

美国通胀的长期中枢是多少？

——海外周度观察（20201225）

主要结论

■ 热点思考：美国通胀的长期中枢是多少？决定因素是什么？

截止到 2022 年底，在西方主要经济体中，除日本外，美国、欧元区和英国的通胀率的高点均已经出现。市场对 2023 年通胀大缓和有高度共识，但对通胀的长期中枢水平是多少尚未形成定论。我们认同 2023 年美国整体或核心通胀趋于下行，但要提醒的是，等到非核心商品和住房的高基数效应消失后，工资主导的非住房核心服务价格决定了通胀压力仍将存在。

美国经验显示，通胀的中期趋势取决于工资，工资又取决于失业缺口。2010 年是美国“人口红利”的顶点，其后，战后“婴儿潮”时代出生 7,600 万人就陆续地进入老龄化阶段，这一个过程将持续到 2029 年。美国至今仍有近 500 万劳动力缺口，工资涨幅较难以回到疫情前的平均水平（3-4%）。假设就业成本指数（ECI）涨幅稳定在 4%，隐含的整体 CPI 通胀约为 3.6%。

■ 基本面跟踪：

美国 11 月整体 PCE 通胀连续第 5 个月下跌，并创单月最大跌幅，核心 PCE 创年内新低。美国 11 月整体 PCE 同比增速 5.5%，为连续第 5 个月回落，核心 PCE 同比为 2022 年 2 月达到峰值（5.42%）以来的最低值。将 PCE 的 129 个分项分解为涨价大于等于 3%、5% 和 10% 三档，10 月以来，三档同步进入下行通道。

BEA 上修三季度美国实际 GDP 环比增速至 3.2%，其中，消费贡献 1.54 个百分点，净出口贡献 2.86 个百分点。12 月美国红皮书零售数据及密歇根消费者信心有所反弹。受美联储加息影响，美国 11 月房地产景气持续下行，新屋开工、成屋及新房销售延续回落。

■ 大类资产高频跟踪（2022/12/19-2022/12/23）

全球主要股票指数和行业指数多数温和上涨。发达国家中，标普 500 指数上涨 1.1%，英国富时 100 指数上涨 0.9%，道琼斯指数微涨 0.2%，纳斯达克指数大幅回撤-6.5%，日经 225 指数跌-1.8%。港股大涨，恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨 11.49%、10.81% 和 6.66%。

发达国家 10 年期国债收益率悉数上行，新兴市场多数下行。美国+27bp 至 3.75%，德国+19bp 至 2.39%，英国+22bp 至 3.67%，法国、意大利和日本分别增加 26bp、20.9bp 和 15.1bp。越南、土耳其、巴西和南非分别下行 8.7bp、37.0bp、51.5bp 和 4.5bp；

美元指数走弱，主要国家货币兑美元均升值。英镑兑美元贬值 0.74%，日元、欧元兑美元分别升值 2.93% 和 0.26%。雷亚尔、韩元、印尼卢比和菲律宾比索兑美元分别升值 3.66%、2.85%、2.13% 和 1.57%；仅土耳其里拉兑美元贬值 0.31%。美元兑人民币贬值 2.02%。

大宗商品价格涨跌互现，原油价格大幅上涨。贵金属和原油价格上涨，农产品价格多数下跌，黑色和有色金属价格走势分化。其中，上涨幅度最大的是 WTI 原油、布伦特原油，分别上涨 7.09%、6.17%；下跌幅度最大的是豆粕、焦煤和 LME 锌，分别下跌 12.54%、5.17% 和 4.31%。

风险提示：全球疫情反复超预期，地缘政治“黑天鹅”。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

陈达飞 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002
chendafei@gjzq.com.cn

李欣悦 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、 热点思考：美国通胀的长期中枢是多少？决定因素是什么？	4
二、 基本面跟踪	7
（一）美国 11 月 PCE 连续 6 个月下降，创单月最大跌幅	8
（二）美国 3 季度 GDP 环比增速（折年率）上修至 3.2%	10
（三）美国 11 月新屋开工和成屋销售数据延续回落态势	11
（四）美国 12 月红皮书零售和密歇根大学消费者信心指数均有所回升	13
三、 大类资产高频跟踪（2022/12/19-2022/12/23）	13
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率悉数上行	15
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，美元兑人民币贬值	16
（四）大宗商品市场追踪：原油价格大幅上涨	17

