

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

■ 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

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

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

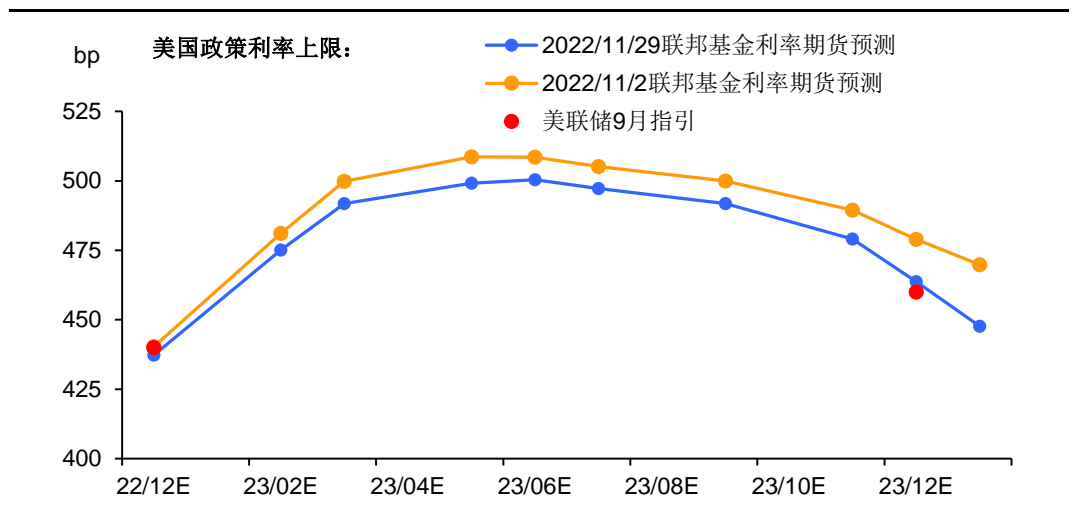
图表目录

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

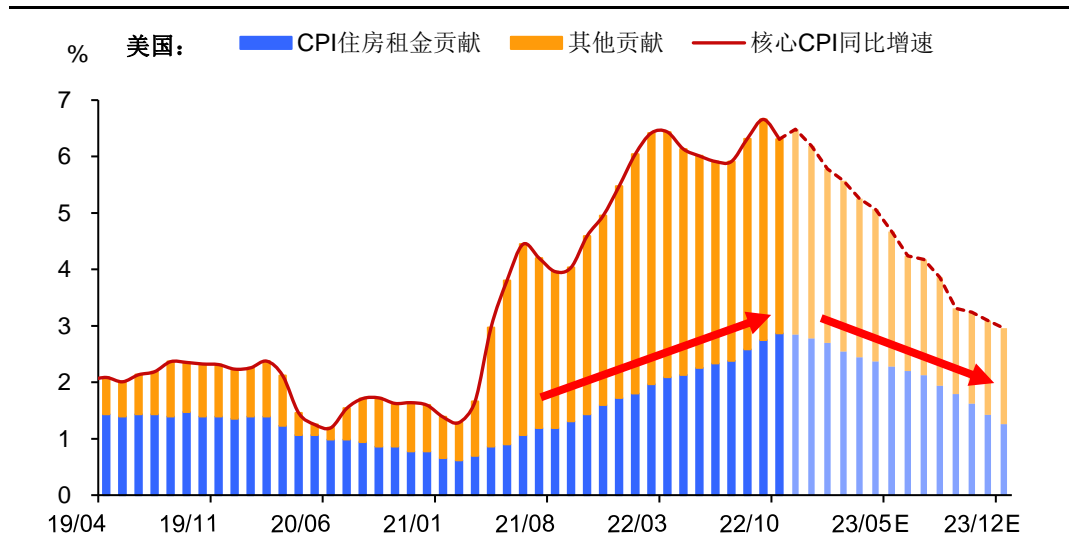
2022 年，对于美国通胀的讨论围绕着住房租金、薪资和供给，前两项是造成通胀粘性的罪魁祸首，而供给端的扰动美联储又鞭长莫及。展望 2023 年，尽管美国经济的放缓将进一步体现，助力通胀回落，但由于住房租金和服务业薪资高涨大大增加了美国通胀的粘性，上述过程将是缓慢的。

