

总量研究

如何看待美国通胀下行斜率？

——2023 年美国通胀展望兼 2022 年 10 月美国 CPI 数据点评

要点

事件：

10 月美国通胀数据大幅低于市场预期，核心 CPI 环比明显改善，核心 CPI 同比也基本确认见顶回落。数据发布后，市场情绪升温，美股、黄金价格大幅上涨，美债利率、美元指数明显回落。本文主要分析当前美国通胀超预期降温的原因，并展望 2023 年美国通胀前景。

核心观点：

10 月美国通胀超预期降温，未来美联储加息步伐有望放缓，后续重心落在通胀下行斜率。但通胀回落并非一蹴而就，当前降温领域主要集中在核心商品，食品、能源、住房价格仍维持韧性，预计明年二季度前通胀下行速度依然较慢。

展望 2023 年，考虑到房地产市场和商品需求已在持续降温，将带动明年美国通胀持续回落。但是，鉴于劳动力供给刚性约束、服务消费需求仍有韧性，叠加地缘政治风险暂未消减，预计美国高通胀问题仍然难以消除，难以回到 2% 目标范围内。

10 月美国通胀超预期降温，美联储加息步伐有望放缓

10 月美国通胀数据超预期降温，自上月 8.2% 回落至 7.7%，打消市场对美联储持续激进加息的担忧，12 月加息幅度大概率放缓至 50BP。后续市场关注重点落在通胀下行的斜率，这决定了美联储加息步伐。

从 10 月数据看，通胀降温主要集中在核心商品领域，而食品和能源价格保持坚挺，住房等多数服务价格仍有韧性。我们认为，在明年一季度住房通胀出现拐点之前，美国通胀回落依然会相对缓慢。考虑到劳动力市场供需缺口依然较高，明年工资成本上涨有可能向服务价格进一步传导，通胀粘性仍难以回落。

2023 年美国通胀展望：高通胀缓和，但难以消除

展望 2023 年，在美联储持续加息背景下，需求回落将带动供需缺口逐步弥合，当前房地产市场和商品需求已在持续降温，将带动明年美国通胀持续回落。一则，供应链压力已在逐步缓解，汽车等耐用品价格见顶回落；二则，房价回落已经传导至新签租约价格，预计住房通胀的回落最早将在明年初体现。

但是，鉴于劳动力供给刚性约束、消费需求仍有韧性，叠加地缘政治风险暂未消减，预计美国高通胀问题仍然难以消除。基准情形下，我们预计 2023 年 CPI 同比中枢在 4.1%，预计最早在明年年末通胀水平回落至 2% 附近。

一是，尽管明年消费增速将延续回落，但鉴于超额储蓄缓冲作用仍在、服务消费向上修复尚未结束、居民偿债负担处在低位，预计消费端仍具有韧性。

二是，美国劳动力供给不足是长期问题，短期内难以有效缓解，招工难或将导致企业在裁员时更加谨慎，劳动力市场降温可能是一个相对偏慢的过程。

三是，地缘政治角度看，OPEC+ 正在重夺全球原油定价权，有意维持高油价环境；俄乌冲突加速全球能源供应链重构，未来阶段性供给短缺风险仍然存在。

风险提示：俄乌冲突持续发酵冲击经济预期；通胀发展超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebscn.com

相关研报

众议院红潮将至，参议院悬而未决——2022 年美国中期选举点评（2022-11-10）

国内通胀压力继续回落——2022 年 10 月价格数据点评（2022-11-08）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022 年 10 月贸易数据点评（2022-11-08）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-10-31）

9 月行业景气度有何边际变化？——光大宏观周报（2022-10-30）

盈利延续弱复苏，稳固内需是关键——2022 年 9 月工业企业盈利数据点评（2022-10-27）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022 年 9 月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

就业供需依旧紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

目 录

1、10月美国通胀降温，美联储加息步伐有望放缓	4
2、美国通胀接力进入后半场	5
3、预计2023年美国通胀持续回落，但高通胀问题难以消除	7
3.1、预计明年美国通胀中枢回落至4.1%	7
3.2、商品通胀：供应链压力持续缓和，但能源问题隐忧仍在	7
3.3、服务通胀：预计2023年一季度前后或迎来拐点	9
4、风险提示	14