图表目录

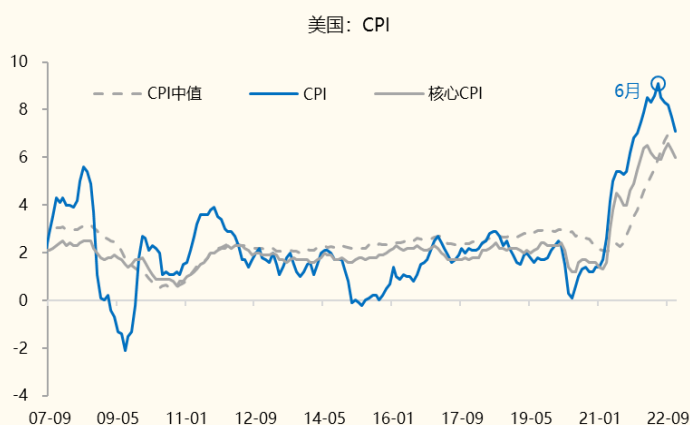
图表 1：6 月为美国整体 CPI 通胀的高点	4
图表 2：10 月为欧元区 HICP 通胀率的高点	4
图表 3：10 月为英国整体 CP 通胀的高点	4
图表 4：日本 CPI 通胀仍在创新高	4
图表 5：周期、截尾与中位数价格指数变化与劳动力市场“松弛”程度	5
图表 6：中周期内通胀与工资的正相关性	5
图表 7：就业成本指数与核心通胀的正相关性	5
图表 8：美国劳动力市场仍供不应求	6
图表 9：美国劳动短缺程度依然维持高位	6
图表 10：2010 年为美国“人口红利”的高点	6
图表 11：美国各年龄段人口新增规模	6
图表 12：2015 年是全球“人口红利”的峰值	7
图表 13：全球各年龄段人口新增规模	7
图表 14：工资与隐含的通胀水平	7
图表 15：美国 PCE 通胀率走势	8
图表 16：PCE 商品价格指数走势	8
图表 17：PCE 通胀的细分项及其贡献	8
图表 18：PCE 通胀的结构持续优化	9
图表 19：各类通胀指标（整体、核心和趋势类指标）均显示美国通胀已进入下行通道	10
图表 20：美国 GDP 同比环比均抬升	10
图表 21：三季度美国 GDP 年化季环比高于去年同期	10

图表 22: 三季度净出口和私人消费拉动作用较大.....	11
图表 23: 三季度美国 GDP 分项中净出口增速最高	11
图表 24: 美国新屋开工延续回落	11
图表 25: 先行指标营建许可同比降幅-21.86%.....	11
图表 26: 从类型看, 单户住宅开工回落幅度较大.....	12
图表 27: 从地区看, 美国南部新屋开工降幅较大.....	12
图表 28: 11 月, 美国成屋销售同环比增速回落	12
图表 29: 美国 11 月成屋销售回落至 409 万套	12
图表 30: 11 月美国各地区成屋售价中位数均下滑.....	13
图表 31: 美国西部地区增速最低, 南部最高.....	13
图表 32: 12 月 20 日红皮书零售增速反弹至 7.6%.....	13
图表 33: 美国 12 月消费者信心指数回升至 59.7	13
图表 34: 本周, 发达国家股指普遍上涨.....	14
图表 35: 本周, 新兴市场股指普遍上涨.....	14
图表 36: 本周, 美股行业多数上涨.....	14
图表 37: 本周, 欧元区行业多数上涨	14
图表 38: 本周, 香港市场全线上涨.....	15
图表 39: 本周, 恒生行业多数上涨.....	15
图表 40: 主要发达国家 10 年国债收益率全线上行.....	15
图表 41: 本周, 美德英 10 年期利率均上行	15
图表 42: 新兴市场国家 10 年国债收益率多数下行.....	15
图表 43: 本周, 巴西 10 年期国债收益率下行.....	15
图表 44: 本周, 美元指数走弱.....	16
图表 45: 本周, 欧元、日元兑美元升值, 英镑贬值	16
图表 46: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍升值	16
图表 47: 本周, 土耳其里拉兑美元贬值.....	16
图表 48: 本周, 人民币兑日元贬值、兑美元升值.....	17
图表 49: 本周, 美元兑人民币贬值.....	17
图表 50: 本周, 大宗商品价格涨跌不一.....	17
图表 51: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	18
图表 52: 本周, 焦煤价格下跌、动力煤价格持平.....	18
图表 53: 本周, 铜铝价格分化.....	18
图表 54: 本周, 铜价上涨, 通胀预期小幅回升	18
图表 55: 本周, 贵金属价格均上涨.....	18
图表 56: 金价上涨, 10Y 美债实际收益率上行	18

