



“抗通胀”仍未胜利

——美国 CPI 数据点评（2024 年 5 月）

5 月美国通胀数据不及预期。CPI 同比增速放缓至 3.3%（市场预期 3.4%）；环比持平（市场预期 0.1%）；核心 CPI 同比增速放缓至 3.4%（市场预期 3.5%），环比增速 0.2%（市场预期 0.3%）。

非房服务通胀的软化是三方面因素共同作用的结果。一是 4 月经济金融形势走弱的滞后影响，二是车辆保险价格结束了快速上行，三是疫情以来超调增长的服务消费已经进入回落期。前瞻地看，宣告抗通胀胜利仍为时过早，5-6 月经济金融形势已经再度回暖，商品价格亦将在商品消费回暖的影响下见底回升。

一、能源&食品：油价下跌

受国际油价下跌影响，非核心分项成为 5 月通胀的环比拖累项，但同比读数仍在基数影响下保持稳定。5 月食品价格上涨 0.1%，能源价格受汽油价格拖累下跌 2.0%。预计持续下行的汽油批发价格仍会拉动能源价格下跌，食品通胀则将继续于 2%附近震荡。

二、核心商品：跌幅收敛

受二手车价格转涨影响，5 月核心商品通胀跌幅收敛，微跌 0.04%。汽车价格开始企稳，快速下行阶段或将终结。5 月二手车价格转跌微涨，环比上涨 0.6%，与前瞻指标曼海姆二手车指数相背离。但曼海姆指数 5 月跌幅亦显著收窄，指向本轮二手车价格快速下行或将告一段落。新车价格在供给持续过剩影响下连续下跌，5 月下跌 0.5%，向前看下半年价格亦有望随二手车企稳。其他商品价格跌多涨少。仅医疗保健商品价格环比上涨 1.3%，服装、教育和通信商品、娱乐商品价格环比分别下降 0.3%、1.6%与 0.2%。疫情期间超调增长的商品消费年初以来超调回落，随着相关消费的再度企稳，商品通胀或将走出谷底。



三、核心服务：大幅软化

薪资增速有所软化，服务消费动能趋弱，核心服务通胀随之转弱。5月核心服务价格环比增速录得2021年9月以来最小值0.2%，同比增速受基数支撑保持在5.3%。从结构看，住房服务通胀保持粘性，非房服务通胀大幅软化。房租水平在房价支撑下保持强劲，主要住所租金和业主等值租金（OER）价格均环比上涨0.4%。疫情结束后超调增长的服务消费有所回落，4月薪资增速大幅放缓，叠加车辆保险价格结束高增，非房服务价格环比下跌0.4%。4月股市回落导致财富效应的阶段性逆转，也是促成服务通胀转弱的重要因素。前瞻地看，随着疫后超调增长的终结，服务通胀中枢将小幅下移。但股市的再度转涨和薪资增速的再度走强仍将支撑粘性，5月服务通胀粘性的大幅软化并不具备可持续性。

四、市场：转鸽交易

5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40bp（1.5次），首次降息被提前到11月。美国国债收益率大幅下降。2年期下降8.2bp至4.75%，5年期下降10.2bp至4.32%，10年期下降8.8bp至4.32%，30年期下降6.1bp至4.47%。国债收益率曲线前端倒挂小幅扩大（2s10s曲线：-0.8bp），收益率曲线中远端大幅渐陡（5s30s曲线：+4.1bp）。美元大幅走弱。美元指数下跌0.5%至104.70，美元兑换离岸人民币汇率在7.26附近企稳。美股三大指数涨跌不一。标普500指数和纳斯达克指数均创新高，标普500收涨0.85%，并首次收盘于5400点以上，纳斯达克收涨1.53%，道琼斯指数收跌0.09%。

