



通胀难落，降息难期

——美国 CPI 数据点评（2024 年 4 月）

4 月美国通胀数据小幅不及预期。CPI 同比增速 3.4%（市场预期 3.4%）；环比增速 0.3%（市场预期 0.4%）；核心 CPI 同比增速 3.6%（市场预期 3.6%），环比增速 0.3%（市场预期 0.3%）。

年初以来的转鹰交易带来了 4 月金融条件的大幅收紧，PMI、就业、消费者信心和零售数据均指向经济动能的边际转冷。然而，在经济显著转冷的情况下，通胀并未显著降温。不同于市场的鸽派解读，我们认为 4 月通胀数据进一步确认了去通胀的阶段性停滞。随着转鸽交易的进行，5 月金融条件又开启了边际放松，这将带来通胀粘性的再度走强。前瞻地看，美联储已经难以在去通胀问题上获得更多信心，降息仍是“等待戈多”。

一、能源&食品：淡出视线

由于边际变化趋缓，非核心通胀正逐步淡出视线。从同比看，4 月食品通胀持平前值 2.2%，能源通胀上行 0.5pct 至 2.6%。从环比看，4 月食品价格持平前值，能源价格则在国际油价拉动下上涨了 1.1%。从贡献看，4 月非核心分项上拉总 CPI 通胀 0.5pct，持平 3 月。

二、核心商品：深度通缩

在全球耐用品供求失衡的持续影响下，美国核心商品通胀陷入深度通缩区间，读数创次贷危机以来最低值。一方面，疫情以来持续超调增长的商品消费于年初转为收缩。另一方面，世界主要经济体耐用品价格均处通缩区间。受此影响，4 月耐用品价格环比、同比分别下跌 0.5%和 3.2%，带动核心商品价格环比、同比分别下跌 0.1%和 1.3%。

三、核心服务：居高不下

需求、成本双轮驱动，核心服务通胀居高不下。4 月美国核心服务通胀



仍高达 5.3%，环比增速则高达 0.4%。从需求看，不同于商品消费的显著走弱，服务消费仍然处于扩张期。从成本看，服务业薪资同比增速仍接近 4%，房价同比增速则已升至 6% 上方。从结构看，住房与非房服务通胀剪刀差显著收窄，且各细分项通胀呈现均匀分布，指向服务通胀粘性是总体而非结构问题。4 月住房服务和非房服务价格环比涨幅均为 0.4%，同比涨幅分别录得 5.6% 和 4.9%。2021 年以来，住房服务权重更高导致 CPI 通胀持续强于 PCE 通胀，向前看这一格局或将终结。

四、市场：转鸽交易

4 月通胀数据不及预期，市场被“鸽派”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提升至 51bp（2 次），9 月降息概率升至 95% 以上。美国国债收益率大幅下降。2 年期下降 9bp 至 4.72%，5 年期下降 11bp 至 4.35%，10 年期下降 10bp 至 4.34%，30 年期下降 9bp 至 4.50%。美元大幅走弱。美元指数下跌 0.7% 至 104.32，美元兑换离岸人民币汇率维持在 7.22。美股三大指数全面上涨，均收历史新高。标普 500 指数收涨 1.17%，纳斯达克指数收涨 1.40%，道琼斯指数收涨 0.88%。

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，1w5.40%，1m5.55%，3m5.65%，6m5.70%。

五、前瞻：停滞的去通胀

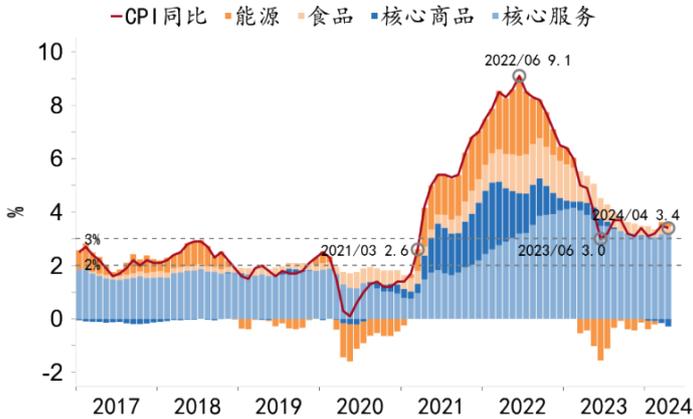
不同于市场的鸽派解读，我们认为 4 月通胀数据进一步确认了去通胀已经阶段性停滞。尽管商品价格已经陷入深通缩，但上游大宗商品价格已经转跌为涨；尽管 4 月多项经济数据指向需求边际转冷，但服务通胀仍然居高不下，核心通胀环比动能仍然显著高于合意区间。前瞻地看，美国通胀将继续于 3% 上方震荡，美联储年内难以降息。

