

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 吳起睿 張潤鋒

下半年通脹如何影響美聯儲決策？

——美國經濟 2023 年中期展望（通脹篇）

閱讀摘要

6 月美國 CPI、核心 CPI 分別回落至 3.0%、4.8%，上半年通脹下行速度偏慢，且呈現商品價格降溫較快、供給端主導修復的特點。未來鑒於供應鏈進一步修復空間有限，需求側商品通脹的反複、房租粘性及“工資-通脹”螺旋預將成為影響下半年通脹路徑的主要因素。

根據環比及多因子兩種方法，預估 CPI 同比在下半年略有回升，核心 CPI 同比 3 季度大概率延續回落、4 季度存在一定的反複風險。去年同期的基數效應也是影響讀數變化的重要因素。

結合前篇對於就業市場的分析，預計 7 月加息 25BP 之後，9 月繼續加息概率較小，4 季度通脹讀數的或有反複可能會在 11 月 FOMC 會議前後對市場預期形成一定擾動，但考慮到通脹反複不具備趨勢性，超預期緊縮概率有限。

下半年通脹如何影響美聯儲決策？

——美國經濟 2023 年中期展望（通脹篇）

一、上半年通脹降溫速度偏慢，服務價格尚有粘性，需求降溫慢於預期是主因

美國 CPI 同比漲幅自去年年末的 6.5% 回落至 6 月的 3.0%、核心 CPI 自 5.7% 回落至 4.8%，總體下行速度偏慢並呈現以下幾個特點：

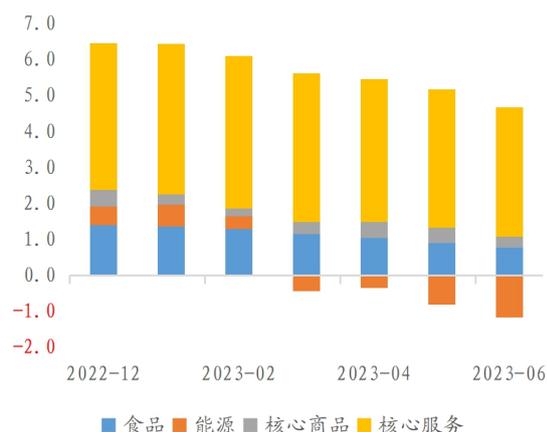
（1）**商品價格降溫較快，服務價格尚具粘性。**商品中能源項受國際原油價格下跌推動明顯下滑（對 CPI 同比拉動率由 0.5% 回落至 -1.2%）、食品項下行幅度次之（同比拉動率由 1.4% 回落至 0.8%）。但服務價格具備一定粘性，核心服務的同比拉動率僅自 4.1% 回落至 3.6%，其中房租項的同比拉動率更從 2.6% 上升至 2.7%（見圖表 1），服務去通脹尚需時日。**商品需求因超量恢復而回調、服務復蘇動能仍有韌性是商品、服務價格降溫節奏分化的根本原因。**支出端實際個人消費支出中商品超量恢復了 4.8%¹、服務尚有 1.4% 的缺口；生產端製造業工業總產值同比自 2 月起開始負增、5 月起製造業新增訂單停止擴張，但服務業訪客指數中零售、娛樂、交通、工作場所活動明顯不及疫前。這種分化特點在價格上也得到了同樣的體現。

（2）**供給端降溫主導修復，需求端降溫並不明顯。**根

¹ 根據 2013 年 1 月至 2020 年 2 月趨勢線計算得到商品及服務消費支出的趨勢值。

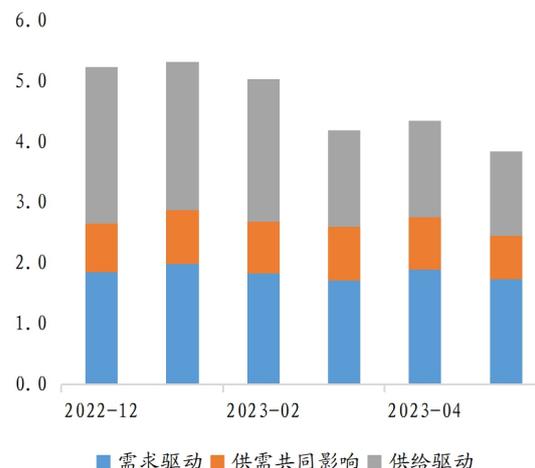
據舊金山聯儲研究²，2022年12月至2023年5月，PCE同比中純供給推動成分從2.58%減弱至1.39%，但純需求推動成分僅從1.85%下降至1.73%（見圖表2）。

