



越来越远的“2%”

——美国通胀 2024 年 2 月数据点评

2 月美国通胀数据再超市场预期。CPI 同比增速 3.2%（市场预期 3.1%），环比增速 0.4%（市场预期 0.4%）；核心 CPI 同比增速 3.8%（市场预期 3.7%），环比增速 0.4%（市场预期 0.3%）。

从边际看，劳动力市场降温带来了服务通胀粘性的软化，但这一软化完全不足以让通胀回归 2%。前瞻地看，不但服务通胀去化仍然艰难，而且商品也将脱离通缩状态，从中期看美国存在“再通胀”风险。

一、能源&食品：回到均衡

能源通胀跌幅收窄，食品通胀继续去化，来自供给侧的大起大落进一步退潮。从同比看，能源价格下跌 1.9%，食品价格同比上涨 2.2%，两者合计对总通胀的影响几乎为 0；从环比看，能源价格上涨 2.3%，终结了连续半年的下跌，食品价格环比持平，终结了连续三个季度的上涨。

二、核心商品：环比转正

核心商品价格环比转正，结束了连续 3 个月的下跌。从同比看，核心商品通胀连续第 2 个月录得负值；从环比看，核心商品价格在二手车带动下环比上涨 0.1%。

从长期看，商品价格很难回归 2013-2018 年的通缩状态，均衡通胀大概率位于 0 以上。2013-2018 年的商品通缩很大程度上来自于次贷危机后的去产能过程，现阶段的商品通缩则很大程度上来自于中国经济周期调整导致的供求再平衡过程。随着时间的推移，以上这些支撑通缩的因素都已不复存在，叠加“脱钩”的持续影响，美国商品通胀将向 0 以上回归。

三、核心服务：保持粘性



从边际看，劳动力市场降温带来了服务通胀的软化。2月美国失业率从3.7%上行至3.9%，核心服务通胀环比增速从0.7%下行至0.5%。其中住房服务通胀环比增速从0.6%下行至0.4%，非房服务通胀环比增速从0.8%下行至0.5%。受此影响服务通胀小幅去化至5.2%。

然而，考虑到劳动力市场和住房市场均面临着中长期供求矛盾，服务通胀进一步去化的空间可能已经不大。劳动力市场方面，老龄化对劳动参与率的长线压降仍将持续，但移民对供给的边际支撑存在政治扰动；住房市场方面，历史极低位的库存水平意味着次贷危机以来美国楼市已从“去库存”周期转向“补库存”周期，这将对房价和房租构成持续支撑。

四、市场：小幅转鹰

通胀粘性再超预期，市场表现小幅转鹰。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示美联储年内降息幅度进一步收窄至84bp（3.5次），首次降息时点仍为6月。国债收益率全面上行。2年期上涨5bp至4.59%，5年期上涨6bp至4.15%，10年期上涨5bp至4.15%，30年期上涨5bp至4.31%。美元走强。美元指数从102.87上涨至102.94，美元兑换离岸人民币汇率从7.18上涨至7.19。科技股继续无视利率预期，美股三大指数全面收涨。标普500指数收涨1.12%创历史新高，纳斯达克指数收涨1.54%，道琼斯指数收涨0.61%。

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5.33%左右，1w5.40%，1m5.55%，3m5.65%，6m5.65%。

