



美国通胀的“双重支撑”

——美国物价 2024 年 1 月数据点评

1 月美国物价数据超出市场预期。CPI 同比增速 3.1%（市场预期 2.9%），环比增速 0.3%（市场预期 0.2%）；核心 CPI 同比增速 3.9%（市场预期 3.7%），环比增速 0.4%（市场预期 0.3%）。

商品与服务通胀“冰火两重天”的背后，是美国和非美经济剪刀差的进一步走阔。与美国经济持续强劲形成鲜明对比的，是英国和日本等非美经济体陷入技术性衰退。商品能够进行全球贸易，服务则供需“两头在内”，受此影响美国服务通胀粘性大超预期，商品通胀则在低位进一步下探。

前瞻地看，现阶段的服务通胀粘性来自于内生性供需缺口，具备较强的可持续性，这意味着去通胀最后一公里将尤为艰难，美联储降息的时点和幅度或进一步不及市场预期。

一、能源&食品：弱商品，强服务

从整体看，非核心分项对总通胀的影响持续偏弱。能源价格同比下跌 4.6%，食品价格同比上涨 2.6%，两者合计对总通胀的拉动为 0.03pct，贡献度跌至 1%以下。

从结构看，能源和食品通胀均呈现出“弱商品、强服务”的格局。能源方面，以汽油为代表的商品价格同比下跌 6.9%，环比下跌 3.2%，而以电力和天然气为代表的服务价格同比下跌 2.0%，环比上涨 1.4%。前者连续 4 个月环比下跌，后者则连续 7 个月环比上涨；食品方面，家庭食品价格同比微涨 1.2%，环比上涨 0.4%，而户外餐饮价格同比涨幅高达 5.1%，环比涨幅高达 0.5%。家庭食品价格环比上涨主要来自于无酒精饮料的贡献，其他分项环比动能并未显著反弹。



二、核心商品：通胀转负

内部供给显著反弹，叠加外部需求进一步收缩，核心商品通胀自**2020年8月起**首度转负。1月美国制造业 PMI 新订单指数、生产指数和进口指数均升至荣枯线上方，但出口指数于荣枯线下方大幅下探，核心商品价格同比、环比均跌**0.3%**。从结构看，二手车是核心商品价格的**最大拖累项**。二手车价格环比下跌**3.4%**，同比下跌**3.5%**。

值得注意的是，圣诞脉冲退潮和年初一次性调价对商品价格形成了暂时性冲击，核心商品通胀向疫前水平回归的大势并未改变。受圣诞脉冲退潮影响，1月美国零售环比下跌**0.8%**，二手车和服装销售分项跌幅较大，与价格变动方向一致。与此同时，新车、娱乐用品、电子产品的价格高增可能来自于年初一次性调价的影响。

三、核心服务：高位止跌

需求保持强劲，供给修复则受到劳动力和住房市场制约，服务通胀于高位转跌为涨。1月美国服务业 PMI 升至**53.4**，其中新订单指数升至**55.0**，大幅高于荣枯线。但1月美国劳动参与率连续第**2**个月录得**62.5%**，显著低于疫前水平；**2023**年末住房挂牌在售及在租量仅为**100**万套和**322.4**万套，均处**21**世纪以来低位。受此影响，服务通胀不降反升，由**5.3%**反弹至**5.4%**。由于服务通胀占总通胀权重已高达**61%**，服务通胀位于**5%**上方意味着总通胀将持续位于**3%**上方。

从结构看，住房服务通胀在房价支撑下保持强劲，非房服务通胀则在“工资-价格”螺旋支撑下继续走强。一是美国房价在供需缺口支撑下持续上行，**2023**年**11**月席勒全美房价指数同比涨幅已达**5.2%**，受此影响1月美国住房服务通胀仍然高达**6.1%**，回落斜率持续放缓。二是美国服务业薪资水平同样在供需缺口支撑下持续上行，1月服务业平均时薪同比增速升至**4.6%**，受此影响非房服务通胀升至**4.4%**。

四、市场：鹰声再起

通胀粘性大超预期，市场对降息时点和幅度的预期均大幅转鹰。美元隔



夜利率曲线（OIS）指向5月开启降息的概率从50%下降至20%，2024年全年的降息幅度也从之前的5.5次（135bp）下降至3.5次（90bp）。

降息预期走弱引发股债双跌。美国股市全面下挫。标普500指数收跌1.37%，纳斯达克指数收跌1.80%，道琼斯指数收跌1.35%；美国国债收益率大幅上行，倒挂有所走阔。2年期收涨18bp至4.66%，5年期收涨18bp到4.32%，10年期收涨14bp到4.31%，30年期收涨8bp到4.46%；美元大幅走强。美元指数从104.17大幅上行至104.96，美元兑换离岸人民币汇率从7.21上涨至7.23。

