

宏观深度报告 20221201

2023 美国通胀的“上不去”与“下不来”

2022 年 12 月 01 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《美元：2023 年会更像 1974 还是 1981？》

2022-11-29

《2023 年 GDP 增速 5%需要多大的政策发力？》

2022-11-27

■ 2023 年美国的核心仍在通胀，通胀的绝对水平和斜率决定了美联储加息暂停的时点。聚焦此核心矛盾，我们对通胀进行了测算，基准假设下，2023 年末美国核心 CPI 有望回落至 3%，CPI 回落至 2.8%。不过，虽然美国通胀拐点已现，通胀的绝对水平在下降，但也不能忽视其斜率的陡峭化或趋缓：

■ 一方面，若供给端受到意外冲击，下行斜率放缓，导致通胀“下不来”，二季度核心 CPI 仍未回落至 5%以内的区间，美联储或将在二三季度持续 25bp 小幅加息的节奏；另一方面，若二季度美国陷入温和衰退，通胀“上不去”，二季度核心 CPI 便回落至 4%以内的区间，美联储有望在一季度末暂停加息，但使得利率在高位维持一段时间，并最早于四季度开始转向。我们认为通胀上行风险出现的概率大于下行风险，市场对于 2023 年政策利率终值 4.5%的预测有被进一步上修的空间。

■ 对美国通胀的讨论离不开住房租金、薪资和供给三大话题，前两项是造成通胀粘性的罪魁祸首，而供给端的扰动美联储又鞭长莫及。2023 年，尽管美国经济的放缓将进一步体现，助力通胀回落，但由于住房租金和服务业薪资高涨大大增加了美国通胀的粘性，上述过程将是缓慢的。

■ 住房租金方面，其对核心 CPI 的支撑将在 2023 年缓慢减弱，年末滑落至不足 1pp。住房供给仍紧俏，但需求已经降温，供需错配有进一步缓解，不过房价对于 CPI 住房租金分项的传导有 12-15 个月的滞后，预计住房租金对美国通胀的支撑将持续至 2023 年中，届时住房租金分项同比增速约 5.3%，并在年末回落至约 3.0%。住房通胀的加速主要反映了续租导致的租金提升，而新房屋租赁的通胀增速已大幅下降。一旦新租金的疲软足以抵消续租导致的提升，住房租金通胀的增速将放缓。

■ 薪资方面，2022 年 9 月以来美国薪资增速加速回落，若据此线性外推，年末平均时薪增速有望回落至 4.3%左右。在美国经济增速料将在 2023 年放缓的背景下，需求侧推动的劳动力市场疲软有望带动薪资增速进一步下行，并在年末回落至 3.5%以内。这有助于服务业通胀的缓解，我们预计剔除住房租金的核心服务业 CPI 增速将于年末回落至 4%以内。

■ 供给瓶颈方面，我们预计 2023 年供应受限商品对核心 CPI 环比增速的贡献多为负值。供应链中断和港口堵塞的缓解、大宗商品价格下跌及美元走强下，10 月核心商品对于通胀环比增速的贡献已经转负。同比增速方面，我们预计 CPI 核心商品分项于 2023 年末回落至 2%。新车和二手车方面，10 月 CPI 二手车分项较 1 月已经下降了 5%，2023 年降幅有望翻 1-2 倍，同比增速料将跌落负值区间；库存见底回升下，新车价格也有望在 2023 年转为下行。

■ 2023 年核心 CPI 的回落路径如何？10 月美国通胀超预期下滑，很大程度上得益于核心商品分项增速大幅回落，反映出供应短缺的缓解和需求走弱。考虑到 2023 年供应短缺的缓解向好，我们调降此前对于核心 CPI 的预测，预计 2023 年三季度美国核心 CPI 回落至 4%以内，年末回落至 3%；路径方面，上半年核心 CPI 的下滑主要由剔除住房租金的核心服务带动，住房租金分项的下滑缓慢。三季度，住房租金加速下滑，贡献了当季核心 CPI 近一半的降幅，四季度核心 CPI 下滑态势逐渐趋平。

