



美联储年内或难转向

——美国通胀数据点评（2024年3月）

3月美国通胀超预期反弹。CPI同比增速3.5%（市场预期3.4%），环比增速0.4%（市场预期0.3%）；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%）。

在经济持续强劲、劳动力市场走强的大背景下，美国通胀反弹如期而至，市场年中降息的预期宣告落空。事实上，即使美联储维持现行利率水平不变，美国通胀也未必能够回归2%。前瞻地看，美国通胀或于3%上方高位震荡，美联储政策转向将面临“硬约束”。

一、能源&食品：回到均衡

能源通胀回升转正，食品通胀边际止跌，非核心通胀不再是去通胀的边际贡献项。在降息预期和地缘冲突的双重催化下，国际油价持续上行，驱动能源通胀回升转正，3月能源通胀录得2.1%。与此同时，食品通胀自2022年9月以来首次止跌，3月读数持平2月（2.2%）。

二、核心商品：继续下探

在供需因素的共同作用下，核心商品通胀继续下探，3月录得-0.7%，环比增速录得-0.2%。供给方面，以汽车为首的耐用品处于一轮全球价格战中，受此影响二手车价格环比大跌1.1%，新车价格环比下跌0.2%，娱乐商品价格下跌0.5%。需求方面，不同于服务消费的持续走强，疫情以来超调增长的商品消费已经走弱，进一步强化了“弱商品、强服务”的通胀格局。与出行需求强相关的衣着价格环比增长0.7%，连续2个月环比高增，与其他商品分项走势背离。

三、核心服务：粘性增强

住房服务依然坚挺，非房服务高位反弹，核心服务通胀粘性进一步增强。



3月美国核心服务通胀升至5.4%，其中非房服务通胀反弹至5.0%，住房服务通胀回落至5.7%。从环比看，核心服务价格上涨0.5%，其中住房服务价格上涨0.4%，非房服务价格上涨0.7%，指向服务通胀粘性仍然兼具高度和广度。从动能来源看，服务通胀粘性同样是供需两端共同作用的结果。供给端受到住房和劳动力供给的双重制约，需求端则受到服务消费高增的持续支撑。

四、市场：降息预期继续收敛

通胀粘性再超预期，今日市场被“鹰派”定价全面主导。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43bp（不到2次），首次降息时点推迟到今年9月之后。美国国债收益率各期限继上周五公布非农就业报告收盘于自11月以来新高后，今日大幅跳升再创今年收盘新高。2年期上涨23bp至4.97%，5年期上涨23bp至4.60%，10年期上涨18bp至4.54%，30年期上涨13bp至4.62%。国债收益率曲线前端倒挂扩大（2s10s曲线：-4.9bp），收益率曲线中远端大幅趋平（5s30s曲线：-10.4bp）。美元大幅走强。美元指数上涨1%至105.180，收盘于自去年11月以来新高，美元兑换离岸人民币汇率维持在7.26。美股三大指数全面收跌。标普500指数收跌0.95%，纳斯达克指数收跌0.84%，道琼斯指数收跌1.09%。

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5.35%左右，1w5.45%，1m5.55%，3m5.65%，6m5.70%。

五、前瞻：年内美联储政策或难转向

在经济增长持续高于潜在增速、劳动力市场持续供不应求、通胀水平难以回归2%的大背景下，市场对美联储年中降息的预期已经基本宣告落空。前瞻地看，美国通胀或于3%上方高位震荡，年内美联储政策或难转向。

