



宏观研究

【粤开宏观】2023 年美国通胀展望：
下坡路漫漫

2022 年 12 月 05 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】拨云见日：2023 年中国宏观经济展望》2022-11-22

《【粤开宏观】从财税视角看河南：“中原粮仓”为何“强而不富”》2022-11-24

《中国式现代化下的财税改革》2022-11-26

《【粤开宏观】降准的目的与影响》2022-11-27

《【粤开宏观】负重前行的财政，逆势崛起的基建：2023 年财政形势和政策展望》2022-11-27

摘要

2022 年美国遭遇四十年一遇的历史性大通胀，不仅大幅推高企业生产成本和居民生活成本，还迫使美联储加速收紧货币政策，对全球流动性和资产价格产生显著冲击。通胀不息，加息不止，2023 年美国通胀的运行路径，直接关系到美联储货币政策走向，以及全球风险资产价格表现。本文将回顾今年美国大通胀的特征及背后的驱动力，展望未来一年美国的通胀形势，并提示通胀可能面临的不确定性。

一、2022 年美国大通胀的特征和原因

1、本轮美国通胀周期，幅度之高、范围之广、持续之久，为 1970 年代大通胀以来首次。美国 CPI 同比在 6 月一度触及 9.1% 的高点，且回落速度缓慢，10 月仍录得 7.7%；核心 CPI 更具韧性，今年以来一路攀升至 9 月的 6.6%，10 月小幅回落至 6.3%，远高于美联储 2% 的通胀目标。

2、需求旺盛和供给约束共同催生了本轮美国大通胀。一方面，疫情以来，美国超常规的财政和货币刺激政策，助涨了旺盛的居民消费需求，特别是拜登政府通过发放现金补贴、失业金救济等手段支持居民部门现金流量表复苏，美国居民个人储蓄率最高曾突破 30%。另一方面，疫情引发劳动力短缺、供应链瓶颈，叠加俄乌冲突等地缘政治因素，供给约束持续发酵，导致广泛的商品和服务价格飙升。

3、本轮美国通胀粘性超预期，主因能源、房租、薪资“三把火”接力上涨，CPI 增长驱动力从商品逐渐切换到服务。2022 年上半年主要是能源和商品的通胀，地缘冲突下能源价格飙升，不仅引起美国零售汽油价格跳升，直接推升通胀，还抬高生产成本，导致食品、服装等商品价格上涨；下半年则切换到房租与工资主导的服务通胀，一是美国住房租金 CPI 持续上涨，城市租房需求高而空置住房供应不足，推高服务类 CPI 同比增速；二是劳动力供需紧张导致工资上涨偏快，失业率创出历史新低，但职位空缺数却接连创新高，服务业劳动力短缺支撑服务通胀。

二、2023 年美国通胀展望：三大因素驱动通胀下行

1、预计 2023 年美国 CPI 同比下行，基数效应与供需缺口弥补推动通胀下行，节奏上前慢后快，预计美国 CPI 同比 2023 年中快速下滑至 5%，年末降至 3%，核心 CPI 与总体 CPI 相近。

2、2023 年美国通胀将总体下行，2022 年推高通胀的因素将逐步弱化，主要是由于居民消费需求放缓、能源价格趋于平稳、房租增速迎来拐点。薪资则存在较大不确定性，后续应紧密跟踪就业市场变化。



第一，美国居民消费支出增速继续放缓，是未来通胀下行的最大动力。一是美国个人消费支出从商品向服务转移，核心商品需求前景较为悲观；二是美国居民储蓄率大降，明显低于疫情前的中枢，居民支出增长快于可支配收入增长，限制消费能力。三是加息背景下，消费贷款成本上升，冲击信用卡消费和汽车消费，或导致居民商品消费进一步收缩。