图目录

图1：10月CPI环比增速持平于上月，同比增速回落幅度超市场预期	4
图2：10月核心CPI环比增速下行，同比增速见顶回落	4
图3：美国总体通胀年中见顶，但核心通胀仍在筑顶	6
图4：美国通胀已经从商品通胀切换至服务通胀	6
图5：核心商品中，二手车价格率先回落	6
图6：核心服务中，住房、交通价格仍在上涨	6
图7：基准情形下，2023年美国CPI同比中枢约为4.1%	7
图8：基准情形下，2023年美国核心CPI同比中枢约为4.4%	7
图9：汽车生产能力持续恢复，库存低位回升	8
图10：消费端库销比持续回升，指向商品供求关系缓和	8
图11：美国实际商品消费支出增速已经低于疫情前水平	8
图12：二季度后，随着贷款利率抬升，美国消费贷款增速走平	8
图13：2022年9月，OPEC10国原油产量低于生产配额约135万桶/日	9
图14：今年以来，页岩油完井数增长放缓，制约原油产量	9
图15：截至10月，美国劳动力市场供求缺口约为466万人	10
图16：截至10月，美国劳动参与率距离疫情前仍有1个百分点的缺口	10
图17：疫情发生后，劳动参与率下降主要体现在55岁以上人群	10
图18：2010年之后美国劳动年龄人口占比持续回落	10
图19：2018年之后美国移民政策收紧，净移民人数持续回落	11
图20：美国劳动力市场职位空缺率与辞职率均处在高位	11
图21：截至2022年年中，最低收入、最高收入群体的超额储蓄分别回落至高点的54%、68%	12
图22：高收入群体的超额储蓄主要来自于消费支出的减少，低收入群体的超额储蓄则来源于财政补贴的增加	12
图23：美国服务消费占比距离疫情前仍有2个百分点的缺口	12
图24：美国服务消费与收入增速变化基本一致	12
图25：今年以来家庭偿债负担回升，但仍处在历史低位	12
图26：今年以来，美国信用卡还款率仍高于疫情前水平	12

图 27：今年 4 月起，美国房屋价格指数开始回落	13
图 28：今年 7 月起，美国房租价格涨幅持续回落	13
图 29：健康保险价格自去年 10 月开始上涨，今年 10 月进入新一轮调整周期	14
图 30：2020 年美国医疗保险净收入大增，2021 年转为回落	14

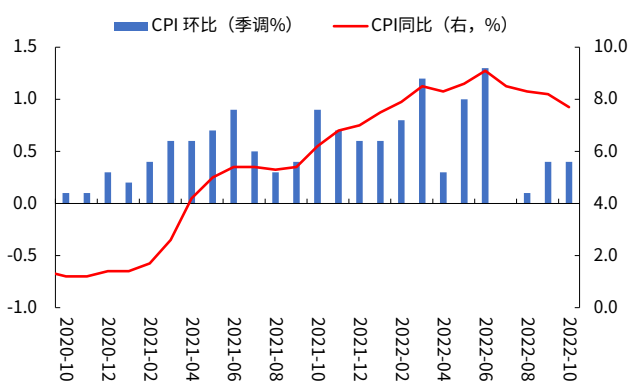
表目录

表 1：2022 年 8 月-2022 年 10 月 CPI 同比和环比分项	5
--	---

1、10月美国通胀降温，美联储加息步伐有望放缓

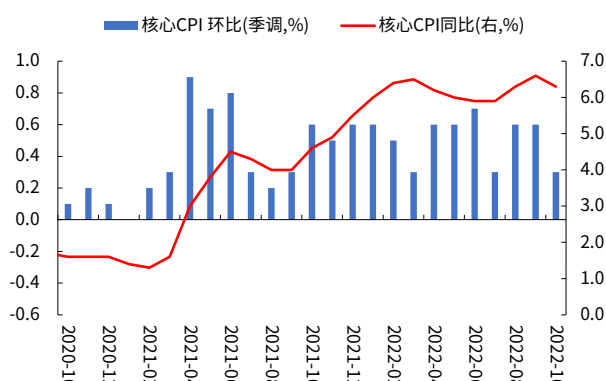
10月美国通胀数据大幅低于市场预期，核心CPI环比明显改善，核心CPI同比基本确认见顶回落。10月CPI同比增7.7%，前值8.2%，市场预期7.9%；季调后10月CPI环比增0.4%，前值0.4%，市场预期0.6%；10月核心CPI同比增6.3%，前值6.6%，市场预期6.5%；季调后10月核心CPI环比增0.3%，前值0.6%，市场预期0.5%。