■ CPI 方面，我们通过对原油、汽油和天然气价格进行中性、乐观和悲观三种情景假设，推演出 2023 年美国 CPI 回落的三条路径：基准假设下，CPI 同比增速将于 2023 年末回落至 2.8%；乐观假设下，CPI 于年末回落至 2.0%（低于核心 CPI），能源类商品和服务成为 CPI 的拖累项；悲观假设下，俄乌冲突激化，供暖季来临后欧洲能源危机严重恶化，CPI 同比增速于年末回落至 3.2%。

■ 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，各地区封锁程度大幅升级；地缘冲突加剧，局部战争爆发使得全球陷入深度衰退

内容目录

1. 住房租金、薪资和供给——美国通胀绕不开的三大话题	4
1.1. 住房租金：2023 年末有望回落至 3%	4
1.2. 薪资：2023 年末平均时薪增速有望回落至 3.5%以内	6
1.3. 供给：2023 年末核心商品有望回落至 2%	8
2. 核心 CPI：2023 年末有望回落至 3%	9
3. CPI 三大情景演绎	10
4. 风险提示	11

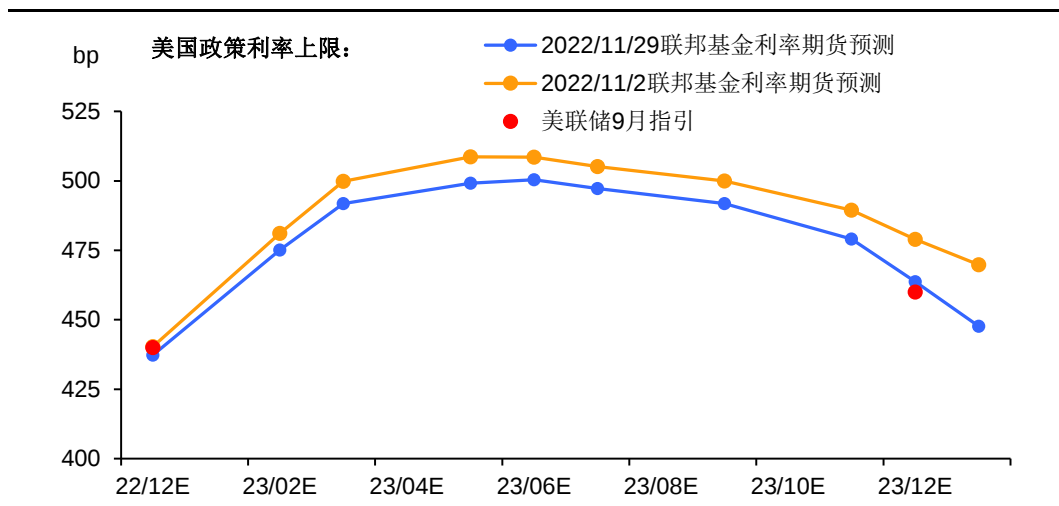
图表目录

图 1:	美国 2022 年 10 月 CPI 数据发布后, 市场下调对于 2023 年政策利率终值的预测	4
图 2:	住房租金对美国核心 CPI 的支撑有望在 2023 年逐渐减弱	5
图 3:	美国出租空置率为 2000 年以来最低	5
图 4:	美国已开工新建私人住宅为 2000 年以来高位	5
图 5:	2022 年, 美国独栋别墅新租赁价格的同比增速已见顶回落	6
图 6:	2022 年 5 月, 美国住房租金先行指标见顶回落	6
图 7:	2023 年美国 CPI 住房租金回落路径预测	6
图 8:	2022 年美国薪资增速位居历史高位, 持续推高服务业通胀	7
图 9:	美国私人非农行业平均时薪增速	7
图 10:	美国职位空缺数和离职率均从高位回落	8
图 11:	美国服务业职位空缺率普遍回落	8
图 12:	2022 年 10 月, 核心商品项对美国核心 CPI 环比增速的贡献转负	8
图 13:	2023 年美国 CPI 核心商品分项回落路径预测	9
图 14:	美国 CPI 新车和二手车分项	9
图 15:	美国国内汽车库存有见底回升迹象	9
图 16:	美国核心 CPI 预测及各分项贡献	10
图 17:	美国核心 CPI 预测	10

