



## 宏观专题

# 通胀下行道阻且长，23Q2 或破 6%

## 2023 年度展望之美国通胀篇

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

### 相关研究

#### #供应链&通胀特辑专题系列

《哪些因素会导致美国通胀风险失控

——供应链&通胀特辑#1》

《失控 or 回落？美国通胀如何预测——

供应链&通胀特辑#2》

《从联储通胀框架看加息能否有转机

——供应链&通胀特辑#3》

#### #2021 年海外通胀专题系列

《美国通胀：供需错配如何博弈——海外通胀专题之一》

《如何刻画美国供应链问题——海外通胀专题之二》

《为何鲍威尔坚定看空明年通胀——海外通胀专题之三》

### 投资要点：

- **核心观点。**我们基于三种视角对美国通胀的路径预测，预测结果显示 2023 年美国通胀中枢下行，23Q2 或下破 6%。从通胀的节奏上看，各类模型所算出的通胀读数均高于分析师一致预期，且绝对的同比增速仍然维持在相对较高的位置。这意味着，明年上半年、尤其是一季度，市场的交易或仍然趋向于通胀→紧缩逻辑。但是进入二季度末后，高基数效应、货政紧缩滞后效应的显现以及衰退预期或有的前置将使得通胀出现更快速的回落，届时对美联储 Fed Pivot 的呼声或有升温。
- **视角 A：基于 5 大类的关键函数。**我们打碎美国 CPI 口径下传统的[食品，能源，核心商品，核心服务]分类，并将其重组为前述的[机动车，能源，广义商品，房租，广义服务]五个类目，通过分析这五大类目背后的关键函数[芯片，油价，供应链，房价，工资/通胀预期]来推演未来通胀路径的走势。预测显示，随着供应链的修复、衰退预期的升温与库存周期从被动去库到主动去库的切换，广义商品与机动车通胀将在 23Q2-Q3 期间出现负增长。同时，随着美联储货政紧缩久期的拉长，总需求出现更显著的收缩，导致广义服务与居住分项同比增速触顶回落。从节奏上看，美国 CPI 同比增速或在 2023 年 4 月跌破 6%，随后延续回落，到年底跌至 2.31%。
- **视角 B：基于黏性 vs 弹性通胀。**根据美联储工作论文，所有的服务以及部分商品为黏性，这些项目的价格变动频率 $\in [5.3, 25.9]$ 个月，最新的合计权重占比为 75%。其余商品则为弹性，价格变动频率 $\in [0.7, 4.2]$ 个月。最新数据显示，弹性通胀已经触顶并出现较快速的回落，而黏性通胀则仍然保持加速上行的态势。假定黏性通胀延续当前高惯性的增速、弹性通胀延续当前快速下跌的态势均持续到 2023 年底，则可得出一个相对偏悲观的 CPI 路径预测：在 2023 年 7 月的 CPI 同比增速或将跌落回 5.95%，2023 年底或将跌落回 4.87%。
- **视角 C：基于环比中枢。**假设未来一段时间，CPI 始终按照同一 CPI 环比增速增长，那么对应的 CPI 同比增速应为怎样的水平。我们基于 0.2%、0.4%、0.6%、0.8% 四个档位推算出了四种通胀对应的情形。在最乐观的情况下，假定通胀按照 0.2% 环比中枢维持 1 年，则在 2022 年高基数效应的加持下，美国 CPI 同比增速将在 2023 年 6 月回落到 2%，而在通胀广度与久期强化的时期，0.4% 的环比中枢应是更加合理的预测描绘路径。按照 0.4% 的通胀环比中枢进行预测，美国通胀同比增速或将在 2023 年 3 月跌至 5.74%，6 月触及 3.83% 的低点。
- **风险提示：**美国经济衰退风险；模型预测偏差风险。

