下载日志已记录，仅供内部参考





东兴证券 DONGXING SECURITIES

# 若油价持续高企，不排除连续加息

## ——美国 8 月 CPI 数据点评

2026 年 9 月 16 日

宏观经济 | 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国 8 月 CPI 环比 0.4%，符合预期，前值 0.1%；同比 3.4%，符合预期，前值 3.4%；核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%；同比 2.4%，前值 2.5%。

### 主要观点：

1、 部分分项显示出人力成本存在一定压力，与非农薪资数据相吻合。

2、 政策利率处于宽松临界水平，9 月加息概率较大，同时不排除 12 月继续加息。

3、 4 季度后财政货币政策容易产生共振，维持即使没有美伊冲突，中期通胀压力仍存的观点。

对 CPI 环比上涨贡献最大的分项分别为能源、住所、教育和通信服务、运输服务、运输产品、食品；压制通胀贡献最大的分别为医疗服务、医疗用品、家用家居（图 23）。核心通胀中，环比上涨的有通信（2.3%）、外宿（2.4%）、机票（2.7%）、教育（0.8%）、二手车（0.4%）和新车（0.3%），下降最明显的有医疗（-0.2%）和车险（-0.8%）。

**部分分项显示人力成本存在一定压力。**食品分项中的外出全餐环比多月保持较高增速，与其他食品分项走势略有不同（图 3、4）。扣除住宅以外的核心服务通胀环比为 0.3%（前值 0.3%），改变了今年以来每月环比增速均低于去年同期的状态（图 22）。物业服务价格保持一定速度的环比上涨，8 月同比 4.8%，环比 0.5%。医疗服务中，非专业类的医院及相关服务（主要为护理等）同比 5.5%，环比 0.1%。运输服务环比 0.5%，主要来自车辆租赁、机车维修费用；受油价上涨影响，机票和市内交通价格均有明显上升，同比 23.4%和 8.5%，环比 2.3%和 0.8%；同时，车险持续下降（同比-5.1%，环比-0.8%）起到了部分对冲的作用。娱乐服务虽然同比 2.4%，环比 0，但主要是由各种会费没有涨价贡献，影视音频服务、宠物上涨幅度明显，同比 4.5%、4.8%，环比 1%和 0.7%。

我们在 8 月非农数据点评中提到，虽然时薪增速回落并跑输通胀，但最后 25%分位时薪十二月移动平均同比增速明显企稳回升，同时周薪同比仍超过通胀速度。这与在通胀数据中观察到的人力成本存在一定压力相吻合。

**核心商品环比继续保持稳定（0.1%）。**其中汽车价格有所回升；AI 相关电子类产品（电脑及周边、软件，同比分别为 8.4%和 25.4%，环比 3.8%和-2.2%）价格上涨，但手机等价格的下降（同比-14.1%，环比-2.4%）对冲了前者上涨的压力。部分细分项目仍受到关税影响，但占比很小。

**基于经济增速回升，长期高油价对通胀或产生实际压力。**通胀是各种宏观因素共振的结果，对通胀趋势性影响取决于经济基本面和货币财政政策节奏。2011-2014 年，原油价格长期维持在 100 美元/桶附近，但由于当时全球经济处于次贷危机和欧债危机的影响中，实体需求不振，即使在 QE 背景下，美国 CPI 和核心 CPI 并未趋势性上行（图 11）。考虑到本轮经济周期中，经济增速长期水平显著提高（10 年 GDP 实际增速平均水平已在 2.4%以上），油价未能及时有效回落，本轮高油价或产生与 2011-14 年不同的影响。

**政策利率处于宽松临界。**根据我们的简单测算，当前政策利率处于正常与宽松临界状态，若 3 季度 GDP 增速继续走高，若不加息，则政策利率将完全落入宽松区间（图 26）。从特朗普最新的表态来看，11 月中期选举之前，油价都可能维持在高位。届时，高油价与宽松利率或对核心通胀产生实际推动作用。