一、 热点思考：美国通胀的长期中枢是多少？决定因素是什么？

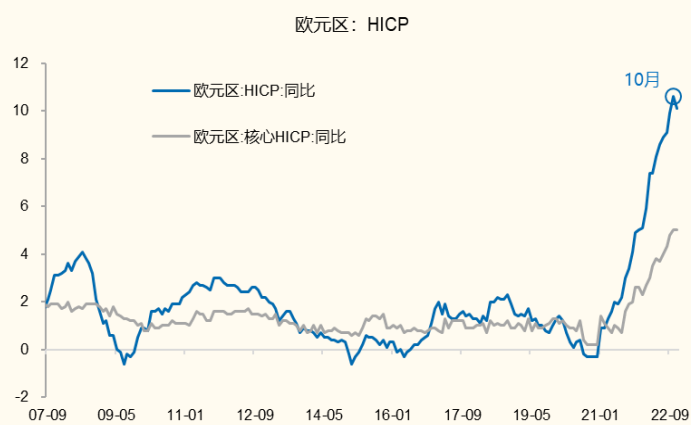
截止到 2022 年底，在西方主要经济体中，除日本外，美国、欧元区和英国的通胀率的高点均已经出现。美国 CPI 同比的高点出现在 6 月，欧元区和英国为 10 月。日本大概率会在 12 月达到高位，明年上半年进入下行通道。这是全球供应链持续修复、原油等大宗商品价格持续下行、重开后“被压抑的需求”动能放缓，以及全球央行持续收紧货币政策的结果。市场对 2023 年通胀大缓和有高度共识，但对通胀的长期中枢水平是多少尚未形成定论。

图表 1：6 月为美国整体 CPI 通胀的高点



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：10 月为欧元区 HICP 通胀率的高点



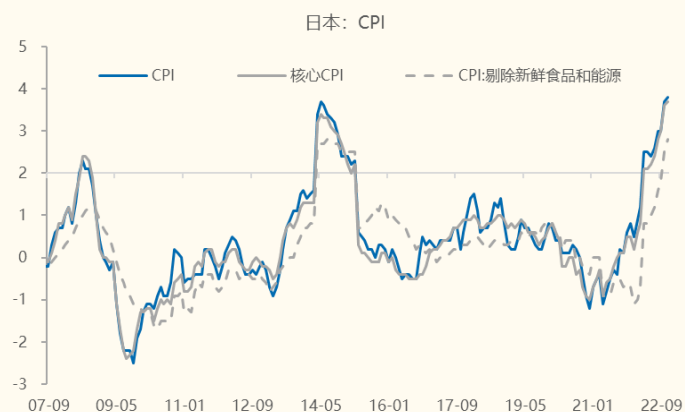
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：10 月为英国整体 CPI 通胀的高点



