



鲁政委：美国高通胀还能持续多久



文/鲁政委（兴业银行首席经济学家）

2022 年美国通胀压力屡超市场预期，引发美国股债汇市场剧烈波动。美联储最为关注的核心 PCE 同比虽然有所回落，但 5 月仍然在 4.7% 的较高水平。美国的高通胀成因为何，还能持续多久？

Shapiro（2022）将物价上涨分为需求推动、供给推动和无法归类三种类型。结果显示，2022 年前 5 个月，核心 PCE 同比涨幅中约 44.4% 来自于供给端的推动，38.4% 来自于需求端的推动，17.2% 不能归因于供给端或者需求端。

从需求端来看，美国财政赤字率领先需求推动的核心 PCE 涨幅约 1 年。据此外推，随着财政扩张的影响逐渐消退，到 2023 年 3 月，需求推动的核心 PCE 涨幅可能较 2022 年 5 月低 0.9 个百分点。



从供给端来看，供应链瓶颈领先供给推动的价格涨幅。据此外推，到 2023 年 3 月供给推动的价格涨幅或较 2022 年 5 月低 0.6 个百分点。

从无法归类的因素来看，无法归因于供需的价格波动与职位空缺率有关，而资产价格直接影响着职位空缺率。若美联储紧缩引发资产价格下跌，无法分类的物价涨幅将回落。

总体来看，到 2023 年 3 月核心 PCE 同比可能回落至 3% 左右。若 2023 年第二季度后，供需压力进一步缓和，且房价继续回落，核心 PCE 同比将进一步下降，美联储加息的步伐也有望放缓。

6 月美国 CPI 同比达到 9.1% 的高位，加息预期再度上修，引发美国股汇市场剧烈调整。美联储最为关注的核心 PCE 同比虽然 3 月以来有所回落，但 5 月核心 PCE 同比仍然在 4.7% 的较高水平。美国的高通胀成因为何，还能持续多久？本文将对此展开探讨。

图表 1: 美国物价



数据来源: WIND, 兴业研究

一、美国高通胀的成因

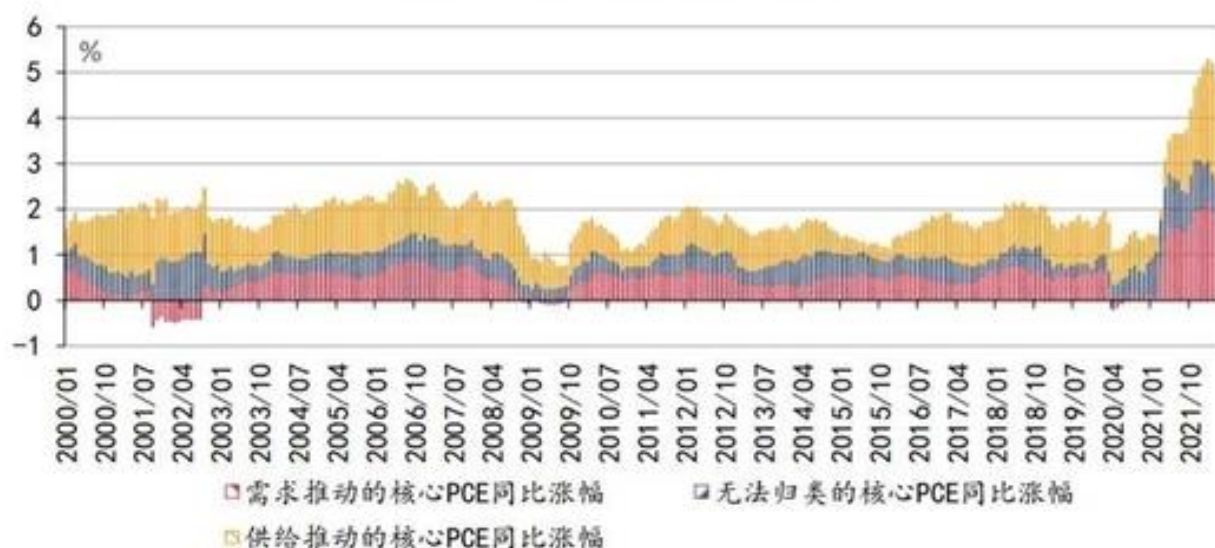
市场通常认为新冠疫情后的供应链瓶颈、美国大规模刺激政策带来的需求扩张等是导致美国当前高通胀的重要原因。究竟供给端、需求端对通胀的贡献各有多大呢? Shapiro (2022) 对美国高通胀的成因进行了分解。

需求的扩张和供给的收缩都有可能引发物价上涨, 不同的是, 需求扩张所带来的涨价通常伴随着消费量的上升, 而供给收缩带来的涨价通常伴随着消费量的收缩。根据这一原理, Shapiro (2022) 分析了 PCE 篮子中超过百种商品与服务, 进而将物价上涨分为需求推动、供给推动和无法归类三种类型。