2023 年美国的核心仍在通胀，通胀的绝对水平和斜率决定了美联储加息暂停的时点。聚焦此核心矛盾，我们对通胀进行了测算，基准假设下，2023 年末美国核心 CPI 有望回落至 3%，CPI 回落至 2.8%。不过，虽然美国通胀拐点已现，通胀的绝对水平在下降，但也不能忽视其斜率的陡峭化或趋缓：

一方面，若供给端受到意外冲击，下行斜率放缓，导致通胀“下不来”，二季度核心 CPI 仍未回落至 5% 以内的区间，美联储或将在二三季度持续 25bp 小幅加息的节奏；另一方面，若二季度美国陷入温和衰退，通胀“上不去”，二季度核心 CPI 便回落至 4% 以内的区间，美联储有望在一季度末暂停加息，但使得利率在高位维持一段时间，并最迟于四季度开始转向。我们认为通胀上行风险出现的概率大于下行风险，市场对于 2023 年政策利率终值 4.5% 的预测有被进一步上修的空间（图 1）。

图1：美国 2022 年 10 月 CPI 数据发布后，市场下调对于 2023 年政策利率终值的预测



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1. 住房租金、薪资和供给——美国通胀绕不开的三大话题

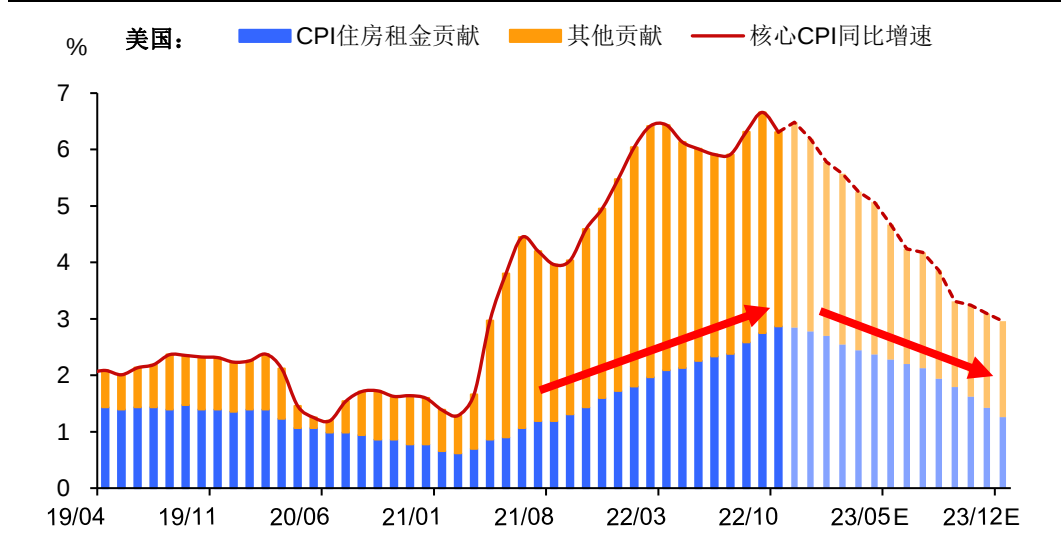
2022 年，对于美国通胀的讨论围绕着住房租金、薪资和供给，前两项是造成通胀粘性的罪魁祸首，而供给端的扰动美联储又鞭长莫及。展望 2023 年，尽管美国经济的放缓将进一步体现，助力通胀回落，但由于住房租金和服务业薪资高涨大大增加了美国通胀的粘性，上述过程将是缓慢的。

1.1. 住房租金：2023 年末有望回落至 3%

住房租金占比美国 CPI 近三分之一，占比核心 CPI 超 40%。如图 2 所示，2021 年 6 月以来，住房租金为美国核心 CPI 一大推手，2022 年 10 月美国核心 CPI 同比升 6.3%，其中 2.2pp 是住房租金分项贡献的，我们预计住房租金对美国核心 CPI 的支撑将在 2023