图1：10月CPI环比增速持平于上月，同比增速回落幅度超市场预期



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期2022年10月

图2：10月核心CPI环比增速下行，同比增速见顶回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截止日期2022年10月

美国通胀降温主要体现在三方面：

一是，二手车、家居用品、服装等核心商品价格回落速度较快，主要与供应链持续恢复、海运价格回落、商品需求减弱有关。核心商品价格环比为-0.4%（前值0%），其中，二手车和卡车价格环比-2.4%（前值-1.1%），新车价格环比0.4%（前值0.7%），家居用品环比-0.2%（前值0.6%），服装价格环比-0.7%（前值-0.3%）。

二是，医疗保险价格环比转负，主要源于CPI特殊的滞后统计方法，这一拖累将持续至明年9月。10月医疗保健价格环比回落至-4%，上月为2.1%。CPI对医疗保险价格计算是基于留存收益法的间接方式，是一种净利润的概念。由于统计数据来自于行业年报，无法月度更新，一般在下一年10月左右才能获取上一年留存收益的数据，并将年度数据转化为月度数据，分摊至12个月内。因此，2022年10月起，医疗保险价格进入新一轮调整周期（为期1年），其计算依据为2021年的留存收益，由于2021年就医人数增加、保险支付费用增加，其留存收益低于2020年，意味着从今年10月起，医疗保险价格的环比负增长将持续至明年9月。

三是，交通服务价格环比回落。10月，交通服务价格环比为0.8%（前值1.9%），环比回落主要体现在机动车维修保养、汽车租赁、机票等领域，而机动车保险价格环比仍高于前两个月。

10月美国通胀数据超预期降温，打消市场对美联储持续激进加息的担忧，12月加息幅度大概率放缓至50BP。根据CME FedWatch，11月11日，市场预期12月加息50bp的概率升至80.6%，明年2、3月分别加息25bp，加息终点为4.75%-5.00%区间。

后续市场关注重点落在通胀下行的斜率，这决定了美联储加息步伐。但是我们认为，在明年一季度住房通胀出现拐点之前，美国通胀回落依然会相对缓慢。从 10 月数据看，通胀降温主要集中在核心商品领域，而食品和能源价格保持坚挺，住房等多数服务价格仍有韧性。考虑到劳动力市场供需缺口依然较高，明年工资成本上涨有可能向服务价格进一步传导，通胀粘性仍难以回落。