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

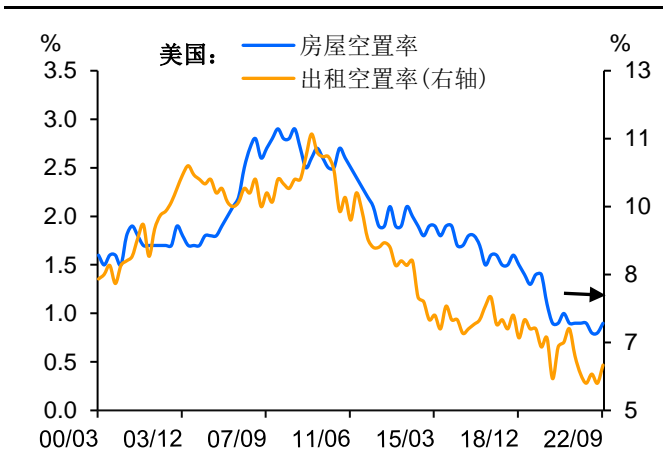


注：2022 年 11 月及以后为预测数据

数据来源：Fred，东吴证券研究所测算

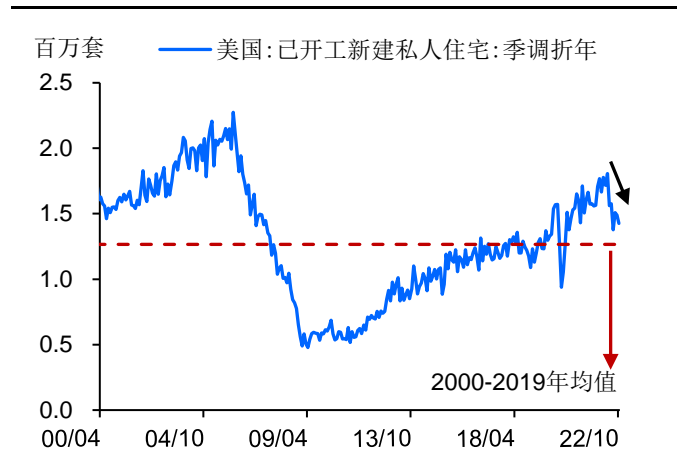
住房供给仍紧俏，但需求已经降温，2023 年供需错配将进一步缓解。2022 年 9 月，美国出租空置率和住房空置率已降至 2000 年以来最低，而对租赁的强劲需求引发了供给侧的“扩容”，已开工新建私人住宅升至 2000 年以来高位（图 3-图 4）。不过，三季度出租空置率有见底反弹迹象，2023 年或拐点向上。此外，在美联储的大幅、连续加息下，30 年期抵押贷款利率飙升，一度突破 7%，大幅压制住房需求。2023 年在政策利率料将维持高位的情况下，美国住房市场的供需错配有进一步缓解。

