

8 月通胀提供的并不是鹰派加息路径

——美国通胀系列二十二

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2026 年 9 月 11 日晚美国劳工部公布 8 月通胀数字。其中：

同比：CPI+3.4%，预期+3.4%，前值+3.4%；核心 CPI+2.4%，预期+2.4%，前值+2.5%。

环比：CPI+0.4%，预期+0.4%，前值+0.1%；核心 CPI+0.3%，预期+0.2%，前值+0.2%。

核心观点

■ 8 月 CPI 表现韧性但不强

美国 CPI 同比走势在油价回升的驱动下保持韧性，整体放缓的程度有所降低。8 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品（+2.7%）再次出现回落、能源（+16.3%）增速再次向上反弹，对通胀的上行形成拉动。8 月以来在地缘反复的情况下能源继续下行的空间约束增强，或意味着 9 月的货币政策决策大概率趋向“加息”这一选择（9 月财政部的回购操作低预期也释放了不降美债期限溢价的信号）。

核心 CPI 同比走势继续放缓，但排除危机等意外情况继续降低空间或有限。结构来看，8 月失业率维持 4.1% 的历史低位，新增就业升至 +16.2 万，在招聘人数维持在低位的情况下，显示出劳动力市场保持在均衡状态，提升通胀对于货币政策决策的影响程度。

■ 关注美联储“鹰派加息”的风险

9 月美联储多鹰的加息强度或决定了市场短期的波动空间。一方面，11 月中选过后财政可能性空间的大概率受限驱动政策需要前置发力——借助一个更糟糕的外部流动性环境换内部流动性空间，贝森特长债回购的低预期也增加了长短美债定价的全球美元融资成本压力。另一方面，美国经济数据的“优良”表现（非农 15+ 万，核心 CPI 韧性）为这种强度提供了经济预期空间。

商品型通胀的上行强度决定了上述压力的释放时间。随着美国经济进入到复苏的中后期，核心服务通胀的回落越来越表现出 2% 以上的韧性，而核心商品通胀却在地缘冲突、厄尔尼诺极端气候影响下面临越来越大的上行压力，创造了通胀的弹性。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
通胀热力图：核心冷，整体热.....	3
总览.....	3
结构.....	3
核心 CPI：继续下降或有限.....	4
商品型通胀 vs 服务型通胀	5
通胀影响：迎接短期压力.....	6

图表

图 1：美国 8 月通胀热力图更新 单位：%YoY	3
图 2：CPI 韧性而核心 CPI 放缓 单位：%YoY	4
图 3：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	4
图 4：二手车和新车分项 单位：%YoY	4
图 5：酒店和交通分项 单位：%YoY	4
图 6：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	5
图 7：房价领先于房租放缓 单位：%YoY	5
图 8：租金和汽车分项 单位：%YoY	5
图 9：两种不同的租金分项 单位：%YoY	5
图 10：油价和盈亏平衡通胀率对比 单位：%YoY	6
图 11：市场对 9 月加息定价上升至 90% 单位：%PCT	6

通胀热力图：核心冷，整体热

总览

美国 8 月通胀热力图更新显示，核心通胀从 6 月的 2.6%进一步放缓至 2.4%，为 2021 年 3 月以来最低水平；从环比的角度来看，8 月核心 CPI 环比增长 0.3%，超出市场预期。