## 内容目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1. 2022 年美国通胀回顾 .....                    | 5  |
| 2. 2023 年美国通胀展望的三个视角 .....               | 7  |
| 2.1. 视角 A: 基于五大类目的关键函数 .....             | 7  |
| 2.1.1. 机动车 = $f(\text{芯片})$ .....        | 9  |
| 2.1.2. 能源 = $f(\text{油价})$ .....         | 11 |
| 2.1.3. 广义商品 = $f(\text{供应链})$ .....      | 11 |
| 2.1.4. 居住 = $f(\text{房价})$ .....         | 14 |
| 2.1.5. 广义服务 = $f(\text{工资, 通胀预期})$ ..... | 15 |
| 2.2. 视角 B: 基于黏性 vs 弹性通胀 .....            | 17 |
| 2.3. 视角 C: 基于环比中枢 .....                  | 18 |
| 3. 策略启示 .....                            | 19 |
| 3.1. 模型通胀预期与市场通胀预期 .....                 | 19 |
| 3.2. 更长期的高通胀中枢与策略启示 .....                | 21 |
| 4. 风险提示 .....                            | 21 |

## 图表目录

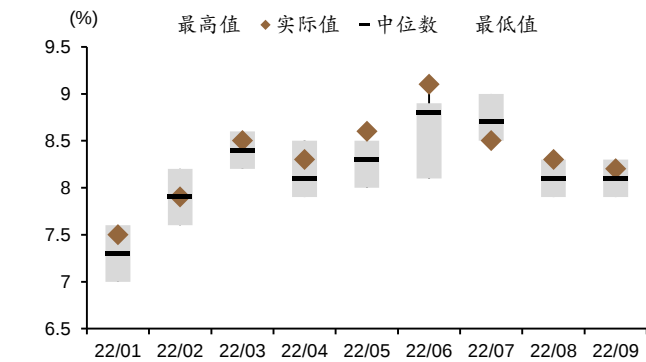
|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 美国 CPI 同比增速与分析师预测区间/中位数对比 .....                   | 5  |
| 图 2: 美国核心 CPI 同比增速与分析师预测区间/中位数对比 .....                 | 5  |
| 图 3: 近 10 年来美国 CPI 黏性 vs 弹性分项同比增速 .....                | 5  |
| 图 4: 不同同比增速档位的 PCE 项目占比 .....                          | 5  |
| 图 5: 美国 CPI 黏性 vs 弹性分项同比增速 .....                       | 6  |
| 图 6: 美国 CPI 与 PCEPI 同比增速及轧差 .....                      | 7  |
| 图 7: 美国 CPI 与 PCEPI 同比增速散点图 .....                      | 7  |
| 图 8: CPI 同比增速及传统分类视角下四大分项同比贡献度 .....                   | 8  |
| 图 9: CPI 同比增速及基于五大关键函数同比贡献度 .....                      | 8  |
| 图 10: 美国零售商机动车实际库存 vs 销售规模与库销比水平 .....                 | 9  |
| 图 11: 美国零售商机动车名义 vs 实际库存与价格平减指数同比 .....                | 9  |
| 图 12: 零售商机动车库存价格平减指数 vs 机动车 CPI 同比 .....               | 10 |
| 图 13: 零售商机动车库存价格平减指数与机动车 CPI 同比相关性 .....               | 10 |
| 图 14: 零售商机动车名义库存与实际库存及预测 .....                         | 10 |
| 图 15: 零售商机动车库存价格平减指数与机动车 CPI 同比及预测 .....               | 10 |
| 图 16: 1990 年以来 WTI 油价与 CPI 能源同比增速相关性 .....             | 11 |
| 图 17: CPI 能源分项同比、环比增速与同比预测值 .....                      | 11 |
| 图 18: 纽约联储全球供应链瓶颈指数 .....                              | 11 |
| 图 19: 全球与部分中美航线集装箱运价 .....                             | 11 |
| 图 20: Truckstop 美国卡车运费 .....                           | 12 |
| 图 21: 美国铁路联运即期费率加权平均值 .....                            | 12 |
| 图 22: ISM 制造业 PMI 供应商交付与自有库存分项 .....                   | 12 |
| 图 23: ISM 制造业 PMI 订单积压与客户库存分项 .....                    | 12 |
| 图 24: 美国零售商实际库存、销售水平与库销比 .....                         | 13 |
| 图 25: 美国零售商名义 vs 实际库存水平与价格平减指数同比 .....                 | 13 |
| 图 26: 剔除机动车项目后, 美国零售商实际库存、销售水平与库销比 .....               | 13 |
| 图 27: 剔除机动车项目后, 美国零售商名义 vs 实际库存水平与价格平减指数同比 .....       | 13 |
| 图 28: 除机动车零售商库存价格平减指数 (领先 3 个月) 与广义 CPI 同比增速相关性 .....  | 13 |
| 图 29: 除机动车零售商库存价格平减指数 (领先 3 个月) 与广义商品 CPI 同比及预测值 ..... | 13 |
| 图 30: CPI 居住分项与 Zillow 房租、SP-Shiller 房价同比 .....        | 14 |