表 1：2022 年 8 月-2022 年 10 月 CPI 同比和环比分项

指标名称	2022年10月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
		2022/08	2022/09	2022/10	2022/08	2022/09	2022/10
食品	13.7	11.4	11.2	10.9	0.8	0.8	0.6
家庭食品	8.5	13.5	13.0	12.4	0.7	0.7	0.4
谷物和烘焙制品	1.1	16.4	16.2	15.9	1.2	0.9	0.8
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	10.6	9.0	8.0	0.5	0.4	0.6
乳制品及相关制品	0.8	16.2	15.9	15.5	0.3	0.3	-0.1
水果和蔬菜	1.4	9.4	10.4	9.4	0.5	1.6	-0.9
无酒精饮料和饮料原料	1.0	13.4	12.9	12.7	0.5	0.6	0.5
其他家庭食品	2.3	16.6	15.7	15.4	1.1	0.5	0.9
非家庭食品	5.2	8.0	8.5	8.6	0.9	0.9	0.9
能源	8.0	23.8	19.8	17.6	-5.0	-2.1	1.8
能源类商品	4.3	27.2	19.7	19.3	-10.1	-4.7	4.4
燃油	0.2	68.8	58.1	68.5	-5.9	-2.7	19.8
发动机燃料	4.1	26.2	18.8	18.1	-10.5	-4.8	4.0
汽油 (所有种类)	4.0	25.6	18.2	17.5	-10.6	-4.9	4.0
能源服务	3.7	19.9	19.8	15.6	2.1	1.1	-1.2
电力	2.7	15.8	15.5	14.1	1.5	0.4	0.1
公共事业 (管道) 燃气服务	1.0	33.0	33.1	20.0	3.5	2.9	-4.6
所有项目, 除食品和能源	78.1	6.3	6.6	6.3	0.6	0.6	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	21.3	7.0	6.6	5.1	0.5	0.0	-0.4
服装	2.4	5.1	5.5	4.1	0.2	-0.3	-0.7
新车	4.0	10.1	9.4	8.4	0.8	0.7	0.4
二手车和卡车	4.0	7.8	7.2	2.0	-0.1	-1.1	-2.4
医疗护理商品	1.5	4.1	3.7	3.1	0.2	-0.1	0.0
酒精饮料	0.9	4.3	4.1	5.0	0.4	0.0	0.8
烟草和烟草制品	0.5	8.8	8.2	6.6	1.1	0.2	0.3
服务, 不含能源服务	56.8	6.1	6.7	6.8	0.6	0.8	0.5
住所	32.5	6.3	6.6	6.9	0.7	0.7	0.8
主要居所租金	7.3	6.7	7.2	7.5	0.7	0.8	0.7
业主等价租金	23.8	6.3	6.7	6.9	0.7	0.8	0.6
医疗护理服务	6.9	5.6	6.5	5.4	0.8	1.0	-0.6
医疗服务	1.8	1.1	1.8	1.8	0.2	0.5	0.0
医院服务	2.1	4.0	3.8		0.7	0.1	
交通服务	5.9	11.4	14.6	15.3	0.5	1.9	0.8
机动车维修保养	1.1	9.1	11.1	10.3	1.7	1.9	0.7
机动车保险	2.4	8.7	10.3	12.9	1.3	1.6	1.7
机票	0.6	33.4	42.9	42.9	-4.6	0.8	-1.1

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为 2022 年 10 月；权重单位为%。

2、美国通胀接力进入下半场

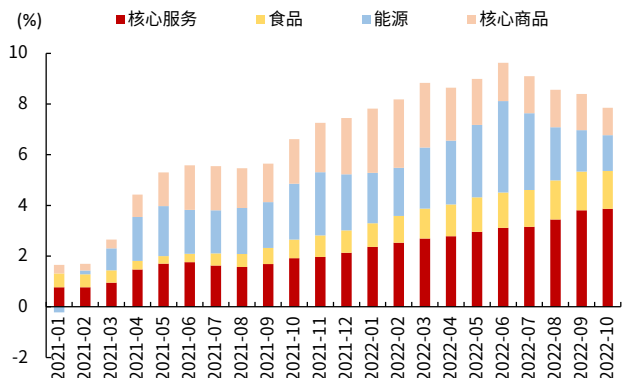
回顾过去两年美国通胀表现，从最初的商品通胀到现在的服务通胀，其运行脉络不断变化，表现为，从外部冲击转向内部矛盾，从需求拉动转向成本推动，从局部通胀转向全面扩散。随着通胀的广度和粘性加强，抑制通胀的成本也在持续增加。

2021 年，在美国大规模财政刺激的推动下，商品需求率先恢复，而疫情导致供应链阻塞和生产力缓慢恢复，推升商品领域的供需矛盾，代表性的是二手车和汽车、原油价格大幅上涨。同时，低利率环境也带动房地产市场的繁荣，房价持续上涨带来住房通胀。

进入 2022 年，随着财政刺激退坡、货币政策收紧，房地产市场降温、商品需求转弱，率先带动耐用品价格回落、房价回落也滞后传导至住房租金，加息对通胀的抑制效果初步显现。

但是，随着消费结构向服务切换，劳动力市场供给不足，导致服务价格持续上涨，叠加前期通胀的持续传导，导致核心通胀持续抬升，滞后于总体通胀变化。此外，俄乌冲突的发生，也引发能源和食品领域的供给冲击，导致通胀问题的持久性加深。