圖表 1：商品對 CPI 同比拉動率降溫明顯，服務粘性較強



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 2：供給改善是年初以來通脹下行的主因



數據來源：舊金山聯儲、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

二、商品通脹反復、房租粘性及工資通脹螺旋是影響下半年通脹路徑的主要因素

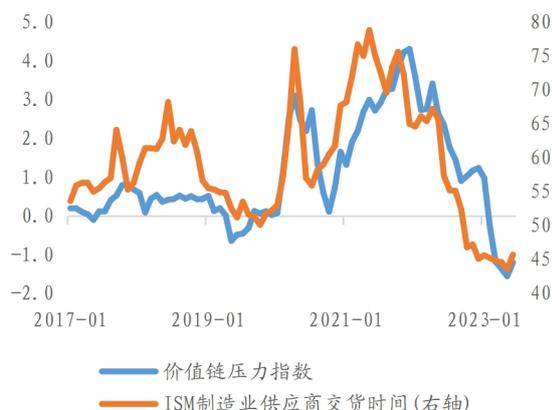
（一）供給側壓力業已明顯緩和，進一步修復空間有限

價值鏈壓力指數自2021年12月的最高點4.31跌至目前的-1.20、低於歷史均值³0.05，ISM製造業供應商交貨時間從2021年5月的78.8回落至目前的45.7、低於歷史均值54.9（見圖表3），顯示供應鏈進一步修復的空間已較有限，故抗通脹後期將更依賴於需求側降溫。

²<https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>。

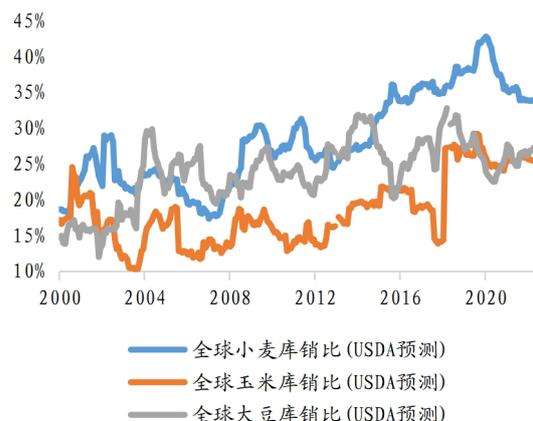
³ 2000年至今均值。

圖表 3：供給端進一步修復的空間已然有限



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 4：三大主糧庫銷比處於相對高位



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）需求側的不確定性主要來源於商品通脹的反復、房租粘性及工資通脹螺旋的影響

油價大概率寬幅波動，有一定上行空間。需求端，歐美經濟韌性超預期，跨周期一攬子政策預將推動中國經濟復蘇斜率抬升，原油需求前景對油價形成支撐；供給端，前期油價逼近中東主產國盈虧平衡線（65-70 美元）增強 OPEC+ 減產挺價意願。

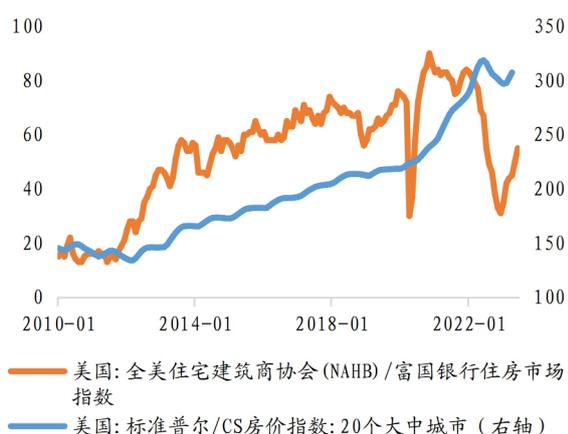
“厄爾尼諾”極端天氣令糧價存在反復風險。但三大主糧庫銷比處於相對高位（根據 USDA 數據，目前小麥、玉米、大豆庫銷比分別為 34.0%、26.0%、32.0%，而 2000 年至今曆史均值分別為 28.2%、18.4%、23.7%）限制了食品通脹反復程度（見圖表 4）。

核心服務項當中房租粘性或在 4 季度減弱，但非房租核心服務價格下半年較難明顯下行。房租方面，

S&P/Case-Shiller 20 個大中城市房價指數及 NAHB/富國銀行住房市場指數年初起均恢復升勢（見圖表 5），低庫存支撐地產市場短暫企穩或在 3 季度減緩租金下行速度、階段性增強租金項通脹粘性，但粘性或在 4 季度隨地產市場再度下行而減弱。非房租核心服務方面，今年以來“工資-通脹”螺旋效應仍然較為明顯（見圖表 6），且薪資增速對非房租服務價格的影響有一定的滯後性（見前篇報告《就業市場短期或不是美聯儲主要決策變量》，勞動力供需缺口或在今年 4 季度才能明顯緩解），預計非房租核心服務價格在下半年較難大幅下行。

