



投资摘要:

2022 年 10 月 29 日

一、我们基于 CPI 分项对中美短期通胀进行判断，两国短期通胀都将有所回落。

1、我国影响因素包括：猪肉、居住、交通和通信。

◆ 食品项弱化、非食品项权重上升。食品项和非食品项权重比例约为 1:4。与非食品项相比，食品项增速的波动较大。因此虽然权重相对较低，但 21 年前，食品项主导了 CPI 同比，21 年后食品项的拉动作用有所减弱。

◆ 使用的高频指标：全国城市二手房出售挂牌价指数月平均值同比、全国汽油最高零售指导价月均值同比。二者与 CPI 居住、CPI 交通和通讯相关系数分别达 85.9% 和 92.9%。

◆ 我们判断我国 10 月 CPI 当月同比 2.6%，前值 2.8%。

◆ 四季度我们判断我国通胀延续低位趋势，但需警惕“猪油”双升。预计 4 季度猪肉价格持续上行，但基数限制过高增速，而二手房市场低迷会带动 CPI 居住下行，需要警惕的是油价可能高位震荡，其基数效应会让 CPI 出现反复。

2、美国主要影响因素：食品、能源、机动车和房租。

◆ 使用的领先/先行指标：Zillow 房租指数同比、Zillow 房价指数同比、Manheim 二手车价格指数同比、美国私人非农企业全部员工平均周薪同比。

◆ 美国 10 月核心 CPI 当月同比 6.4%，前值 6.6%。

◆ 四季度我们判断美国核心通胀年内或持续回落，存在干扰因素的是能源 CPI 的不确定性。首先美国房租 10 月涨幅有望收窄，而机动车价格将延续下降趋势，历史工资增速隐含服务价格也出现降温信号，同时劳动力市场紧张状况有缓解迹象，三季度以来油价走低，但低基数效应或导致能源 CPI 回升。

二、通胀长期趋势决定于扩张政策、经济过热和供给压力。

◆ 货币供给和财政赤字的扩张。货币超发导致物价迅速攀升、财政扩张导致需求旺盛，但产出增加。

◆ 经济过热。需求日益增长带动物价水平上升，但产出增加。

◆ 供给压力。供给端压力在造成通胀同时会导致产出的减少以及失业率的上升。

◆ 尽管国情和历史背景不同，但中美长期通胀成因均可归纳为以上三点。

三、“通胀—加息—中美利差走阔”是短期内导致人民币贬值的因素，同时也影响 A 股估值中枢。

◆ 按照预测，如 11 月美国 CPI 迎来拐点则 12 月加息节奏将放缓，此前美元兑人民币汇率仍存在上行动力，但将在 11 月美国通胀拐点到来时触顶，随后市场对美联储货币政策转向的预期将对人民币形成支撑，美元兑人民币汇率将保持震荡走势至 12 月 FOMC 会议。