来源：Wind、国金证券研究所

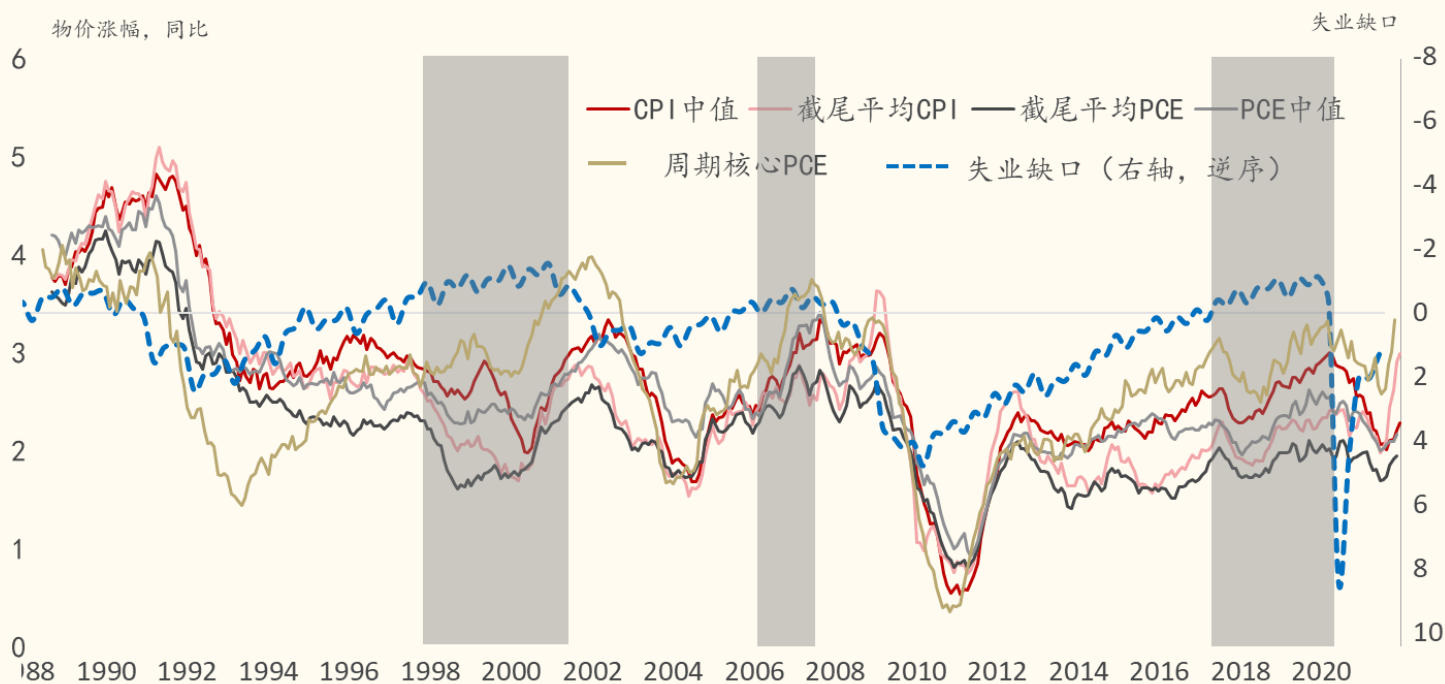
图表 4：日本 CPI 通胀仍在创新高



来源：Wind、国金证券研究所

美国的经验显示，通胀的中期趋势取决于工资水平，而工资又取决于“失业缺口”，即劳动力市场的“松弛”程度。该问题的本质是“菲利普斯曲线”有没有消失？上世纪 90 年代以来，在全球范围内，传统菲利普斯曲线的平坦化并无争议，即物价对劳动力市场的“松弛”程度不再敏感。但也有证据发现，如果在中周期内考察通胀和劳动力市场的关系，或者只选取通胀中的周期敏感性的部分，菲利普斯曲线并未消失。美国趋势性通胀指标（CPI 中值、截尾平均通胀等）与失业缺口的正相关性依然成立。