第二，能源价格上有压力而下有支撑，能源 CPI 同比趋于平稳。压力方面，2023 年全球经济降温，油价上涨动能有限；支撑方面主要来自于供给约束扰动，包括产油国减产、原油库存低以及制裁等地缘因素。

第三，房租 CPI 明年下半年或迎来拐点。2022 年美联储连续大幅加息，引发房贷利率飙升，导致房价下跌，房东愿意以更低的价格出租房子，租金也会有下跌的压力。历史上，房价同比下滑传导到房租 CPI 同比下滑需要 15 个月左右的时间。本轮房价同比高点在 2022 年 4 月，房租 CPI 同比拐点可能在 2023 年 7 月附近出现。

三、关注美国通胀粘性风险，市场“交易衰退”或遭遇逆风

当前市场已由“交易通胀”转向“交易衰退”，押注明年美国通胀回落和美联储货币政策转向。但就如今年美国通胀屡超市场预期，明年美国通胀回落未必一帆风顺，仍面临较大不确定性。

1、尽管 2023 年美国 CPI 同比趋势下行，但仍将高于 2% 的美联储通胀目标。美联储加息步伐大概率放缓，但通胀水平仍高的背景下，货币政策转向或为时尚早，一旦货币转向不及预期，资产价格将面临回调风险。

2、美国通胀仍具有一定粘性，下行路上仍面临不确定性。一是劳动力供需缺口仍未有效改善，11 月非农就业仍大超市场预期，薪资高增或继续推升通胀；二是俄乌冲突等地缘政治局势仍不明朗，国际油价不排除再度冲高的可能性；三是全球疫情走向高度不确定，供应链或仍面临一定瓶颈，从而制约通胀回落速度。

风险提示：美国工资-通胀螺旋加剧；疫情变化超预期。



目 录

一、2022 年美国大通胀的特征和原因.....	4
二、2023 年美国通胀的下行动力：商品消费需求下滑、能源价格趋于平稳，房租走向拐点.....	8
1、核心商品 CPI 同比或出现负增长	9
2、能源 CPI 趋于平稳	10
3、房租 CPI 同比或将于 2023 年下半年回落.....	11
三、2023 年美国通胀下坡路上仍面临不确定性	13

图表目录

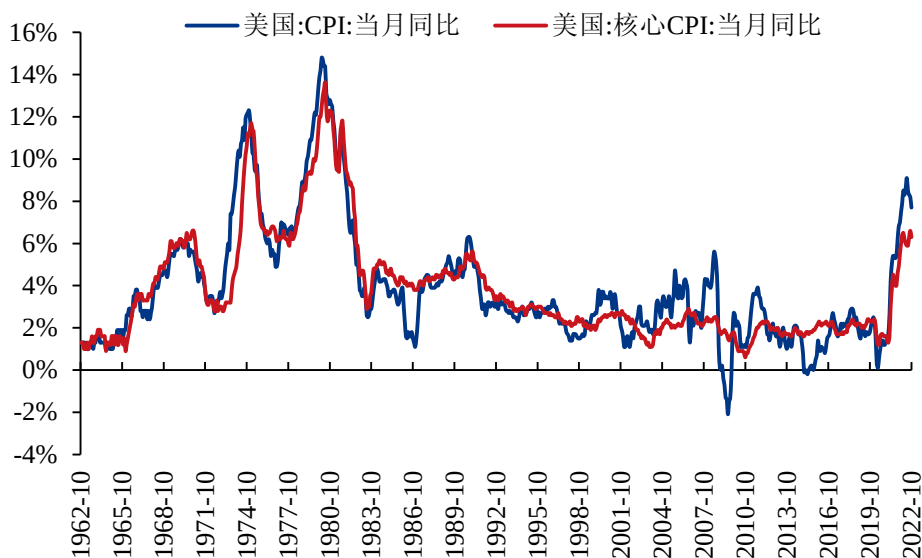
图表 1：美国 CPI 与核心 CPI 同比均创出近四十年以来新高	4
图表 2：2022 年上半年美国 CPI 环比明显高于核心 CPI 环比.....	4
图表 3：美国通胀成因既有需求旺盛因素也有供给约束因素.....	5
图表 4：美国 CPI 同比拉动力从商品逐渐切换到服务	5
图表 5：美国居民零售端的能源价格冲高回落	6
图表 6：美国核心商品 CPI 同比回落、服务 CPI 同比仍在上升	6
图表 7：美国非农劳动力紧缺程度与核心 CPI 增速有正相关性	7
图表 8：美国非农劳动力工资增速与职位空缺率有正相关性.....	7
图表 9：未来两个季度美国 CPI 同比或将加快下行.....	8
图表 10：美国居民个人消费支出增速出现下滑	9
图表 11：美国个人储蓄率已低于疫情前水平	9
图表 12：美国供应商交付 PMI 下行显示供应链压力持续缓解	10
图表 13：今年美国页岩油钻井数仍未恢复至疫情前	11
图表 14：美国房租 CPI 同比滞后于美国房价同比增速.....	12
图表 15：美国出租空置率处于历史低位，房租回落较慢.....	12
图表 16：美国工资—通胀螺旋指数小幅回落但仍处于高位	13