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 31: CPI 居住分项与 Zillow 房租环比 .....         | 14 |
| 图 32: 美国租金中位数环比与出租屋空置率 .....              | 14 |
| 图 33: 1953 年以来美国 CPI 居住分项非季调环比增速分布图 ..... | 14 |
| 图 34: CPI 居住分项与房价 (领先 1 年) 同比相关性 .....    | 15 |
| 图 35: CPI 居住分项与房价 (领先 1 年) 同比及预测增速 .....  | 15 |
| 图 36: 美国劳动参与率的长期趋势与短期趋势 .....             | 15 |
| 图 37: 美国贝弗里奇曲线 .....                      | 15 |
| 图 38: 美国劳务时薪同比增速与密歇根大学消费者通胀预期 .....       | 16 |
| 图 39: CPI 广义服务分项同比 .....                  | 16 |
| 图 40: CPI 同比及基于五大关键函数同比贡献度及预测值 .....      | 16 |
| 图 41: 近 10 年来美国 CPI 黏性 vs 弹性分项同比增速 .....  | 17 |
| 图 42: 美国 CPI 黏性 vs 弹性分项同比增速及预测值 .....     | 17 |
| 图 43: 不同环比假设下的 CPI 同比增速预测值 .....          | 18 |
| 图 44: 不同时期 CPI 环比增速分布 .....               | 19 |
| 图 45: 不同视角下 CPI 同比增速预测值汇总 .....           | 20 |
| 图 46: 不同时期对未来 1-30 年的通胀预期 .....           | 21 |

## 1. 2022 年美国通胀回顾

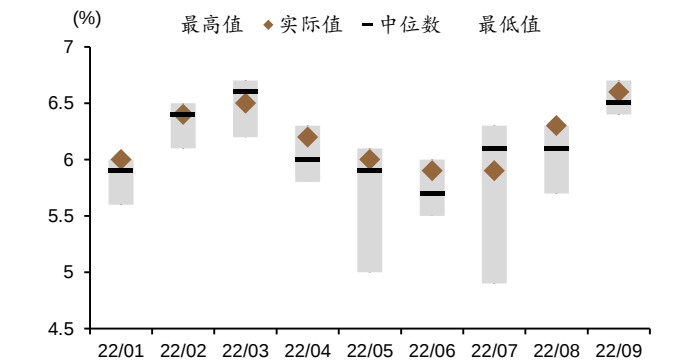
截止 10 月底，美国劳工部统计司已发布今年前 9 个月份的 CPI 报告，而根据彭博对经济学家的预测统计，这 9 组 CPI 数据中，CPI 同比增速[高于预期，符合预期，低于预期]的次数分别为[7, 1, 1]次（图 1），核心 CPI 同比增速[高于预期，符合预期，低于预期]的次数分别为[6, 1, 2]次（图 2）。美国通胀持续超预期的本质来自两个方面：①疫情反复、俄乌冲突等风险源未被彻底掐灭，其对脆弱供应链的不断刺激导致弹性通胀始终兑现为上行风险；②高通胀久期拉长加剧通胀扩散压力，黏性通胀累积势能强化自身上行趋势。