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

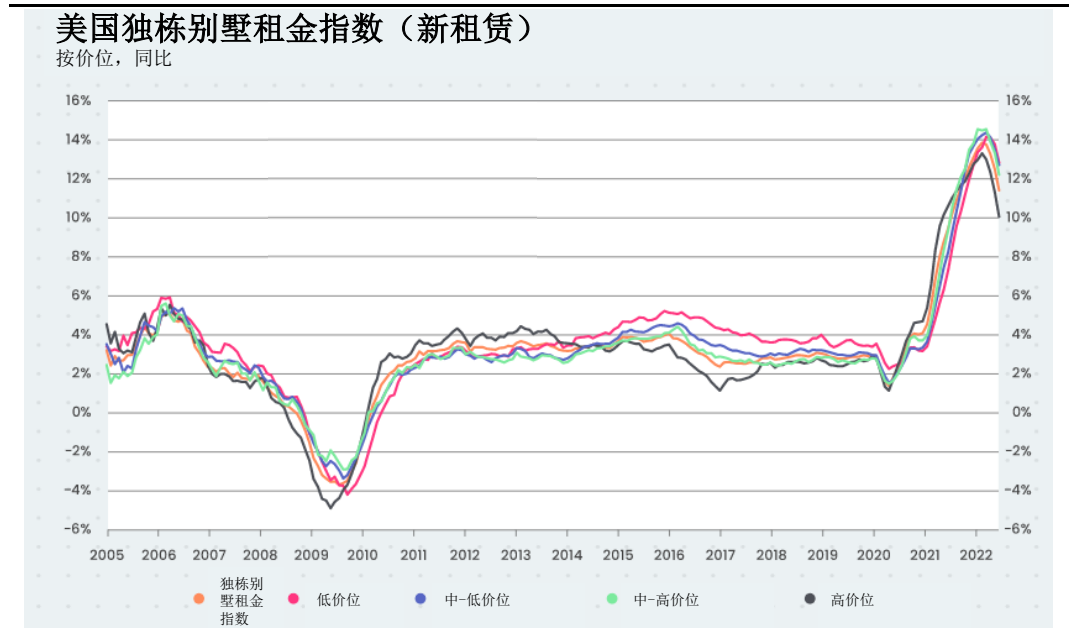


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

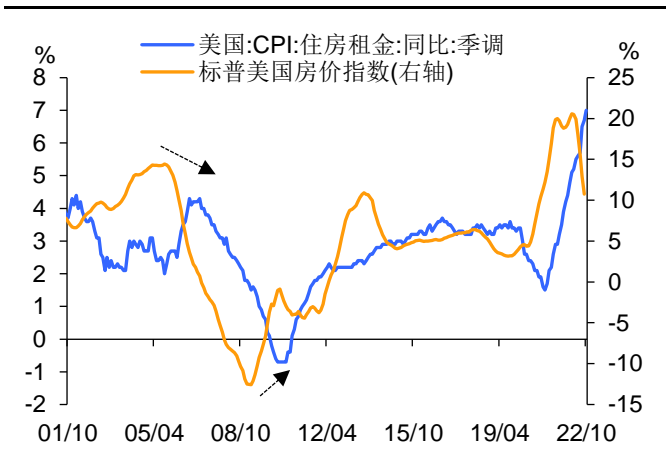
金通胀的增速将放缓。2023 年住房租金通胀加速的动能不足，但其对 CPI 的支撑将持续至年中，并在下半年逐渐、缓慢地减弱（图 6-图 7）。