一、2022 年美国大通胀的特征和原因

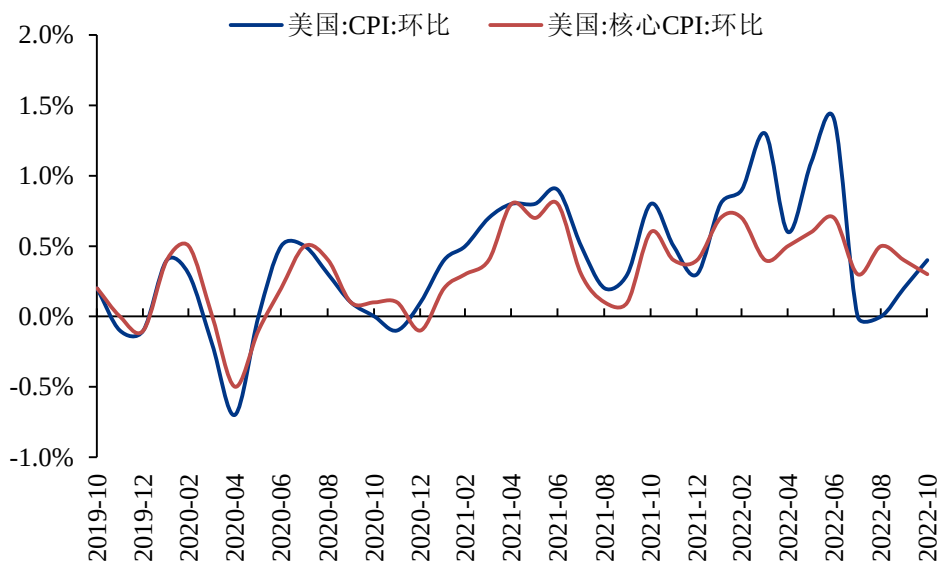
今年以来美国出现四十年一遇的高通胀，幅度之高、持续之久、范围之广，为历史罕见。尽管美联储不惜一切加息，但美国通胀的粘性依然超出市场预期。从同比看，今年美国 CPI 与核心 CPI 增速较快，美国 CPI 同比在 6 月一度触及 9.1% 的高点，且回落速度缓慢，10 月仍录得 7.7%，回落速度仍较慢；而核心 CPI 更具韧性，同比增速今年以来一路上行至 9 月的 6.6%，10 月同比边际上小幅回落至 6.3%，但可能尚未达到顶点。从环比看，2022 上半年整体 CPI 上升较快，下半年核心 CPI 接力。2022 年 3 月、5 月、6 月美国 CPI 环比超 1%，远远高于核心 CPI 环比增速。虽然美联储已进行数轮加息，但通胀似乎短期内仍难以回落，显示了超出市场预期的持续性。