图 1：美国 CPI 同比增速与分析师预测区间/中位数对比



资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国核心 CPI 同比增速与分析师预测区间/中位数对比

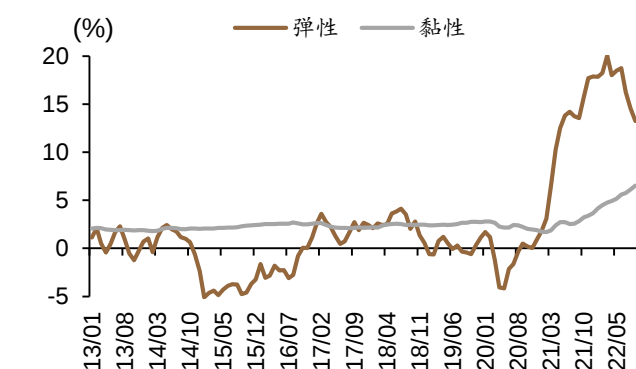


资料来源：彭博，德邦研究所

而上述两点对应本轮 CPI 上行周期的两个阶段，我们以弹性通胀<sup>1</sup>本轮同比增速的顶点为界（图 3），对这两个阶段进行如下划分：

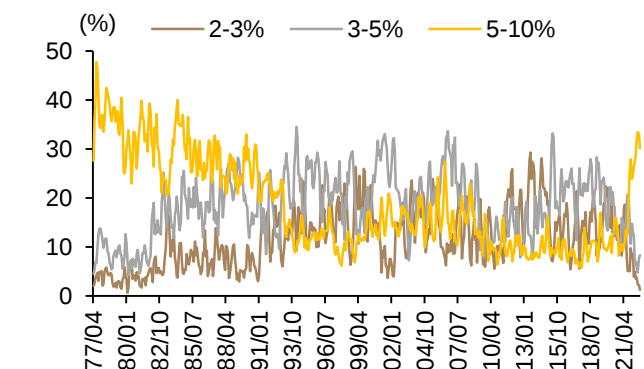
**由弹性通胀主导的结构性通胀。**这一时间段始于 2021 年 8 月车规级 MCU 芯片与美国运输供应链的崩坏，止于 2022 年 3 月的俄乌冲突。这一时期的美国通胀是结构性的，即呈现出“少数项目贡献多数涨幅”的结构特征。假使供应链能持续、稳定地修复，叠加 21Q4 以来的高基数，本轮通胀是存在“暂时性”的侥幸可能的，但 3 月以来一系列增量的供应链冲击使得本轮通胀彻底错过了最后的回落时机，通胀的主导权也由弹性通胀交棒给了黏性通胀。

图 3：近 10 年来美国 CPI 黏性 vs 弹性分项同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：不同同比增速档位的 PCE 项目占比



