

服务通胀见顶回落

——2023 年 3 月美国 CPI 数据点评

3 月美国 CPI 通胀 5.0% (预期 5.2%)，较前值回落 1.0pct；核心 CPI 通胀 5.6% (预期 5.6%)，较前值回升 0.1pct。数据发布当日美股全线收跌，标普 500 指数下跌 0.41%，道琼斯指数下跌 0.11%，纳斯达克指数下跌 0.85%；美国国债收益率倒挂收敛，2 年期下跌 5.8bp，5 年期下跌 6.5bp，10 年期下跌 2.8bp，30 年期上涨 1.3bp；美元指数小幅下行，从 102.204 跌至收盘时的 101.526。美元兑换离岸人民币汇率从前一天的 6.893 下降至收盘时的 6.878。

总体上看，非核心通胀是本月预期差的主要贡献项，但 OPEC+ 减产让能源价格下跌失去可持续性。与此同时，禽流感影响边际退坡，蛋类价格大跌 10.9% 亦超市场预期。

核心通胀水平符合市场预期，需求转弱叠加薪资增速放缓令服务通胀显著软化，商品通胀亦保持低位。核心商品通胀维持低位，环比增速小幅反弹，各分项结构分化收窄，商品通胀整体走向均衡。二手车价格已行至一轮超级下跌周期的尾部，其他分项价格波动亦趋于温和。核心服务通胀见顶回落，环比增速亦现软化。房租价格环比增速连续第二个月回落，劳动密集型服务业通胀亦已随薪资增速下行而软化，仅出行相关服务价格仍有较强韧性。

前瞻地看，能源、食品分项仍将在基数效应支撑下继续下拉总通胀，服务分项的下拉力有望逐月走强，商品分项通胀则将保持低位。预计美国 CPI 通胀将于年中曲折下行至 4.0% 附近。

一、能源食品：通胀超预期回落的主要贡献项

银行业风险问题触发避险交易，原油、天然气价格普跌。能源 CPI 环比大跌 3.5%，其中汽油分项下跌 4.6%，天然气分项下跌 7.1%。叠加去年同期基数上行，能源 CPI 同比自 2021 年 2 月以来首次转负，跌至 -6.4%，下拉 CPI 通胀 0.5pct。

虽然户外餐饮通胀仍然韧性十足，环比保持高位、同比续创新高，但鸡蛋分项开始大幅回吐前期禽流感问题带来的过大涨幅，家庭食品价格在鸡蛋价格驱动下环比大跌 0.3%。受此影响，食品项环比增速跌至 0，创 2020 年 8 月以来新低，叠加去年同期基数走高影响，同比增速亦连续第七个月回落，录得 8.5%。

前瞻地看，能源、食品分项仍将是美国 CPI 通胀下行的主要驱动力。一是蛋价仍将继续回落，二是粮价下跌向 CPI 的传导虽迟但到，三是去年同期基数仍高，四是户外餐饮通胀料将随服务通胀软化，故食品通胀的回落趋势大概率不会改变；OPEC+再度减产让能源价格环比下跌难以持续，但高基数仍将支撑同比增速进一步下行。

二、核心商品：结构分化收窄

二手车价格阶段性供求平衡导致跌幅收窄，二手车价格环比下跌 0.9%，连续第九个月下跌，但结束了连续六个月超 1% 的大跌，受此影响核心商品环比增速反弹至 0.2%。新车价格环比上涨 0.4%，涨幅走阔。

其他商品分项价格涨幅整体与上月相近，但结构分化收窄，指向商品通胀正在整体层面走向均衡。家具、衣着、娱乐用品等上月环比增速高企的分项本月环比增速均显著回落，机动车配件、医疗用品、通讯设备、酒精饮料等上月环比增速低企的分项本月环比增速则出现反弹。

前瞻地看，美国核心商品价格或随经济走弱开启新一轮小幅下行，叠加同期高基数影响，核心商品通胀同比增速或将在较长时间内保持在 2.0% 以下，不再对通胀造成上行压力。

