



# 美国通胀放缓的假象



“人生易尽朝露曦，世事无常坏陂复。”美国4月CPI同比增速从3月的8.5%下滑至8.3%，超过市场预期的8.1%，其中核心CPI同比增长6.2%，高于市场预期的6%，较3月下降0.3%。同样的，总体CPI环比增速也大幅放缓，从上月的1.2%降至0.3%。尽管最新通胀数据似乎反映出，美国整体和核心通胀开始出现见顶迹象，然而剔除基数效应后，我们认为当前美国离实质性通胀回落仍有较远的距离。首先，整体通胀变化仍具有不确定性，汽油等能源价格回落具有暂时性，且粮食价格存在进一步上行空间。其次，美国消费的“棘轮效应”开始显现，并由耐用品向核心服务的广泛性传导正在强化。最后，劳动力偏紧具有长期性，工资粘性已经渗透进各项CPI之中。

美国4月份能源价格整体较乌俄冲突后有所回落。具体来看，4月能源价格环比下降2.7%，其中汽油价格较3月下滑显著（下降6.1个百分点），能源对总体通胀的贡献度由正转负，是4月美国CPI下滑的核心驱动因素（4月能源对CPI环比贡献为-22个基点）。短期来看，汽油价格反弹的可能性较大。受到全球供应链瓶颈和季节效应影响，5月以来原油价格快速反弹，炼油瓶颈和旅游旺季两大因素将推升美国汽油价格短期上涨。中期来看，尽管近期欧洲在与俄罗斯能源对立的过程中有所软化，欧洲能源公司可以继续购买俄国管道天然气，但欧洲加快能源独立并摆脱对俄国能源依赖的趋势不会变。当前，美国液化天然气的价格比俄国管道天然气平均高出35%，如果欧洲今明两年继续加大对美国液化天然气的进口，将进一步支持美国液化天然气价格走高。长期来看，如果乌俄冲突和疫情影响进

一步受控，短期能源价格震荡向下的走势将不会改变，能源对美国通胀的贡献度将进一步下滑，这也是美联储预测明年通胀能够下降的原因之一。

然而，食品通胀威胁或将部分抵消能源价格下滑对总通胀的影响。美国食品通胀近几个月来持续上涨，4月份食品价格环比上涨0.9%，较2021年同比上行9.4%，创下1981年以来最大增幅。如果乌克兰连续错过3月小麦和4月玉米的春季播种期，将意味着明年全球小麦供应量预计至少下滑3%-5%。当前，粮食供应危机使得部分国家调整了粮食出口政策，比如，印度近期已限制该国小麦出口。此外，今年全球厄尔尼诺效应或进一步加剧全球粮食出口的不稳定性，更加干燥的气候将进一步影响农作物的质量和供应状况，同时传导抬升化肥等农作物肥料价格。因此，乌俄危机的外溢效应和气候异常将加剧粮食危机的可能性并推升粮食价格上涨。

尽管去年以来，美国财政对居民收入补贴政策逐步退出，但这并未影响美国私人消费支出。今年以来，随着美国全面解封，美国居民信用消费开始发力，信用卡的申请数量显著增加。美国居民由“补贴消费”向“信用消费”转移，本质上反映了美国居民消费的“不可逆性”和“棘轮效应”正在显现。根据美国经济学家杜森贝利的实验发现，消费具有很强的“不可逆性”和“棘轮效应”，人的消费习惯形成之后易于向上调整，但难于向下调整。当个人收入提高，消费者会增加消费并尽可能满足自身消费效用最大化，而这种消费习惯一旦形成就难以逆转。因此，即使美国家庭部门无法领取财政补贴，但在“棘轮效应”的影响下，居民最终消费支出并

