

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

下半年通胀如何影响美联储决策？

——美国经济 2023 年中期展望（通胀篇）

阅读摘要

6 月美国 CPI、核心 CPI 分别回落至 3.0%、4.8%，上半年通胀下行速度偏慢，且呈现商品价格降温较快、供给端主导修复的特点。未来鉴于供应链进一步修复空间有限，需求侧商品通胀的反复、房租粘性及“工资-通胀”螺旋预将成为影响下半年通胀路径的主要因素。

根据环比及多因子两种方法，预估 CPI 同比在下半年略有回升，核心 CPI 同比 3 季度大概率延续回落、4 季度存在一定的反复风险。去年同期的基数效应也是影响读数变化的重要因素。

结合前篇对于就业市场的分析，预计 7 月加息 25BP 之后，9 月继续加息概率较小，4 季度通胀读数的或有反复可能会在 11 月 FOMC 会议前后对市场预期形成一定扰动，但考虑到通胀反复不具备趋势性，超预期紧缩概率有限。

下半年通胀如何影响美联储决策？

——美国经济 2023 年中期展望（通胀篇）

一、上半年通胀降温速度偏慢，服务价格尚有粘性，需求降温慢于预期是主因

美国 CPI 同比涨幅自去年年末的 6.5% 回落至 6 月的 3.0%、核心 CPI 自 5.7% 回落至 4.8%，总体下行速度偏慢并呈现以下几个特点：

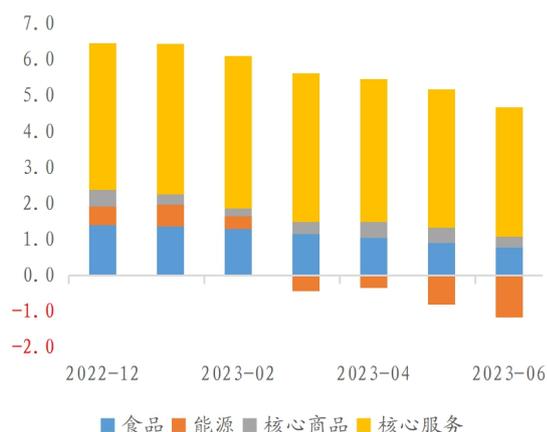
（1）商品价格降温较快，服务价格尚具粘性。商品中能源项受国际原油价格下跌推动明显下滑（对 CPI 同比拉动率由 0.5% 回落至 -1.2%）、食品项下行幅度次之（同比拉动率由 1.4% 回落至 0.8%）。但服务价格具备一定粘性，核心服务的同比拉动率仅自 4.1% 回落至 3.6%，其中房租项的同比拉动率更从 2.6% 上升至 2.7%（见图表 1），服务去通胀尚需时日。商品需求因超量恢复而回调、服务复苏动能仍有韧性是商品、服务价格降温节奏分化的根本原因。支出端实际个人消费支出中商品超量恢复了 4.8%¹、服务尚有 1.4% 的缺口；生产端制造业工业总产值同比自 2 月起开始负增、5 月起制造业新增订单停止扩张，但服务业访客指数中零售、娱乐、交通、工作场所活动明显不及疫前。这种分化特点在价格上也得到了同样的体现。

（2）供给端降温主导修复，需求端降温并不明显。根

¹ 根据 2013 年 1 月至 2020 年 2 月趋势线计算得到商品及服务消费支出的趋势值。

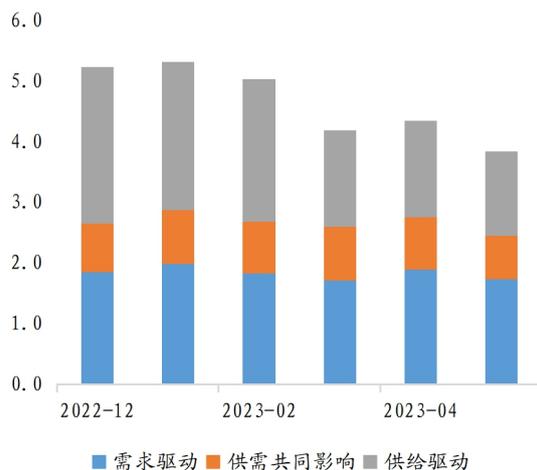
据旧金山联储研究²，2022年12月至2023年5月，PCE同比中纯供给推动成分从2.58%减弱至1.39%，但纯需求推动成分仅从1.85%下降至1.73%（见图表2）。