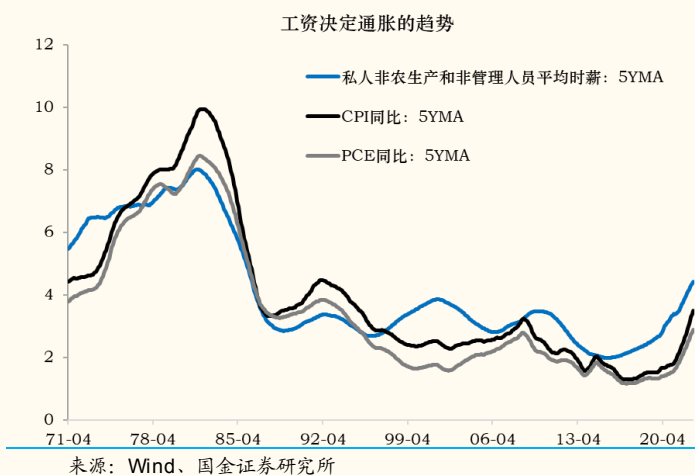
图表 5：周期、截尾与中位数价格指数变化与劳动力市场“松弛”程度



来源：美联储，wind，国金证券研究所

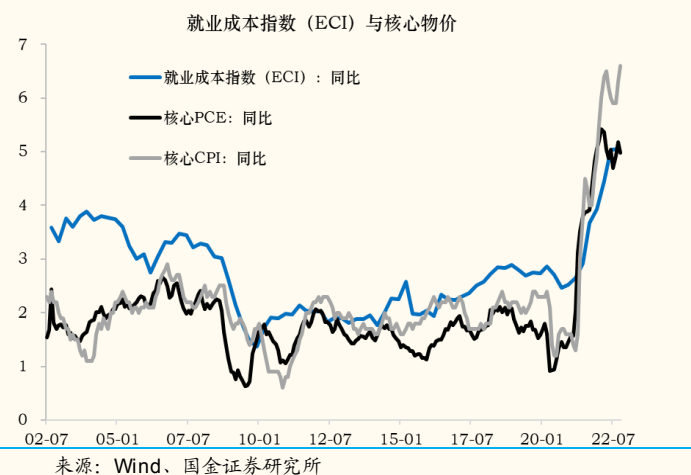
工资与通胀的关系并未消失。私人非农生产和非管理人员平均时薪与 CPI 和 PCE 通胀的 5 年移动平均值之间也保持这显著的正相关性（上世纪 90 年代中期-2006 年期间除外）。综合反映劳动力成本的就业成本指数（ECI）与核心 CPI 和核心 PCE 的同比变化也显著正相关。如果仅考察 ECI 与服务行业通胀的关系，这种正相关性会更显著。这是因为，服务业是典型的劳动力密集型行业，劳动力报酬占比较高。工资向终端消费价格传导的效率更高。新冠疫情冲击的“前沿行业”¹均为服务业，它们同时也是劳动缺口最大和工资涨幅最高的行业。

图表 6：中周期内通胀与工资的正相关性



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：就业成本指数与核心通胀的正相关性



来源：Wind、国金证券研究所

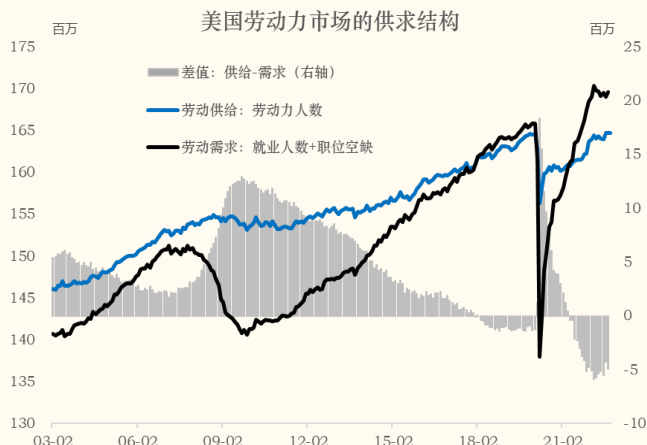
美国至今仍有近 500 万劳动力缺口，较 3 月的峰值下降了 100 万。每个失业者对应的空缺岗位数仍高达 1.6-1.7，低于峰值（2），但高于疫情之前的水

