



## 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核心因素，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。

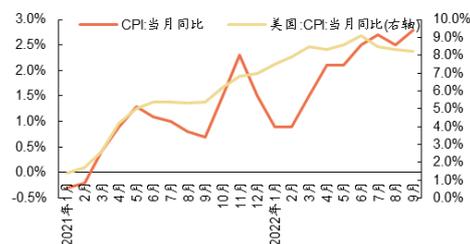
风险提示：猪瘟、大宗商品价格波动、恶劣天气、美国劳动力供给不及预期

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

<b>1. 核心观点</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 通胀的短期判断：CPI 分项增速变动</b> .....	<b>5</b>
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
<b>3. 通胀的长期趋势：扩张政策、经济过热和供给压力</b> .....	<b>11</b>
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
<b>4. 通胀对汇率变动的的影响</b> .....	<b>28</b>

## 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核心因素，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

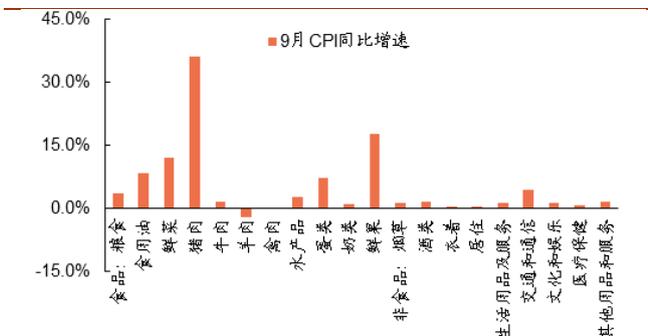
### 2.1 我国 CPI 结构与驱动因素

#### 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）。

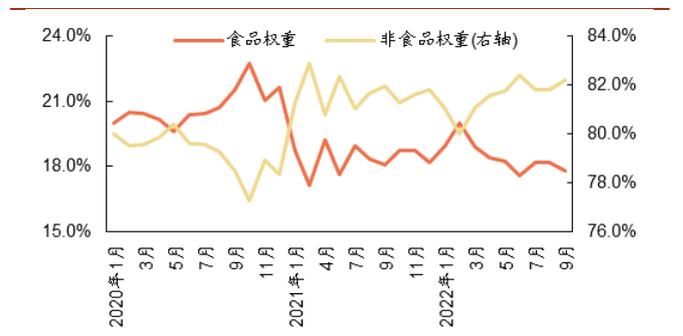
CPI 当月同比=本月一篮子商品消费额/去年同月一篮子商品消费额-1

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

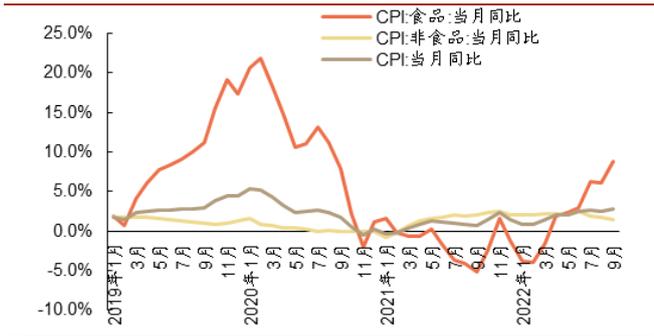
图2：2020-22 年 9 月我国 CPI 食品项和非食品项权重



资料来源：Wind，申港证券研究所

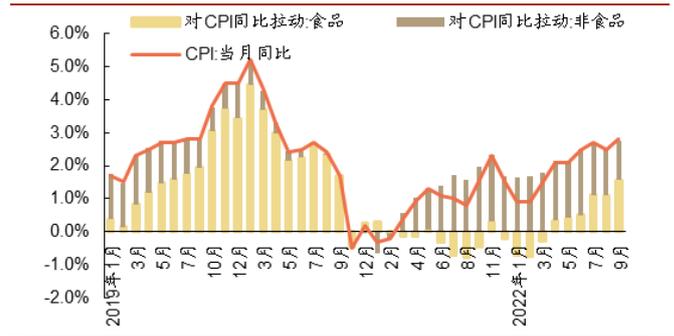
食品项波动大但拉动弱化。分大类来看，CPI 增速可分解至食品项和非食品项，二者权重比约为 1:4（图 2）。与非食品项相比，食品项增速的波动较大（图 3）。因此虽然权重较低，但 21 年前，食品项主导了 CPI 同比，21 年后食品项的拉动作用有所减弱（图 4）。

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

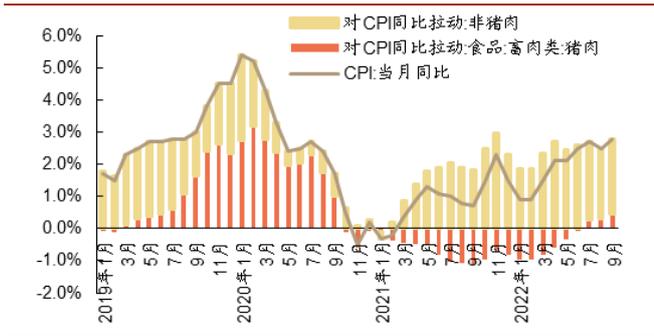


资料来源：Wind，申港证券研究所

### 2.1.2 主要驱动项：猪肉、居住、交通和通信

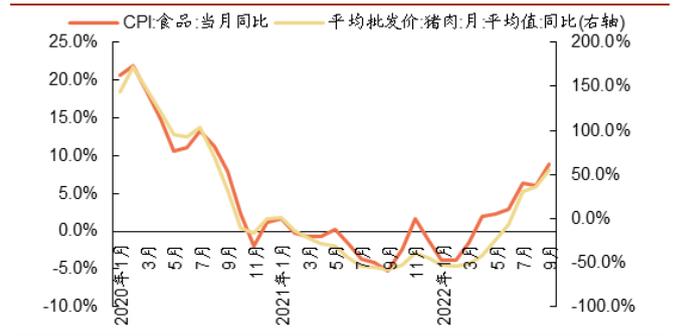
猪肉对整体CPI影响下降，但价格波动大仍主导食品项。21年前食品项对整体CPI的驱动力主要来自于猪肉，21年后影响减弱（图5）。在食品项内部，由于价格波动较大，猪肉价格仍主导了同比走势（图6）。