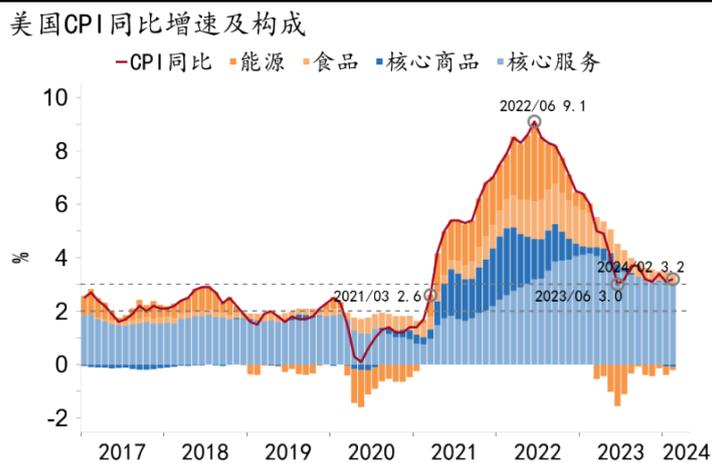
五、前瞻：美国通胀仍难回归2%

服务通胀保持粘性，商品或将终结通缩，美国通胀难以回归2%，市场对美联储政策的预期存在进一步转鹰的可能性。

（评论员：谭卓 刘一多 王天程 陈诚）

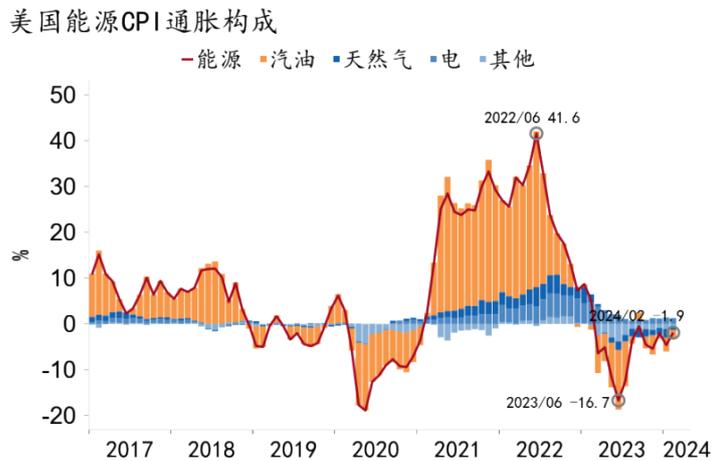
附录

图 1: 抗通胀进程在 3% 位置遇阻



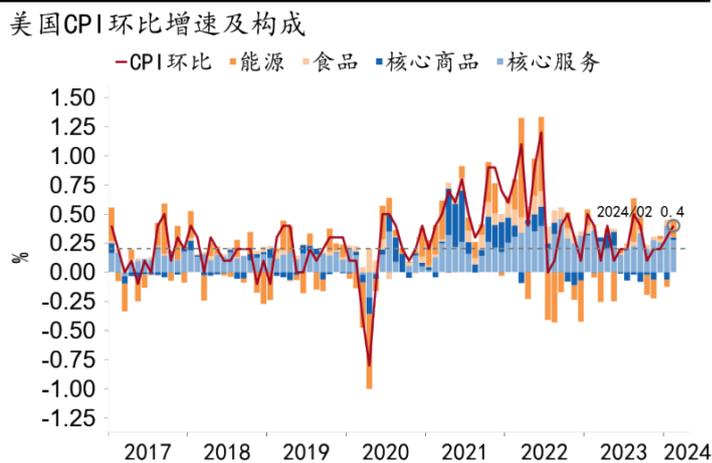
资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 能源通胀跌幅收窄



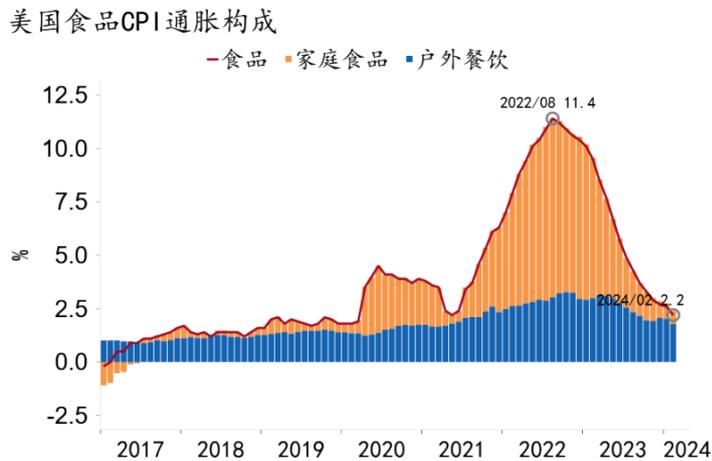
资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 能源价格驱动环比动能反弹



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 食品通胀逼近 2.0%

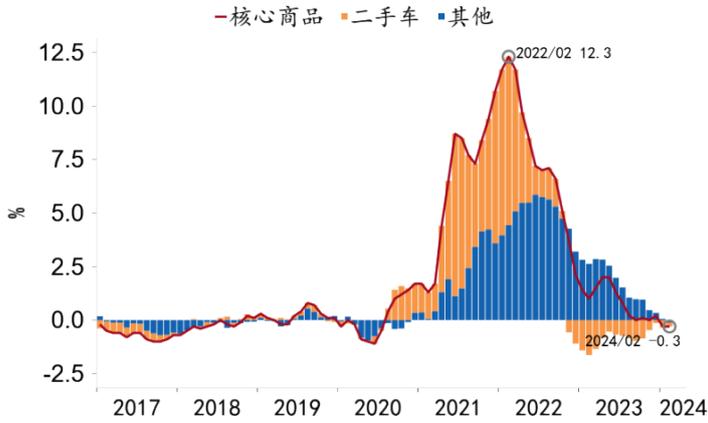


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院



图 5：商品通胀持平前值

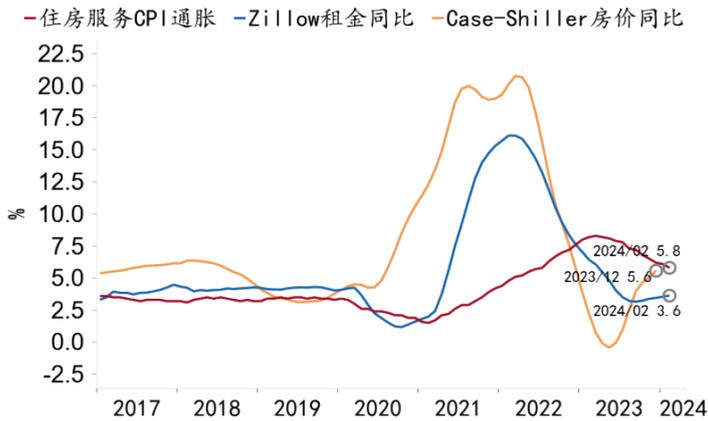
美国核心商品CPI通胀构成



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

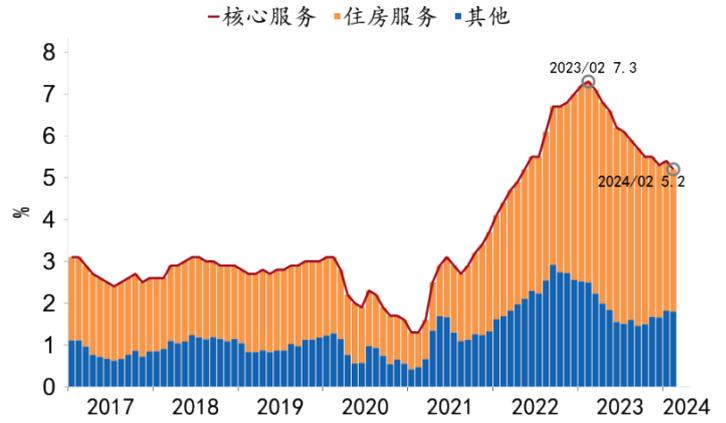
美国住房服务通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：服务通胀保持粘性

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