图表1：美国 CPI 与核心 CPI 同比均创出近四十年以来新高



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：2022 年上半年美国 CPI 环比明显高于核心 CPI 环比



资料来源：wind、粤开证券研究院

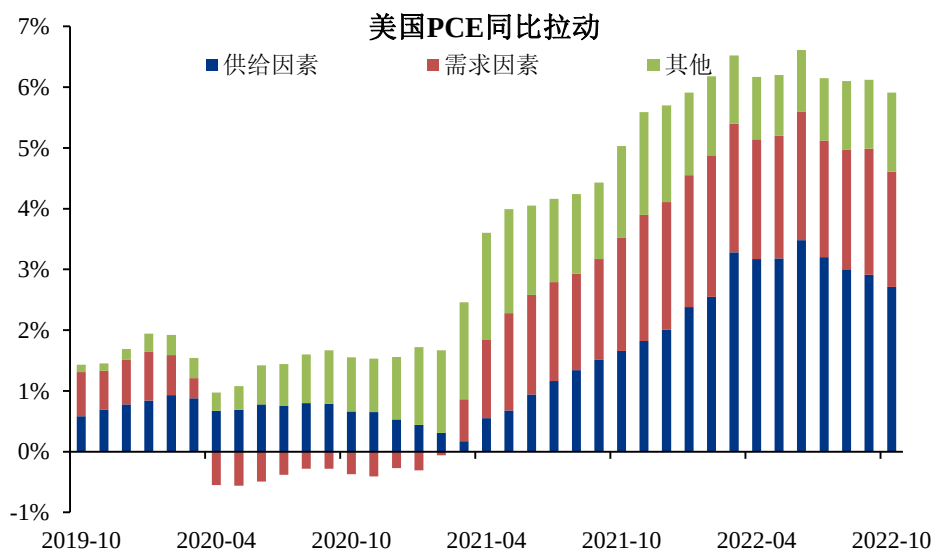


需求旺盛和供给约束共同催生了本轮美国大通胀。

一方面，美国政策刺激引起需求高增。疫情以来，美国超常规的财政和货币刺激政策，助涨了旺盛的居民消费需求，特别是拜登政府通过发放现金补贴、失业金救济等手段支持居民部门现金流量表复苏，美国居民个人储蓄率最高曾突破 30%。

另一方面，供给约束特征显著。本轮通胀周期另一大鲜明特征是供应链瓶颈频发，上游能源涨价、中游半导体产业缺芯、下游海运拥堵。2022 年上半年东亚地区疫情爆发，进一步加剧全球产业链供应链压力，疫情引发劳动力短缺、供应链瓶颈，叠加俄乌冲突等地缘政治因素，供给约束持续发酵，导致广泛的商品和服务价格飙升。