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

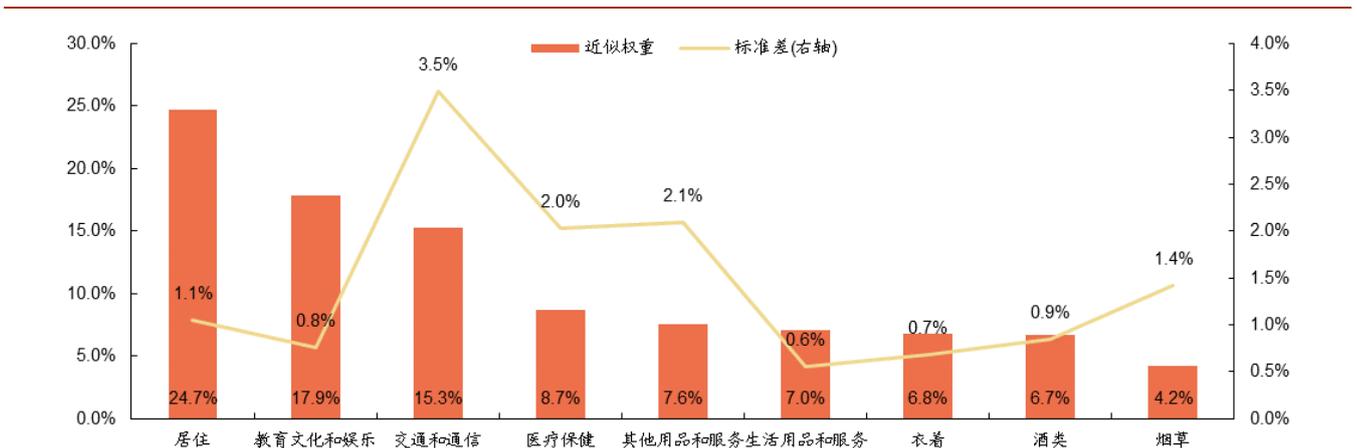
图6：2020-22年9月猪肉价格和CPI同比



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

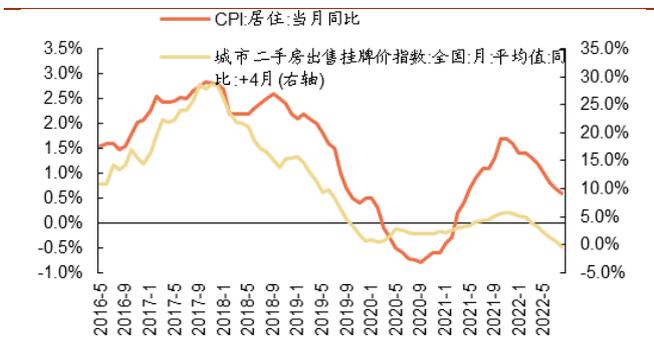
### 2.1.3 高频指标

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

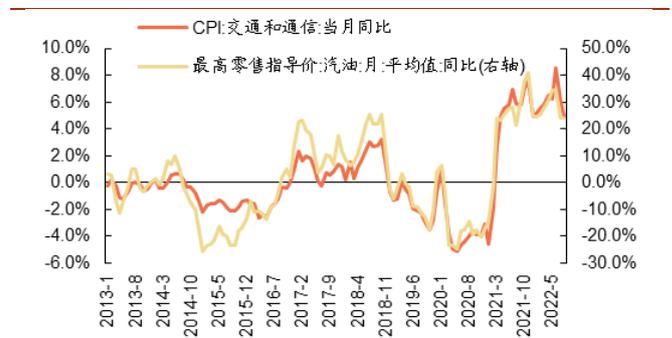
与 CPI 居住、CPI 交通和通信相关系数分别达 85.9%和 92.9% (图 8、图 9), 能够较好地跟踪两项 CPI 同比的变动情况。

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

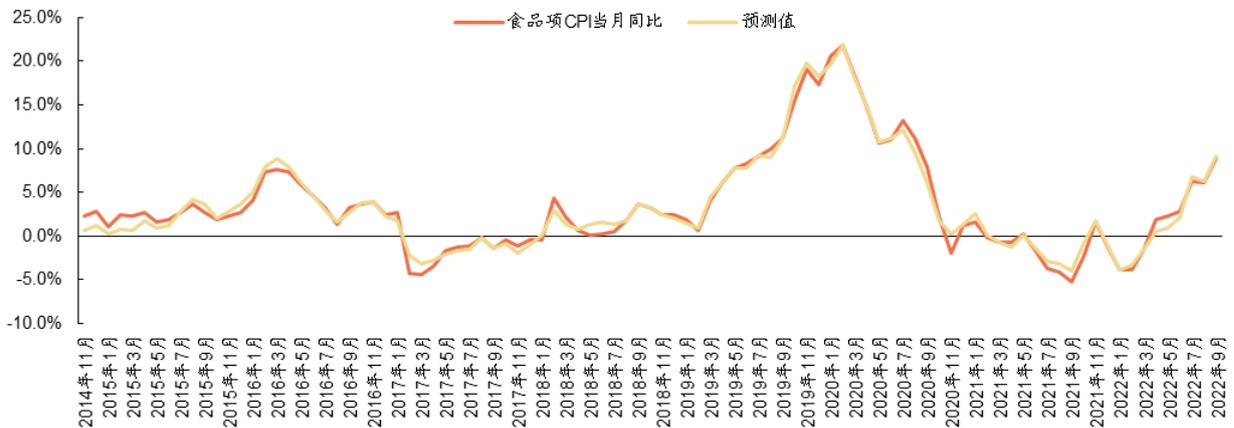
### 2.2.2 我国食品项高频指标选择

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

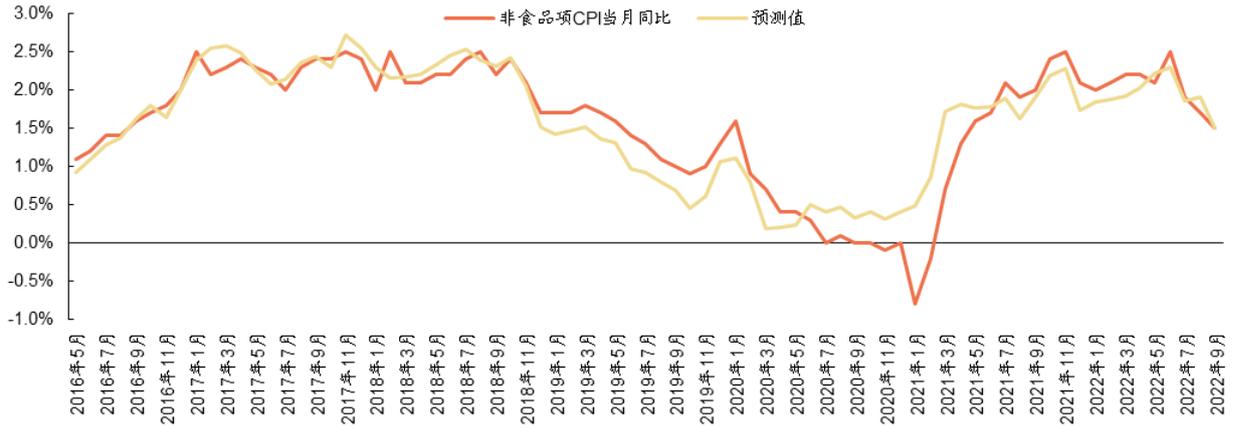
### 2.2.3 我国非食品项高频指标选择

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：

- ◆ 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

采用 2016-22 年数据测算，以上 2 项高频数据组合预测值与实际 CPI 非食品项同比相关系数达 91.1%（图 11）。

图11：2016-22 年 9 月我国 CPI 非食品项同比实际值与预测值



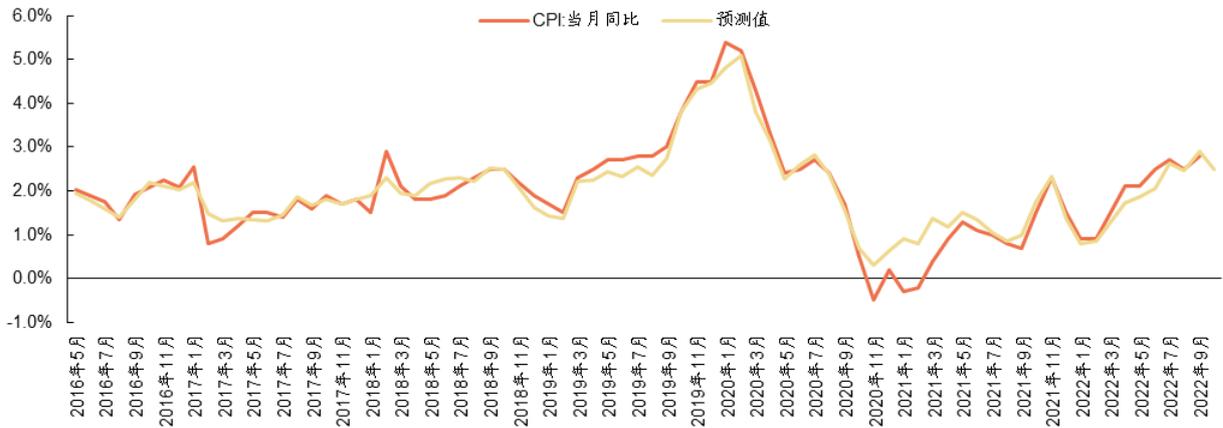
资料来源: wind, 申港证券研究所

## 2.2.4 我国历史 CPI 当月同比预测

根据历史 CPI 中食品项与非食品项的权重, 预测 16 年 5 月至今各月 CPI 的当月同比 (图 12), 实际值与预测值相关系数达 96.3%, 具有较好的预测效果。