**若油价继续高企，不排除年内连续加息。**与去年关税前相比，政策方面，货币政策利率低于关税前；财政减税法案全面落地。基本面方面，去年下半年的 3 次降息对就业市场的影响逐渐显现，就业市场略有好转；AI 对 GDP 的拉动作用超过了消费；消费相对稳定。时间上，下半年为传统消费旺季，宽松的财政货币政策容易在四季度与消费产生共振，美国 8 月后的通胀比较容易超出预期。我们在此前的点评中认为 9 月是否加息取决于通胀数据；相较于 9 月，12 月加息概率有所上升。鉴于本次通胀数据，我们认为 9 月加息概率加大，同时不能排除 12 月继续加息。

下载日志已记录，仅供内部参考



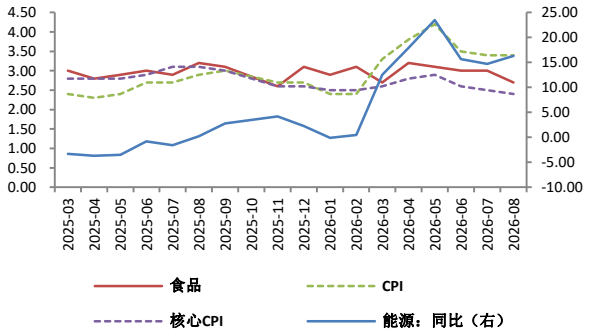
**上调美十债利率至 4.7~5%。**根据我们的模型，这一上限隐含的假设为 1 年内加息 2~3 次且不发生经济衰退。（图 25）