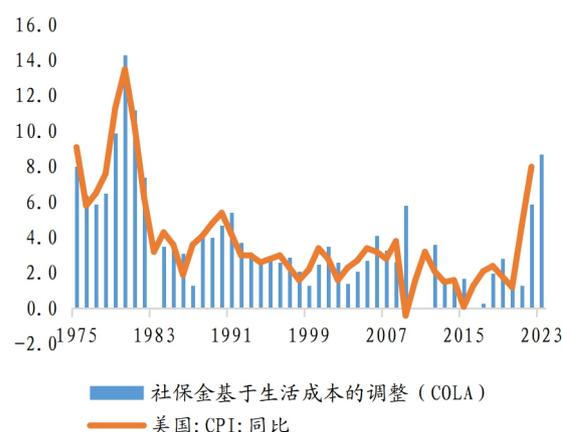
故需警惕下半年通脹二次抬升風險，需求端商品價格的波動上行空間、房市回暖拖累租金回落節奏、“工資-通脹”螺旋，均增加通脹的不確定性上行壓力。

圖表 5：美國住房市場開始出現回暖跡象



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 6：社保金基於生活成本的調整顯示“工資-通脹”螺旋存在但弱於 70 年代



數據來源：美國社保局、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

三、4 季度核心 CPI 反復或在 11 月 FOMC 會議前後對市場預期形成一定擾動

我們使用環比及多因子兩種方法預估未來通脹走勢。

（一）環比方法下，6 月 CPI 可能是年內低點，下半年 CPI 或緩步略有回升

CPI 方面，下半年基數效應的反轉⁴和服務項黏性的持續意味著 6 月數據或是年內低點、下半年或緩步略有回升。因最近一年⁵CPI 環比均值為 0.25%，綜合考慮未來核心通脹降溫趨勢及能源、食品的反復風險，故在未來環比增速假設中以 0.25%為基准情形、0.2%為樂觀情形、0.3%為悲觀情形，預估結果顯示基准情形下 8 月或回升至 3.5%以上、12 月或回升至 4%以上（見圖表 7）。

核心 CPI 方面，基數效應的反轉⁶或將在 4 季度出現，屆時核心 CPI 將面臨反復風險。鑒於最近一年環比均值為 0.4%，考慮核心通脹粘性逐步下降，故在未來環比增速假設中以 0.35%為基准情形、0.3%為樂觀情形、0.4%為悲觀情形，預估結果顯示基准情形下，11、12 月將會出現一定的回升，但不會超過 5 月值⁷（見圖表 8），亦即“下行趨勢中的局部反復”。

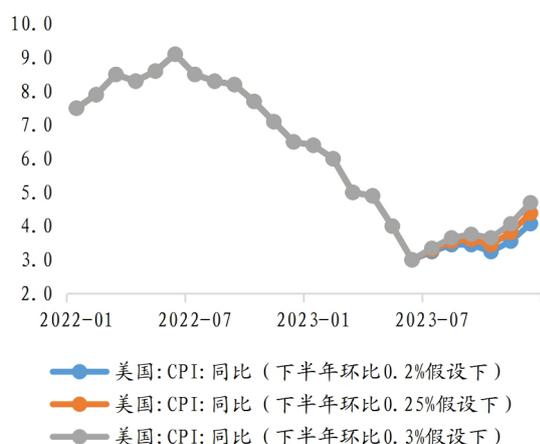
⁴ 2022 年 6 月 CPI 同比達到 9.1%的峰值，之後逐步回落。

⁵ 2022 年 7 月至 2023 年 6 月。

⁶ 2022 年 9 月核心 CPI 同比達到 6.6%的峰值，之後逐步回落。

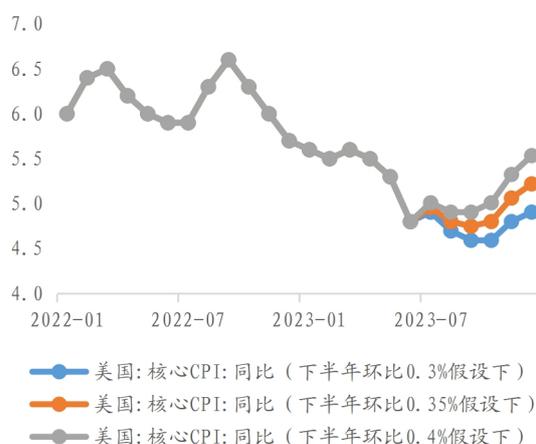
⁷ 基准情形下，12 月核心 CPI 同比為 5.27%，略低於 5 月值 5.3%。