- ◆ 预测 10 月 CPI 食品项当月同比 8.8%, 前值为 8.8%; CPI 非食品项当月同比 1.2%, 前值为 1.5%。
- ◆ 根据 22 年食品项和非食品项平均权重, 预测 10 月 CPI 当月同比 2.6%, 前值为 2.8%。

图12: 2016-22年9月我国CPI当月同比实际值与预测值



资料来源: wind, 申港证券研究所

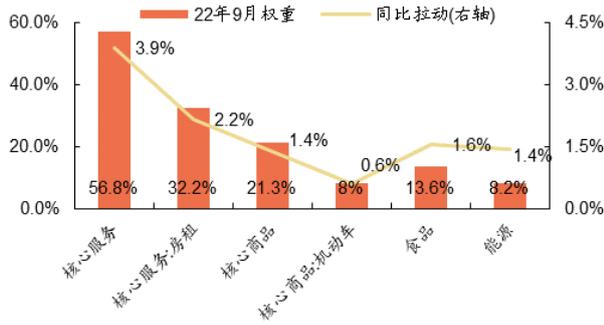
## 2.3 美国 CPI 结构与驱动因素

### 2.3.1 9 月核心服务和房租拉动 CPI

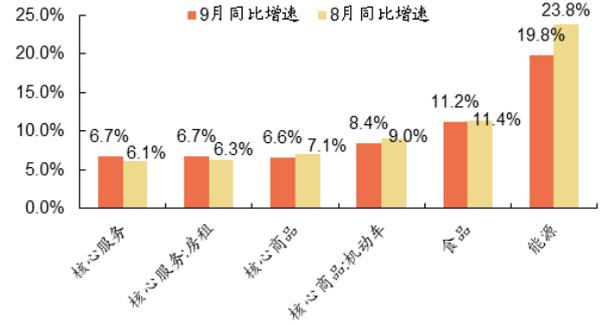
**主要驱动项: 食品、能源、机动车和房租。**美国 CPI 组成和驱动因素与我国相似 (图 13)。根据 9 月数据, 除核心服务和房租外, 其他分项增速均较 8 月下降 (图 14), 对 CPI 同比增速的主要拉动来自上述两项 (图 13)。

图13: 2022年9月美国CPI主要分项权重

图14: 2022年8-9月美国CPI主要分项同比增速



资料来源：美国劳工部，申港证券研究所



资料来源：美国劳工部，申港证券研究所

### 2.3.2 先行/领先指标

近期美国核心 CPI 居高不下，市场关注较多，且除核心 CPI 外，食品和能源项走势相对较为确定，因此我们重点关注美国核心 CPI。与跟踪我国 CPI 走势的方法稍有不同，对美国 CPI 的判断主要依据先行/领先指标。经过匹配与检验，发现以下指标领先美国 CPI 分项的走势：

- ◆ 美国 Zillow 房租指数同比 (+5 月)
- ◆ 美国 Zillow 房价指数同比 (+12 月)
- ◆ 美国 Manheim 二手车价格指数同比 (+2 月)
- ◆ 美国私人非农企业全部员工平均周薪同比 (+14 月)

## 2.4 10 月美国核心 CPI 同比：6.4%

### 2.4.1 预测方法

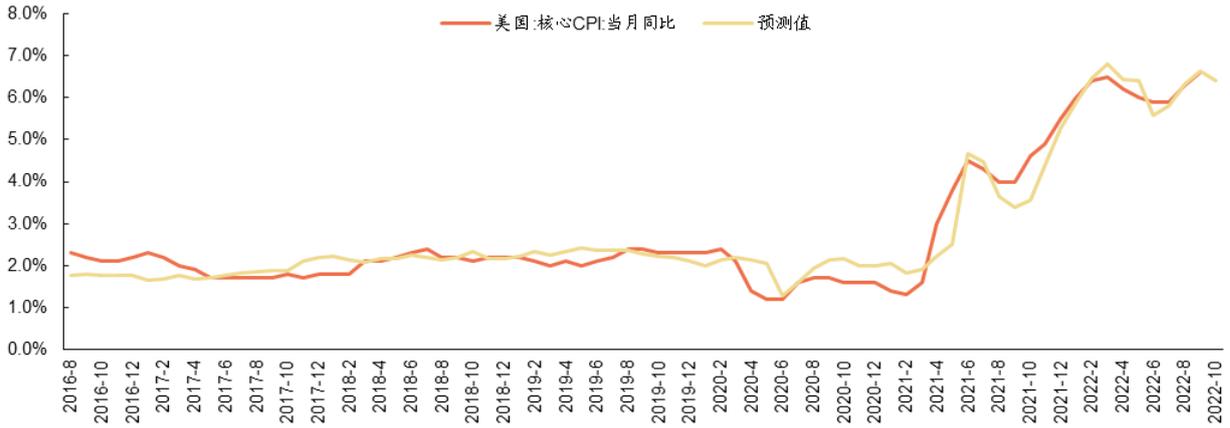
与预测我国下月 CPI 的方法类似，美国核心 CPI 同比预测=先行指标 1 同比×回归系数 1+先行指标 2 同比×回归系数 2+……