年逐渐减弱，年末滑落至不足 1pp。

图2：住房租金对美国核心 CPI 的支撑有望在 2023 年逐渐减弱

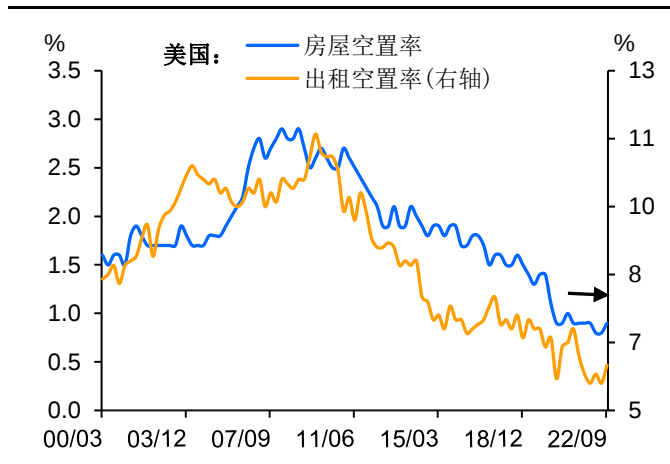


注：2022 年 11 月及以后为预测数据

数据来源：Fred，东吴证券研究所测算

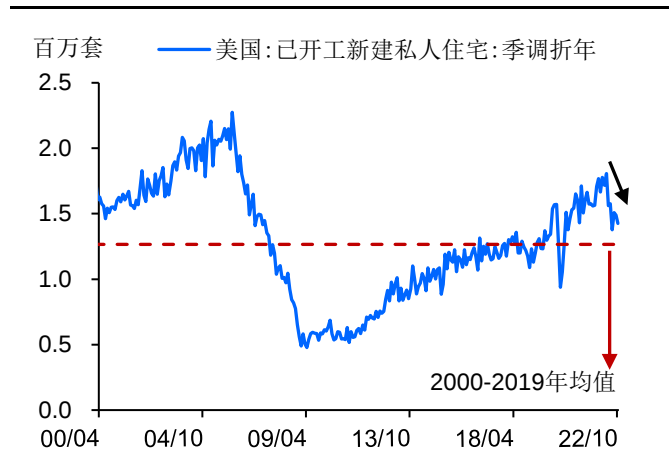
住房供给仍紧俏，但需求已经降温，2023 年供需错配将进一步缓解。2022 年 9 月，美国出租空置率和住房空置率已降至 2000 年以来最低，而对租赁的强劲需求引发了供给侧的“扩容”，已开工新建私人住宅升至 2000 年以来高位（图 3-图 4）。不过，三季度出租空置率有见底反弹迹象，2023 年或拐点向上。此外，在美联储的大幅、连续加息下，30 年期抵押贷款利率飙升，一度突破 7%，大幅压制住房需求。2023 年在政策利率将维持高位的情况下，美国住房市场的供需错配有望进一步缓解。

图3：美国出租空置率为 2000 年以来最低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：美国已开工新建私人住宅为 2000 年以来高位