**风险提示：**美国通胀超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

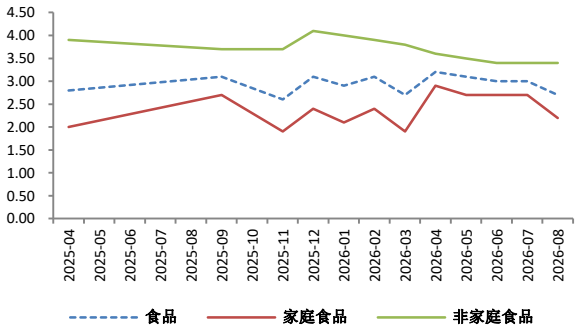


**图1：CPI、核心 CPI、食品和能源价格同比（%）**



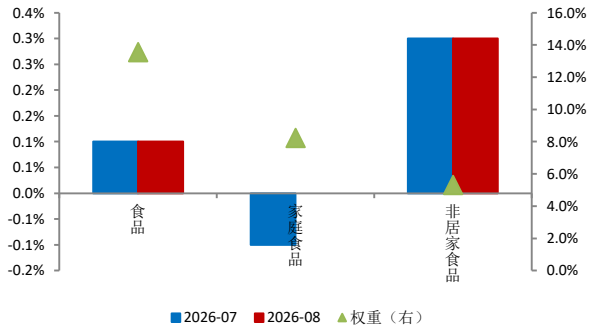

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图2：食品同比（%）**



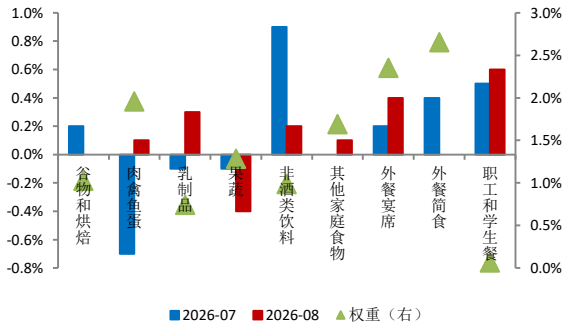

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图3：食品分项环比**



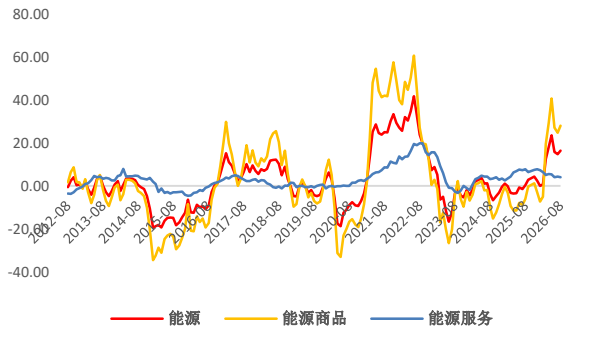

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图4：食品细分项环比**



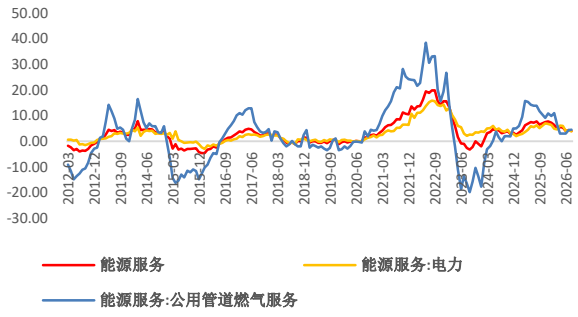

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图5：能源分项同比（%）**




*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图6：能源服务分项同比（%）**



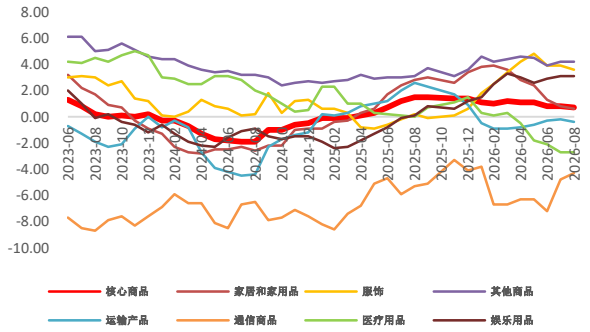

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图7：核心商品价分项同比（%）**

**图8：核心商品分项环比**

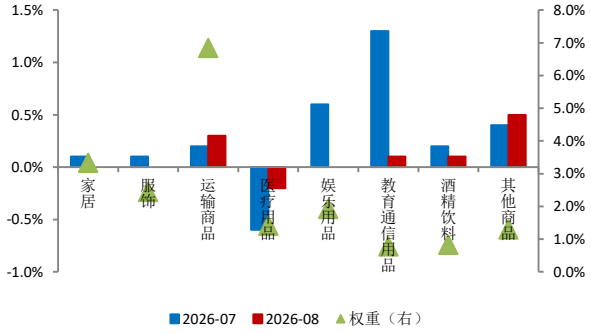
下载日志已记录，仅供内部参考





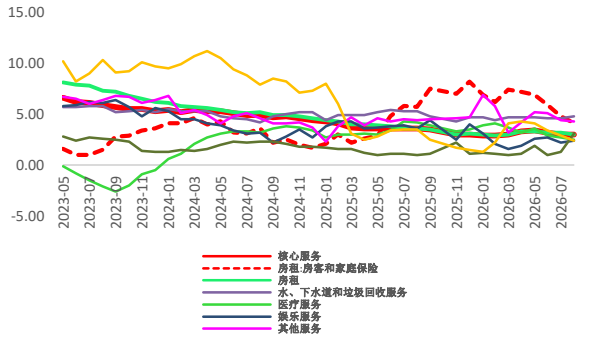