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%，1m5.60%，3m5.65%，6m5.65%。

五、前瞻：“抗通胀”仍未胜利

5月通胀数据的走弱很大程度上来自于4月经济金融形势转弱的滞后影响，由于5-6月经济金融形势已经再度转暖，通胀动能仍有可能发生反弹。

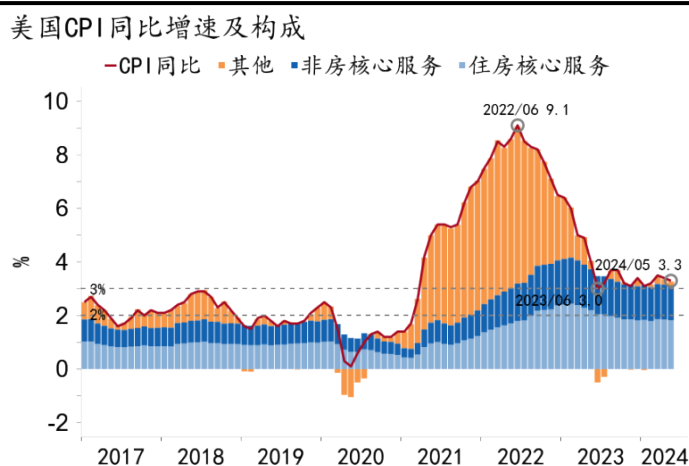
一方面，疫情之后超调增长的服务消费存在回调需求，另一方面，年初以来超调回落的商品消费或将见底回升。无论如何，基于薪资高增和股楼双牛的居民消费动能大概率仍将延续，继续对通胀粘性构成支撑。

(评论员：刘一多 陈诚 王天程)

感谢实习生 王蓁 的贡献

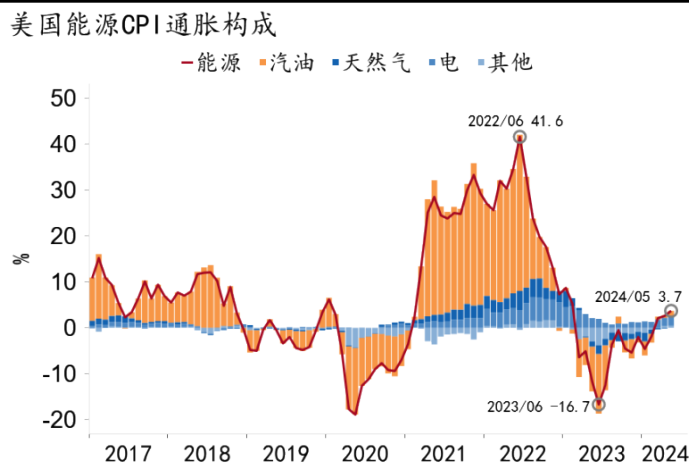
附录

图 1: CPI 通胀于 3% 上方震荡



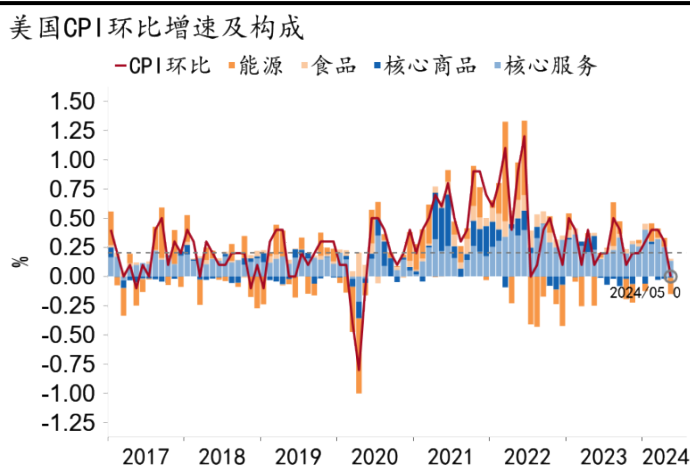
资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 年初以来能源价格走出通缩区间



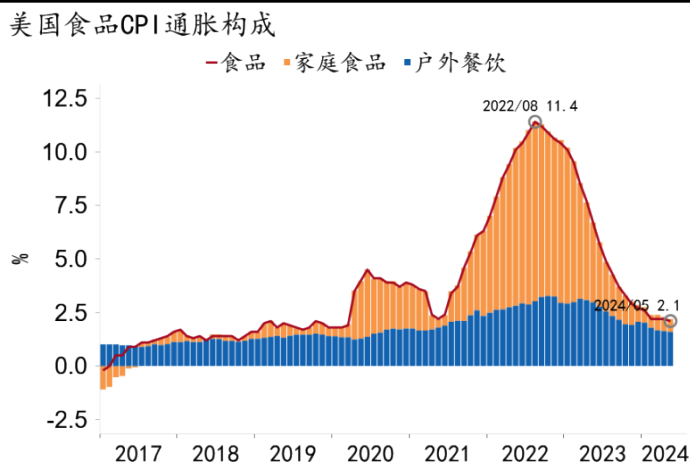
资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 核心通胀环比动能边际走弱