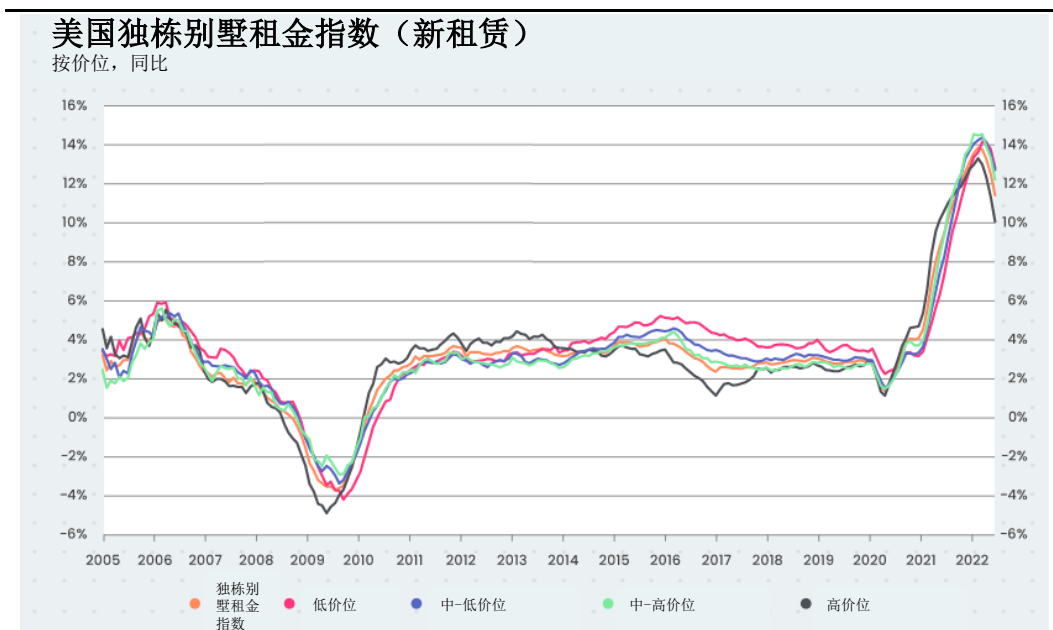


数据来源：Wind，东吴证券研究所

不过房价对于 CPI 住房租金分项的传导有 12-15 个月的滞后，我们预计住房租金对美国通胀的支撑将持续至 2023 年中，届时住房租金分项的同比增速约为 5.3%，并在年末回落至约 3.0%。住房通胀的加速主要反映了续租导致的租金提升，而如图 5 所示新房屋租赁的通胀增速已大幅下降。一旦新租金的疲软足以抵消续租导致的提升，住房租

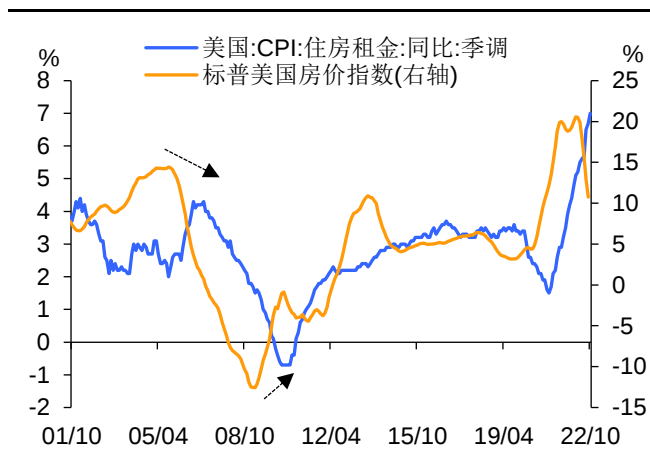
金通胀的增速将放缓。2023 年住房租金通胀加速的动能不足，但其对 CPI 的支撑将延续至年中，并在下半年逐渐、缓慢地减弱（图 6-图 7）。

图5：2022 年，美国独栋别墅新租赁价格的同比增速已见顶回落



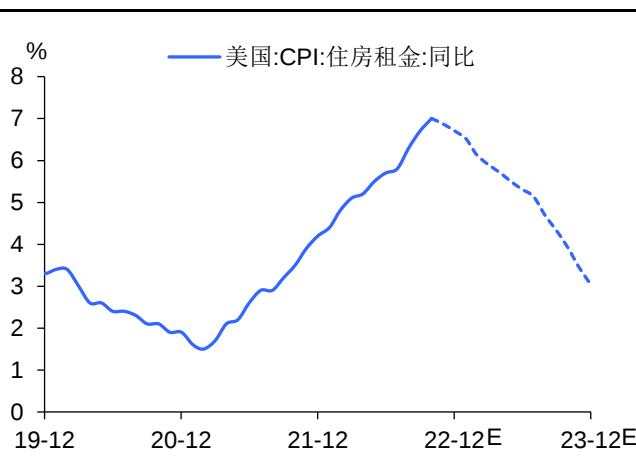
数据来源：CoreLogic，东吴证券研究所

图6：2022 年 5 月，美国住房租金先行指标见顶回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2023 年美国 CPI 住房租金回落路径预测