资料来源：彭博，德邦研究所；数据经过 3MMA 平滑处理

**由黏性通胀主导的广泛性通胀。**这一时间段始于 2022 年 4 月，或止于本轮黏性通胀见顶回落后。由于 3 月的俄乌地缘冲突、4 月的上海港口拥堵等一系列层出不穷的风险进一步扰乱了全球商品供应链的修复节奏，延后了商品通胀的下

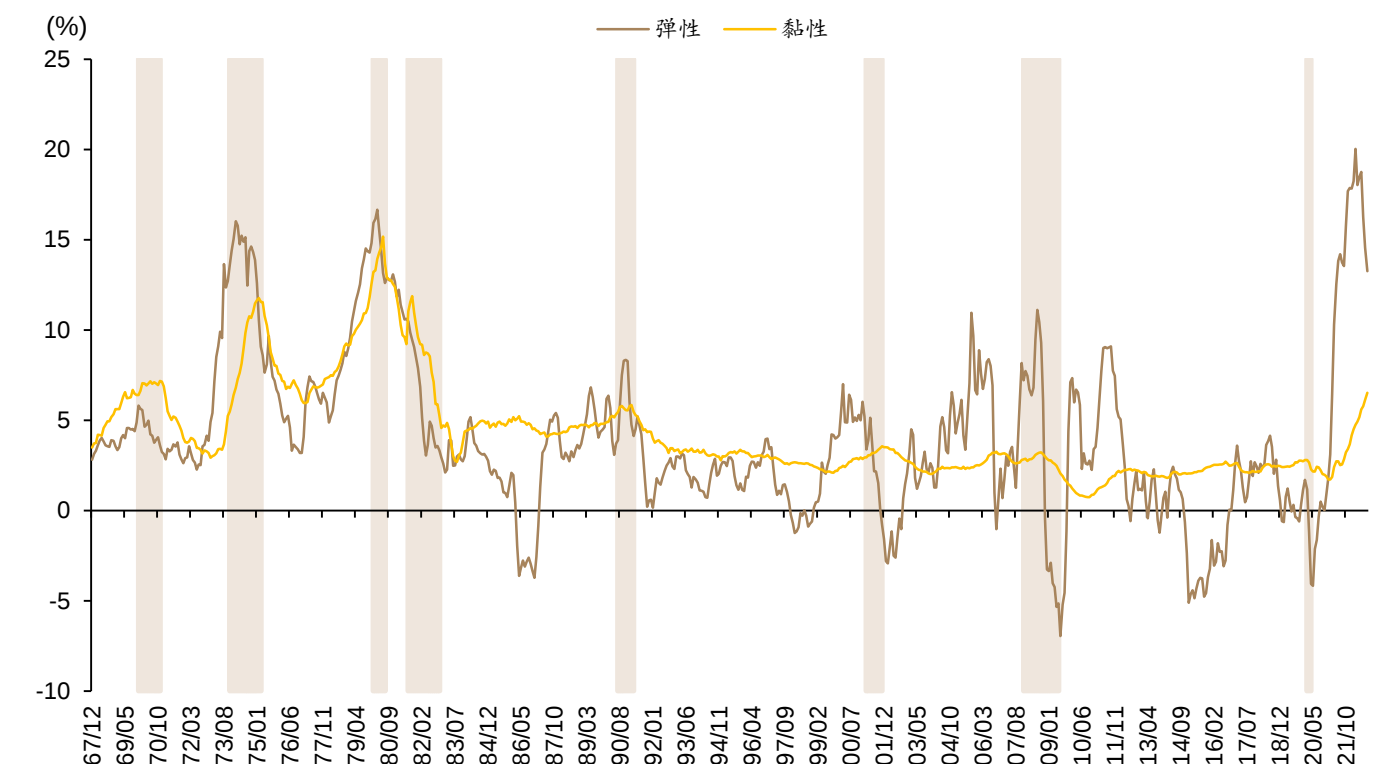
<sup>1</sup> 根据美联储，弹性通胀的定义为价格调整的频率 $\leq 4.3$ 个月，反之则为黏性通胀

行速率，进而拉长了高通胀的久期，导致工资与物价压力变得愈发地广泛(*broadier price pressures*)。图 4 可见，以 PCE 价格指数的同比增速作为衡量标准，更多项目的同比增速区间开始从 2-3%与 3-5%档位切换至 5-10%档位。更广泛的通胀预期意味着一揽子产品替代效应的弱化与居民体感通胀的强化，这将进而导致最真实的通胀预期出现上调。而通胀预期的上调将诱发更强烈的涨薪预期，同时逐步击穿各类菜单成本，最终带动黏性通胀的上调，并再度回到指数通胀的层面形成正反馈的通胀螺旋。