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

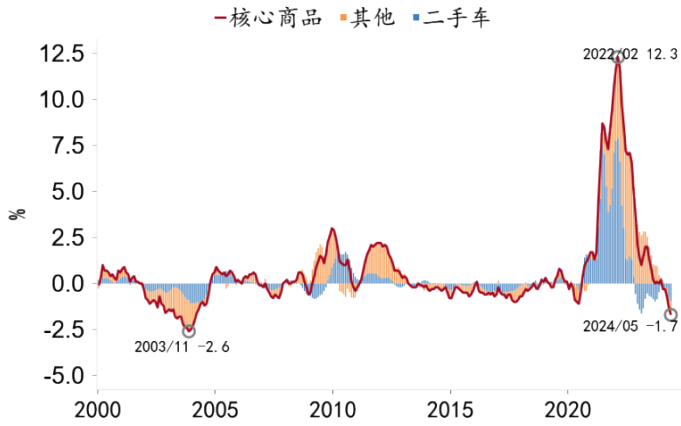


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院



图 5：核心商品进入深度通缩区间

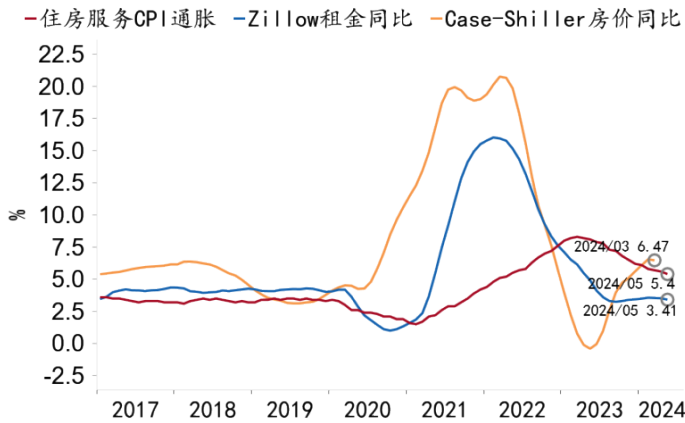
美国核心商品CPI通胀构成



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

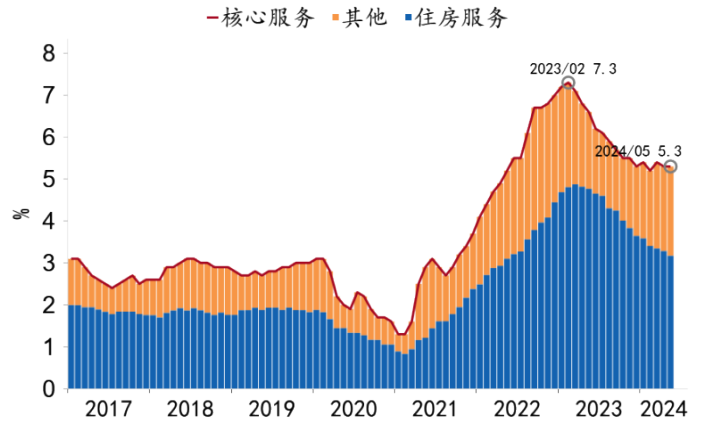
美国住房服务通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：核心服务通胀转弱

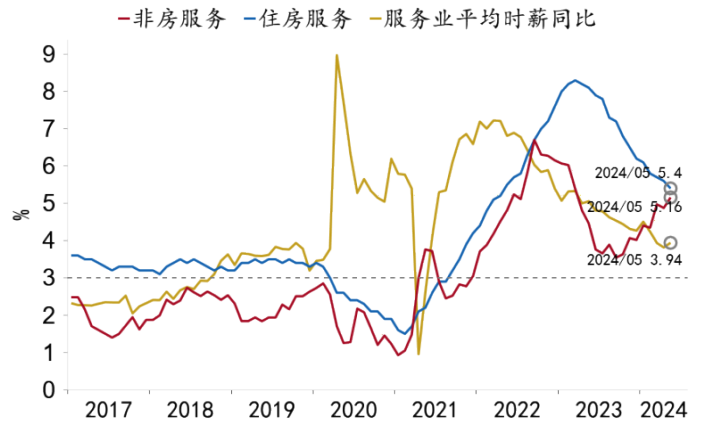
美国核心服务CPI通胀构成



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