### 2.4.2 美国核心 CPI 先行指标选择

同“2.3.2 先行/领先指标”部分。

### 2.4.3 美国核心 CPI 当月同比预测

图15：2016-22年9月美国核心CPI当月同比实际值与预测值



资料来源: Zillow 官网, wind, 申港证券研究所

预测 2016 年 8 月至今美国各月核心 CPI 的当月同比 (图 15), 实际值与预测值相关系数达 96.9%, 具有较好的预测效果。

◆ 预测 10 月美国核心 CPI 当月同比 6.4%, 前值 6.6%。

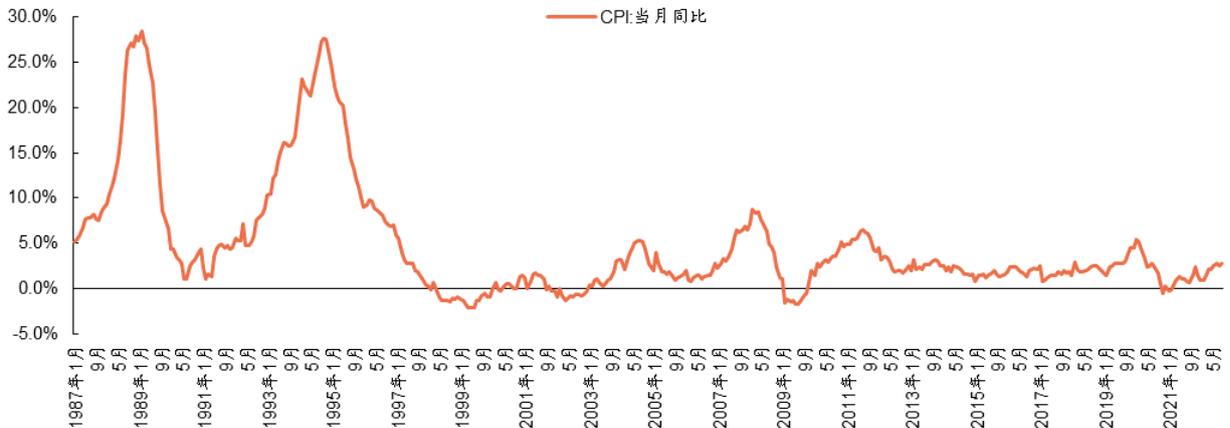
### 3. 通胀的长期趋势: 扩张政策、经济过热和供给压力

#### 3.1 我国通胀复盘

##### 3.1.1 1987-1989 年: 价格市场化阵痛 (货币政策扩张)

**高需求、高货币供给推升物价。**在计划经济体制下, 我国商品由政府实行统一定价, 导致价格严重低于均衡价格。1987 年, 中央决定向价格市场化过渡, 放开对肉、蛋、菜、糖等商品的价格控制, 在需求推动下 CPI 迅速上行 (图 16)。为对冲高物价对购买力的削弱, 政府同步对居民进行补贴。货币供给的变相提高助长了通胀, 88 年末 M1 同比增长 21%, 实际利率降至 -2.8% (图 17), 89 年 2 月 CPI 当月同比达 28.4% (图 16)。在需求的推动下, 87、88 年 GDP 同比增长 11.7%、11.2% (图 17)。

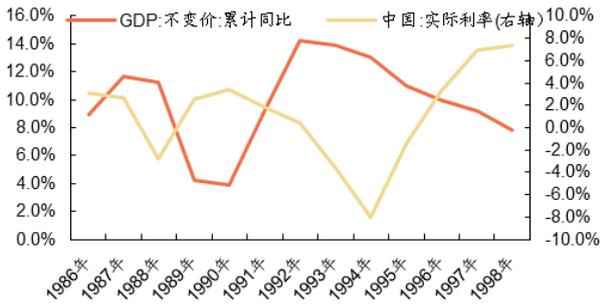
图16: 1987-22 年 9 月我国 CPI 当月同比



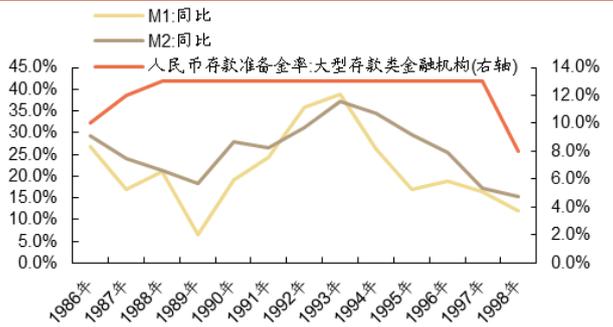
资料来源: wind, 申港证券研究所

图17: 1986-98 年我国 GDP 增速和实际利率

图18: 1986-98 年我国 M1、M2 增速和存款准备金率



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**改革暂停。**随后为控制物价，中央暂停了物价改革方案，同时提高存款准备金率(图 18)，缩减货币供给。随着 M1、M2 增速的逐步回落(图 18)，CPI 当月同比下行至 90 年初的 4.3%(图 16)，本轮通胀得到有效控制。

### 3.1.2 1992-1996 年：再次尝试（货币政策扩张）

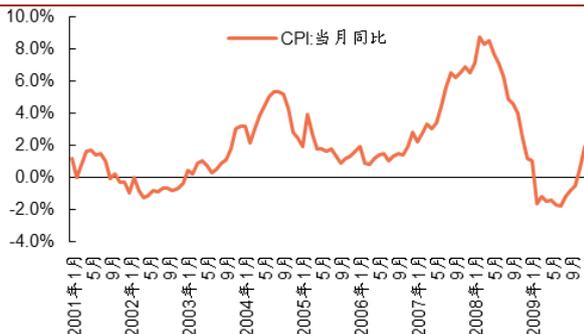
**市场化和需求释放再次引发通胀。**随着市场经济改革的深化，中央决定全面进行价格市场化，并参照 88 年的做法对居民提供价格补贴，需求的释放叠加货币供给的提高再次推升了价格水平。到 94 年 9 月，CPI 当月同比达 27.3%(图 16)，接近上轮通胀的高点。在需求的带动下，企业加速投资，信贷规模快速扩张。M1 增速于 92 年末超过 M2，二者增速均于 93 年末达到峰值(图 18)。

**政策收紧助物价回落、经济企稳。**虽然高通胀掣肘，但市场经济改革势在必行，中央在坚持价格市场化的同时，出台政策平抑冲击，包括提高存款利率、限制地方政府债务水平，禁止粮食出口、增加粮食补贴等。紧缩政策作用下，物价于 96 年回归稳定，CPI 当月同比回落至“一位数”，M1、M2 增速下降(图 18)，92-95 年 GDP 保持两位数增长(图 17)。

### 3.1.3 2003-2005 年：外需驱动（货币政策扩张+经济过热）

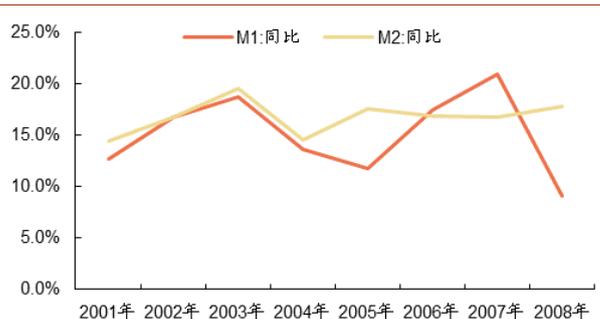
**外汇占款走高抬升物价。**从 2003 年初 CPI 进入上行通道，04 年 8 月 CPI 当月同比达 5.3%(图 19)。通胀的驱动因素同样来自需求端。自 01 年加入世贸组织以来，受益于全球化的推进，我国制造业的优势使出口表现强劲。贸易顺差外加外资投资规模的扩大，使外汇占款规模不断走高(图 21)。M1、M2 增速水涨船高(图 20)，旺盛的需求推高了物价水平。

图19：2001-09 年我国 CPI 当月同比



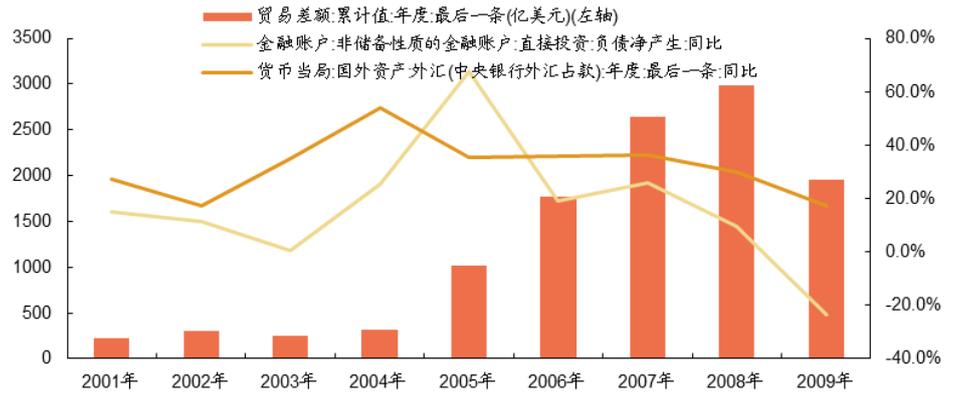
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图20：2001-08 年我国 M1、M2 增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