三、核心服务：通胀边际软化

核心服务通胀开始软化，同比增速见顶回落至 7.1%，环比增速亦回落至 0.4%，为 2022 年 1 月以来最低值。

房租通胀有所软化。从统计看，房租 CPI 环比增速连续两个月回落，前期跌幅已开始和数据中有所反应；从实际看，3 月公寓租赁价格却在上行，中长期房租通胀或仍具粘性。

薪资增速放缓已传导至物价端，叠加服务业需求边际收缩，服务业 PMI 跌至 51.2，废物处理、娱乐、医护等劳动密集型行业通胀环比增速均显著下行。

值得注意的是，与户外活动相关的服务价格仍在快速上行，反映出行需求仍然强劲。机票价格环比上涨 4.0%，旅店价格环比上涨 3.1%。另外代表餐饮服务业的户外餐饮分项价格环比上涨 0.6%。

前瞻地看，薪资增速放缓、需求边际转弱、房租跌幅逐步计入数据均是服务业通胀持续回落的推力，服务通胀将逐渐成为美国通胀回落的主要贡献项。

四、影响及前瞻：美联储 5 月仍将加息 25bp

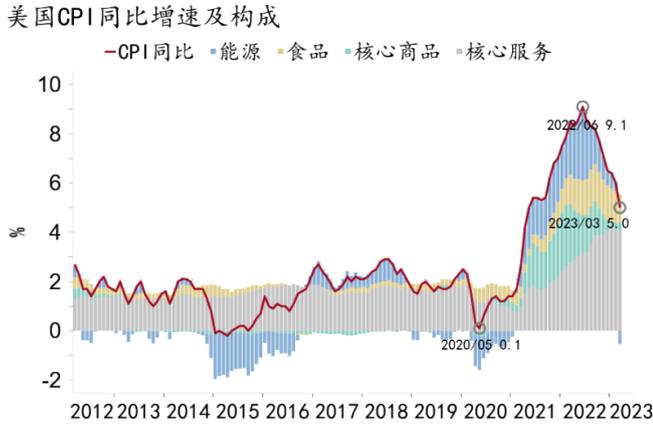
本月通胀下行幅度超出市场预期，但更为重要的核心通胀水平符合市场预期，且同比、环比增速均超美联储目标水平。叠加 OPEC+减产令油价转跌为涨、银行业风险阶段性缓解，美联储 5 月或仍将加息 25bp。美元隔夜利率曲线（OIS）显示美联储有 74% 的可能性会在 5 月份继续加息 25bp，政策利率下限终点为 5.0%，下半年降息约 70bp。

美元流动性宽松，价格平稳。境内美元短期流动性宽松，中长期交投清淡。价格方面，根据 3 月 23 日银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 4.87%，1W 5.0%，2W 5.03%，1M 5.22%，3M 5.37%。