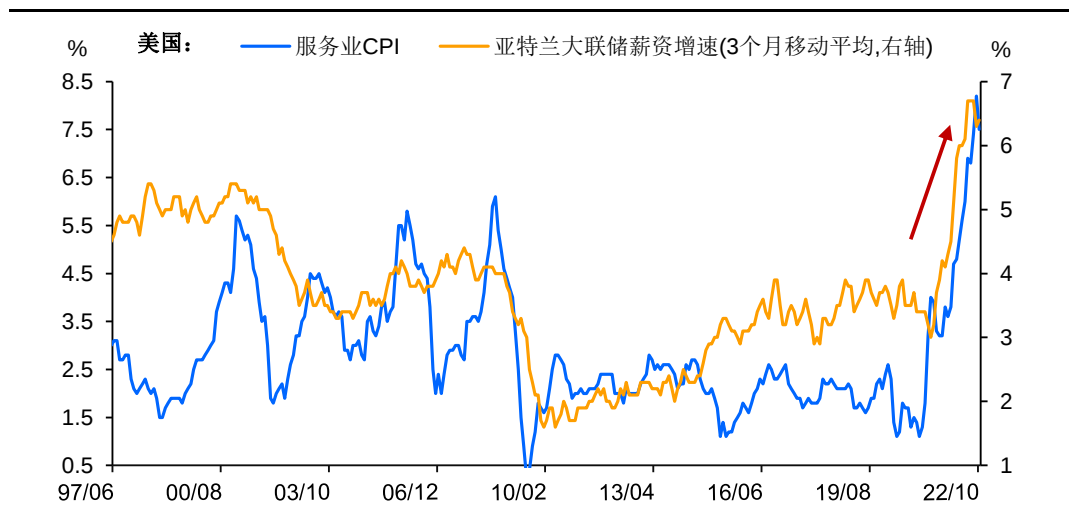


数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

1.2. 薪资：2023 年末平均时薪增速有望回落至 3.5%以内

尽管 2022 年上半年美国薪资增速回落缓慢，但 9 月以来有加速趋势，若据此线性外推，年末平均时薪增速有望回落至 4.3%左右的水平。在美国经济增速料将在 2023 年放缓的背景下，我们预计薪资增速也将维持回落态势，鉴于薪资上涨是服务业通胀的主要推手，薪资增速的回落有望在 2023 年缓解服务业通胀上升的压力。

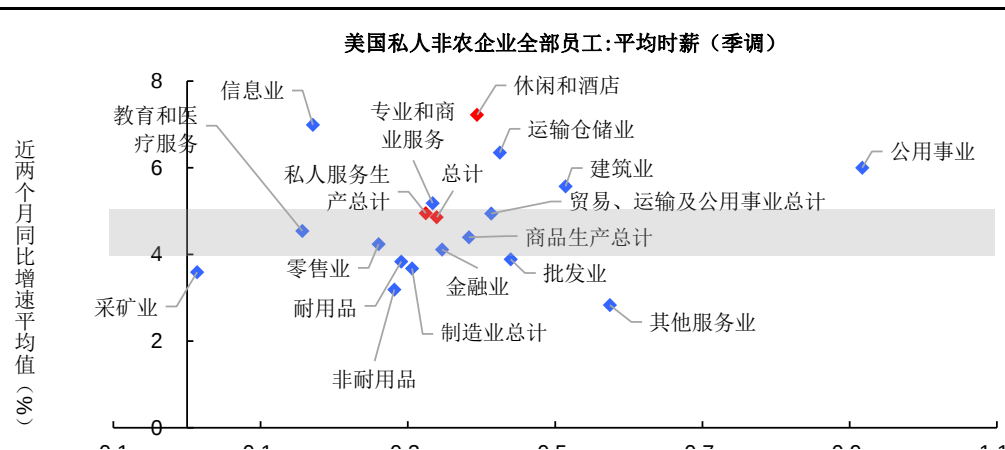
图8: 2022年美国薪资增速位居历史高位, 持续推高服务业通胀



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2022年二季度以来美国劳动力市场经历了再平衡, 供需错配持续缓解, 助推薪资增速从高位回落。薪资增速最高的休闲和酒店业, 同比增速已经从1-2月平均12.3%的高位回落至8-9月的7.2% (图9)。职位空缺数和离职率也呈回落态势, 9月休闲住宿业、专业和商业服务的职位空缺率较1月下降近1个百分点, 服务业就业需求的缓解助推薪资增速从高位回落 (图10-图11)。

图9: 美国私人非农行业平均时薪增速



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_49636