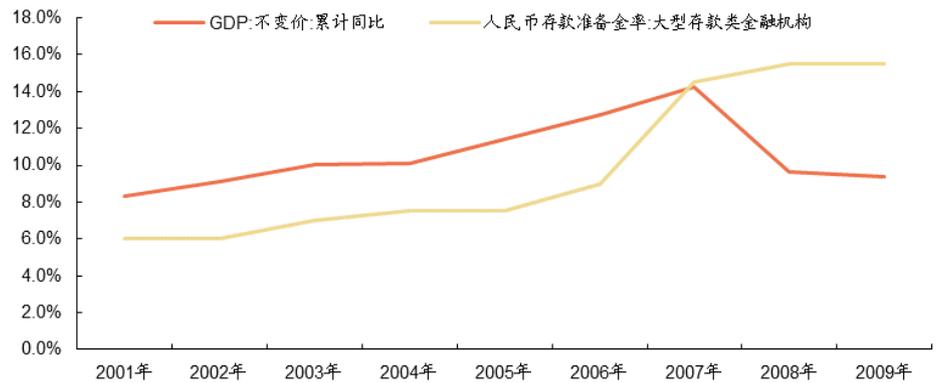
图21：2001-09 年我国外汇占款、外资直接投资和贸易差额



资料来源: wind, 申港证券研究所

**多措并举进行逆周期调节。**为了遏制经济过热（图 22），维持物价稳定，中央出台多项措施限制信贷规模的扩张，包括提高多个行业固定资产投资的资本金比例，03、04 年连续上调存款准备金率，上调个人贷款购车的最低首付比例。CPI 在 04 年四季度开始回落（图 19）。

图22：2001-09 年我国 GDP 增速与存款准备金率



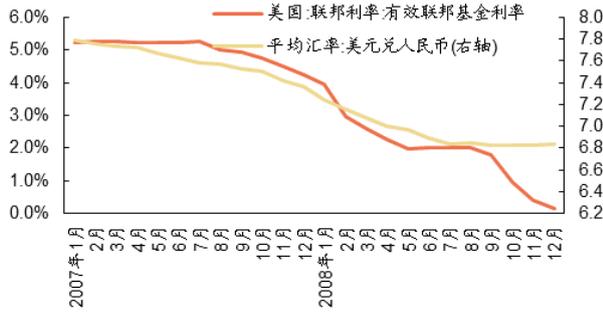
资料来源: wind, 申港证券研究所

### 3.1.4 2007-2008 年：输入型通胀（供给压力）

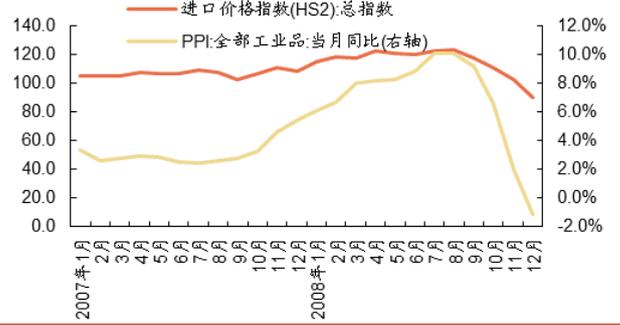
**大宗商品牛市叠加流动性充裕导致成本上升。**07 年美国次贷危机初现端倪，在金融危机席卷全球之前，国内 CPI 也开始了新一轮的上行周期。CPI 同比自 07 年初至 08 年 2 月快速上行至 8.7%（图 19）。大宗商品此时正处于 01-08 年牛尾，美联储为了应对次贷危机，通过降息向市场注入流动性（图 23），进一步推高了大宗商品价格，07 年初-08 年 8 月 PPI 和进口价格指数持续上行（图 24）。

图23：2007-08 年美国联邦基金利率和人民币美元汇率

图24：2007-08 年我国 PPI 和进口价格指数



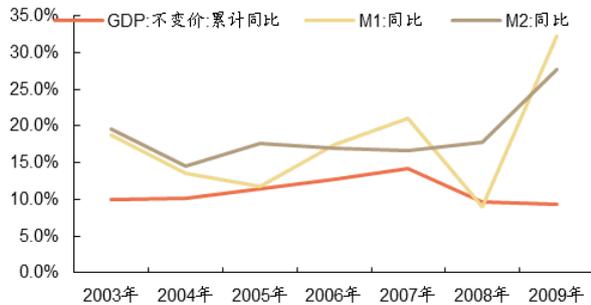
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

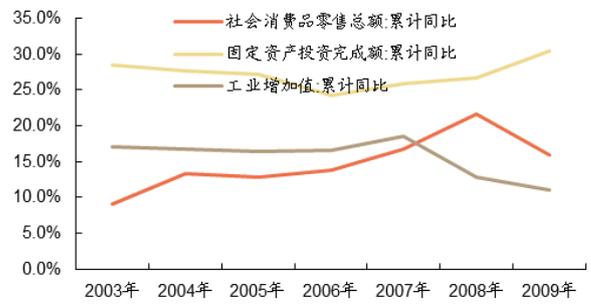
经济过热和食品价格上涨推波助澜。2003-07 年我国 GDP 增速保持两位数增长(图 25), 主要经济指标稳中向好(图 26), 旺盛的需求带来了潜在的通胀压力。猪肉等农产品价格自 07 年 3 月逐步走高(图 27), 与价格处于高位的大宗商品共同推升了国内通胀。

图25: 2003-09 年我国 GDP、M1 和 M2 增速



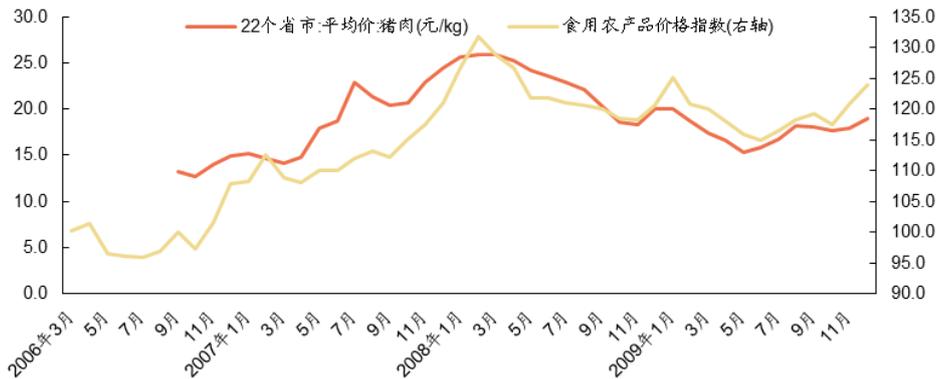
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图26: 2003-09 年我国主要经济指标增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图27: 2006-09 年我国猪肉和农产品价格指数



资料来源: wind, 申港证券研究所

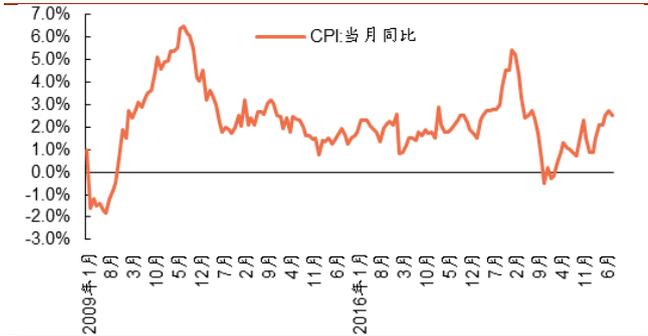
经济危机、货币收缩结束通胀。随着经济危机的蔓延, 世界主要经济体陷入衰退, 基本面对大宗商品的支撑戛然而止; 同时央行 06-08 年多次上调存款准备金率(图 22), 09 年 GDP 增速小幅下行至 9.4%(图 25), CPI 同比也大幅回落(图 19)。

