

去通胀“最后一公里”道阻且长

——2023 年 7 月美国 CPI 数据点评

7 月美国 CPI 通胀 3.2%，较前值反弹 0.2pct 终结十二连跌，略低于市场预期；核心 CPI 通胀 4.7%，较前值再回落 0.1pct，符合市场预期。

服务通胀成为美国去通胀“最后一公里”的最大阻碍。一是服务消费回落节奏慢于商品，二是房租通胀出现“滞胀”特征，三是劳动力市场仍然紧张。

一、能源 & 食品：基数变化主导同比走势

能源通缩随基数下行收窄，CPI 通胀“十二连跌”随之终结。能源通胀跌幅从 6 月的 16.7% 收窄至 7 月的 12.5%，对 CPI 通胀拖累从 1.56pct 收窄至 1.11pct，主导了 CPI 通胀的反弹。从环比看，原油、天然气价格涨幅不及预期，且电价环比下跌，是 7 月 CPI 数据不及预期的主要原因。

受基数走高影响，食品通胀连续 11 个月下行。7 月食品通胀已跌至 4.9%，对 CPI 通胀的贡献降至 0.65pct。从环比看，户外餐饮价格增速随出行需求收缩显著回落，家庭食品价格增速则受到了肉蛋奶价格止跌转涨的支撑。

二、核心通胀：服务通胀粘性仍强

核心通胀下行放缓，符合市场预期。商品通胀低位继续下探，而服务通胀高位回落放缓，两者形成鲜明对比。

6 月零售数据指向美国耐用品消费已在减速，7 月通胀数据进一步印证了这一趋势仍在扩张。商品通胀跌至 0.8%，对 CPI 通胀贡献跌至 0.17pct，各分项通胀出现普跌。环比来看，商品价格已连续 2 个月下跌。7 月商品价格跌幅走阔至 0.3%，除医疗用品外的主要分项价格均在下落，且跌幅普遍较 6 月扩大。

相比之下，服务通胀已成为抗通胀“最后一公里”的最大阻碍。7月服务通胀仍高达 6.1%，环比增速仍高达 0.4%，对 CPI 通胀贡献仍高达 3.47pct。三大因素支撑服务通胀保持韧性。一是服务消费受疫情冲击远大于商品，从实际个人消费支出看服务消费至今相较疫前趋势水平仍有缺口。二是美国房地产库存处于低位，供给瓶颈给房地产市场带来“滞涨”压力，对房租形成支撑。三是劳动力市场仍处于供小于求的状态之中，薪资增速对服务通胀仍有支撑。

三、影响及前瞻：加息见顶，降息难期

虽然 CPI 通胀读数小幅反弹，但美国实际政策利率仍高于 2%，逼近次贷危机以来最高水平，继续加息已无必要。然而，房租价格回落和就业市场转冷均需耐心等待货币紧缩滞后效应的发酵，制约了美联储货币宽松的可能性。

前瞻地看，需求收缩对物价的影响仍将从商品向服务扩散，无论 CPI 通胀还是核心 CPI 通胀反弹空间均受限。考虑到房租通胀处于对高利率相对不敏感的“滞胀”状态，劳动力市场总体仍然紧张，后续核心通胀回落速度或低于预期，去通胀“最后一公里”道阻且长。

四、市场表现：国债拍卖抢镜

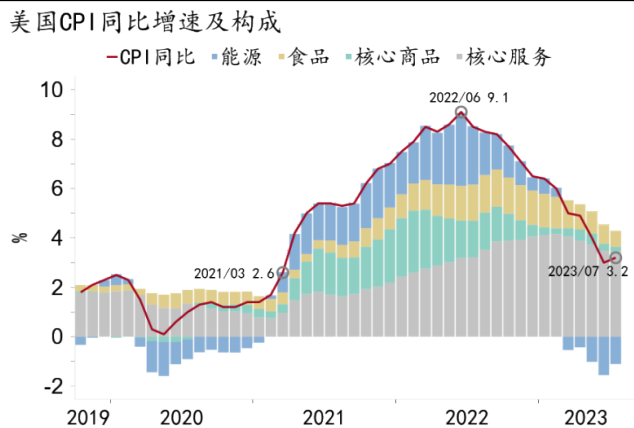
美股三大指数高开低走，最终全线小幅收涨。截至收盘标普 500 指数上涨 0.03%，道琼斯指数上涨 0.15%，纳斯达克指数上涨 0.12%。美国国债收益率在 CPI 数据公布后小幅下降，又在 30 年期美国国债拍卖后大幅反弹。2 年期上浮 3.4bp，5 年期上浮 9.5bp，10 年期上浮 9.7bp，30 年期上浮 8.2bp。国债收益率曲线近端倒挂大幅收敛，中远端渐平。2s10s 曲线倒挂收敛 6.3bp，5s30s 曲线扁平-1.5bp。美元指数小幅上行。从前日的 102.490 上行至今日收盘时的 102.634。美元兑换离岸人民币从前日的 7.2254 小幅上行至收盘时的 7.2410。

美元流动性宽松，境内隔夜交投价格略降。根据 7 月 13 日银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 5.20%，1W 5.36%，1M 5.62%，3M 5.78%。

(评论员：谭卓 王天程 李芸 陈诚)