而黏性通胀的上行带来了三个问题：

**短线上，市场对通胀预测持续的低估。**过去 30 年，指数通胀的形态波动主要来自油价波动，因此预测对了近月的油价基本能预测对近月的 CPI 变动。而本轮黏性通胀的抬升明显向上偏离了过去 30 年的增长中枢（图 5），这意味诸多通胀分项正逐步打破过去 30 年的价格变动规律，基于旧范式的通胀预测模型适用性降低，因此对通胀、尤其是核心通胀的低估愈发频繁（图 2）。

图 5：美国 CPI 黏性 vs 弹性分项同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所；阴影部分为 NBER 界定的美国经济衰退期

**中线上，通胀下行路径将被放缓。**如果没有黏性通胀的抬升，那么弹性通胀已开启的镜像式回落（以 2022 年 3 月为界，弹性通胀呈现出明显的对称性）应能带动指数通胀加速下行。但黏性通胀的抬升将意味着指数通胀的下行速率被放缓，且考虑到弹性 vs 黏性 1:3 的相对权重占比，这将意味着弹性通胀需要三倍速的回落才能冲销掉黏性通胀一倍速的上行。

**长线上，黏性通胀如何迎来拐点将是最大看点。**在意识到美国通胀问题的核心矛盾已从供应链所引发的弹性通胀切换为通胀久期→预期所引发的黏性通胀后，美联储对通胀的论调也开始从供应链瓶颈切换为对经济总需求的压制。在今年 8 月的 Jackson Hole 央行年会上，Powell 表示“虽然高通胀是全球性的，但美国通胀更是供需失衡共同作用的结果”<sup>2</sup>。而为了防止通胀变得根深蒂固，Powell 已公开表示自己希望看到经济增速低于潜在产出水平，且 9 月 SEP 将 22Q4 的 GDP 同

<sup>2</sup> It is true that the current high inflation is a global phenomenon, and that many economies around the world face inflation as high or higher than seen here in the United States. It is also true, in my view, that the current high inflation in the United States is the product of strong demand and constrained supply, and that the Fed's tools work principally on aggregate demand.

比增速预期从6月的1.7%再度大砍至0.2%。除去本次外，黏性通胀在历史上有过两次“高光”时刻（同时满足长久期、高增速的特点），均发生在大滞胀时期。而让黏性通胀出现拐点并下行的触发条件均是经济衰退（图5）。因此，尽管市场已看到房价、租金、工资等指标增速出现放缓，但最终让黏性通胀下行的是自然时间的推移，还是美联储过度加息所引发的经济衰退的外生性冲击，仍然是2023年美国宏观经济的最大看点。

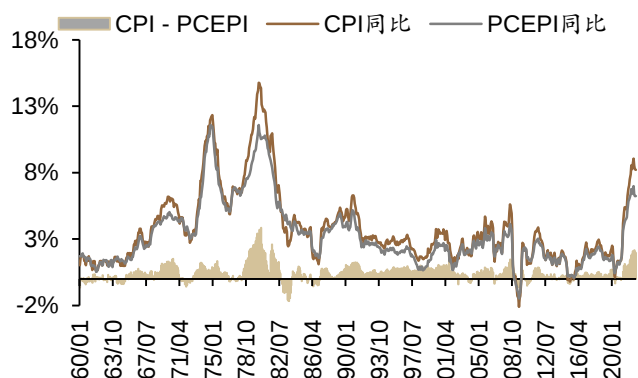
## 2. 2023年美国通胀展望的三个视角

复盘2022年的美国通胀可知，资本市场的流动性冲击来自美联储激进的紧缩货币政策，而美联储激进的紧缩货币政策来自不断超预期上行且黏性愈发强劲的通胀数据。因此，通胀路径 $\pi$ 决定货币政策（Monetary Policy, MP），进而影响资本市场中的流动性风险溢价（Liquidity Risk Premia, LRP），即：