◆ 通胀见顶或影响美国市场，同时意味着美联储加息放缓，由此带来的人民币汇率止跌叠加流动性预期的改善将抬升 A 股估值中枢。

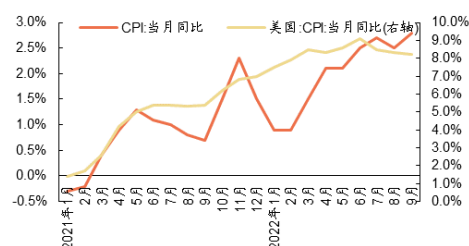
风险提示：猪瘟、大宗商品价格波动、恶劣天气、美国劳动力供给不及预期

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

2021-22 年 9 月我国和美国 CPI 当月同比增速



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

1、《出口短期承压 进口有望修复——宏观经济研究周报》2022-09-12

2、《消费回暖 地产“空”多——宏观经济研究周报》2022-09-17

3、《回暖信号与发力空间同在——宏观经济研究周报》2022-09-25

4、《预计 9 月 CPI 上行至 2.9%——宏观经济研究周报》2022-10-04

内容目录

1. 核心观点	5
2. 通胀的短期判断：CPI 分项增速变动	5
2.1 我国 CPI 结构与驱动因素	5
2.1.1 食品项弱化、非食品项权重上升	5
2.1.2 主要驱动项：猪肉、居住、交通和通信	6
2.1.3 高频指标	7
2.2 10 月我国 CPI 同比：2.6%	7
2.2.1 预测方法	7
2.2.2 我国食品项高频指标选择	8
2.2.3 我国非食品项高频指标选择	8
2.2.4 我国历史 CPI 当月同比预测	9
2.3 美国 CPI 结构与驱动因素	9
2.3.1 9 月核心服务和房租拉动 CPI	9
2.3.2 先行/领先指标	10
2.4 10 月美国核心 CPI 同比：6.4%	10
2.4.1 预测方法	10
2.4.2 美国核心 CPI 先行指标选择	10
2.4.3 美国核心 CPI 当月同比预测	10
3. 通胀的长期趋势：扩张政策、经济过热和供给压力	11
3.1 我国通胀复盘	11
3.1.1 1987-1989 年：价格市场化阵痛（货币政策扩张）	11
3.1.2 1992-1996 年：再次尝试（货币政策扩张）	12
3.1.3 2003-2005 年：外需驱动（货币政策扩张+经济过热）	12
3.1.4 2007-2008 年：输入型通胀（供给压力）	13
3.1.5 2010-2012 年：卷土重来（货币政策扩张）	14
3.1.6 2019 年 4 季度-2020 年 1 季度：猪周期（供给压力）	16
3.2 美国通胀复盘	17
3.2.1 1968-1971 年：财政扩张	17
3.2.2 1972-1983 年：石油危机（供给压力）	18
3.2.3 1988-1991 年：经济过热	19
3.2.4 2007-2008 年：供给压力	20
3.2.5 2021 年至今：扩张政策+供给压力	21
3.3 通胀长期趋势的成因	22
3.3.1 长期通胀由需求和供给决定	22
3.3.2 货币供给和财政赤字的扩张	22
3.3.3 经济过热	22
3.3.4 供给端压力	23
3.4 我国今年 4 季度通胀延续低位趋势，警惕“猪油”双升	23
3.5 美国核心通胀 10 月高位回落后年内或继续下行	25
4. 通胀对汇率变动的影响	28

图表目录

图 1: 2022 年 9 月我国 CPI 分项同比	5
图 2: 2020-22 年 9 月我国 CPI 食品项和非食品项权重	5
图 3: 2019-22 年 9 月食品项和非食品项 CPI 同比	6
图 4: 2019-22 年 9 月食品项和非食品项对 CPI 同比拉动	6
图 5: 2019-22 年 9 月猪肉对 CPI 同比拉动	6
图 6: 2020-22 年 9 月猪肉价格和 CPI 同比	6
图 7: 2016-22 年 9 月 CPI 非食品项分项近似权重及标准差	6
图 8: 2016-22 年 9 月我国二手房出售价格指数与 CPI 居住	7
图 9: 2013-22 年 9 月汽油最高零售指导价与 CPI 交通和通信	7
图 10: 2014-22 年 9 月我国 CPI 食品项同比实际值与预测值	8
图 11: 2016-22 年 9 月我国 CPI 非食品项同比实际值与预测值	8
图 12: 2016-22 年 9 月我国 CPI 当月同比实际值与预测值	9
图 13: 2022 年 9 月美国 CPI 主要分项权重	9
图 14: 2022 年 8-9 月美国 CPI 主要分项同比增速	9
图 15: 2016-22 年 9 月美国核心 CPI 当月同比实际值与预测值	10
图 16: 1987-22 年 9 月我国 CPI 当月同比	11
图 17: 1986-98 年我国 GDP 增速和实际利率	11
图 18: 1986-98 年我国 M1、M2 增速和存款准备金率	11
图 19: 2001-09 年我国 CPI 当月同比	12
图 20: 2001-08 年我国 M1、M2 增速	12
图 21: 2001-09 年我国外汇占款、外资直接投资和贸易差额	13
图 22: 2001-09 年我国 GDP 增速与存款准备金率	13
图 23: 2007-08 年美国联邦基金利率和人民币美元汇率	13
图 24: 2007-08 年我国 PPI 和进口价格指数	13
图 25: 2003-09 年我国 GDP、M1 和 M2 增速	14
图 26: 2003-09 年我国主要经济指标增速	14
图 27: 2006-09 年我国猪肉和农产品价格指数	14
图 28: 2009-22 年 8 月我国 CPI 当月同比	15
图 29: 2010-21 年我国 M1、M2 增速	15
图 30: 2007-21 年我国 GDP 增速及存款准备金率	15
图 31: 2008-13 年 CRB 现货指数	15
图 32: 2008-13 年我国进口价格指数和 PPI	15
图 33: 2019-20 年我国 CPI 当月同比及 M1 同比	16
图 34: 2019-20 年食品和非食品对 CPI 同比拉动	16
图 35: 2019-20 年猪肉价格对 CPI 同比拉动	16
图 36: 2012-21 年能繁母猪存栏量同比和生猪价格	16
图 37: 2018-19 年能繁母猪、生猪存栏量同比及生猪价格	16
图 38: 2018 年-20 年猪粮比价	17
图 39: 2018-21 年 CPI 同比和生猪价格同比	17
图 40: 1963-2022 年 9 月美国 CPI、核心 CPI 当月同比	17
图 41: 美国 1961-72 年不变价 GDP 增速	17
图 42: 美国财政、国防支出占 GDP 比例	17
图 43: 1963-71 年联邦基金利率	18
图 44: 1963-71 年美国失业率	18