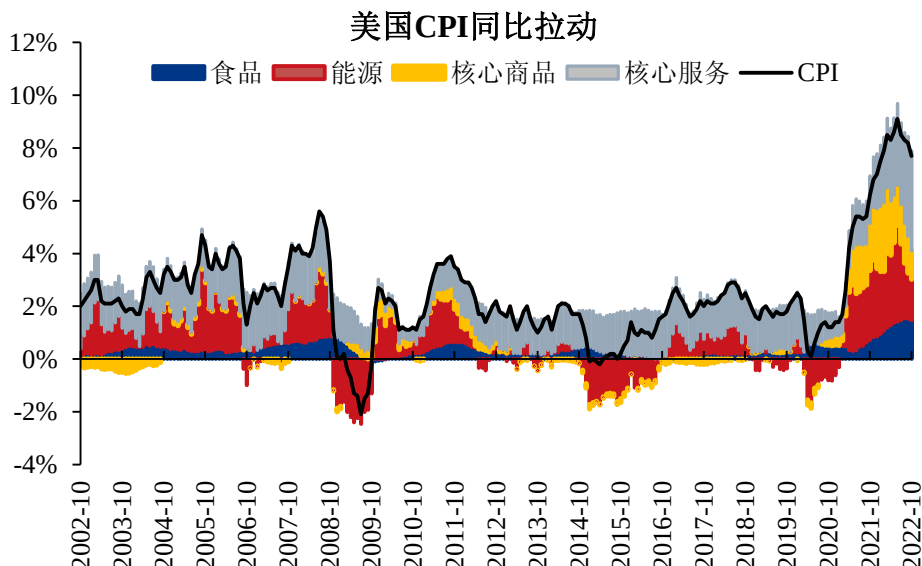
图表3：美国通胀成因既有需求旺盛因素也有供给约束因素



资料来源：美联储、粤开证券研究院

2022 年美国通胀持续扩散，能源、房租、薪资“三把火”接力上涨，CPI 同比驱动力从商品逐渐切换到服务。上半年主要是能源和商品的通胀，地缘冲突下能源价格飙升，推高商品生产成本。下半年则切换到房租与工资主导的服务通胀，美国住房租金 CPI 持续上涨，服务业劳动力短缺支撑服务通胀。

图表4：美国 CPI 同比拉动力从商品逐渐切换到服务

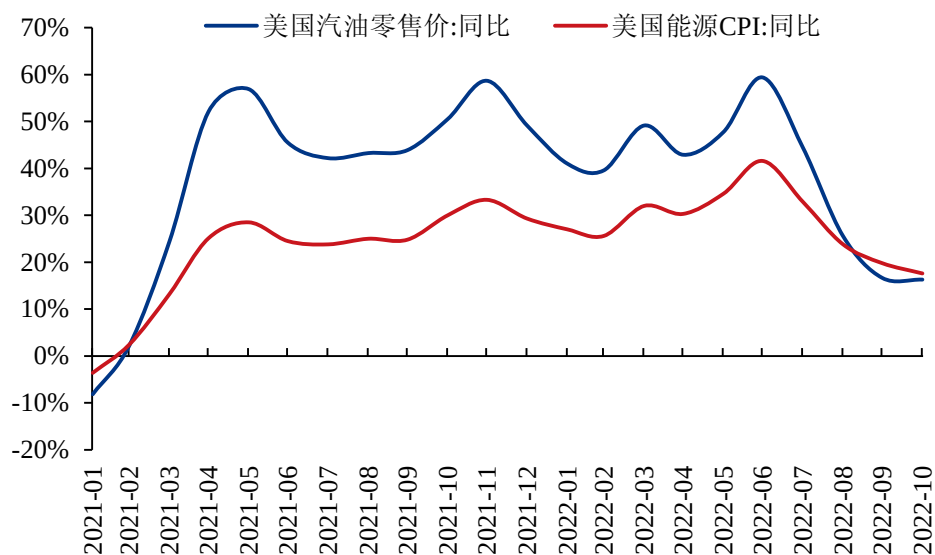




资料来源：美国劳工部、粤开证券研究院

一是能源价格抬升驱动整体通胀上涨。高能源价格是美国高通胀的第一把火。2022年初地缘冲突导致能源价格中枢大幅抬升，原油价格和天然气价格相继创历史新高。美国居民零售端能源价格普涨，这直接导致整体CPI涨幅远远高于核心CPI涨幅。能源价格高企也会抬升工业品价格，进而传导到更多消费品涨价，全球食品价格指数也创出历史新高。