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图9：核心服务分项同比（%）**



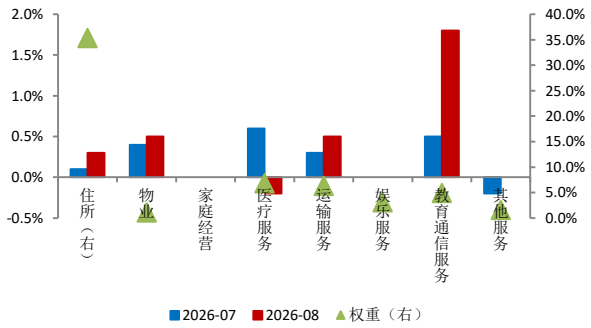

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图10：核心服务分项环比**




*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图11：CPI 与原油同比（%）**



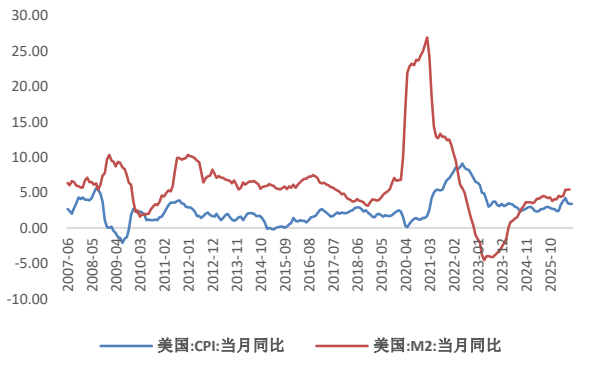

*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图 12：CPI 与 M2 同比（%）**




*资料来源：iFinD，东兴证券研究所*

**图 13：核心 CPI 与 CPI12 月移动平均（%）**

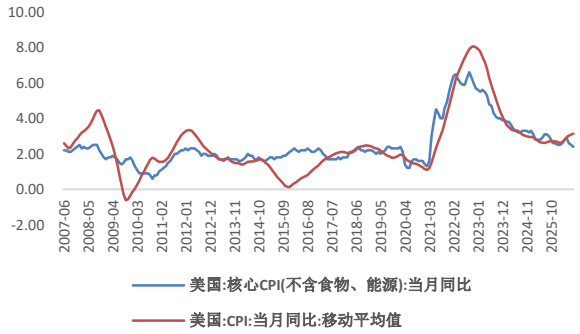



*资料来源：iFinD,东兴证券研究所*

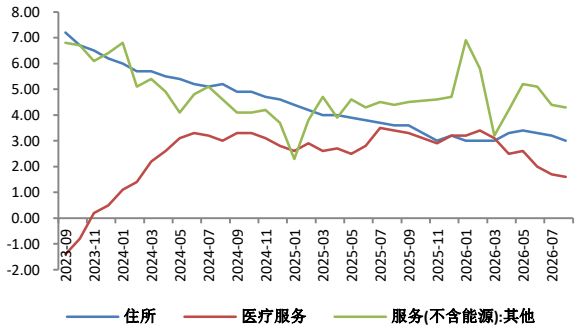
**图 14：常规分项同比 1（%）**

下载日志已记录，仅供内部参考



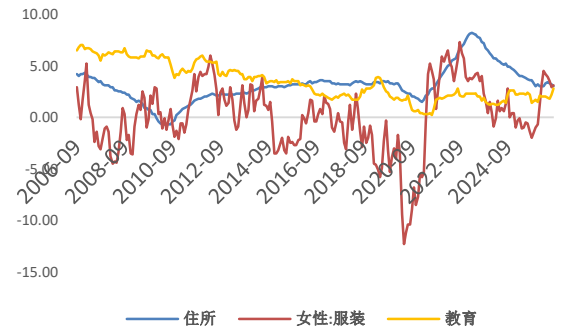



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



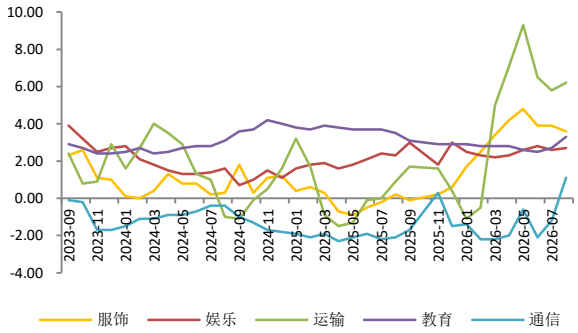

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 15：常规分项同比 2（%）**



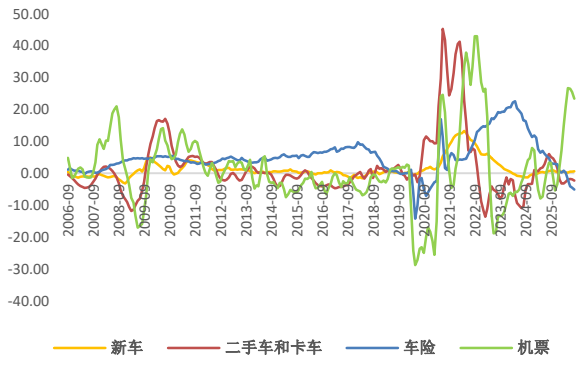

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 16：常规分项同比 3（%）**



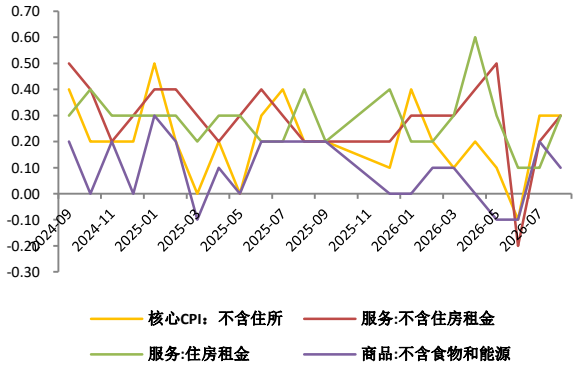