### 3.1.5 2010-2012 年: 卷土重来 (货币政策扩张)

货币供给迅速扩张。为应对 08 国际经济危机, 中央出台了 4 万亿经济刺激计划,

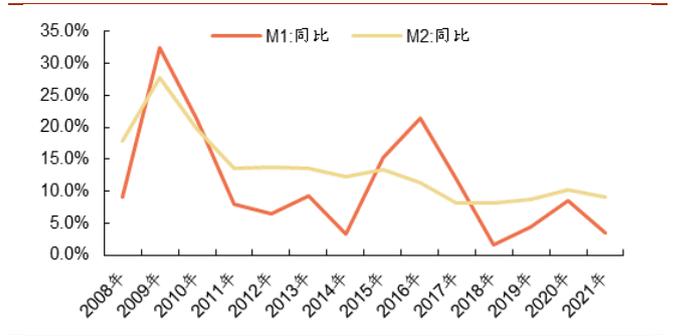
M1、M2 增速在 09 年大幅走高（图 29）。积极的货币和财政政策对稳定经济发挥了重要作用，10 年 GDP 增速回升（图 30）。但同时也为通货膨胀埋下了伏笔。

图28：2009-22 年 8 月我国 CPI 当月同比



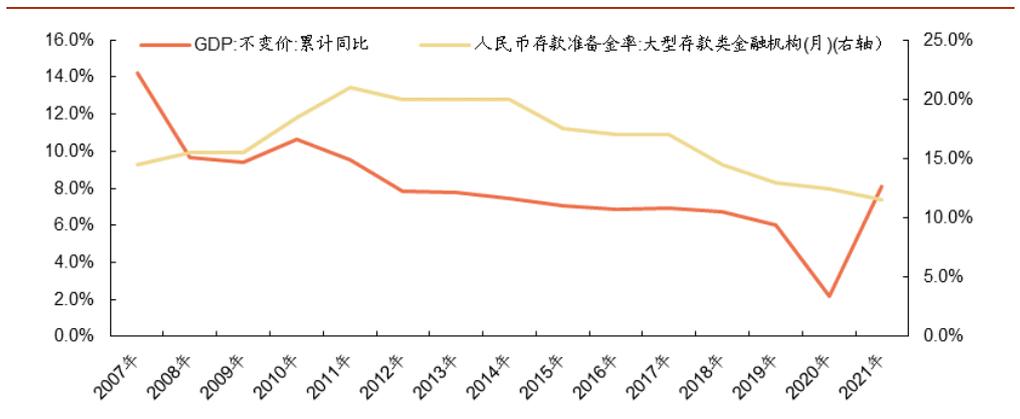
资料来源：Wind，申港证券研究所

图29：2010-21 年我国 M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

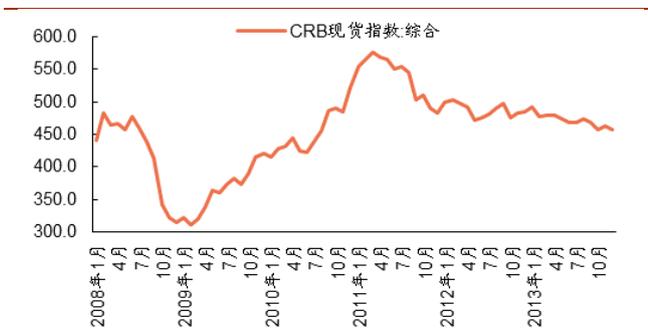
图30：2007-21 年我国 GDP 增速及存款准备金率



资料来源：wind，申港证券研究所

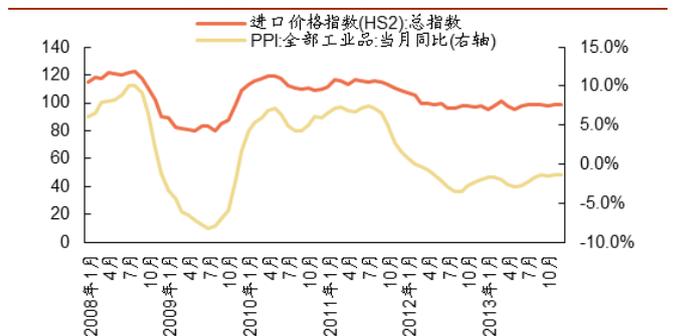
大宗商品价格走势翻转，输入型通胀卷土重来。在全球高流动性环境下，大宗商品价格走势在 09 年初出现翻转（图 31）。经济危机后，基本面的恶化使大宗商品价格骤降，但为对抗经济衰退各国纷纷提高流动性，为价格提供了上行动力。09 年进口价格指数和 PPI 触底回升（图 32），流动性充裕导致价格从成本端向下游的传导顺畅，11 年上半年 CPI 逐步走高，7 月同比达 6.5%（图 28）。

图31：2008-13 年 CRB 现货指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

图32：2008-13 年我国进口价格指数和 PPI

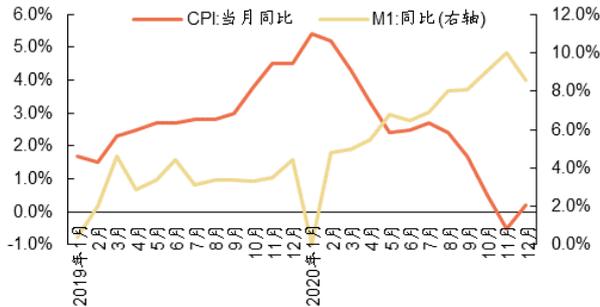


资料来源：Wind，申港证券研究所

### 3.1.6 2019 年 4 季度-2020 年 1 季度：猪周期（供给压力）

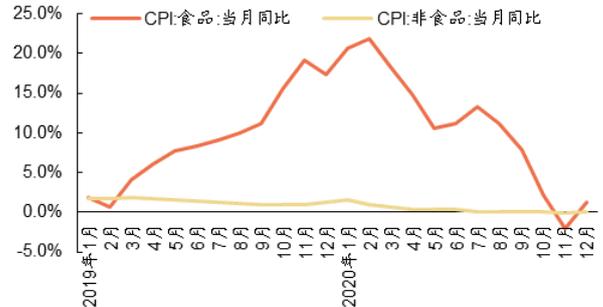
猪肉价格大幅走高推动 CPI 上行。CPI 当月同比自 2019 年 2 月持续走高，并于 2020 年 1 月上行至 5.4%（图 33）。在货币供给量增速在低位震荡时，通胀的驱动因素由货币供给和需求转向结构。本轮通胀中，CPI 同比增速主要由食品项贡献（图 34），而食品中的猪肉项则为始作俑者（图 35）。