图表 1：商品对 CPI 同比拉动率降温明显，服务粘性较强



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：供给改善是年初以来通胀下行的主因



数据来源：旧金山联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、商品通胀反复、房租粘性及工资通胀螺旋是影响下半年通胀路径的主要因素

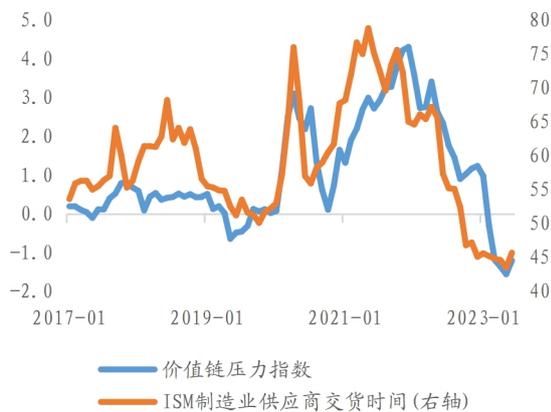
（一）供给侧压力业已明显缓和，进一步修复空间有限

价值链压力指数自2021年12月的最高点4.31跌至目前的-1.20、低于历史均值³0.05，ISM制造业供应商交货时间从2021年5月的78.8回落至目前的45.7、低于历史均值54.9（见图表3），显示供应链进一步修复的空间已较有限，故抗通胀后期将更依赖于需求侧降温。

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

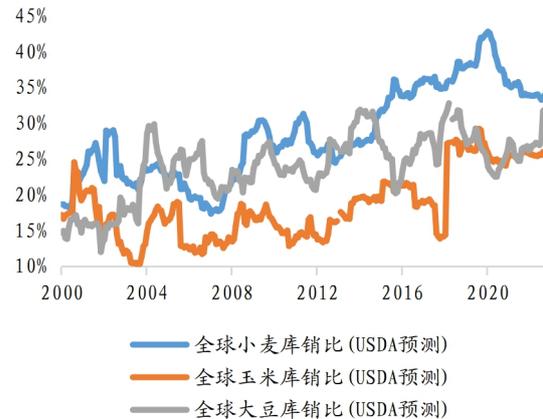
³ 2000年至今均值。

图表 3：供给端进一步修复的空间已然有限



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：三大主粮库销比处于相对高位



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）需求侧的不确定性主要来源于商品通胀的反复、房租粘性及工资通胀螺旋的影响

油价大概率宽幅波动，有一定上行空间。需求端，欧美经济韧性超预期，跨周期一揽子政策预将推动中国经济复苏斜率抬升，原油需求前景对油价形成支撑；供给端，前期油价逼近中东主产国盈亏平衡线（65-70 美元）增强 OPEC+减产挺价意愿。

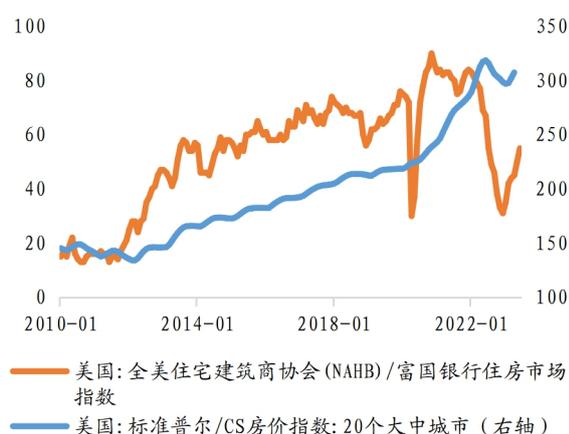
“厄尔尼诺”极端天气令粮价存在反复风险。但三大主粮库销比处于相对高位（根据 USDA 数据，目前小麦、玉米、大豆库销比分别为 34.0%、26.0%、32.0%，而 2000 年至今历史均值分别为 28.2%、18.4%、23.7%）限制了食品通胀反复程度（见图表 4）。