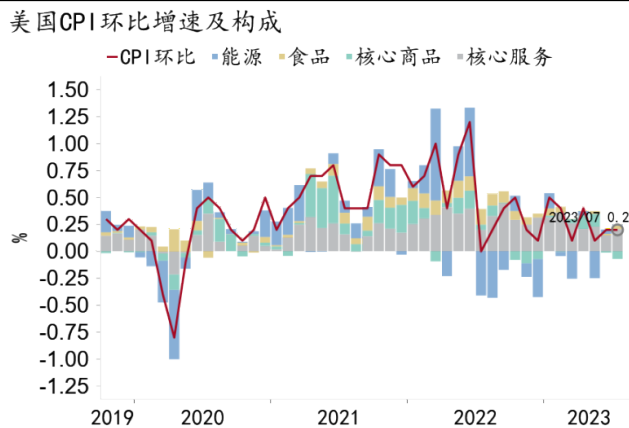
附录

图 1：能源分项主导 CPI 通胀终结“十二连跌”



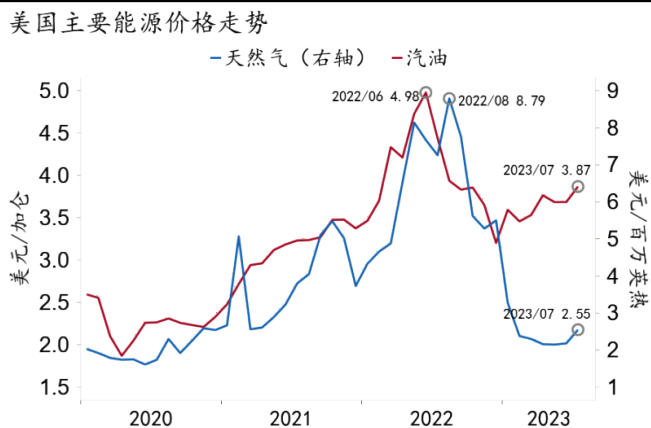
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：商品价格环比下跌



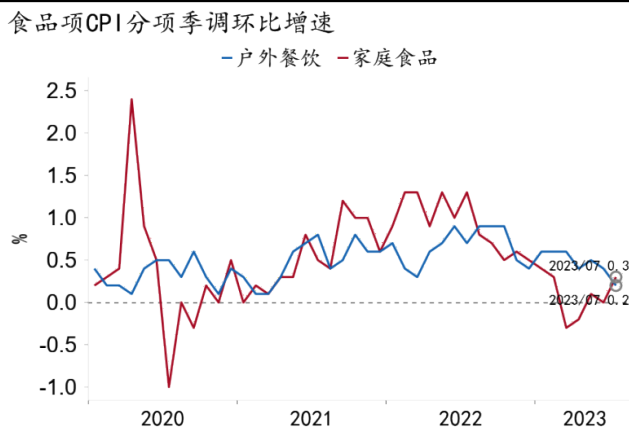
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：主要能源价格均在反弹



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：户外餐饮环比动能走弱



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：商品通胀读数低企

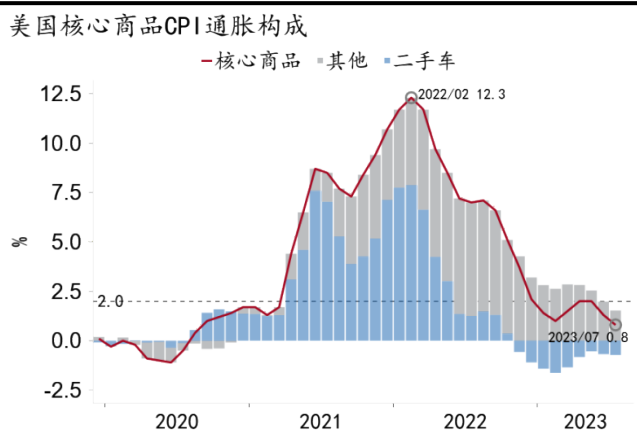


图 6：服务通胀粘性仍强

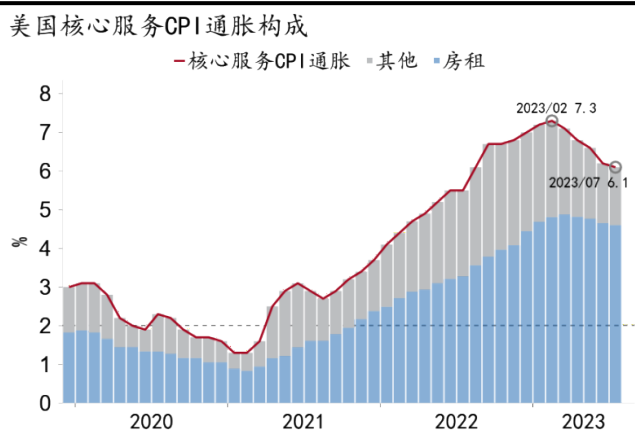


图 7：年初以来公寓租金持续上行

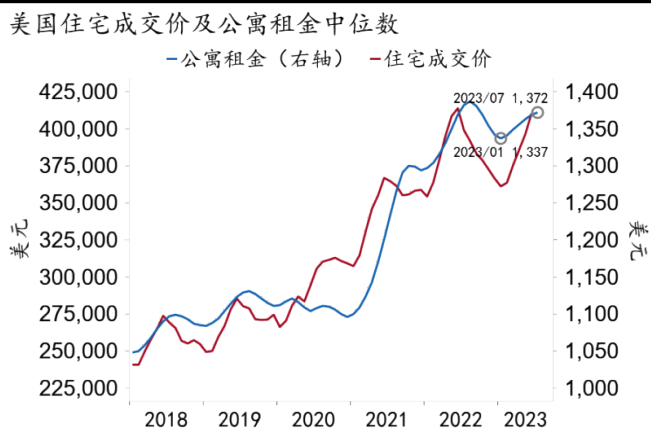


图 8：薪资增速仍在支撑服务通胀