（评论员：谭卓 刘一多 陈诚 王天程）

附录

图 1: CPI 通胀于 3% 上方震荡

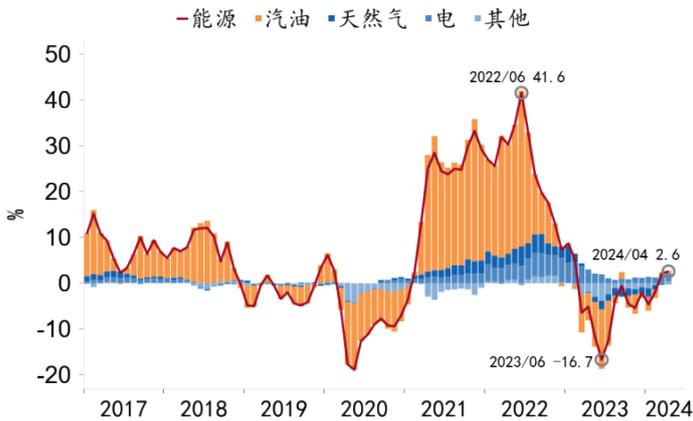
美国CPI同比增速及构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 年初以来能源价格走出通缩区间

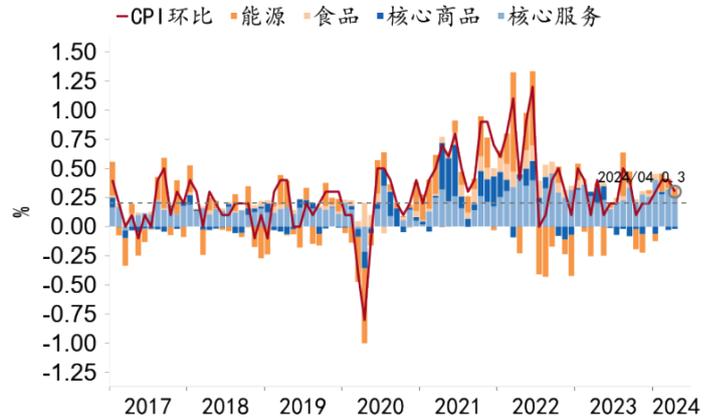
美国能源CPI通胀构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 核心通胀环比动能边际走弱

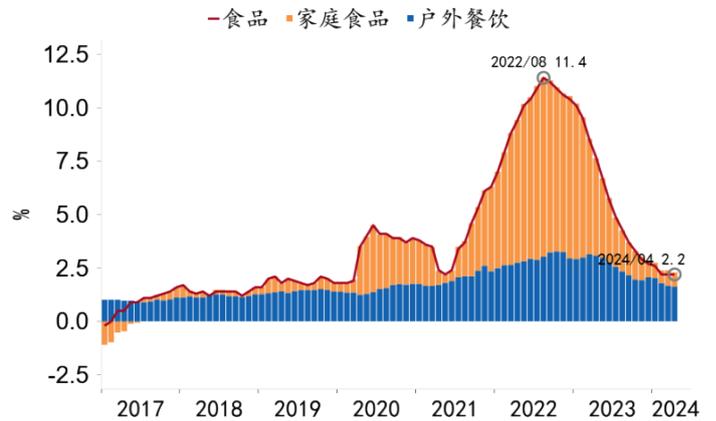
美国CPI环比增速及构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 食品通胀于 2% 附近阶段性企稳