境外美元流动性相对宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜5.32%左右，1w5.40%，1m5.60%，3m5.60%，6m5.55%。

五、前瞻：美国通胀或难回归2%

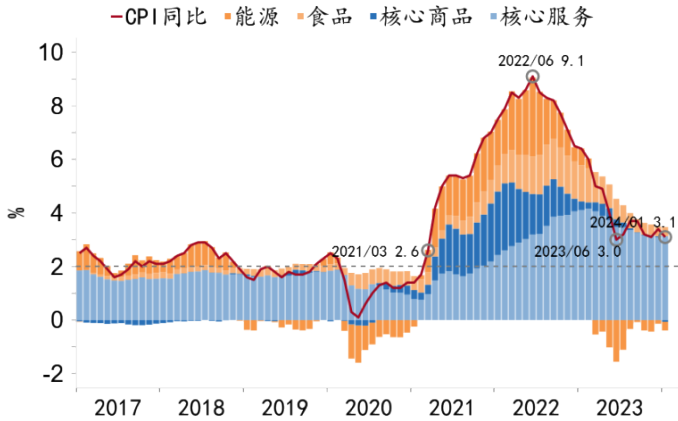
总体上看，美国通胀当前受到房地产市场与劳动力市场供需缺口的“双重支撑”，具有较强内生型及可持续性，美国通胀短期内难以回归2%，市场预期或进一步转鹰。

（评论员：谭卓 刘一多 王天程 陈诚）

附录

图 1: 抗通胀进程在 3% 位置受阻

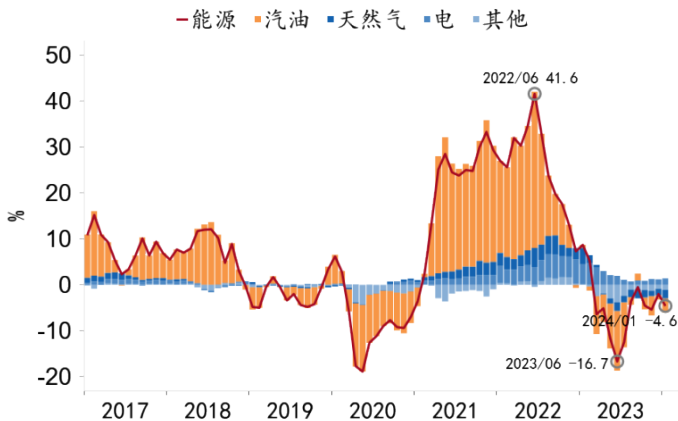
美国CPI同比增速及构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 电价向上, 油价向下

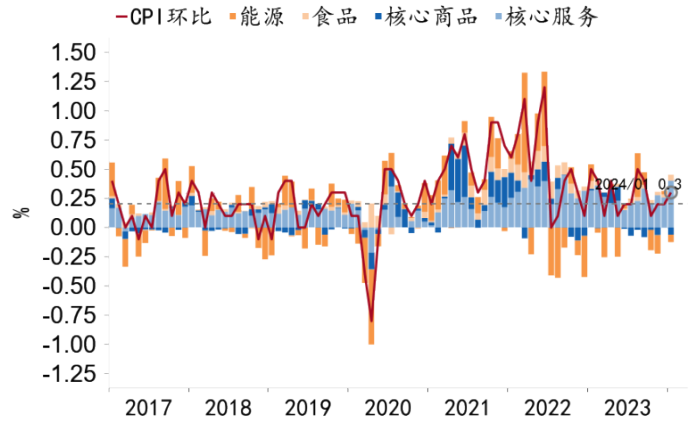
美国能源CPI通胀构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 服务通胀创 2022 年 10 月以来最大环比涨幅

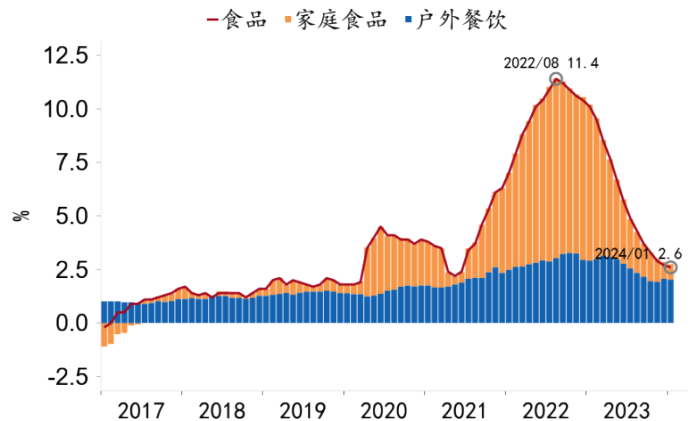
美国CPI环比增速及构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 户外餐饮分项通胀粘性更强