$$LRP = f[MP] = f[g(\pi)]$$

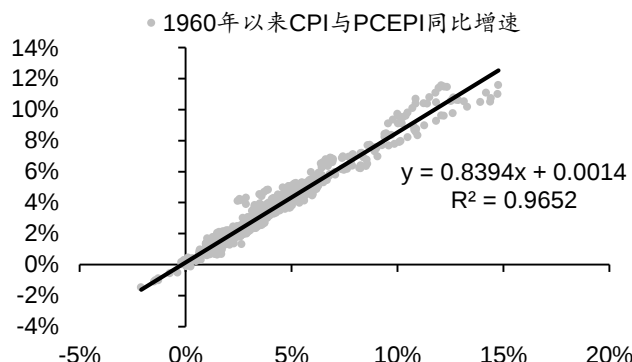
因此，对后续通胀路径的展望将对后续美联储货币政策及资产价格的展望起到关键作用。本部分我们将从三个视角去推演2023年美国的通胀路径，并在下一部分将其与市场预期的通胀路径进行对比，并得出投资策略的相关启示。

图6：美国CPI与PCEPI同比增速及轧差



资料来源：彭博，德邦研究所

图7：美国CPI与PCEPI同比增速散点图



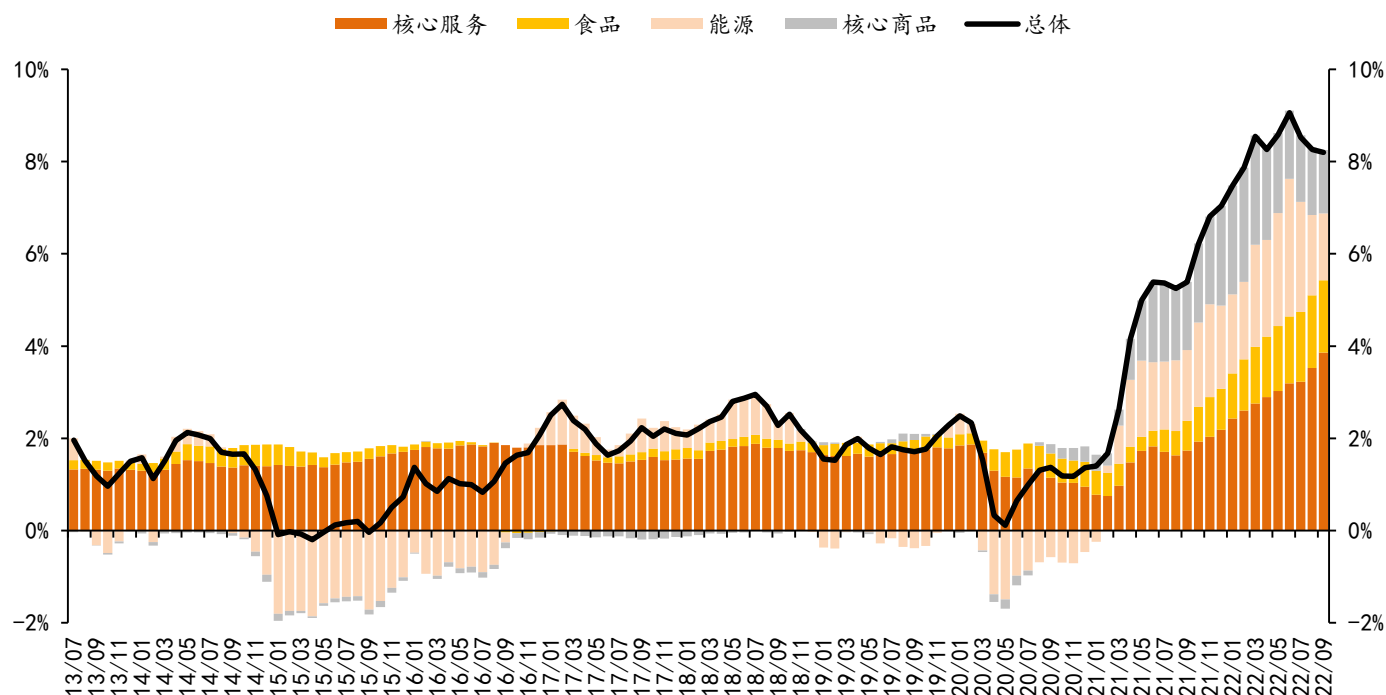
资料来源：彭博，德邦研究所

CPI的重要性在于，其领先PCEPI（Personal Consumption Expenditure Price Index, PCEPI）两周左右公布，且CPI基本能剧透PCEPI的走势，因此资产价格在CPI公布后基本已经完成对该月通胀读数的交易。PCEPI的重要性在于，其同比增速是美联储2%平均通胀目标所选择的观察指数，PCEPI何时回落至美联储的目标区间将对美联储货币政策产生更重大的影响。

### 2.1. 视角A：基于五大类目的关键函数

在报告《失控or回落？美国通胀如何预测——供应链&通胀特辑#2》中，我们将美国PCEPI口径下传统的[耐用品，非耐用品，服务]分类打碎并重组为[机动车，能源，广义商品，居住，广义服务]五个类目，通过分析这五大类目背后的关键函数[芯片，油价，供应链，房价，工资/通胀预期]来推演其各自的未来走势，并将其汇总为对未来通胀路径的走势展望。