核心服务项当中房租粘性或在 4 季度减弱，但非房租核心服务价格下半年较难明显下行。房租方面，

S&P/Case-Shiller 20 个大中城市房价指数及 NAHB/富国银行住房市场指数年初起均恢复升势（见图表 5），低库存支撑地产市场短暂企稳或在 3 季度减缓租金下行速度、阶段性增强租金项通胀粘性，但粘性或在 4 季度随地产市场再度下行而减弱。非房租核心服务方面，今年以来“工资-通胀”螺旋效应仍然较为明显（见图表 6），且薪资增速对非房租服务价格的影响有一定的滞后性（见前篇报告《就业市场短期或不是美联储主要决策变量》，劳动力供需缺口或在今年 4 季度才能明显缓解），预计非房租核心服务价格在下半年较难大幅下行。

故需警惕下半年通胀二次抬升风险，需求端商品价格的波动上行空间、房市回暖拖累租金回落节奏、“工资-通胀”螺旋，均增加通胀的不确定性上行压力。

图表 5：美国住房市场开始出现回暖迹象



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 6：社保金基于生活成本的调整显示“工资-通胀”螺旋存在但弱于 70 年代



数据来源: 美国社保局、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

三、4 季度核心 CPI 反复或在 11 月 FOMC 会议前后对市场预期形成一定扰动

我们使用环比及多因子两种方法预估未来通胀走势。

（一）环比方法下，6 月 CPI 可能是年内低点，下半年 CPI 或缓步略有回升

CPI 方面，下半年基数效应的反转⁴和服务项黏性的持续意味着 6 月数据或是年内低点、下半年或缓步略有回升。因最近一年⁵CPI 环比均值为 0.25%，综合考虑未来核心通胀降温趋势及能源、食品的反复风险，故在未来环比增速假设中以 0.25%为基准情形、0.2%为乐观情形、0.3%为悲观情形，预估结果显示基准情形下 8 月或回升至 3.5%以上、12 月或回升至 4%以上（见图表 7）。

核心 CPI 方面，基数效应的反转⁶或将在 4 季度出现，届时核心 CPI 将面临反复风险。鉴于最近一年环比均值为 0.4%，考虑核心通胀粘性逐步下降，故在未来环比增速假设中以 0.35%为基准情形、0.3%为乐观情形、0.4%为悲观情形，预估结果显示基准情形下，11、12 月将会出现一定的回升，但不会超过 5 月值⁷（见图表 8），亦即“下行趋势中的局部反复”。

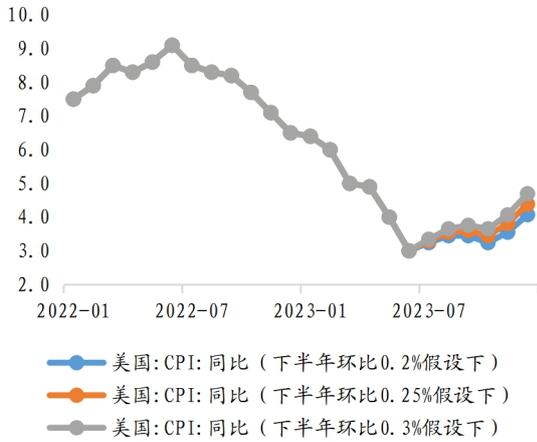
⁴ 2022 年 6 月 CPI 同比达到 9.1%的峰值，之后逐步回落。

⁵ 2022 年 7 月至 2023 年 6 月。

⁶ 2022 年 9 月核心 CPI 同比达到 6.6%的峰值，之后逐步回落。

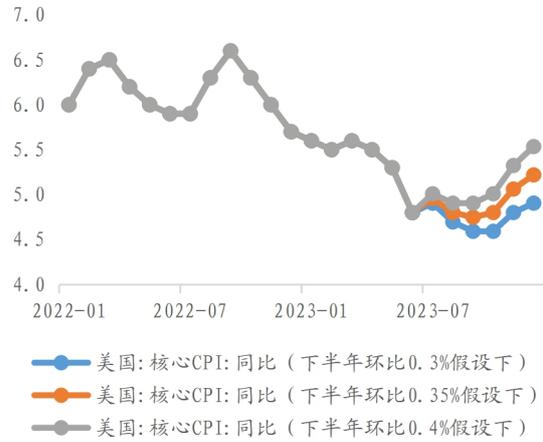
⁷ 基准情形下，12 月核心 CPI 同比为 5.27%，略低于 5 月值 5.3%。