图 45: 70 年代美国能源 CPI 同比与原油实际进口价格.....	18
图 46: 70 年代 CRB 食品指数和美国食品 CPI 同比	18
图 47: 70 年代美国 GDP 增速	18
图 48: 70 年代美国联邦基金利率和失业率	19
图 49: 1985-91 年美国能源 CPI 同比与原油实际进口价格	19
图 50: 1985-94 年美国 GDP 增速	19
图 51: 1985-94 年美国失业率及联邦基金利率	20
图 52: 2001-10 年 CRB 指数和美国 CPI 当月同比	20
图 53: 2001-10 年美国 GDP 增速	20
图 54: 2007-11 年 CRB 指数与联邦基金利率	21
图 55: 2007-11 年美国失业率	21
图 56: 2000-21 年美国财政赤字 GDP 占比	21
图 57: 2018-22 年 9 月美国联邦基金利率和失业率	21
图 58: 2018-22 年 9 月美国 CPI	21
图 59: 2018-22 年 9 月大宗商品价格	22
图 60: 2001-05 年我国主要经济指标	22
图 61: 1984-91 年美国主要经济指标	22
图 62: 1970-10 年美国主要经济指标	23
图 63: 2021-22 年 8 月需求端代表指标	23
图 64: 2019-22 年 8 月 PPI、PPIRM 和联邦基金利率	23
图 65: 2013-22 年 10 月能繁母猪同比及猪肉价格	24
图 66: 2016 年至今居住 CPI 与二手房价格指数	24
图 67: 2021-22 年汽油零售最高指导价格与国际油价	24
图 68: 2015-22 年 9 月美国 CPI 和核心 CPI	25
图 69: 2020-22 年 9 月美国食品和能源 CPI	25
图 70: 2022 年 9 月美国 CPI 分项占比	25
图 71: 2002-22 年 9 月美国 CPI 住宅及房价指数	25
图 72: 2016-22 年 9 月 Zillow 租金指数同比与房租 CPI	25
图 73: 2009-22 年 9 月二手车价格指数及机动车 CPI	26
图 74: 2020-22 年 9 月美国新车消费价格指数与新车 CPI	26
图 75: 历史美国周薪-核心 CPI 相关系数与领先月份	26
图 76: 2008-22 年 10 月美国核心 CPI 同比与平均周薪同比	27
图 77: 2002-22 年 8 月美国职位空缺数同比	27
图 78: 2016-22 年 9 月美国食品 CPI 与 PPI	27
图 79: 2003-22 年 9 月美国 CPI 能源与 WTI 现货价同比	27
图 80: 2021-22 年 10 月中美利差及美元兑人民币汇率	28
图 81: 2021-22 年 10 月美元指数及美元兑人民币汇率	28
图 82: 2021-22 年 2 季度我国境外证券和其他投资净流入	29
图 83: 2021 年末我国外汇储备和境外投资余额	29