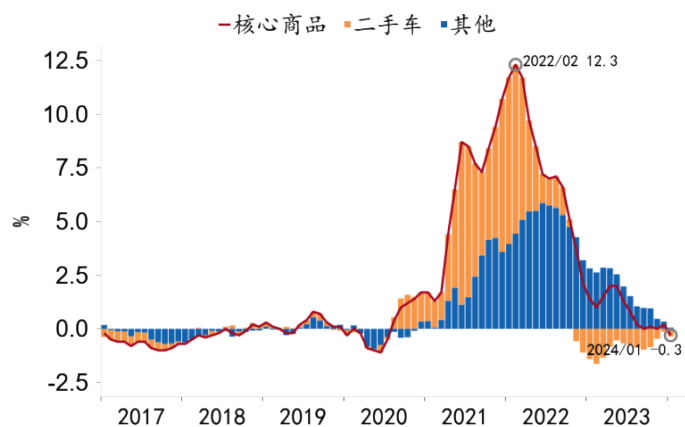
美国食品CPI通胀构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5：商品通胀跌至负值

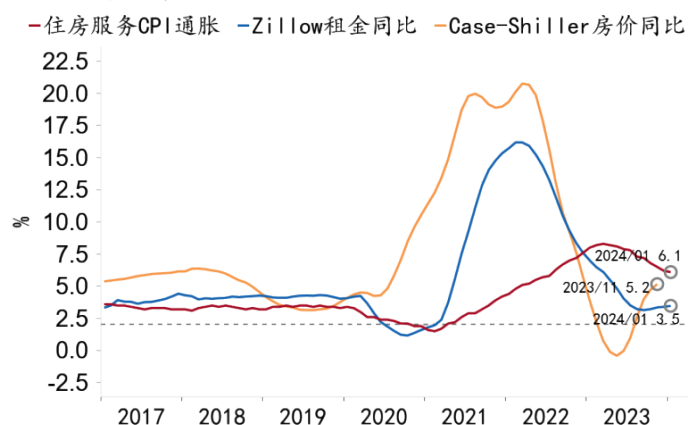
美国核心商品CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 7：房价上涨支撑住房服务通胀

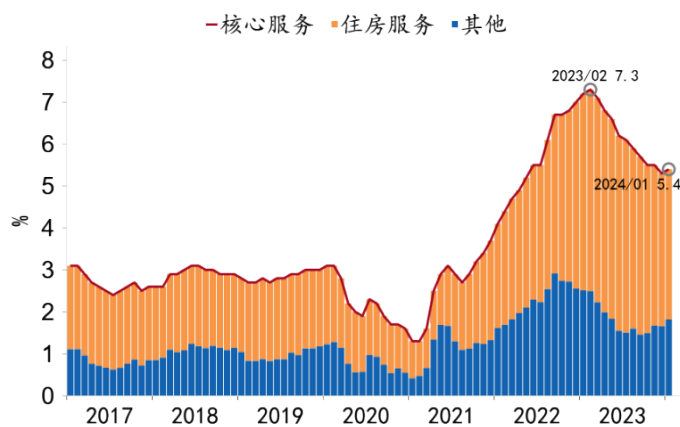
美国住房服务通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：服务通胀高位转跌为涨

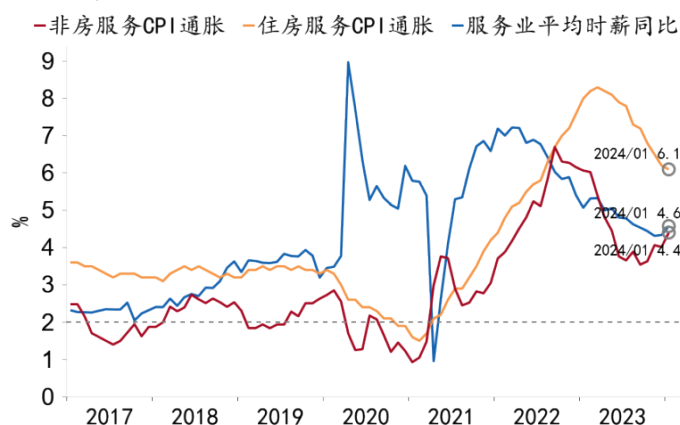
美国核心服务CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 8：“工资-价格”螺旋支撑非房服务通胀

美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院