

短暂的再通胀

——2023 年 9 月美国 CPI 数据点评

9 月美国 CPI 通胀 3.7%，环比增速 0.4%，略高于市场预期；核心 CPI 通胀 4.1%，环比增速 0.3%，符合市场预期。

服务消费走强是现阶段美国核心通胀粘性的主要支撑。确定性在于，三季度房价在高利率影响下再度下跌，房租通胀大概率仍将走弱，驱动核心通胀读数继续下行；不确定性在于，消费走强的可持续性，和与之挂钩的服务通胀粘性。前瞻地看，我们倾向于认为消费仍将在未来两个季度内转冷，美国核心通胀将延续向疫前中枢回归。

一、非核心通胀：户外餐饮通胀粘性仍强

油价持续上行叠加基数走低，能源去通胀将告一段落。6-9 月能源价格同比跌幅从 16.7% 快速收敛至 0.5%，对 CPI 通胀的拖累从 1.56pct 收敛至 0.07pct。三季度以来油价涨幅先急后缓，能源价格环比增速随之显著放缓，从 8 月的 10.6% 快速回落至了 9 月的 2.1%。

食品分项去通胀进程稳步推进，结构上仍然呈现出“弱商品、强服务”的特征。从整体看，食品通胀时隔两年再度回落至 4% 以下，环比增速也已连续 7 个月保持在合意水平 0.2% 下方；从结构看，家庭食品同比增速已跌至 2.4%，户外餐饮同比增速仍高达 6.0%，且 7-9 月环比增速从 0.2% 反弹至 0.4%。

二、核心通胀：消费韧性支撑

“弱商品、强服务”的特征同样展现在了核心通胀数据中，反映出三季度美国消费的结构特征。从 PCE 数据看，8 月服务消费环比增长了 0.2%，商品消费则环比下跌 0.2%。

核心商品通胀在时隔三年有余后回归疫前中枢，上行期和下行期各耗时 19 个月。2020 年 8 月核心商品通胀升至 0 以上，突破疫前中枢，并于 2022 年 2 月升至峰值 12.3%。随后核心商品通胀陡峭回落，于今

年 9 月跌至 0，回归疫前中枢。从环比看，核心商品价格已连续 4 个月下行，二手车、家具、衣着价格普跌。

核心服务通胀在消费扩张支撑下继续确认韧性，不但同比增速仍然高达 5.7%，而且环比增速大幅反弹至 0.6%。房租方面，环比增速在旅店分项带动下大幅走强至 0.6%，同比增速回落速率亦随之大幅放缓，保持在 7.2% 的高位，对 CPI 通胀贡献仍高达 2.4pct。其他服务方面，环比增速连续 2 个月位于 0.6%，与薪资环比增速连续 2 个月位于 0.2% 相背离，指向通胀韧性更多受到消费需求而非薪资增速支撑。

三、市场表现：解读偏鹰

市场对美国通胀走高表现出一定担忧。美股三大指数全面收跌。收盘时标普 500 指数下跌 0.62%，纳斯达克指数下跌 0.63%，道琼斯指数下跌 0.51%。美国国债收益率全面上涨。2 年期上升 8.7bp，5 年期上升 11.6bp，10 年期上升 13.9bp，30 年期上升 16.0bp。期限倒挂小幅收敛。2s10s 曲线收敛 5.2bp，5s30s 曲线收敛 4.6bp。美元指数走强，从 105.8 上行至 106.6。美元兑换离岸人民币从 7.299 上行至 7.308。

四、影响及前瞻：美联储政策利率仍将保持高位

前瞻地看，美国房租通胀反弹或难以持续，核心通胀或回落至 4.0% 以下，总通胀或将在 3.5% 附近震荡至年底。在财政扩张难以为继、货币紧缩滞后效应不断发酵的背景下，美国经济韧性或失去支撑，核心通胀有望延续回落。但与此同时，仍需密切关注巴以冲突对油价及美国总通胀带来的潜在上行风险。

总体上看，尽管三季度以来的“再通胀”难以长时间持续，但美国通胀已几无可能在短期内回归 2%，美联储政策利率一定时间内仍将维持在高位。当前美元隔夜利率（OIS）曲线显示加息周期已经触顶的概率约 60%，降息周期开启的时点在 2024 年中。

(评论员：谭卓 王天程 李芸 陈诚)