（评论员：谭卓 王天程 李芸 陈诚）

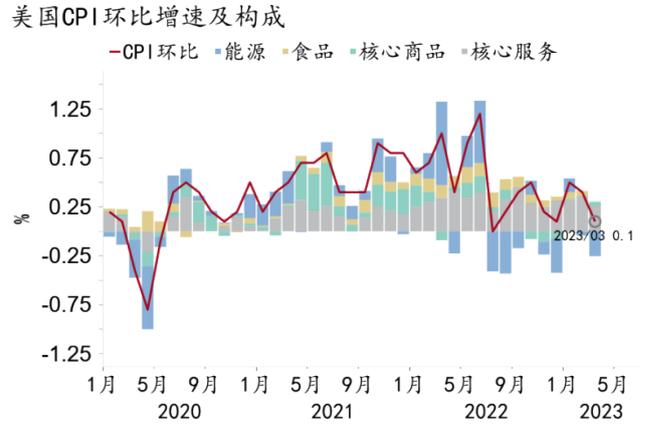
附录

图 1：能源项驱动美国 CPI 通胀快速回落



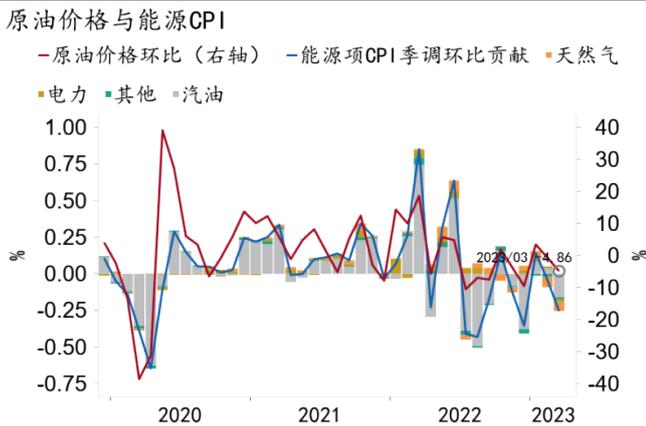
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：食品价格环比增速创 2020 年 8 月以来新低



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：原油价格单月跌幅超 4%



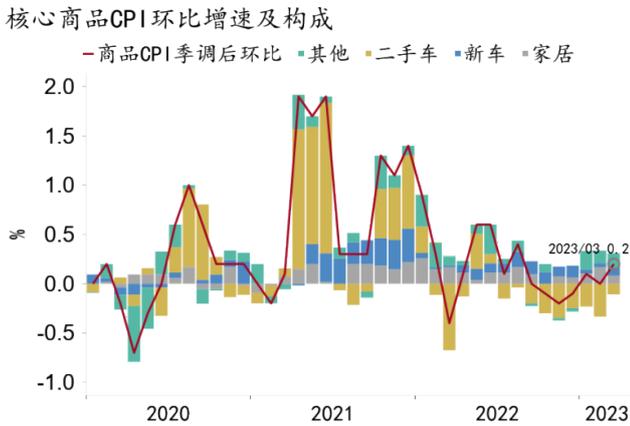
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：家庭食品价格自 2020 年 10 月以来首次下跌



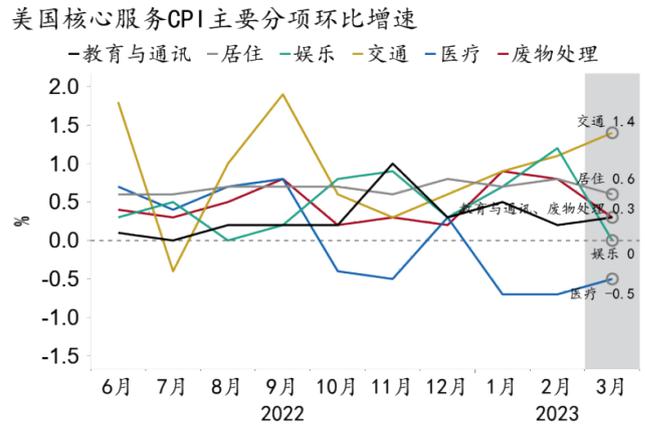
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：汽车价格止跌支撑核心商品价格反弹



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：劳动密集型服务业通胀边际软化



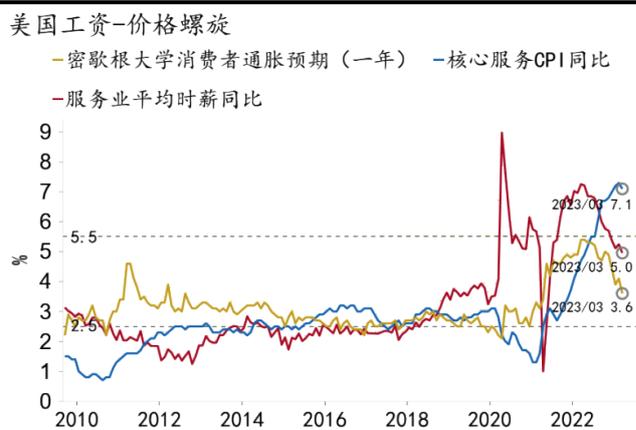
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 7：公寓租金中位数转跌为涨



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：薪资增速放缓已传导至物价端



资料来源：Macrobond、招商银行研究院