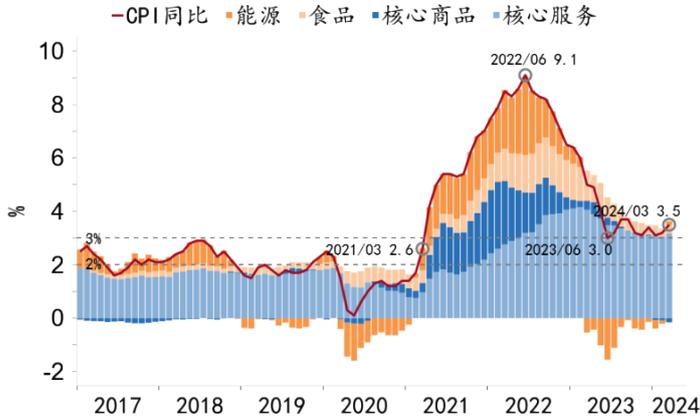
（评论员：谭卓 刘一多 陈诚 王天诚）

附录



图 1：“再通胀”风险持续发酵

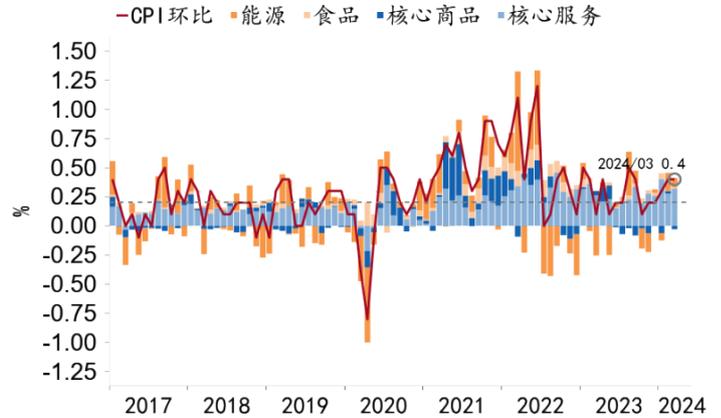
美国CPI同比增速及构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：服务分项环比动能边际走强

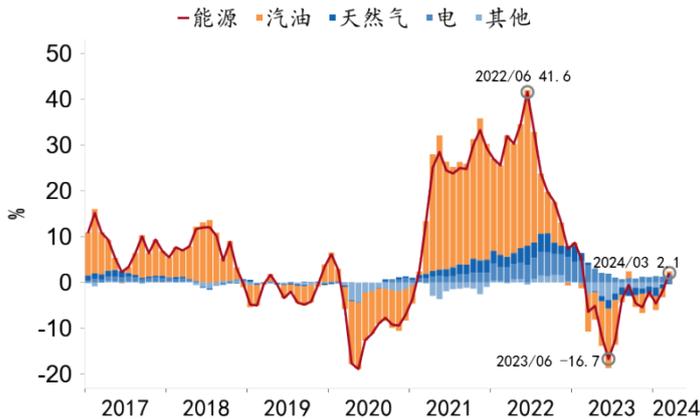
美国CPI环比增速及构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：能源通胀读数转正

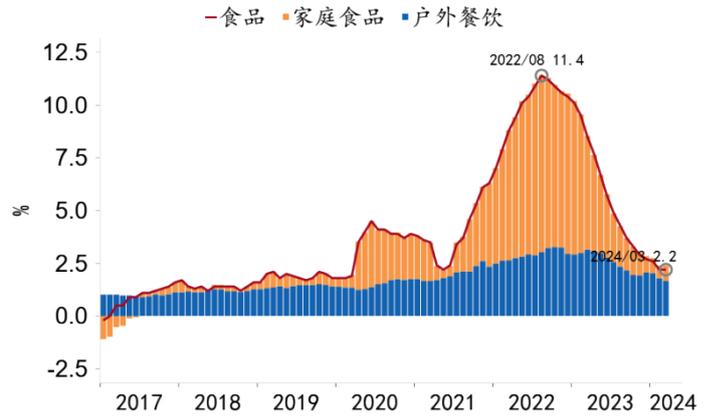
美国能源CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4：食品通胀边际止跌