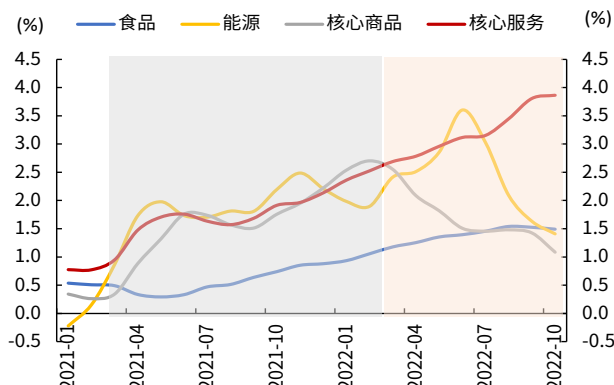
图 3：美国总体通胀年中见顶，但核心通胀仍在筑顶



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据为 CPI 同比拉动率，截止日期 2022 年 10 月

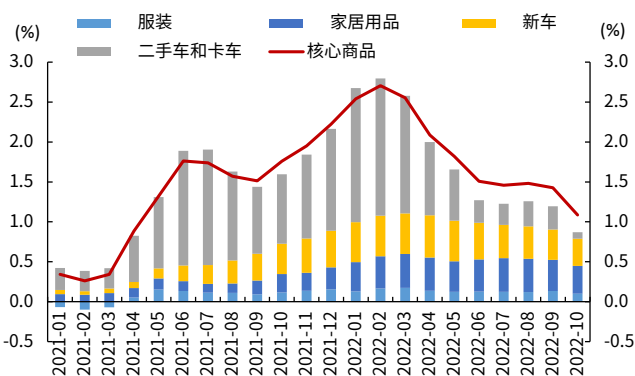
图 4：美国通胀已经从商品通胀切换至服务通胀



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据为 CPI 同比拉动率，截止日期 2022 年 10 月

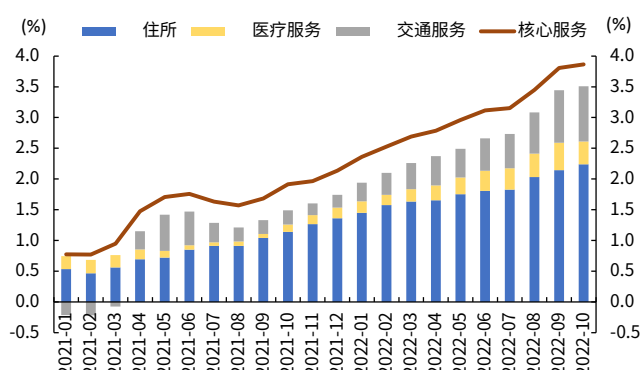
图 5：核心商品中，二手车价格率先回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据为 CPI 同比拉动率，截止日期 2022 年 10 月

图 6：核心服务中，住房、交通价格仍在上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据为 CPI 同比拉动率，截止日期 2022 年 10 月

总体而言，本轮美国高通胀既有需求高涨（货币和财政政策双宽松），也有供给冲击（供应链、俄乌冲突、劳动力）的原因，这就导致依赖需求端调节的货币和财政政策，在本轮控通胀的过程中，调控效果并不如意。

一方面，货币政策需要大幅收紧，带动经济持续降温，以消除供需缺口，尤其是劳动力市场。另一方面，加息对抑制通胀存在滞后效应。一般而言，加息抑制经济活动的先后顺序是：房地产投资-耐用品消费-企业投资-服务消费，可以看出与服务消费密切相关的劳动力市场，对于加息的反馈是最为滞后的。

因此，对于希望经济软着陆的美联储而言，加息的节奏和步伐十分重要，既要防止过早停止加息带来后续通胀反扑，又要防止太过激进的加息，加大经济硬着陆风险。为此，鲍威尔在 11 月 FOMC 会议上透露出 12 月加息幅度放缓的信号，表示会考虑货币政策收紧的滞后性影响，从大步加息转向小步但更持久的加息。

3、预计 2023 年美国通胀持续回落，但高通胀问题难以消除

3.1、 预计明年美国通胀中枢回落至 4.1%

展望 2023 年，在美联储持续加息背景下，需求回落将带动供需缺口逐步弥合，当前房地产市场和商品需求已在持续降温，将带动明年美国通胀持续回落。一则，供应链压力已在逐步缓解，汽车等耐用品价格见顶回落；二则，房价回落已经传导至新签租约价格，预计 CPI 住房通胀的回落最早将在明年初体现。