未下滑反而更加持续。

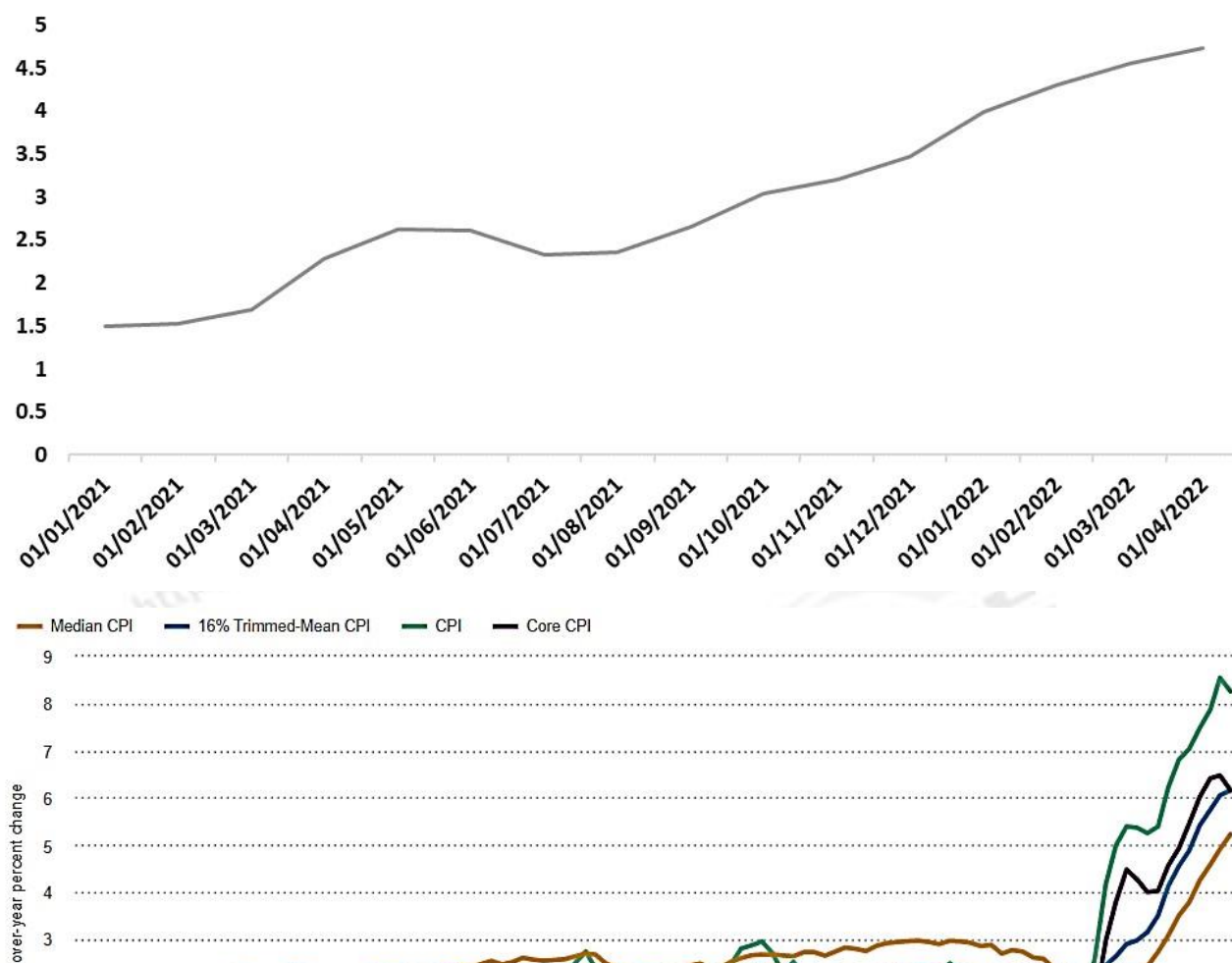
从数据来看，一方面美国核心服务消费持续强劲。4 月核心服务通胀对 CPI 贡献度超过 40 个基点，创下 40 年以来新高。分项来看，完全解封及旅游旺季临近推动酒店、机票价格环比大幅上涨。进入 2-3 季度，我们预计旅游复苏将进一步带动交通（如汽车租赁）及餐饮服务类通胀上行。

另外，美国住房价格环比增长仍在持续，其对美国核心服务通胀的贡献度超过了 30%。具体来看，4 月美国租户租金和自住房租金同比增速分别创下 30 年以来新高，环比增速也重新回升至今年 2 月份的高位。

另一方面，耐用品通胀压力仍比预期更加持续。尽管今年 3 月二手车价格有所下行，但进入 4 月二手车价格下滑速度明显放缓，同时 4 月新车价格环比增速较 3 月持续增长，汽车价格反弹实际反映出供应链瓶颈对汽车生产制造的影响仍在。同时，俄罗斯是全球汽车原材料的重要供应国（如钯、镍等），未来能源供应不稳定的因素仍将可能影响汽车的生产和销售端，从而进一步影响汽车价格。

美国工资增长正在加剧服务类项目的价格粘性，劳动力市场工作与劳动人口匹配缺口扩大对工资的影响非常复杂。从交易成本理论来看，工作不仅仅是雇主与雇员之间的纽带，更是将经济活动与企业分工紧密联系在一起的“粘合剂”（Shin, 2022）。在原有雇佣关系和工作模式被打破、新的劳动供需关系再次建立起来的过程中，重置的交易成本会根据劳动供需的再分配而显著变化。由于疫情导致劳动需求缺口扩大以及工作间转换

率显著抬升，“工资-价格”螺旋会刺激薪资增长，最终导致通胀压力逐渐渗入到 CPI 篮子的各个项目中，尤其是那些更具粘性的服务业项目。从美国核心 CPI 的价格粘性指数来看，今年以来以服务业为主的核心 CPI 价格粘性快速上行。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_42090](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42090)