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



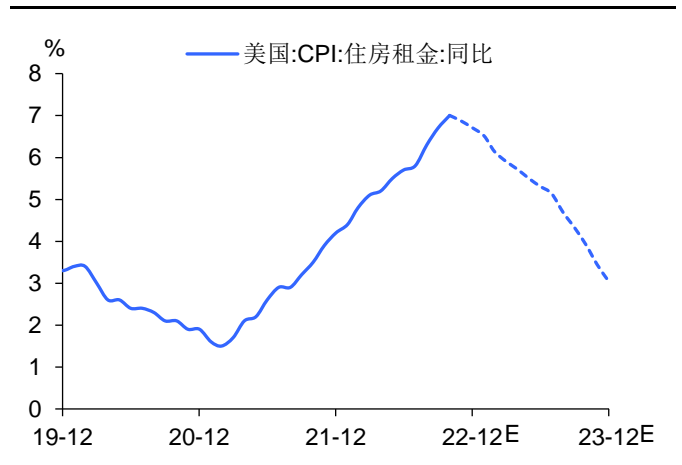
数据来源：CoreLogic，东吴证券研究所

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

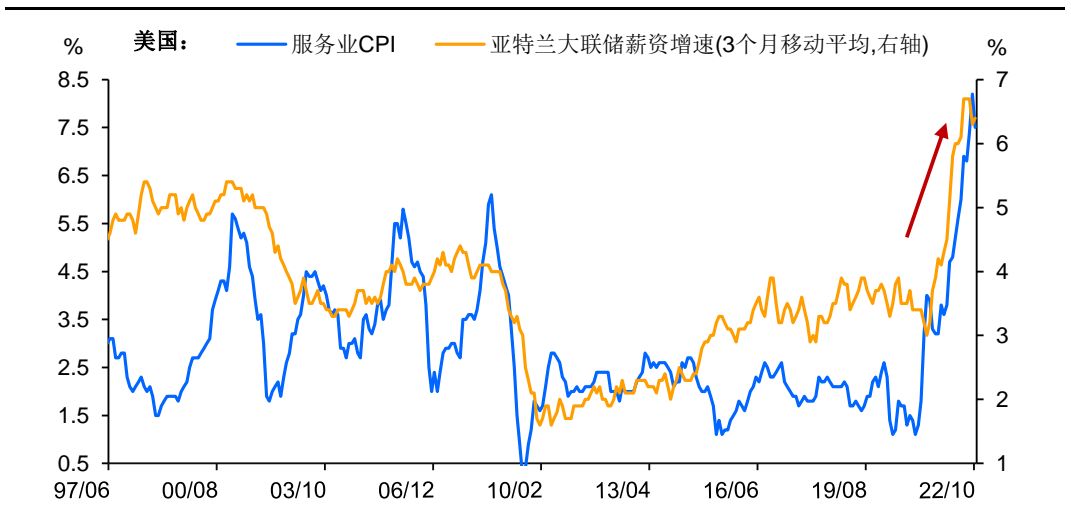


数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

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。

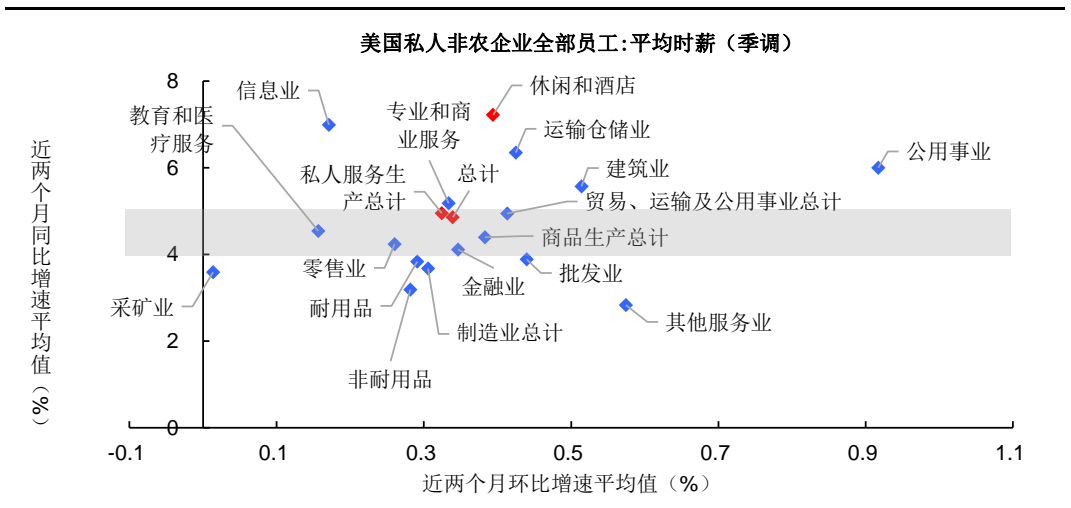
图8：2022年美国薪资增速位居历史高位，持续推高服务业通胀



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）。

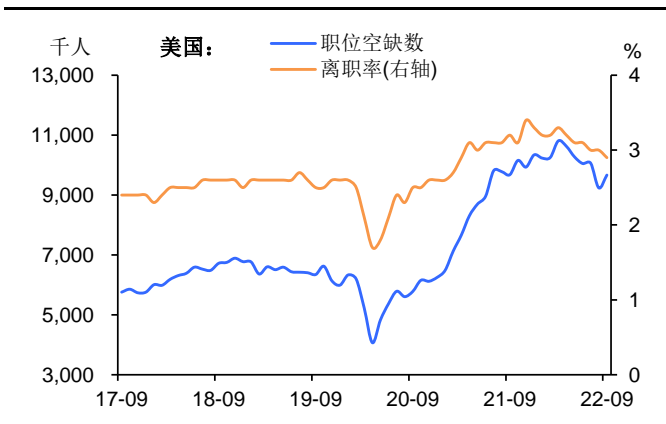
图9：美国私人非农行业平均时薪增速



注：2022年9月和10月数据

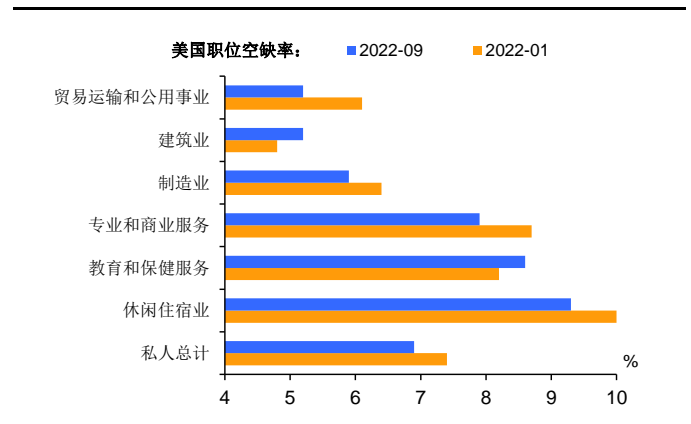
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 美国职位空缺数和离职率均从高位回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 美国服务业职位空缺率普遍回落