1. 核心观点

目前美国核心通胀居高不下，而 CPI 作为美联储和央行的风向标对判断下阶段中美两国货币政策的方向有指示意义。我们首先分析中美两国 CPI 结构、总结驱动因素并给出短期预测，其次归纳历史通胀成因并判断短期（4 季度）中美两国的 CPI 走势，最后讨论预测结果对下阶段汇率变动的影响。

我们认为扩张政策、经济过热和供给压力决定通胀的长期趋势，根据历史经验判断，美国核心通胀年内或持续回落，但能源 CPI 仍有不确定性；而 CPI 分项增速变动影响通胀的短期判断，根据先行/领先指标模型，我们预测 10 月美国核心 CPI 将高位回落，预计当月同比 6.4%，前值 6.6%。

“通胀见顶—加息放缓—中美利差预期稳定”将对人民币形成支撑。“通胀—加息—中美利差走阔”是短期内导致人民币兑美元贬值的因素，如 11 月美国 CPI 迎来拐点则传导逻辑将反转为“通胀见顶—加息放缓—中美利差预期稳定”，人民币汇率有望止跌企稳，并在政策信号确认前持续震荡。在通胀开始下行后，美联储或将停止加息，届时人民币或将进入上行通道，逐步回归均值。

汇率稳定和流动性改善预期利好 A 股。依照“通胀见顶—加息放缓—中美利差预期稳定”的传导逻辑，人民币汇率止跌叠加流动性预期的改善将抬升 A 股估值中枢。

2. 通胀的短期判断：CPI 分项增速变动

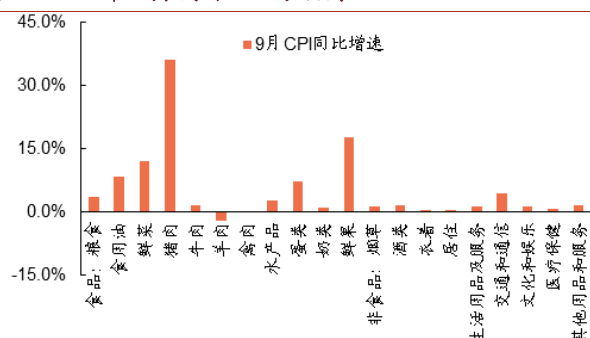
2.1 我国 CPI 结构与驱动因素

2.1.1 食品项弱化、非食品项权重上升

CPI 根据一篮子商品和服务的组成确定支出，并每 5 年更换一次产品构成。目前 CPI 一篮子商品以 2020 年为基期，包含 8 个大类和 268 个基本分类（图 1）。

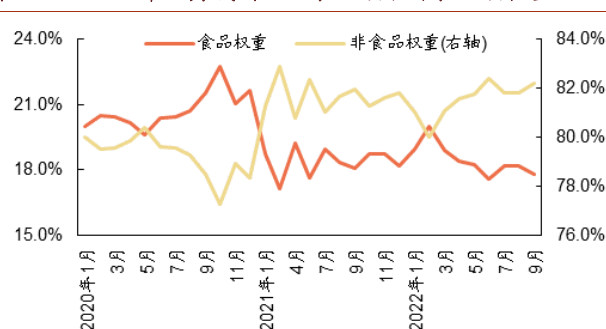
$CPI \text{ 当月同比} = \text{本月一篮子商品消费额} / \text{去年同月一篮子商品消费额} - 1$