图33：2019-20 年我国 CPI 当月同比及 M1 同比



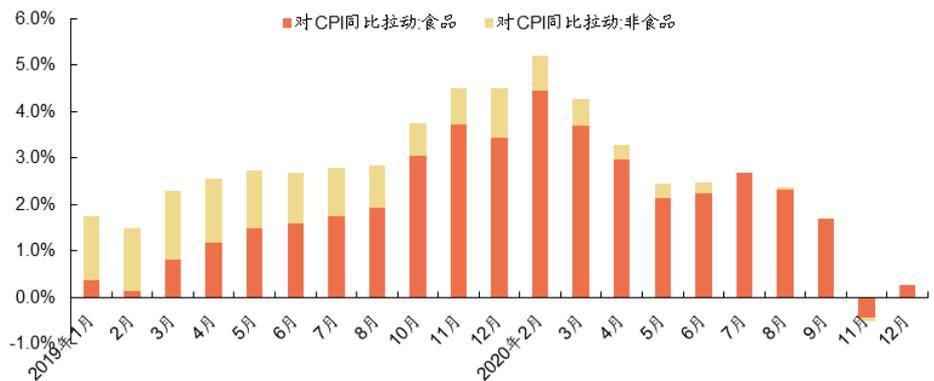
资料来源：Wind，申港证券研究所

图34：2019-20 年食品和非食品对 CPI 同比拉动



资料来源：Wind，申港证券研究所

图35：2019-20 年猪肉价格对 CPI 同比拉动



资料来源：wind，申港证券研究所，2020 年 1 月和 10 月统计局未公布 CPI 同比拉动数据

非洲猪瘟冲击生猪供给。2018 年 8 月非洲猪瘟传入我国。在猪瘟爆发初期，养殖户加速生猪出栏，生猪价格小幅走低（图 37）。养殖户为减小损失，大幅降低能繁母猪存栏量和生猪存栏量（图 36，图 37）。从历史来看，能繁母猪增速约领先猪肉价格 10 个月（图 36）。在 18 年 11 月能繁母猪存栏量下降后，2019 年 3 季度猪肉价格开始走高（图 36）。

图36：2012-21 年能繁母猪存栏量同比和生猪价格

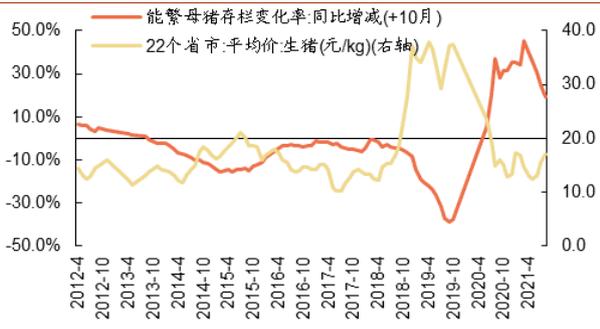
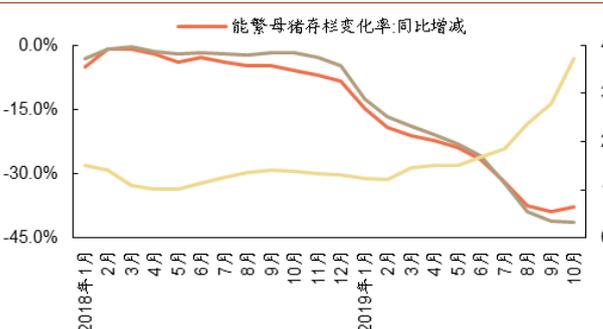


图37：2018-19 年能繁母猪、生猪存栏量同比及生猪价格



资料来源: Wind, 申港证券研究所

资料来源: Wind, 申港证券研究所

猪粮比价上升, 存栏量降幅收窄预示猪价拐点。猪价的大幅上涨提高了养殖户的利润, 猪粮比价在 19 年 10 月达到 18.5 (图 38), 生猪供给迅速根据需求进行调整, 能繁母猪存栏量增速向上修复, 猪肉价格和 CPI 增速在到达高位后开始回落 (图 39), 预示着本轮通胀结束。

图38: 2018年-20年猪粮比价



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图39: 2018-21年CPI同比和生猪价格同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3.2 美国通胀复盘

#### 3.2.1 1968-1971年: 财政扩张

图40: 1963-2022年9月美国CPI、核心CPI当月同比



资料来源: wind, 申港证券研究所

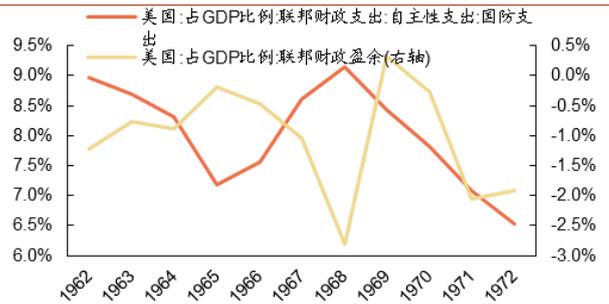
经济增长、财政扩张推动通胀高企。在本轮通胀前, 美国经济经历了 5 年左右的繁荣时期 (图 41)。68 年通胀开始抬头, 同时越战加大了美国的财政支出, 当年财政赤字 GDP 占比达 2.8%(图 42)。70 年 CPI 和核心 CPI 同比均达到 6.2%(图 40)。

图41: 美国 1961-72年不变价GDP增速

图42: 美国财政、国防支出占GDP比例



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

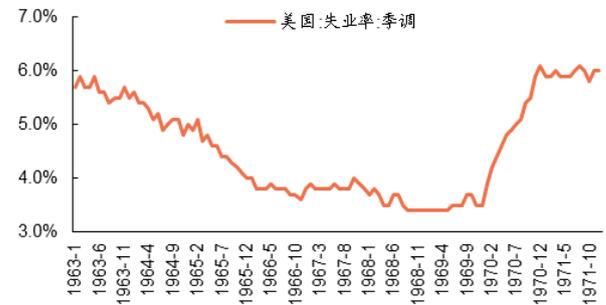
货币政策收紧，失业率先降后升。69年美联储开始收紧货币政策，联邦基金利率逐步上行（图 43），随后 GDP 增速和通胀回落。产出的下降使失业率走高（图 44）。

图43: 1963-71 年联邦基金利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图44: 1963-71 年美国失业率

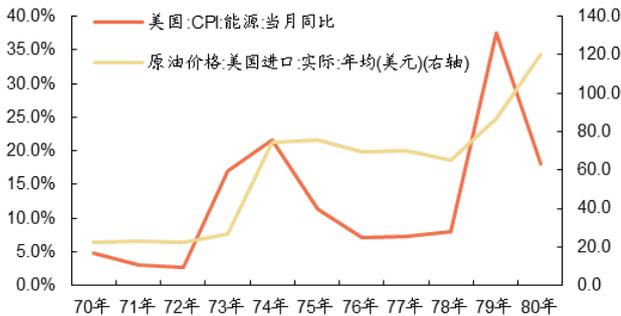


资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3.2.2 1972-1983 年：石油危机（供给压力）

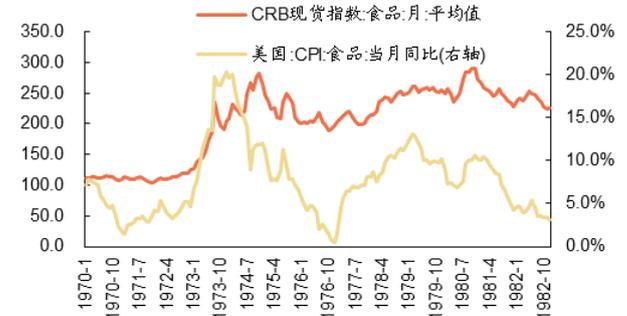
供给冲击引发衰退。74、79 年，OPEC 两次大幅提高原油价格（图 45）。74 年美国原油实际进口价格大幅冲高，带动 12 月能源 CPI 同比上行至 21.6%（图 45）。原油涨价带来的成本压力以及极端气候导致的农作物减产使 70 年代的粮食价格也同步攀升（图 46）。供给端的冲击给美国经济带来了巨大影响，CPI 当月同比在 74 年 12 月达 12.3%，在 80 年 6 月达 14.4%（图 40），严重侵蚀了 GDP 增速，74、75、80、82 年 GDP 均为负增长（图 47）。