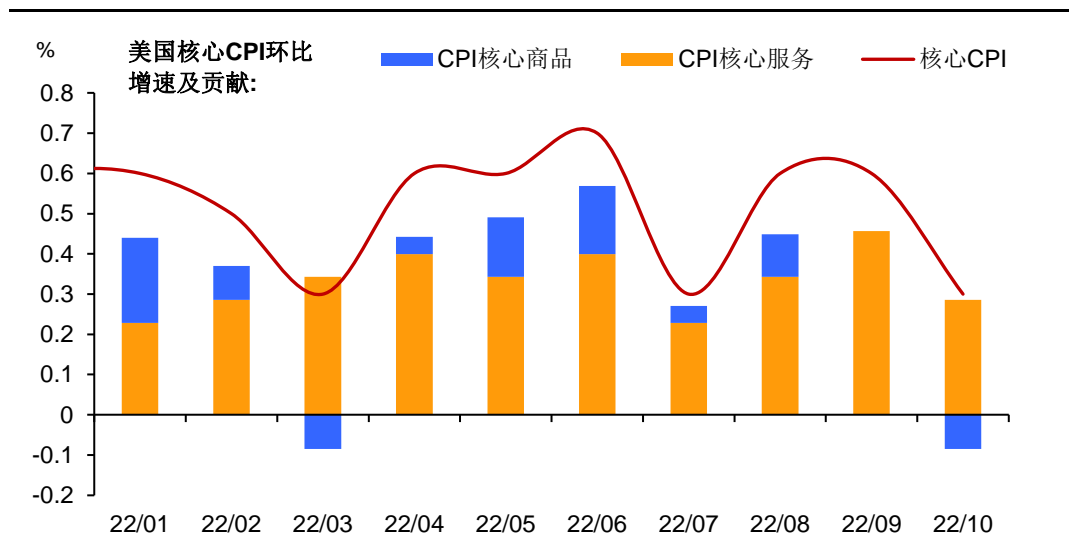
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2023 年美国经济增长料将放缓下, 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。

1.3. 供给: 2023 年末核心商品有望回落至 2%

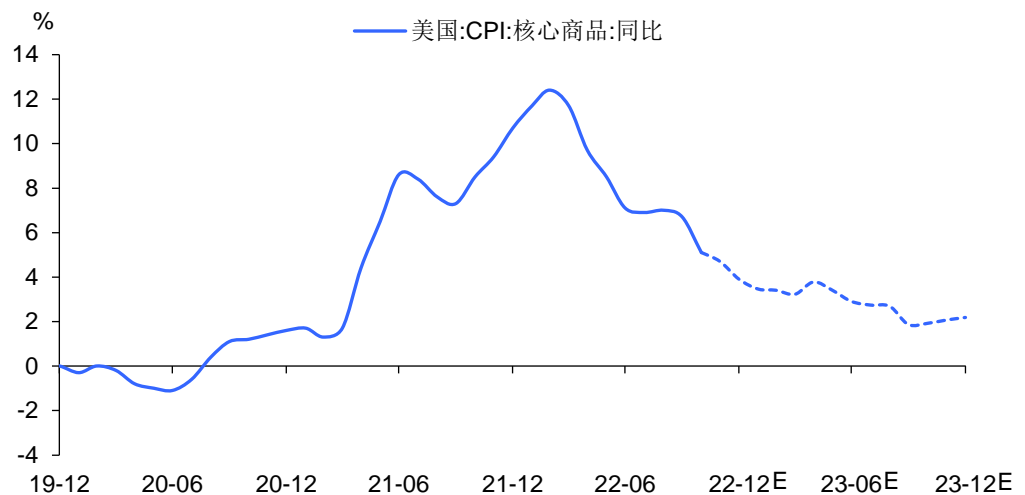
我们预计 2023 年供应受限商品对核心 CPI 环比增速的贡献多为负值。供给侧的扰动对美国通胀的影响主要体现在核心商品项(占比 CPI 约 20%, 占比核心 CPI 约 27%), 而供应链中断和港口堵塞已在 2022 年明显缓解, 叠加大宗商品价格下跌及美元走强, 10 月核心商品对于通胀环比增速的贡献已经转负(图 12)。同比增速方面, 我们预计 CPI 核心商品分项有望于 2023 年末回落至 2% (图 13)。