图表 7：下半年美国 CPI 同比增速预测



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 8：下半年美国核心 CPI 同比增速预测



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

(二) 多因子方法下，核心 CPI 将在 3 季度延续降温趋势，年末或出现“下行趋势中的局部反复”

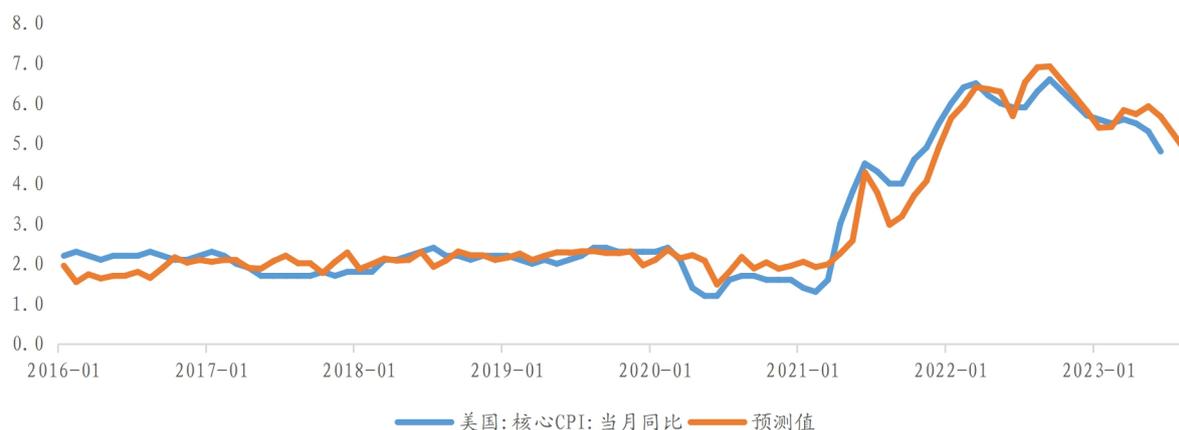
基于非农平均时薪同比、Zillow 房价指数同比、Zillow 房租指数同比、Manheim 二手车价格指数同比对通胀数据的前瞻影响，依据各因子的领先时长⁸，结合非房租核心服务、房租、二手车在核心 CPI 篮子中的权重⁹构造多因子模型（见图表 9）。预估结果显示，核心 CPI 将在 3 季度延续降温趋势。同时，根据各因子的历史表现，房屋、房租、二手车三因子在去年下半年至今均持续下行、对核心 CPI 回落趋势扰动有限，而非农时薪因在 2022 年 9、10 月曾出现局部大幅反弹

⁸ 非农平均时薪同比、Zillow 房价指数同比、Zillow 房租指数同比、Manheim 二手车价格指数同比分别领先非房租核心服务、房租、二手车分项涨幅 14 个月、12 个月、5 个月、2 个月。

⁹ 根据美国劳工部公布的 CPI 篮子权重，非房租核心服务、房租、二手车占核心 CPI 权重分别为 29.7%、43.5%、3.36%，故设定非农平均时薪同比、Zillow 房价指数同比、Zillow 房租指数同比、Manheim 二手车价格指数同比的系数为 0.297、0.300、0.135、0.036。考虑到领先指标波动率高于 CPI 分项同比波动率，故在三个系数前再乘以一个放缩系数（经调整确定为 0.8）。最终确定四因子预测公式为：核心 CPI 预测值=0.8*(0.297*非农平均时薪同比+0.300*Zillow 房价指数同比+0.135*Zillow 房租指数同比+0.036*Manheim 二手车价格指数同比)+截距。

后延续回落，根据其领先时长（14 个月），预估今年 11、12 月非房租核心服务可能因就业市场降温速度较慢而反弹、令核心 CPI 出现“下行趋势中的局部反复”。

图表 9：多因子模型下的核心 CPI 预测值与实际值



数据来源：WIND、CEIC、Zillow、Cox Automotive、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综上，预估 CPI 同比在下半年略有回升，核心 CPI 同比 3 季度大概率延续回落、4 季度存在一定的反复风险。结合前篇对于就业市场的分析，预计 7 月加息 25BP 之后，9 月继续加息概率较小，4 季度通胀读数的或有反复可能会在 11 月 FOMC 会议前后对市场预期形成一定扰动，但考虑到通胀反复不具备趋势性，超预期紧缩概率有限。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**