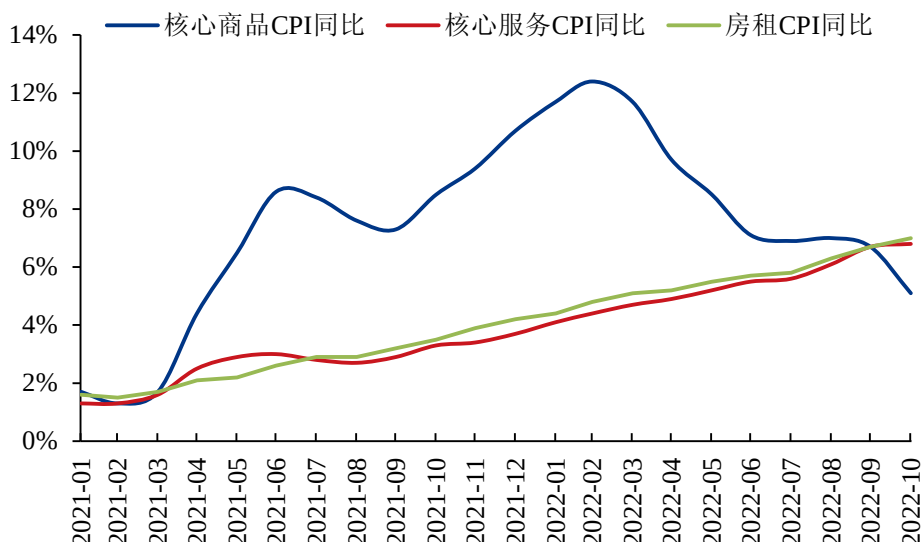
图表5：美国居民零售端的能源价格冲高回落



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是房租价格处于历史高位，驱动服务CPI上涨。进入下半年，尽管能源价格下跌，整体CPI同比明显回落，但核心CPI仍处于历史高位，很大程度上源于房租CPI持续上涨。一方面是由于居家办公结束后，劳动者重回城市带动租房需求回升；另一方面是由于房价对房租的传导，疫情之后美联储极端宽松的政策，助推了地产价格上涨，房东也倾向于抬高房租。

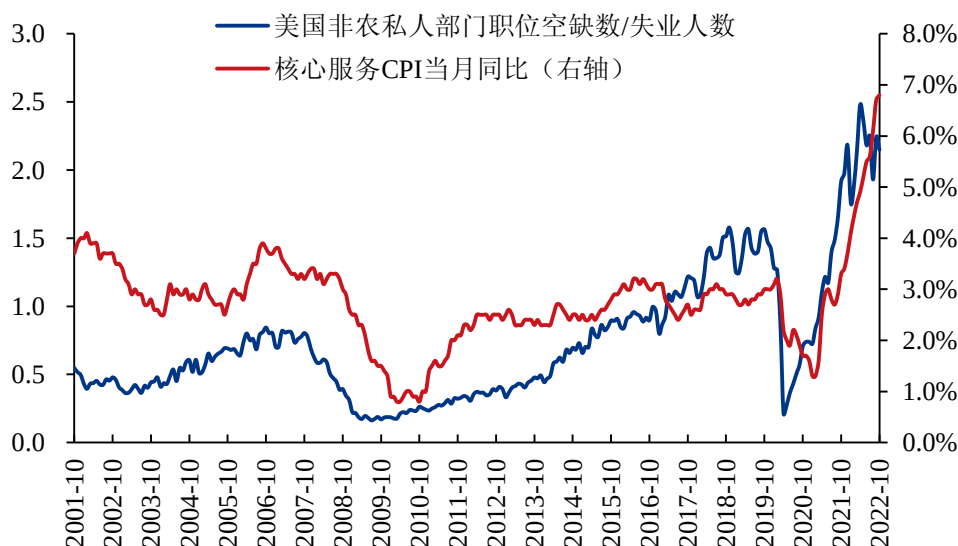
图表6：美国核心商品CPI同比回落、服务CPI同比仍在上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