结果显示, 2022 年前 5 个月, 核心 PCE 同比涨幅中约 44.4% 来自于供给端的推动, 38.4% 来自于需求端的推动, 17.2% 不能归因于供给端或

者需求端。

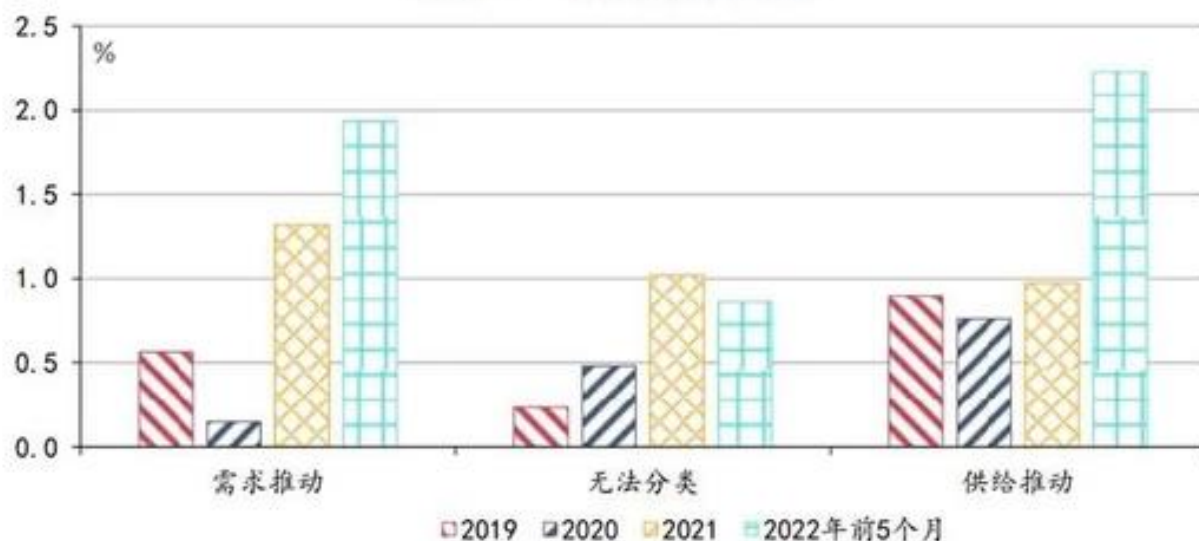
图表 2: 美国核心PCE的分解



数据来源: Shapiro (2022), 兴业研究

与疫情爆发前的 2019 年相比, 2022 年前 5 个月需求推动带来的价格涨幅 (为简便起见, 如无特殊说明, 本文中的价格涨幅均指同比涨幅) 提高了 1.4 个百分点, 供给推动带来的价格涨幅提高了 1.3 个百分点, 无法分类的价格涨幅提高了 0.6 个百分点。可见, 疫情爆发后美国物价中枢的抬升是供需共同推动的结果。