¹ 如杂货店、便利店和药店、公共交通、清洁服务、卫生保健、儿童保育和社会服务等。

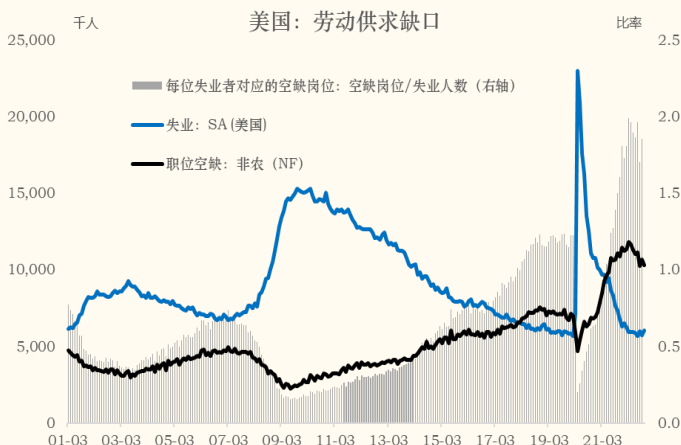
平（1.2）。并且，劳动缺口具有长期性。一方面，受疫情影响，美国提前退休人数增加了近 200 万，导致劳动参与率比疫情前低 0.8 个百分点。受特朗普政府移民政策的影响，2017 年来累计减少的移民人数约 300 万。

图表 8：美国劳动力市场仍供不应求

图表 9：美国劳动短缺程度依然维持高位



来源：Wind、国金证券研究所

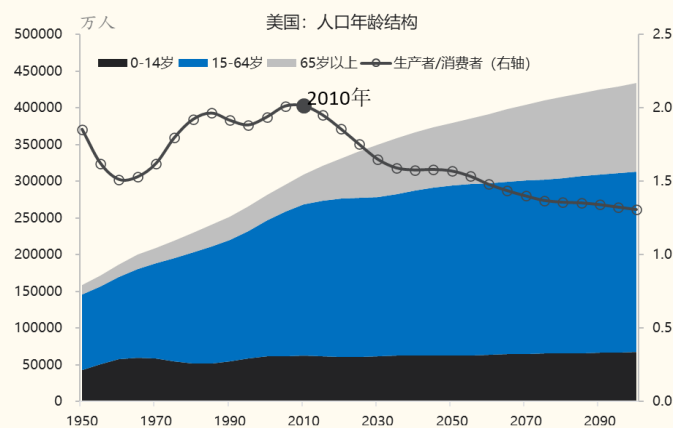


来源：Wind、国金证券研究所

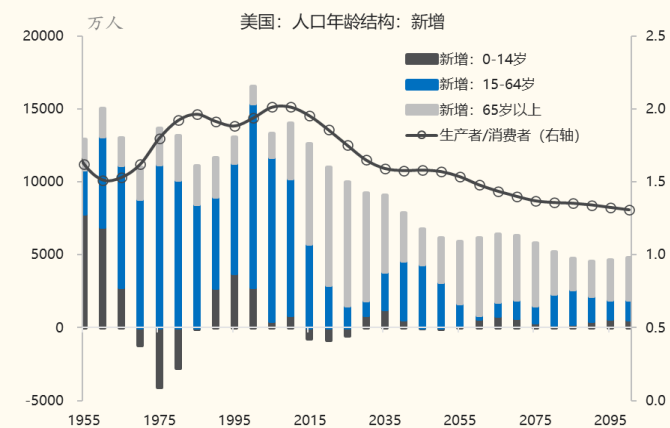
2010 年是美国“人口红利”（生产者/消费者比例）的顶点。从 2011 年开始，战后“婴儿潮”时代（1946 年至 1964）出生 7,600 万人就已经陆陆续续地进入老龄化阶段，这个过程将持续到 2029 年（持续 18 年）。曾经，中国的“人口红利”就是全球的“人口红利”，但中国人口时代红利渐行渐远。并且，劳动供给问题已不再是美国或中国的问题，而是全球性问题。因为 2015 年是全球“人口红利”的峰值。美国劳动力短缺是个中期约束，劳动工资涨幅短期内难以回到疫情前的平均水平（3-4%）。