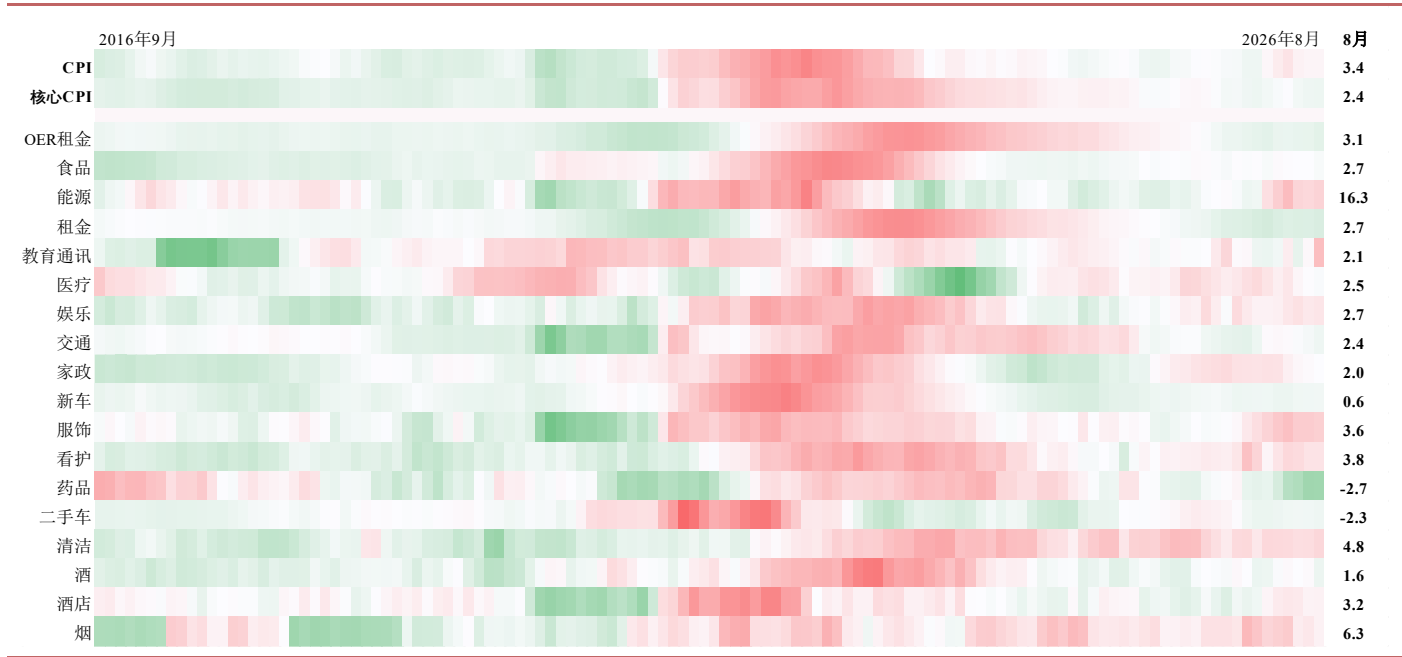
结构

(1) 从核心服务的影响因素来看，其中住房分项（不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金）仍保持在绿色偏“冷”状态，市场的核心焦点仍在地缘状态下的核心商品通胀。

(2) 从波动项来看，食品通胀脱离偏冷区域但依然在不热（2.7%）的低位，但是从细分项服装、烟、酒等的偏暖注意到基本消费品仍在涨价；而能源通胀尽管自 5 月份的高点有所回落，但在中东冲突环境持续的背景下短期“热”的温度回升（16.3%），预计能源通胀的改善需要中东局势的彻底扭转，否则需要等到明年 3 月后的基数效应驱动。

(3) 特别的，8 月份交通运输分项的热度（2.4%）进一步降低，同时新车和二手车分项的热度继续保持在偏冷区域，显示出能源价格的上涨暂时并未传导至实际物流层面，对于经济的压力短期相对有限。

图 1：美国 8 月通胀热力图更新 | 单位：%YoY



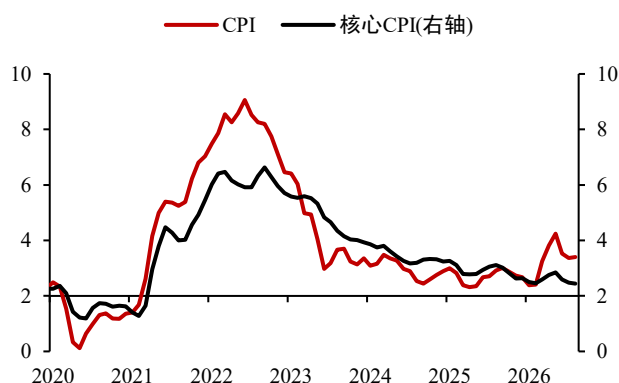
数据来源：FRED 华泰期货研究院

核心 CPI：继续下降或有限

美国 CPI 同比走势在油价回升的驱动下保持韧性，整体放缓的程度有所降低。8 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品 (+2.7%) 再次出现回落、能源 (+16.3%) 增速再次向上反弹，对通胀的上行形成拉动。8 月以来在地缘反复的情况下能源继续下行的空间约束增强，或意味着 9 月的货币政策决策大概率趋向“加息”这一选择（9 月财政部的回购操作低预期也释放了不降期限溢价的信号）。