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 17：部分细分项同比（%）**




资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 18：CPI 大类分项同比（%）**




资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 19：美国住宅价格指数与房贷利率（右：%）**

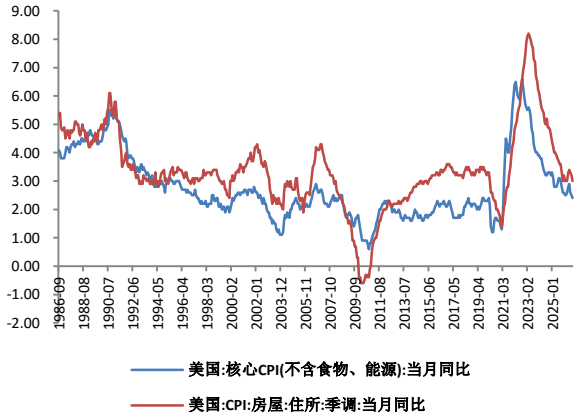
**图 20：住宅价格主导服务价格（%）**

下载日志已记录，仅供内部参考



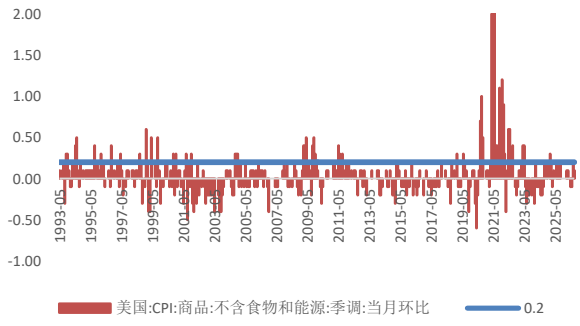



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



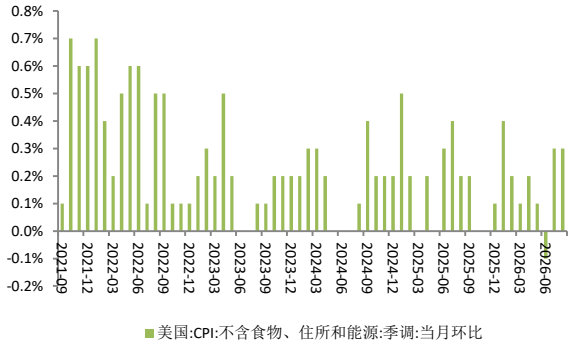

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 21：核心商品环比（%）**



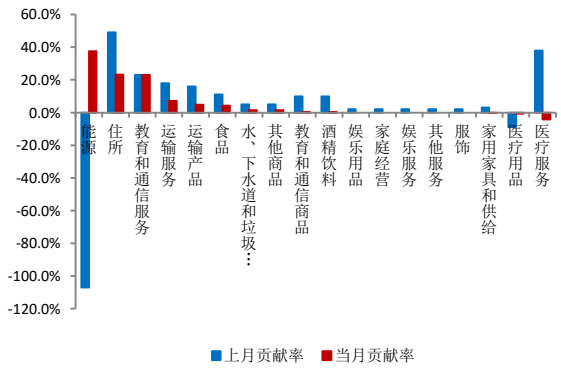

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 22：核心服务（扣除住宅）环比**



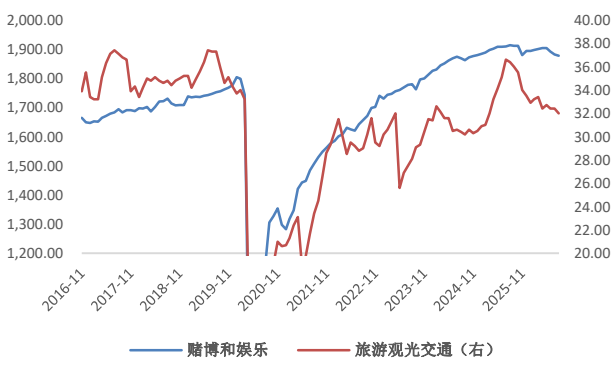

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 23：CPI 环比贡献率（%）**




资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 24：旅游相关就业新增不明显（千人）**



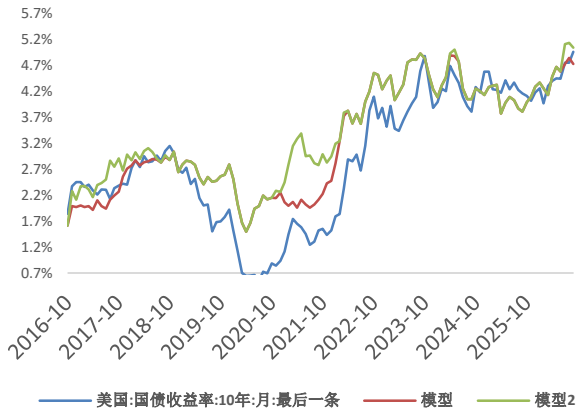