图表 10：2010 年为美国“人口红利”的高点

图表 11：美国各年龄段人口新增规模

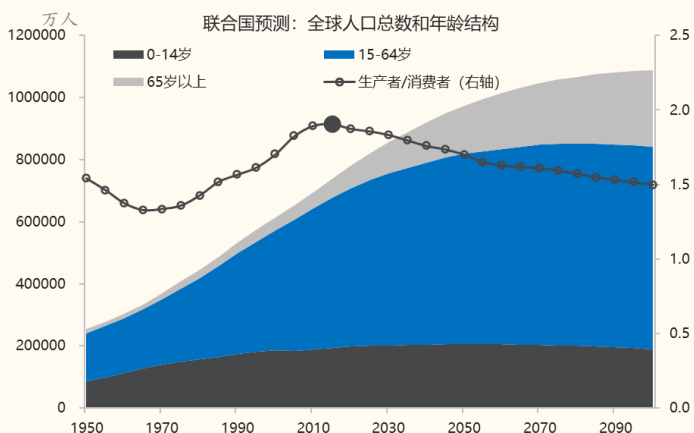


来源：Wind、国金证券研究所



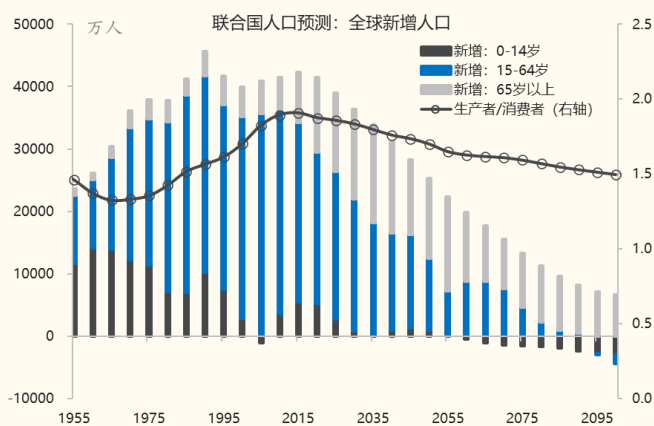
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：2015 年是全球“人口红利”的峰值



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：全球各年龄段人口新增规模



来源：Wind、国金证券研究所

根据菲利普斯曲线的关系，工资和通胀之间存在一定的转换关系，但不同指标之间存在一定差异。工资和整体 CPI 通胀的转换系数为 0.79-0.97，与核心 PCE 通胀的转换系数为 0.73-0.87。6 月为美国工资增长的高峰期，各工资指标对应的 CPI 和核心 PCE 通胀率如下表所示。虽然工资增速已经放缓，但较难回到疫情前的低位。假设就业成本指数（ECI）的涨幅稳定在 4%（2019 年底为 2.6%），隐含的整体 CPI 通胀约为 3.6%，隐含的核心 PCE 通胀约为 3.3%。

图表 14：工资与隐含的通胀水平

工资指标	工资增速 (2022年6月)	隐含的整体CPI通胀	beta	隐含的核心PCE通胀	beta
亚特兰大联储工资指数	6.7	5.3	0.79	4.9	0.73
ECI (全民, 激励除外)	5.1	4.7	0.92	4.5	0.88
ECI (全民)	5.2	4.8	0.92	4.5	0.87
ECI (私人工业生产, 激励除外)	5.6	5.2	0.93	4.9	0.88
ECI (私人工业生产)	5.7	5.4	0.95	5.0	0.88
平均时薪 (私人部门)	5.3	4.7	0.89	4.4	0.83
平均时薪 (生产与非管理工人)	6.3	6.1	0.97	5.5	0.87