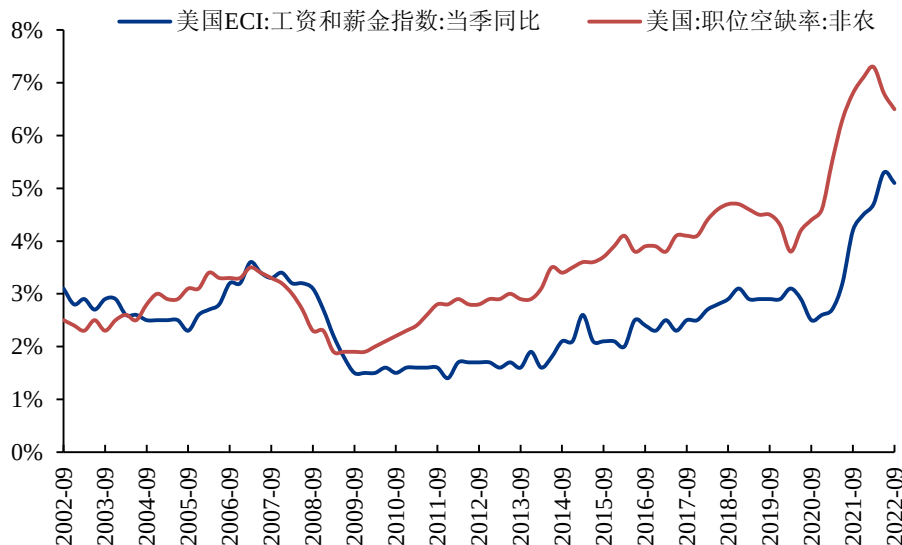
三是美国服务 CPI 还受薪资增长驱动。2022 年初以来，美国服务 CPI 同比从 1 月的 4.1%持续扩大到 9 月的 6.7%，服务 CPI 对整体 CPI 的拉动幅度不断扩大。除了房租因素之外，美国劳动力工资高增长推动服务 CPI 上涨。美国非农职位空缺数与失业人口的比值处于历史高位，是核心通胀飙升的重要推动力。当前美国劳动力参与率缺口，一是疫情后的财政补贴支持居家；二是疫情导致提前退休规模上升，已经对劳动力整体造成永久性损伤。美国服务业劳动力缺口较大，服务行业的薪资增速居高不下，带动服务业的价格抬升。

图表7：美国非农劳动力紧缺程度与核心 CPI 增速有正相关性



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：美国非农劳动力工资增速与职位空缺率有正相关性

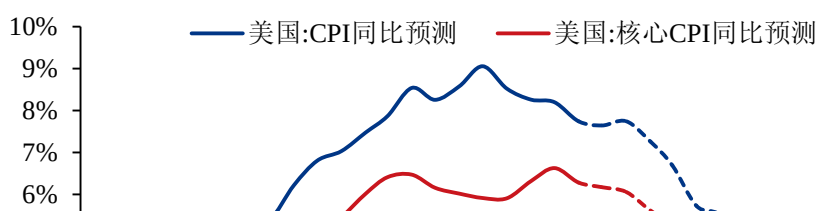


资料来源: wind、粤开证券研究院

二、2023 年美国通胀的下行动力：商品消费需求下滑、能源价格趋于平稳，房租走向拐点

预计 2023 年美国通胀正式行至下坡路，基数效应与供需缺口修复推动通胀下行，节奏上前快后慢。从同比来看，大的逻辑是基数效应与供需缺口修复推动通胀下行，美国加息导致消费需求受限，国内供给瓶颈的好转。预计美国 CPI 同比 2023 年中快速下滑至 5%，年末降至 3%，核心 CPI 与整体 CPI 接近。分项目来看，能源和商品通胀同比可能会下滑出现负增长，而服务通胀会随着房租增速拐点与工资增速放缓而回落。从环比来看，美国核心通胀可能保持较高环比，主要是由于美国劳动力供不应求、供给冲击下能源价格底部抬升。

图表9：未来两个季度美国 CPI 同比或将加快下行



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_49767