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 25：美十债模型（%）**

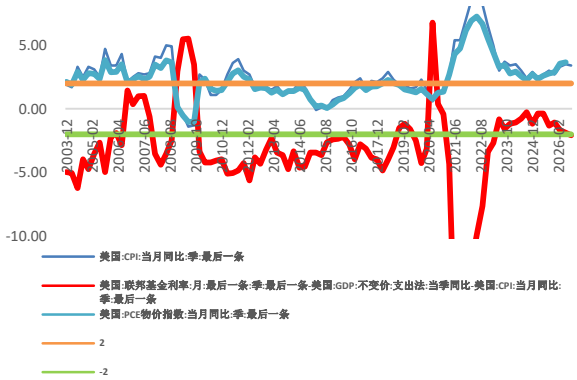
**图 26：政策利率合理空间（%）**

下载日志已记录，仅供内部参考






资料来源：iFinD，东兴证券研究所




资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|---|---|---|
| 宏观普通报告 | AI 相关基建行业就业增长持续—8 月美国非农数据点评 | 2026-09-09 |
| 宏观普通报告 | 不加息符合通胀数据特征—7 月美国 FOMC 点评 | 2026-08-03 |
| 宏观普通报告 | 核心通胀稳定—美国 6 月 CPI 数据点评 | 2026-07-20 |
| 宏观普通报告 | 非农平淡，部分实体就业小幅趋势上升—6 月美国非农数据点评 | 2026-07-06 |
| 宏观深度报告 | 能源冲击回落，美联储或开启缩表—2026 年海外宏观展望 | 2026-06-26 |
| 宏观普通报告 | 关注通胀，沃什鹰中略带鸽派—6 月美国 FOMC 点评 | 2026-06-21 |
| 宏观普通报告 | 能源通胀仍未扩散—美国 5 月 CPI 数据点评 | 2026-06-14 |
| 宏观普通报告 | 原油引发的通胀外溢性尚未显现—美国 4 月 CPI 数据点评 | 2026-05-14 |
| 宏观普通报告 | 政策持续稳定，注重内生动力—4 月政治局会议点评 | 2026-04-30 |
| 宏观普通报告 | 油价系统性风险下降—美伊停火点评 | 2026-04-09 |

资料来源：东兴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师简介

**康明怡**

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

## 东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526