来源：Alex Domash, 2022, 国金证券研究所

说明：假定劳动生产率增速和企业利润率水平保持在疫情前的平均水平。

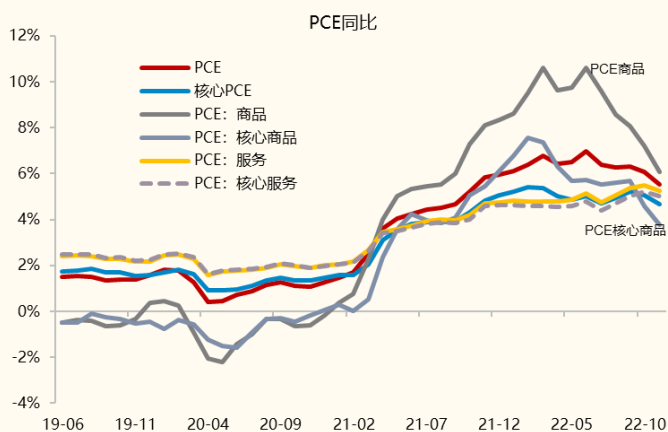
重申：2023 年美国整体或核心通胀趋于下行，但要提醒的是，等到非核心商品和住房的高基数效应消失后，工资主导的非住房核心服务价格决定了通胀压力仍将存在。所以，在一致预期之外，应警惕通胀的二次反弹风险。这是美联储一直警惕“价格-工资”螺旋的原因。

二、基本面跟踪

(一) 美国 11 月 PCE 连续 6 个月下降，创单月最大跌幅

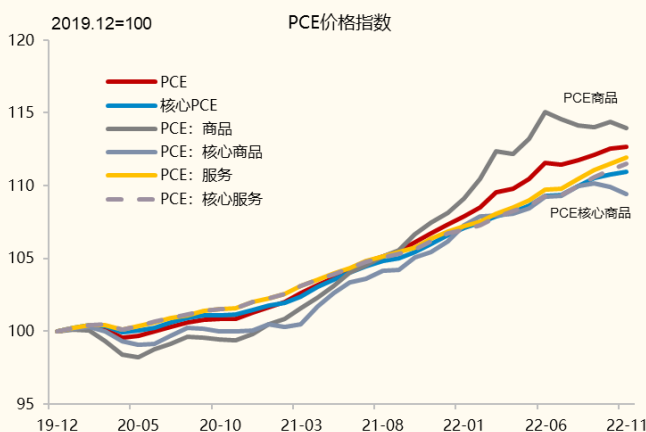
截止到 2022 年底，美国 11 月 PCE 通胀延续回落态势，结构上所反映出来的“持续性”压力也有明显缓解，仅服务项中的住房相关支出价格还在创新高。11 月整体 PCE 同比增速 5.5%，为连续第 5 个月回落，符合市场预期，较 10 月回落 0.5 个百分点，为单月最大跌幅；11 月核心 PCE 同比增长 4.7%，符合预期，为 2022 年 2 月达到峰值（5.42%）以来的最低值。

图表 15：美国 PCE 通胀率走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：PCE 商品价格指数走势



来源：Wind、国金证券研究所

结构上，耐用品、非耐用品及服务大类价格增速同比均回落。其中耐用品同比增速为 2.7%，前值 4.0%；非耐用品同比增 8.1%，前值为 9.15%，服务类价格同比增长 5.3%，前值 5.47%。16 个二级分项中，同比增速下降的有 12 个。但权重较高的住房及水电支出价格继续上涨，11 月同比增 7.89%，对通胀的贡献达 1.38 个百分点，占服务通胀的 26%，占整体通胀的 25%。

图表 17：PCE 通胀的细分项及其贡献

	权重	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
PCE	100.0%	5.54	6.08	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	6.41	6.77	6.39
核心PCE（不含食品和能源）	90.1%	4.68	5.05	5.20	4.93	4.70	5.04	4.88	5.03	5.36	5.42
商品	34.6%	6.06	7.22	8.05	8.58	9.60	10.61	9.76	9.62	10.61	9.51
耐用品	13.0%	2.72	4.02	5.66	5.32	5.74	6.30	6.97	8.38	9.98	10.55

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_50578