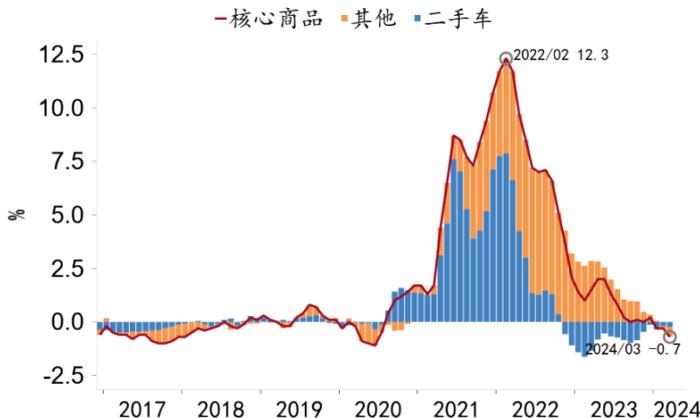
美国食品CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 5：商品通胀继续下探

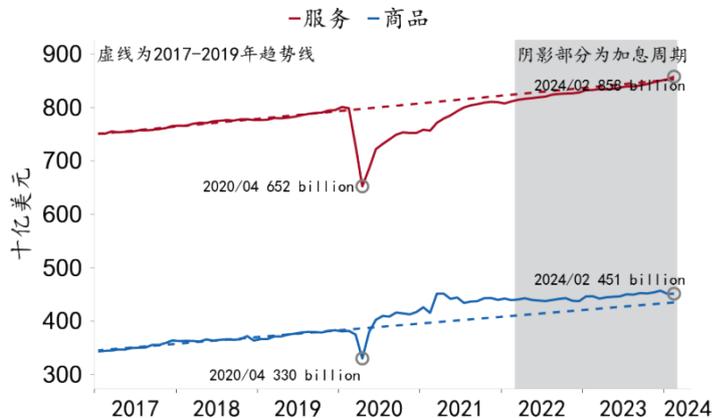
美国核心商品CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：商品与服务消费发生分化

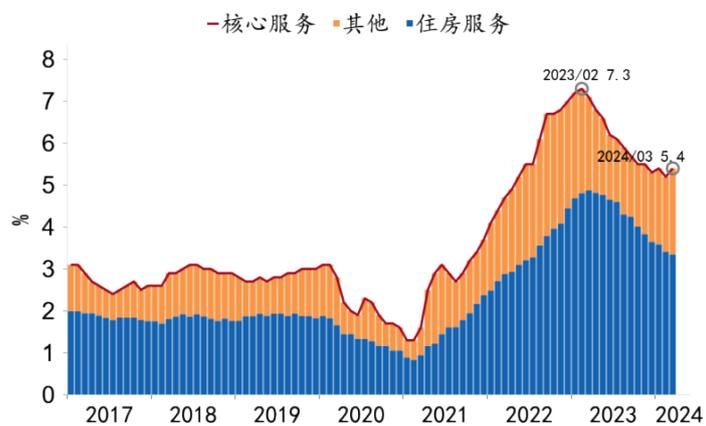
美国商品及服务实际PCE走势



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图7：服务通胀于5%上方止跌转涨

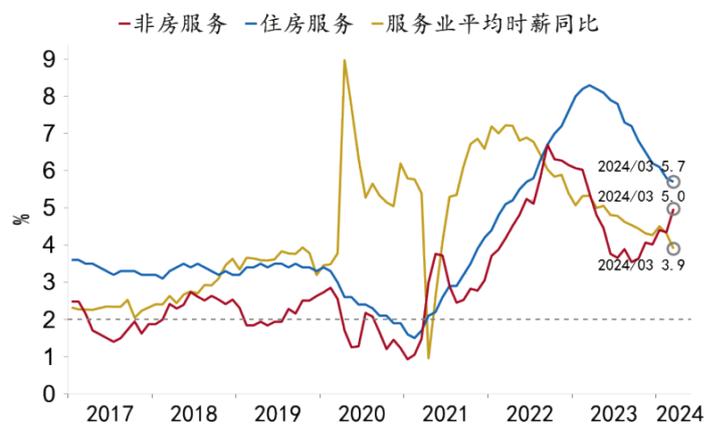
美国核心服务CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图8：服务通胀强于名义薪资增速

美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院