图1：2022 年 9 月我国 CPI 分项同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

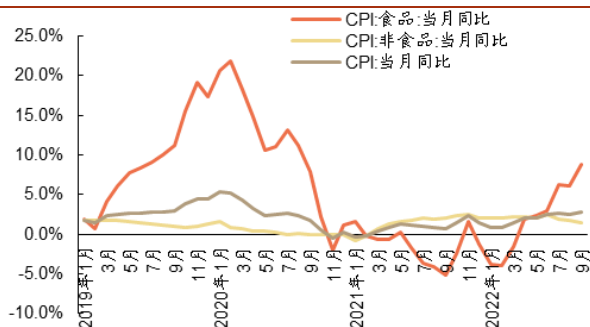
图2：2020-22 年 9 月我国 CPI 食品项和非食品项权重



资料来源：Wind，申港证券研究所

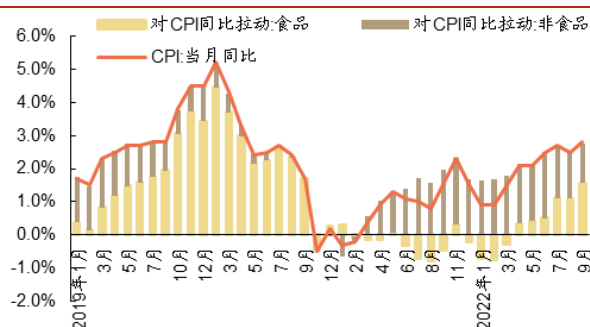
食品项波动大但拉动弱化。分大类来看，CPI 增速可分解至食品项和非食品项，二者权重比约为 1:4（图 2）。与非食品项相比，食品项增速的波动较大（图 3）。因此虽然权重较低，但 21 年前，食品项主导了 CPI 同比，21 年后食品项的拉动作用有所减弱（图 4）。

图3：2019-22年9月食品项和非食品项CPI同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：2019-22年9月食品项和非食品项对CPI同比拉动

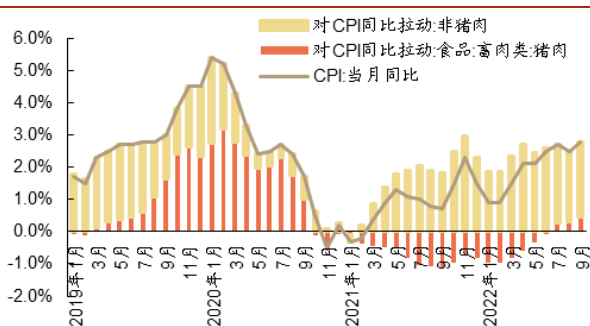


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.1.2 主要驱动项：猪肉、居住、交通和通信

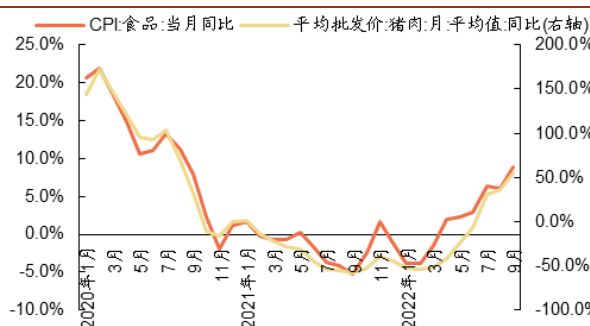
猪肉对整体CPI影响下降，但价格波动大仍主导食品项。21年前食品项对整体CPI的驱动力主要来自于猪肉，21年后影响减弱（图5）。在食品项内部，由于价格波动较大，猪肉价格仍主导了同比走势（图6）。