在本部分中，我们将打碎美国CPI口径下传统的[食品，能源，核心商品，核心服务]分类（图8），并将其重组为前述的[机动车，能源，广义商品，房租，广义服务]五个类目（图9）。这里，广义商品由剔除机动车的核心商品与食品商品重构，广义服务由剔除居住分项的核心服务与食品服务重构。

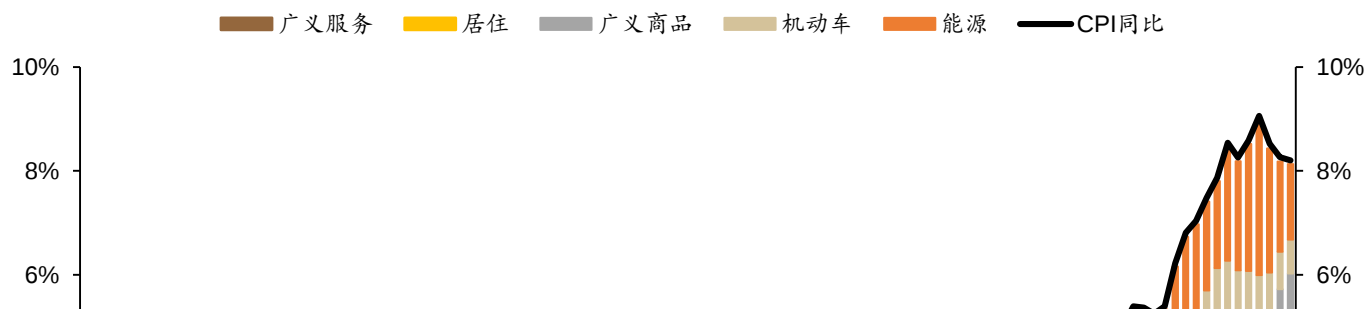
图 8: CPI 同比增速及传统分类视角下四大分项同比贡献度



资料来源：彭博，德邦研究所

需说明的是，本视角更侧重于基本面的定性分析，因此在关键函数的预测上无法避免主观成分的引入，更何况其中存在油价这类在 1 年预测维度下准确率几乎为零的分项。而为了弥补基本面视角这一先天性的不足，本报告佐以另外两个视角，以求纳入更多信息（如更具经济学意义的通胀指数、更能体现基数效应的技术手段），进而向投资者呈现更多元的预测视角。

图 9: CPI 同比增速及基于五大关键函数同比贡献度



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\\_48254](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48254)