附录

图 1：能源价格同比通缩或将告一段落

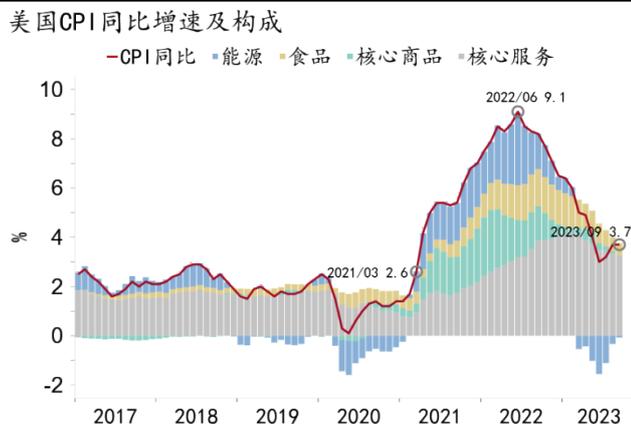


图 2：服务通胀环比动能再度走强

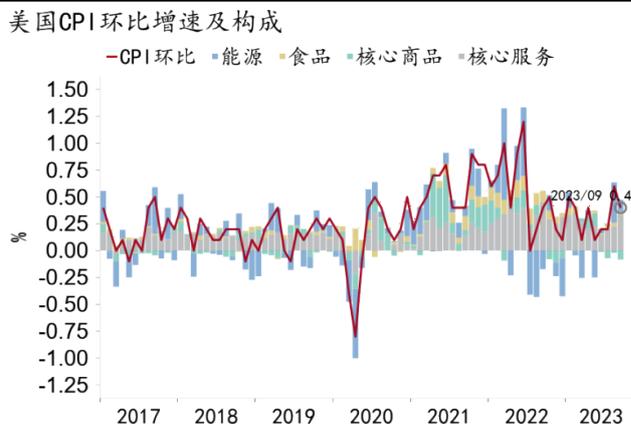


图 3：油价增速放缓



图 4：户外餐饮价格环比增速大幅反弹

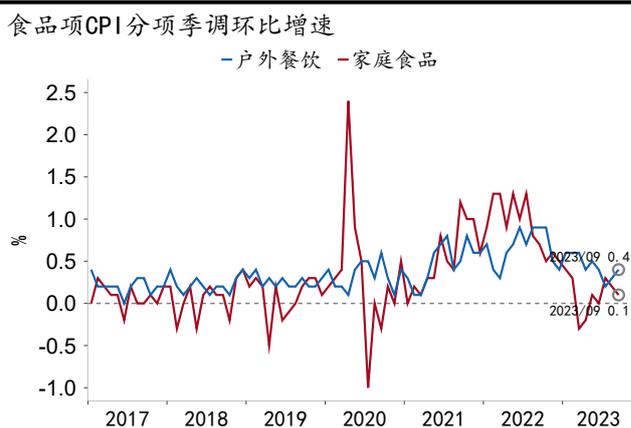


图 5：核心商品通胀跌至 0



图 6：房租通胀回落放缓

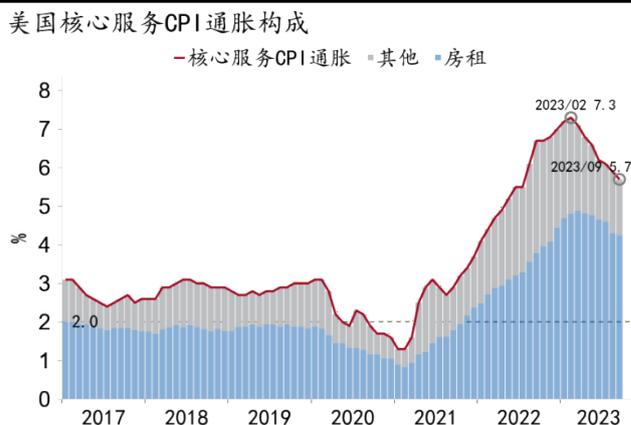
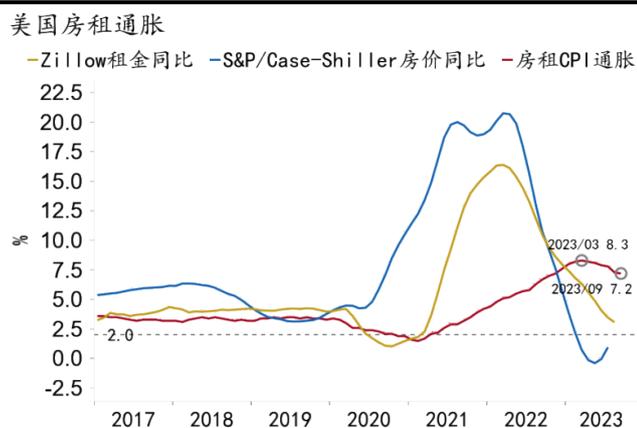
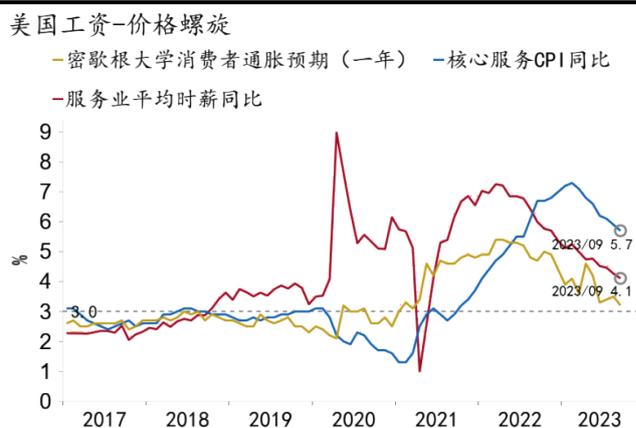


图 7：房租通胀回落仍有确定性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：薪资增速软化领先于服务通胀去化



资料来源：Macrobond、招商银行研究院