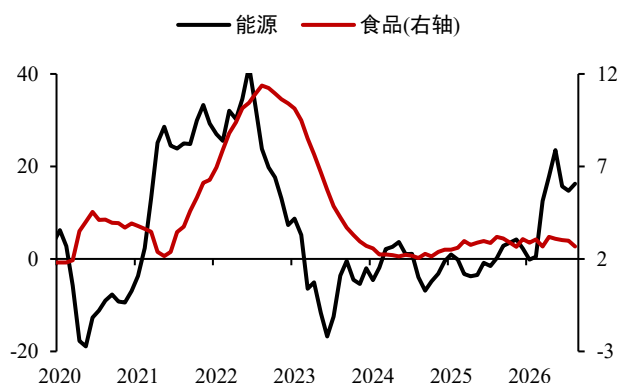
核心 CPI 同比走势继续放缓，但排除危机等意外情况继续降低空间或有限。结构来看，8 月失业率维持 4.1% 的历史低位，新增就业升至+16.2 万，在招聘人数维持在低位的情况下，显示出劳动力市场保持在均衡状态，提升通胀对于货币政策决策的影响程度。

图 2：CPI 韧性而核心 CPI 放缓 | 单位：%YoY



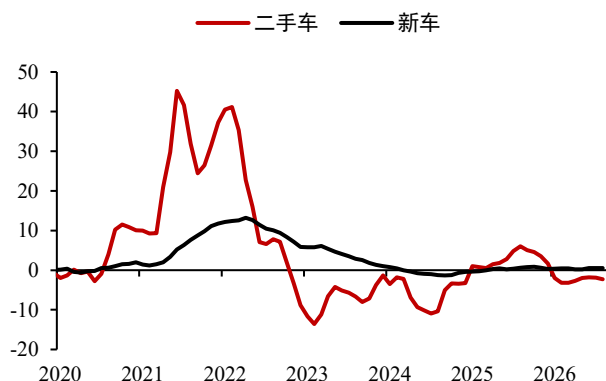
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



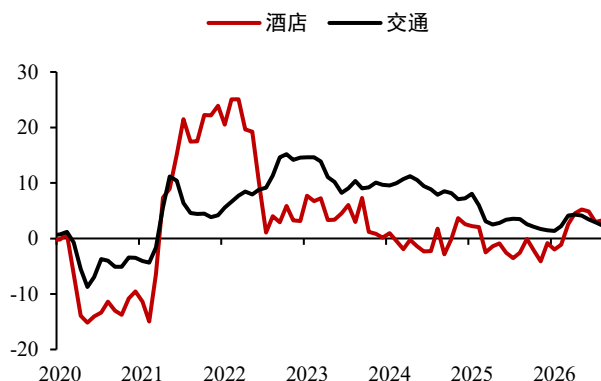
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：二手车和新车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



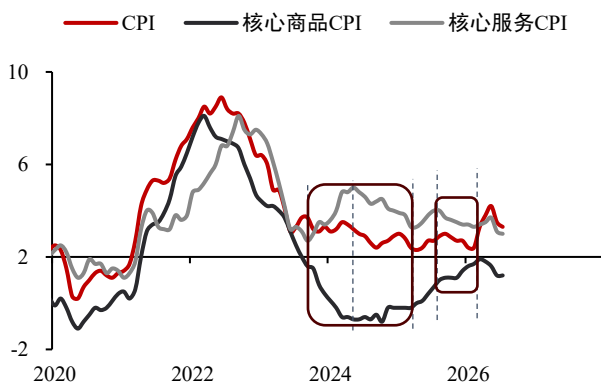
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

商品和服务通胀趋同性上升，形成美国通胀的韧性。自 2024 年以来，美国商品型通胀和服务型通胀表现出显著的分化特征——尤其是 2024 年二季度以来的商品成本回升和服务消费放缓。但是今年 3 月以来，两者的驱动性再次回归。截止 8 月商品型通胀的上升节奏放缓且仍在 2% 以下，同时服务型通胀尽管回落当仍坚定地保持在 2% 以上。