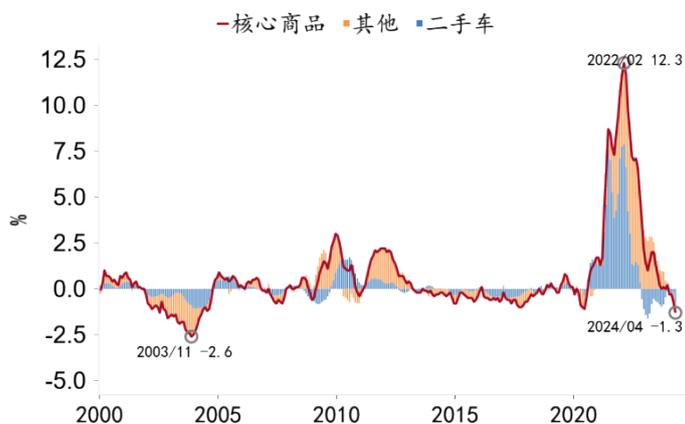
美国食品CPI通胀构成



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5：核心商品进入深度通缩区间

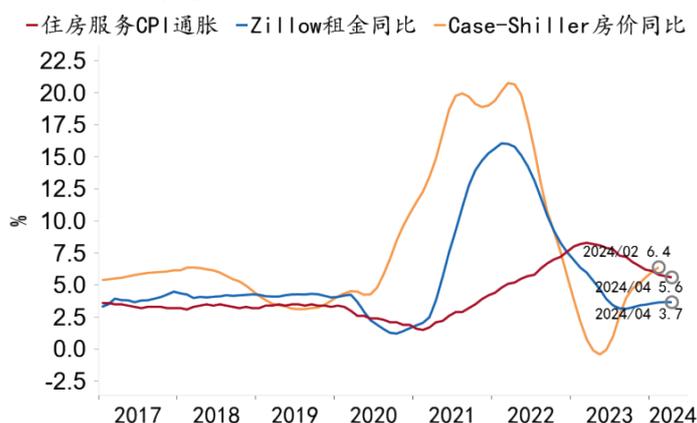
美国核心商品CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 7：房价高增继续支撑住房服务通胀

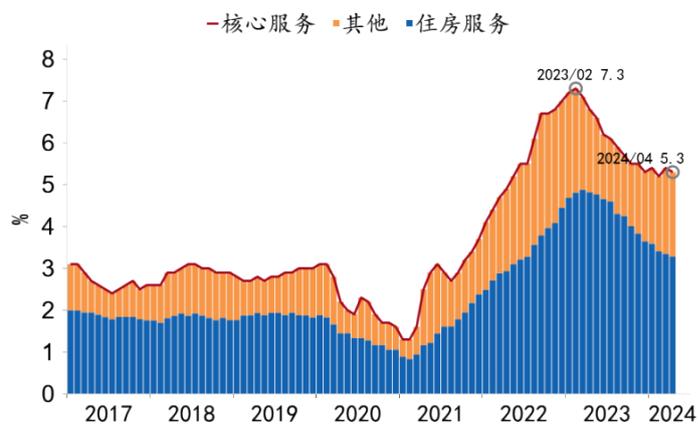
美国住房服务通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：核心服务通胀居高不下

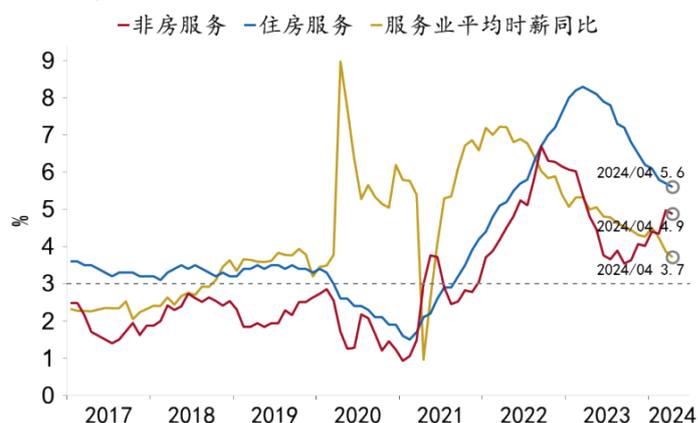
美国核心服务CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 8：住房与非房服务通胀剪刀差持续收窄

美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院