图5：2019-22年9月猪肉对CPI同比拉动



资料来源：Wind，申港证券研究所

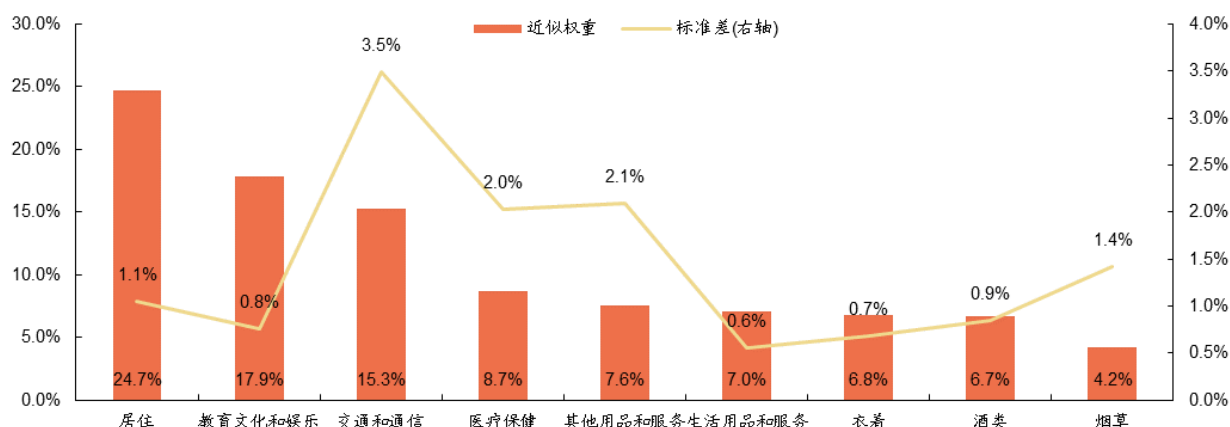
图6：2020-22年9月猪肉价格和CPI同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

回归确定非食品项核心驱动：居住、交通和通信。非食品项成分范围大，且权重未知。将非食品项CPI当月同比作为因变量，将非食品项分项作为自变量进行拟合，自变量系数可作为分项的近似权重（图7中数据标签）。根据2016年至今数据，各分项系数总和为98.8%（图7中柱状图数据标签合计）。近似权重和波动显示居住、交通和通信是非食品项核心驱动。

图7：2016-22年9月CPI非食品项分项近似权重及标准差



资料来源: wind, 申港证券研究所

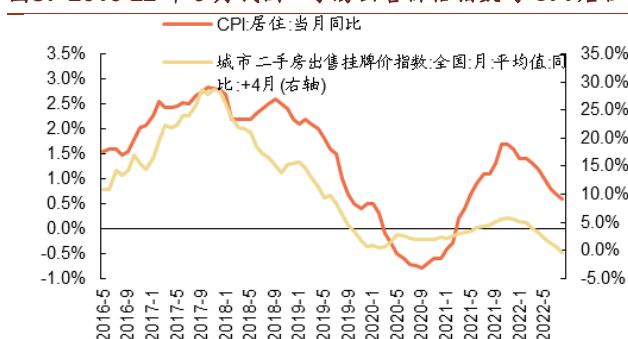
2.1.3 高频指标

对于猪肉价格, 有 22 省市生猪平均价格、猪肉平均批发价等作为高频指标, 对于居住、交通和通信, 选取相关的高频指标检验相关性, 发现:

- ◆ 全国城市二手房出售挂牌价指数(周)月平均值同比(+4月)
- ◆ 全国汽油最高零售指导价(日)月均值同比

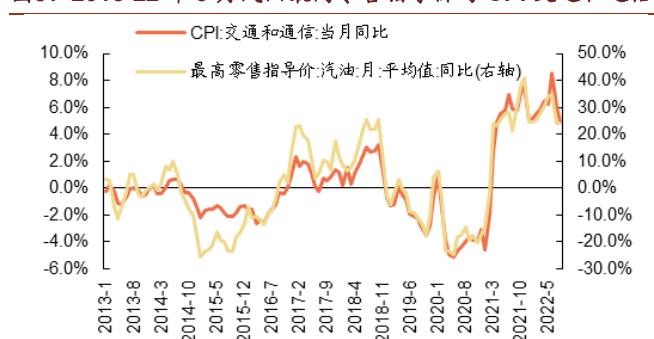
与 CPI 居住、CPI 交通和通信相关系数分别达 85.9%和 92.9% (图 8、图 9), 能够较好地跟踪两项 CPI 同比的变动情况。