但是，鉴于劳动力供给刚性约束、消费需求仍有韧性，叠加地缘政治风险暂未消减，预计美国高通胀问题仍然难以消除。

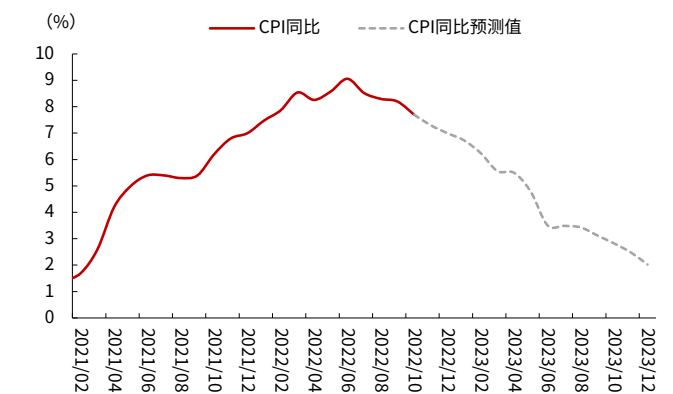
一是，尽管明年消费增速将延续回落，但鉴于超额储蓄缓冲作用仍在、服务消费向上修复尚未结束、居民偿债负担处在低位，预计消费端仍具有韧性。

二是，美国劳动力供给不足是长期问题，短期内难以有效缓解，招工难或将导致企业在裁员时更加谨慎，劳动力市场降温可能是一个相对偏慢的过程。

三是，地缘政治角度看，OPEC+正在重夺全球原油定价权，有意维持高油价环境；俄乌冲突加速全球能源供应链重构，未来阶段性供给短缺风险仍然存在。

基准情形下，我们预计 2023 年 CPI 同比中枢在 4.1%，预计当年年末通胀水平回落至 2%附近。

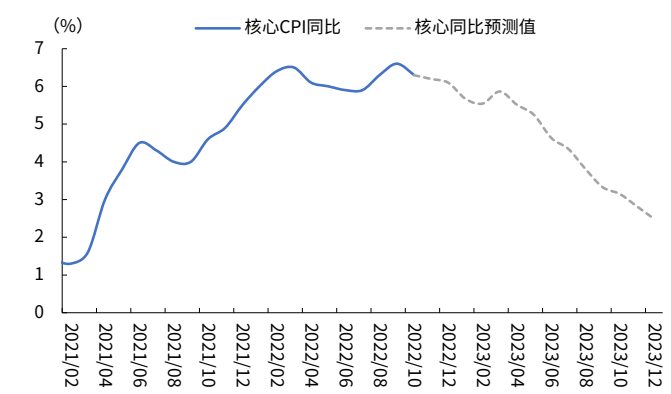
图 7：基准情形下，2023 年美国 CPI 同比中枢约为 4.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2022 年 11 月-2023 年 12 月为光大证券研究所预测数

图 8：基准情形下，2023 年美国核心 CPI 同比中枢约为 4.4%



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2022 年 11 月-2023 年 12 月为光大证券研究所预测数

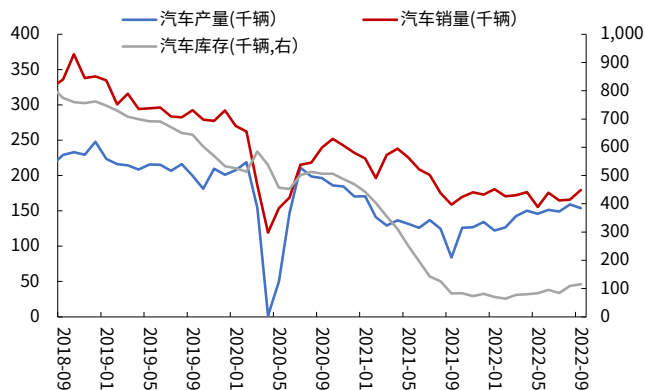
3.2、 商品通胀：供应链压力持续缓和，但能源问题隐忧仍在

能源价格高企、汽车产能不足以及供应链堵塞是推升商品通胀的三大因素。目前汽车及供应链压力带来的商品通胀已经开始缓和，预计 2023 年将进一步回落。但在前期资本开支不足、地缘政治博弈加深、全球能源供应链重构的背景下，能源问题仍然存在供给不足的隐患，预计 2023 年维持高位的概率较大。