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



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

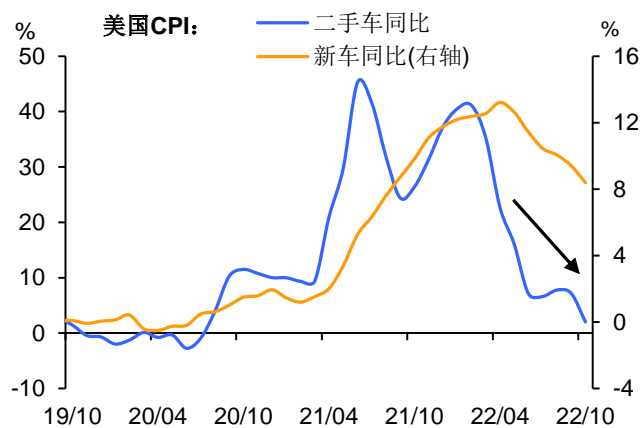
图13: 2023年美国CPI核心商品分项回落路径预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

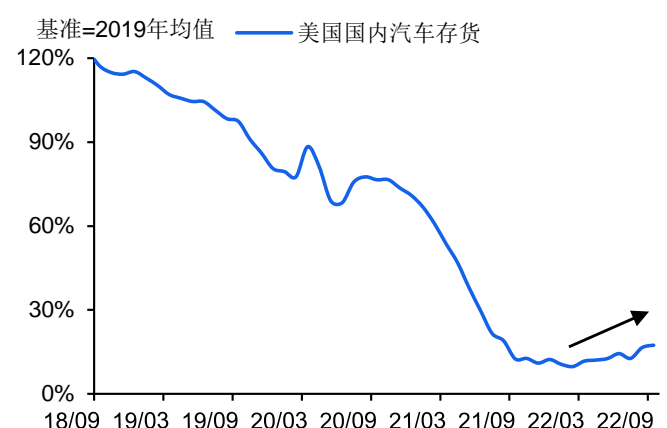
占比CPI约8%的新车和二手车方面, 在半导体的供应大幅改善的背景下, 2022年10月CPI二手车分项较1月已经下降了5%, 2023年降幅有望翻1-2倍, 同比增速料将跌落负值区间(图14)。新车方面, 库存见底回升下, 新车价格也有望在2023年转为下行。

图14: 美国CPI新车和二手车分项



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 美国国内汽车库存有见底回升迹象



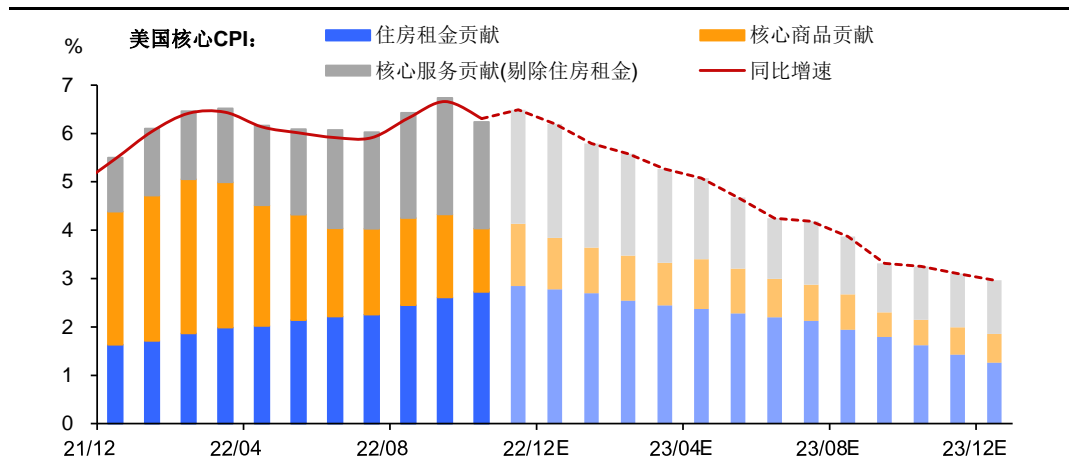
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