图8: 2016-22 年 9 月我国二手房出售价格指数与 CPI 居住



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 2013-22 年 9 月汽油最高零售指导价与 CPI 交通和通信



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 10 月我国 CPI 同比: 2.6%

2.2.1 预测方法

可将 CPI 各分项与高频/先行指标建立联系, 如能根据高频/先行指标确定各分项同比走势, 则可根据各项权重测算整体 CPI 同比。

- ◆ 我国 CPI 同比预测=食品项高频指标同比预测值×食品项权重+非食品项高频指标同比预测值×非食品项权重

选择食品项和非食品项 CPI 同比作为因变量, 原因有: 食品项和非食品项的组成较为稳定; 食品项和非食品项的权重数据可计算获得。

预测步骤可简化为:

- ◆ 根据 CPI 中的分项选择高频/先行指标
- ◆ 将高频/先行指标变频为月度指标 (合计或均值)
- ◆ 检验变频后的高频/先行指标同比与对应 CPI 分项的相关性
- ◆ 计算食品/非食品/核心 CPI 同比
- ◆ 在计算我国 CPI 同比时, 根据食品项和非食品项权重计算 CPI 同比

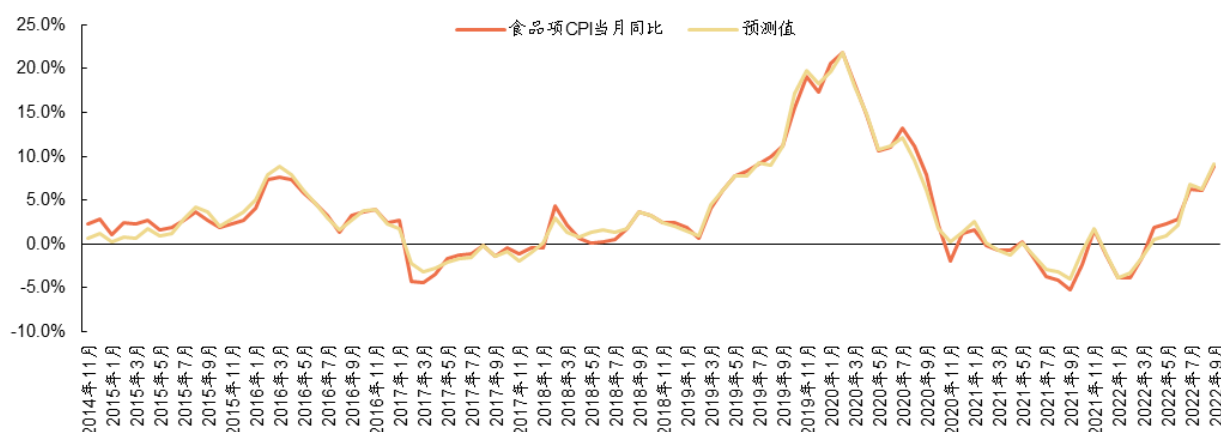
2.2.2 我国食品项高频指标选择

根据食品项的组成，选取权重较大、波动幅度较大的分项确定高频指标。在分别检验高频指标与 CPI 食品项中二级分项的相关性后，选择以下高频指标组合预测 CPI 食品项同比：

- ◆ 全国油料/原粮收购价指数（周）月均值同比
- ◆ 猪肉/牛肉/羊肉平均批发价（日）月均值同比
- ◆ 28 种重点监测蔬菜/7 种重点监测水果平均批发价（日）月均值同比
- ◆ 鸡蛋平均批发价（日）月均值同比

采用 2014-22 年数据进行测算，以上 8 项高频数据组合预测值与实际 CPI 食品项同比相关系数达 98.9%（图 10）。

图10：2014-22 年 9 月我国 CPI 食品项同比实际值与预测值



资料来源：wind，申港证券研究所

2.2.3 我国非食品项高频指标选择

根据“2.1.3 高频指标”部分的分析，选择以下高频指标组合预测 CPI 非食品项同比：

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_48036