首先，进入 2022 年二季度后，居民商品需求转弱、企业生产持续恢复，供应链压力逐步缓和，汽车等耐用品价格开始见顶回落。目前看，美联储大幅加

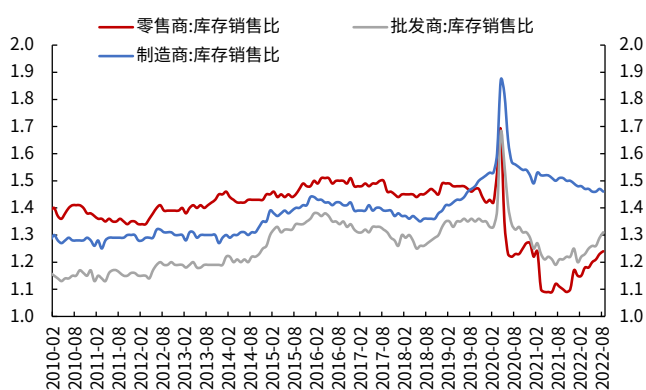
息，已在逐步抑制商品需求，居民消费贷款增速结束快速上涨态势，正处于筑顶阶段；同时，美联储加息也导致全球大宗商品价格大幅回落，带动美国进口价格指数同比持续下探，进一步减缓商品价格上涨压力。预计 2023 年，在美联储鹰派加息的背景下，这一趋势仍将延续。

图 9：汽车生产能力持续恢复，库存低位回升



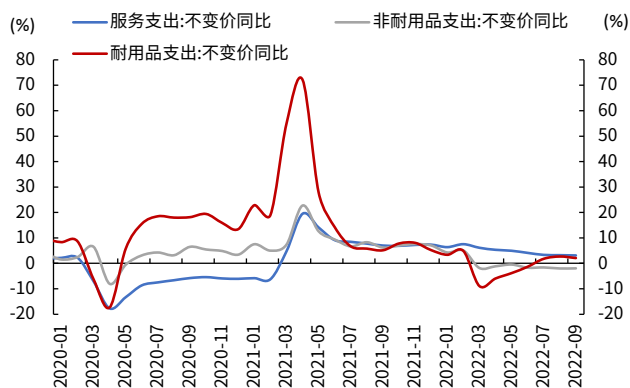
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截止日期 2022 年 9 月

图 10：消费端库存比持续回升，指向商品供求关系缓和



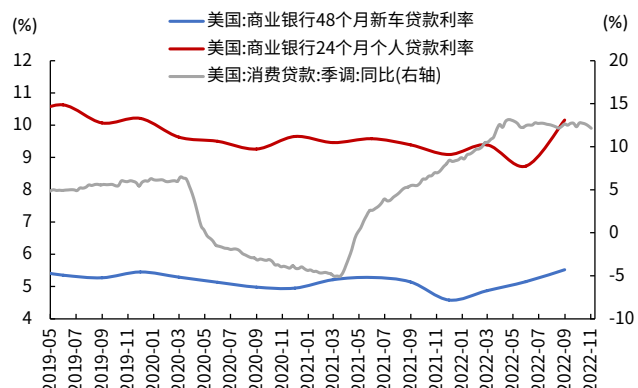
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截止日期 2022 年 8 月

图 11：美国实际商品消费支出增速已经低于疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据调整为以 2019 年为基期的复合增速，截止日期 2022 年 9 月

图 12：二季度后，随着贷款利率抬升，美国消费贷款增速走平



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：贷款利率截至 2022 年 8 月；消费贷款增速截至 2022 年 11 月 2 日

其次，能源方面，今年上半年俄乌冲突带来的供给恐慌，大幅推升原油价格；三季度，由于地缘冲突减弱，俄罗斯原油减产幅度持续低于预期，油价回落至俄乌冲突前水平；四季度 OPEC+超预期减产对油价形成底部支撑。

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_48730