2. 核心CPI: 2023年末有望回落至3%

2022年10月美国通胀超预期下滑, 这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的下滑。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（图16）。

图16: 美国核心CPI预测及各分项贡献



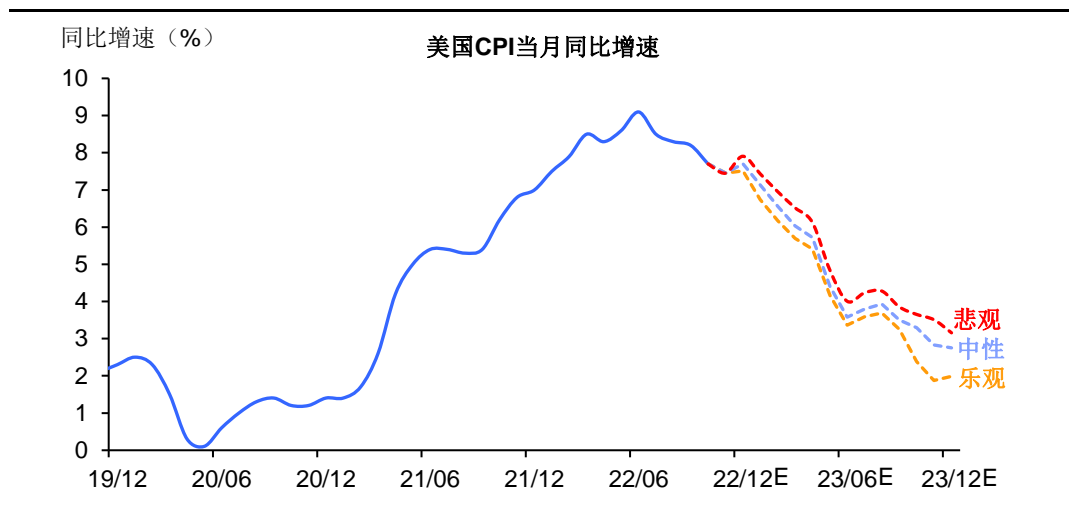
注: 2022年11月及以后为预测数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

3. CPI三大情景演绎

CPI的预测方面，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的三条路径，基准假设下，美国CPI同比增速将于2023年末回落至2.8%。

图17: 美国核心CPI预测



注: 2022年11月及以后为预测数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

乐观情景: WTI油价于2023年末回落至74美元/桶(单位下同), NYMEX RBOB汽油价格在二季度小幅上行,但在下半年持续回落,年末录得2.3美元/加仑(单位下同),

NYMEX 天然气 2023 年内中枢 5.7 美元/百万英热（单位下同）。我们测算 CPI 同比增速于年末回落至 2.0%（低于核心 CPI），能源类商品和服务成为 CPI 的拖累项。

中性情景（基准假设）： 供暖季来临后欧洲能源价格超预期市场预期上行，WTI 油价于 2023 年末回落至 77，NYMEX RBOB 汽油价格年末 2.8，NYMEX 天然气 2023 年内中枢 5.9。我们测算 CPI 同比增速于年末回落至 2.8%。

悲观情景： 俄乌冲突激化，供暖季来临后欧洲能源危机严重恶化，WTI 油价 2023 年末录得 80，NYMEX RBOB 汽油价格年末 3.0，NYMEX 天然气年内中枢 6.4。我们测算 CPI 同比增速于年末回落至 3.2%。

总结来看，我们的基准假设预计 2022 年末美国核心 CPI 回落至 6.2%、2023 年三季度回落至 4%以内、2023 年末回落至 3%以内；而在能源项目的拖累下，CPI 回落速度快于核心 CPI，2023 年末 CPI 有望回落至 2.8%。

不过，虽然美国通胀拐点已现，绝对水平在下降，但一方面，不能忽视其斜率的陡峭化：若供给端受到意外冲击，下行斜率放缓（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，通胀下行斜率也可能陡峭化（通胀“上不去”）：若二季度美国陷入温和衰退，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。

4. 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。 尽管属于尾部风险，但鉴于应对新冠的特效药仍未研发成功，疫情对于全球经济和供应链的影响尚存不确定性。

地缘冲突加剧，局部战争爆发使得全球陷入深度衰退。 俄乌冲突可能进一步升级，影响区域或进一步扩大，全球经济复苏的下行风险犹存。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

