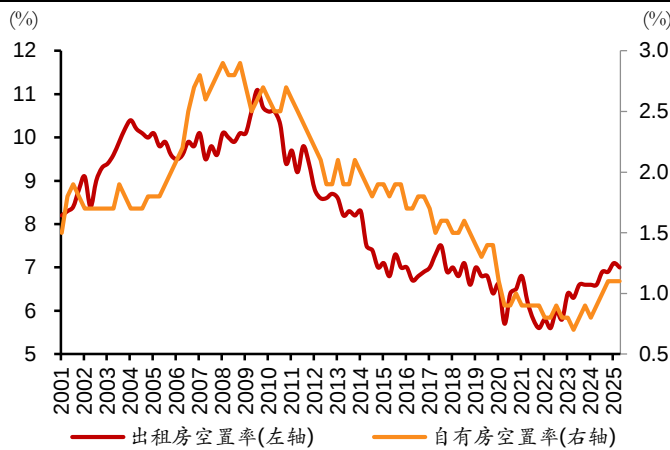
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: Zillow 房租指数与 CPI 房租



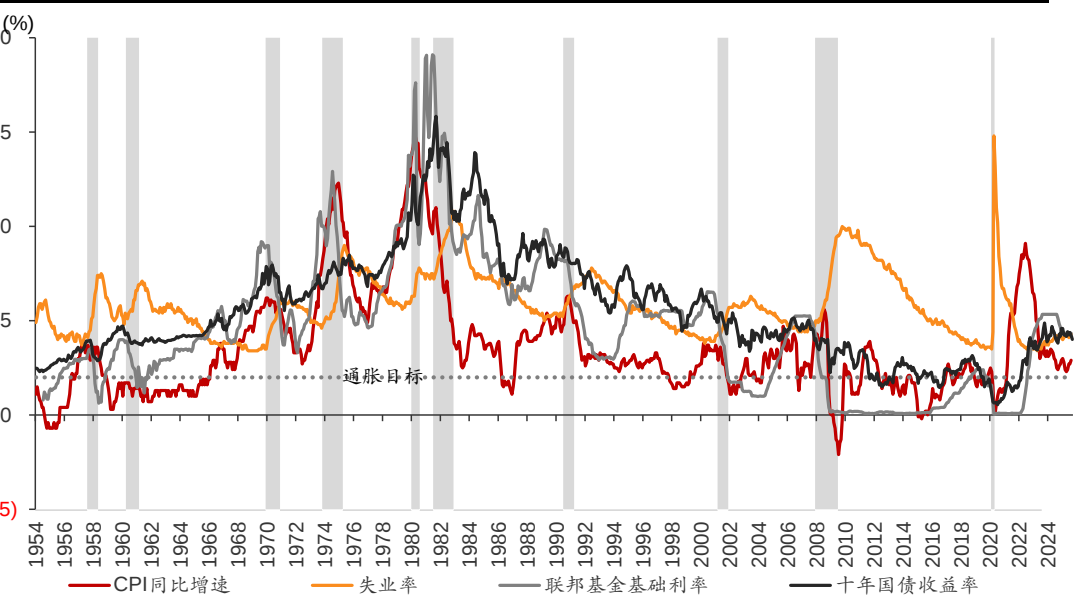
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国住房空置率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国历史 CPI、失业率与联邦基金利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。