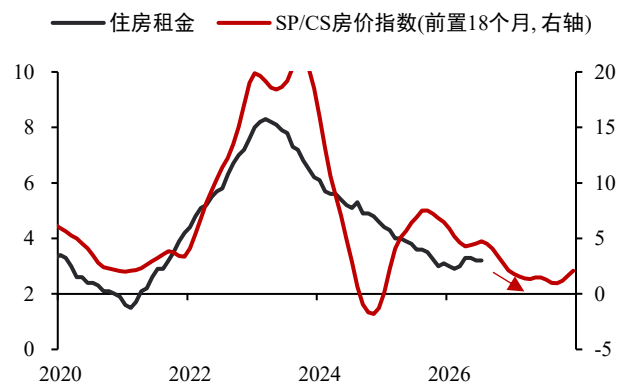
“K 型”经济下美国房租对 CPI 压力的缓和仍在延续。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，尽管自 2023 年年中开始有所回升，但是在高利率影响下再次回到了放缓状态，从滞后效应来看下半年在房价回落的状态下租金成本也将随着趋于放缓，这在当前“AI 经济”的加息背景下提升了美联储对“房地产经济”的不加息可能。

图 6：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



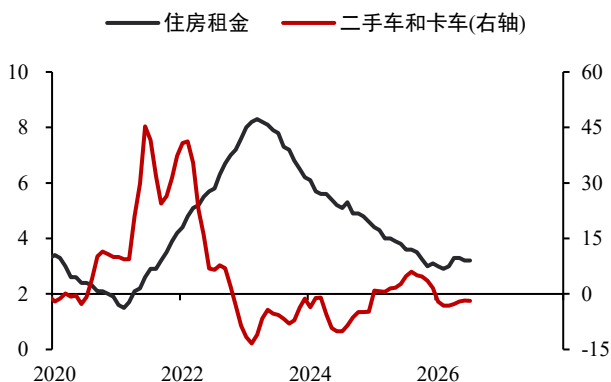
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：房价领先于房租放缓 | 单位：%YoY



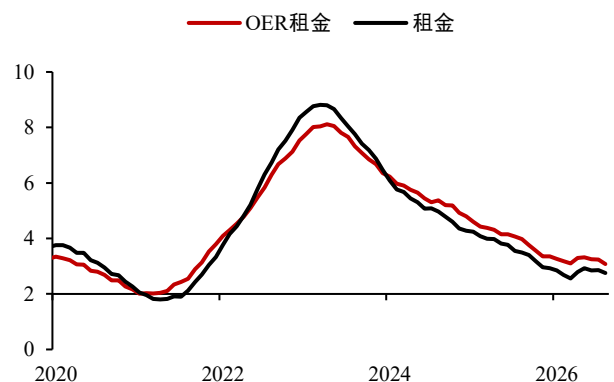
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀影响：迎接短期压力

地缘因素 9 月加剧背景下，美国通胀预期定价和油价上行空间增加。9 月以来中东地缘局势并没与看到缓和迹象——油价突破震荡区间快速上行，因而市场对于成本驱动型的通胀上涨预期短期再次增加。截至 2026 年 9 月 11 日，油价反弹至 100+ 美元/桶，而盈亏平衡通胀率上行至 2.5%。展望未来：

一方面，在 8 月强非农数据的影响下，8 月 CPI 读数的不差以及核心通胀继续空间的受限（↑）为市场提升短期“加息”交易提供了依据，但鹰派或不强；

另一方面，在地缘压力上升，货币偏弱的状态下欧央行等主要央行 9 月已经再次加息，在市场已经定价美联储加息（90+% 的概率）的状态下一定意义上降低了美联储跟随加息的必要性（→）。

9 月美联储多鹰的加息强度或决定了市场短期的波动空间。一方面，11 月中选过后财政可能性空间的大概率受限驱动政策需要前置发力——借助一个更糟糕的外部流动性环境换内部流动性空间，贝森特长债回购的低预期也增加了长短美债定价的全球美元融资成本压力。另一方面，美国经济数据的“优良”表现（非农 15+ 万，核心 CPI 韧性）为这种强度提供了经济预期空间。

商品型通胀的上行强度决定了上述压力的释放时间。随着美国经济进入到复苏的中后期，核心服务通胀的回落越来越表现出 2% 以上的韧性，而核心商品通胀却在地缘冲突、厄尔尼诺极端气候影响下面临越来越大的上行压力，创造了通胀的弹性。

图 10：油价和盈亏平衡通胀率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：市场对 9 月加息定价上升至 90% | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com