图表 3: 美国通胀的来源



数据来源: Shapiro (2022), 兴业研究

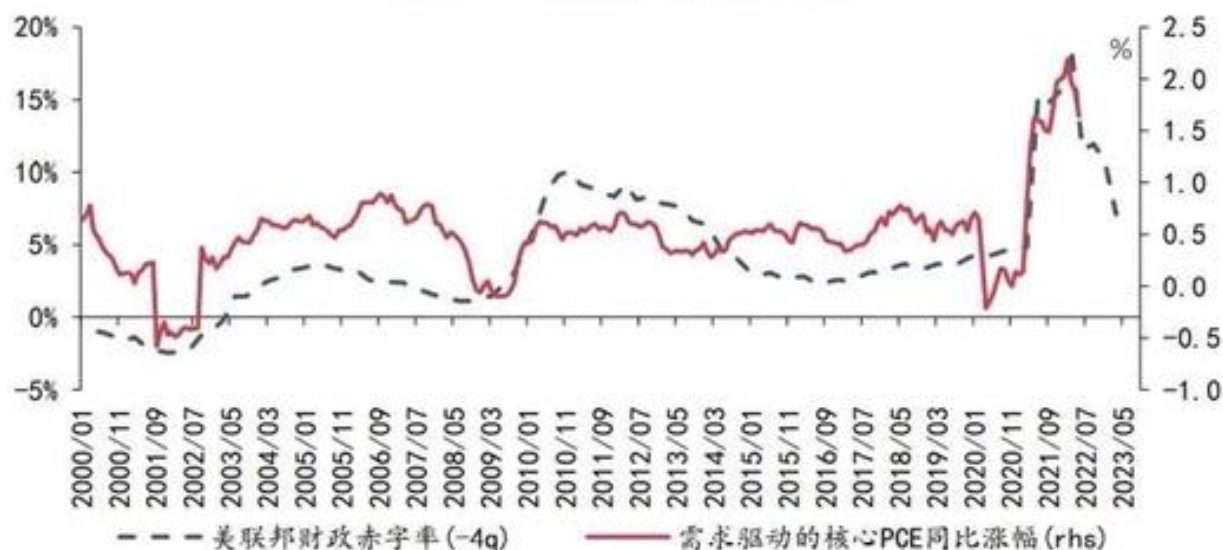
二、美国通胀的持续性

美国高通胀还将持续吗？

从需求端来看，美国财政赤字率是需求推动的核心 PCE 涨幅的领先指标，表明财政扩张将引发需求增加，并推升物价。历史数据显示，财政赤字率领先需求推动的核心 PCE 涨幅约 1 年。随着财政扩张的影响逐渐消退，3 月以来需求推动的核心 PCE 涨幅小幅回落。2022 年 5 月，需求推动的核心 PCE 涨幅为 1.6%，较 2 月的高点回落了约 0.5 个百分点。

尽管财政赤字率已经回落，但 2022 年第一季度联邦赤字率的绝对水平依然较疫情前的 2019 年第四季度高出 2.4 个百分点。据此推算，到 2023 年 3 月，需求推动的核心 PCE 涨幅可能回落至 0.7%，较 2022 年 5 月低 0.9 个百分点。

图表 4: 美国财政扩张与物价

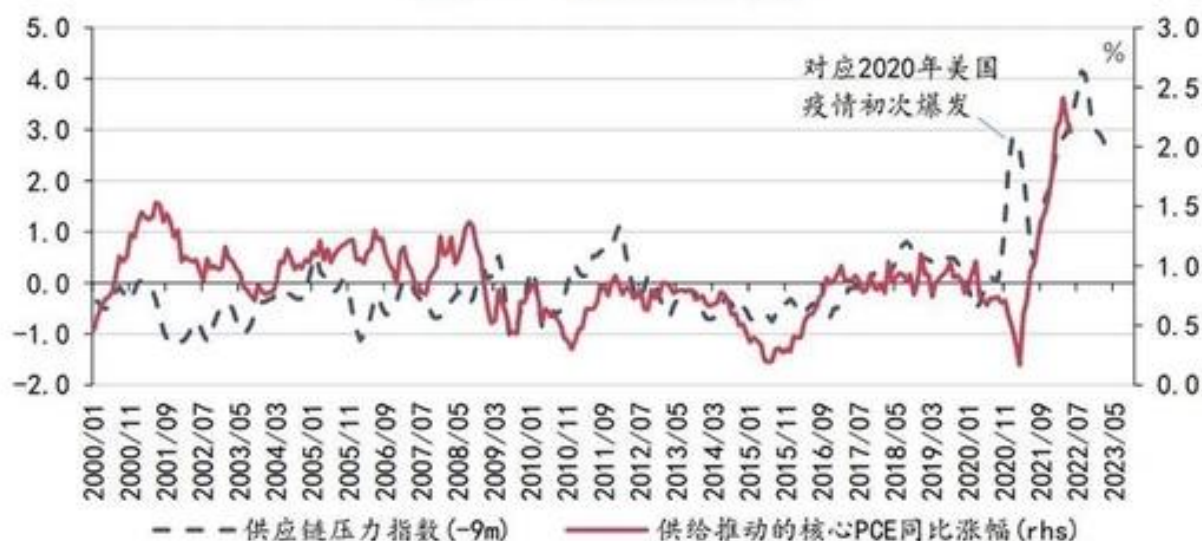


数据来源: Shapiro (2022), WIND, 兴业研究

从供给端来看，供应链瓶颈领先供给推动的价格涨幅，表明供给约束对价格的影响有一定的滞后性。纽约联储发布的供应链压力指数能够较好地刻画供应链瓶颈。除了 2020 年美国疫情刚刚爆发的时刻外，供应链压力指数大约领先供给推动的价格涨幅 9 个月左右。

随着海外生产活动的逐渐恢复，供应链压力指数已经出现了明显的回落。到 2022 年 6 月，供应链压力指数已经下降至 2.4，较 2021 年末的高点低 1.9 个百分点，但仍高于疫情前 2019 年 12 月的 0.02。据此推算，到 2023 年 3 月供给推动的价格涨幅约 1.5%，较 2022 年 5 月低 0.6 个百分点。

图表 5: 美国供给与物价



数据来源: 美联储, Shapiro (2022), 兴业研究

从无法归类的因素来看, 数据显示, 除了美国 911 事件后的特殊时期外, 无法归因于供需的价格波动均与职位空缺率的变化密切相关。也就是说, 在商品本身的供需之外, 劳动力市场的供需间接牵引着商品价格的波动。

2022 年以来, 美国非农职位空缺率的同比涨幅逐渐收窄。到 2022 年 5 月, 美国非农职位空缺率为 6.9%, 较 2021 年同期提高了 0.7 个百分点。

但这一水平较疫情前 2010 年 12 月的 4.2% 高出 2.6 个百分点, 成为推升

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_44471