圖表 7：下半年美國 CPI 同比增速預測



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 8：下半年美國核心 CPI 同比增速預測



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）多因子方法下，核心 CPI 將在 3 季度延續降溫趨勢，年末或出現“下行趨勢中的局部反復”

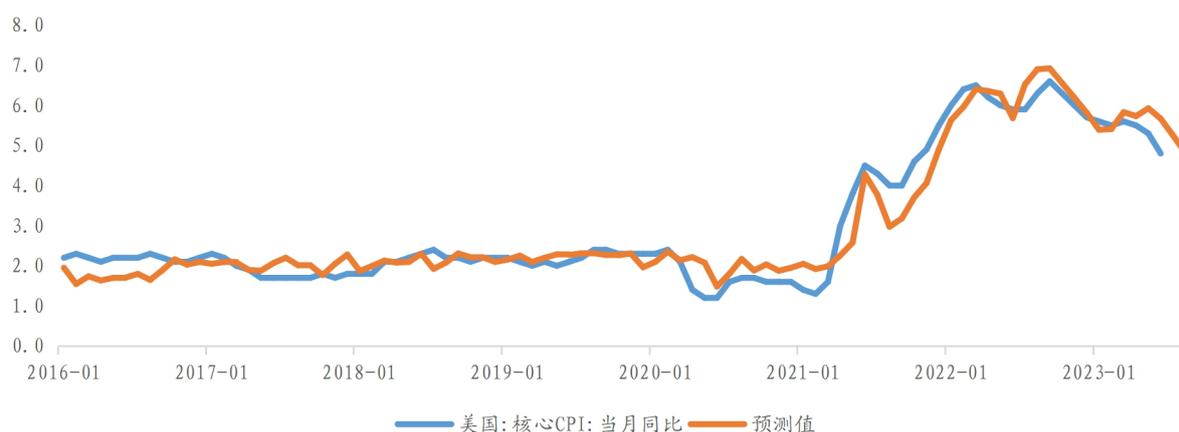
基於非農平均時薪同比、Zillow 房價指數同比、Zillow 房租指數同比、Manheim 二手車價格指數同比對通脹數據的前瞻影響，依據各因子的領先時長⁸，結合非房租核心服務、房租、二手車在核心 CPI 籃子中的權重⁹構造多因子模型（見圖表 9）。預估結果顯示，核心 CPI 將在 3 季度延續降溫趨勢。同時，根據各因子的曆史表現，房屋、房租、二手車三因子在去年下半年至今均持續下行、對核心 CPI 回落趨勢擾動有限，而非農時薪因在 2022 年 9、10 月曾出現局部大幅反彈

⁸ 非農平均時薪同比、Zillow 房價指數同比、Zillow 房租指數同比、Manheim 二手車價格指數同比分別領先非房租核心服務、房租、二手車分項漲幅 14 個月、12 個月、5 個月、2 個月。

⁹ 根據美國勞工部公布的 CPI 籃子權重，非房租核心服務、房租、二手車占核心 CPI 權重分別為 29.7%、43.5%、3.36%，故設定非農平均時薪同比、Zillow 房價指數同比、Zillow 房租指數同比、Manheim 二手車價格指數同比的系數為 0.297、0.300、0.135、0.036。考慮到領先指標波動率高於 CPI 分項同比波動率，故在三個系數前再乘以一個放縮系數（經調整確定為 0.8）。最終確定四因子預測公式為：核心 CPI 預測值=0.8*(0.297*非農平均時薪同比+0.300*Zillow 房價指數同比+0.135*Zillow 房租指數同比+0.036*Manheim 二手車價格指數同比)+截距。

後延續回落，根據其領先時長（14 個月），預估今年 11、12 月非房租核心服務可能因就業市場降溫速度較慢而反彈、令核心 CPI 出現“下行趨勢中的局部反復”。

圖表 9：多因子模型下的核心 CPI 預測值與實際值



數據來源：WIND、CEIC、Zillow、Cox Automotive、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

綜上，預估 CPI 同比在下半年略有回升，核心 CPI 同比 3 季度大概率延續回落、4 季度存在一定的反復風險。結合前篇對於就業市場的分析，預計 7 月加息 25BP 之後，9 月繼續加息概率較小，4 季度通脹讀數的或有反復可能會在 11 月 FOMC 會議前後對市場預期形成一定擾動，但考慮到通脹反復不具備趨勢性，超預期緊縮概率有限。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**