图45: 70 年代美国能源 CPI 同比与原油实际进口价格



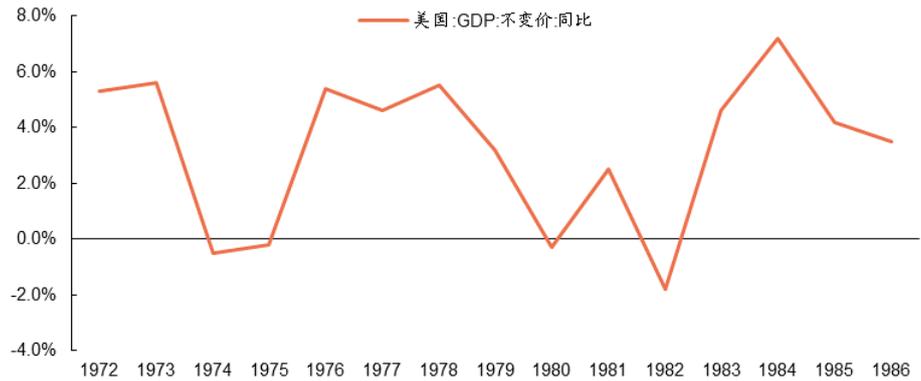
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图46: 70 年代 CRB 食品指数和美国食品 CPI 同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

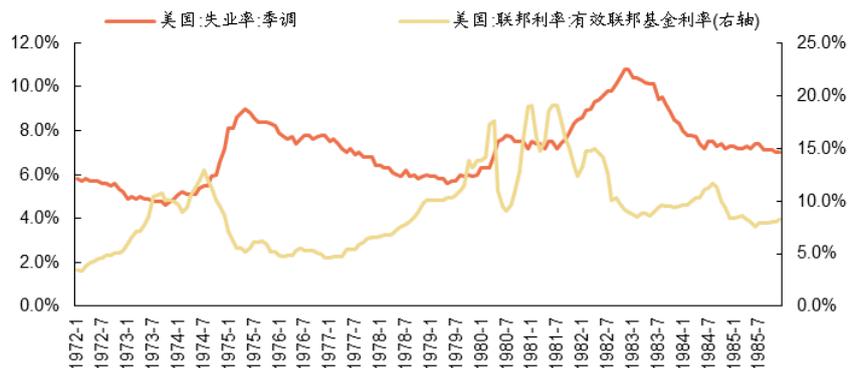
图47: 70 年代美国 GDP 增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

**加息加剧衰退，失业率两次升至高位。**为对抗通胀，美联储开启加息步伐，联邦基金利率随两次石油价格冲击先后走高（图48）。高利率环境挤压了投资空间，需求疲软增加了经济的下行压力。与此同时，成本的上涨使企业不得不开源节流，失业率两次来到高位。直到80年代中期油价高位回落，供给冲击开始消弭，美国也结束了10年滞胀。

图48: 70年代美国联邦基金利率和失业率



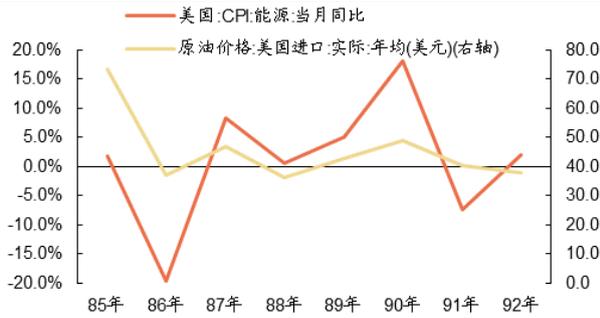
资料来源: wind, 申港证券研究所

### 3.2.3 1988-1991年：经济过热

**能源价格低位企稳，经济繁荣埋下通胀隐患。**原油价格低位企稳后（图49），美国经济逐步复苏，伴随GDP稳健增长（图50），失业率持续下降（图51）。此时与我国03-05年情况类似，美国经济的持续增长带动通胀上行。为平滑经济周期，美联储在通胀初现端倪时“逆周期”收紧货币政策，联邦基金利率的上升和“高基数”作用给91年的美国经济迅速降温，失业率上升（图51）。

图49: 1985-91年美国能源CPI同比与原油实际进口价格

图50: 1985-94年美国GDP增速

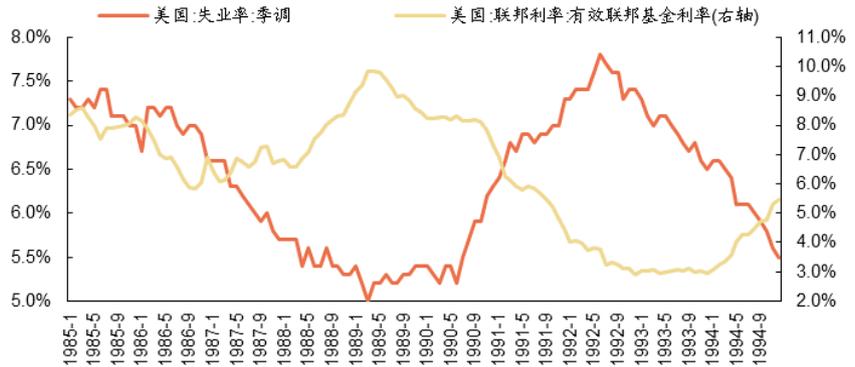


资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图51: 1985-94年美国失业率及联邦基金利率

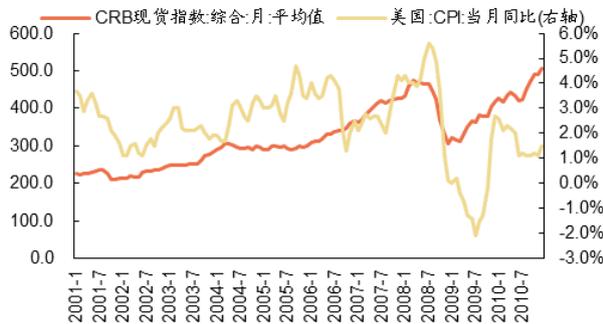


资料来源: wind, 申港证券研究所

### 3.2.4 2007-2008年: 供给压力

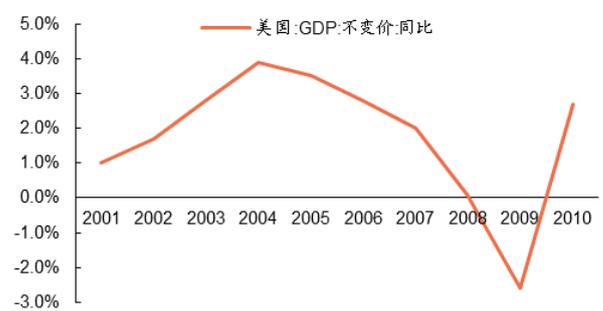
长牛市叠加经济持续向好推动通胀上行。与美国类似, 美国 07-08 年 CPI 快速上行的主要原因是大宗商品价格的持续走高(图 52)以及 04-06 年经济的持续增长(图 53)。08 年大宗商品价格达到峰值, 带动美国 CPI 当月同比于 08 年 7 月上行至 5.6%。

图52: 2001-10年CRB指数和美国CPI当月同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图53: 2001-10年美国GDP增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

经济危机和流动性过剩造成“V”型翻转。在大宗商品的牛市尾部, 经济危机也在酝酿, 并于 08 年开始在全球蔓延。衰退预期使大宗商品价格骤降, 美国 CPI 也从高位回落。为对冲衰退风险, 美联储迅速降息, 向市场提供流动性支持。09 年大宗商品价格在充足流动性的支撑下逐步走高(图 54), 带动美国 CPI 触底回升。但经济危机造成了需求疲软, 部分对冲了大宗商品涨价对 CPI 拉动, 但代价是产出降低

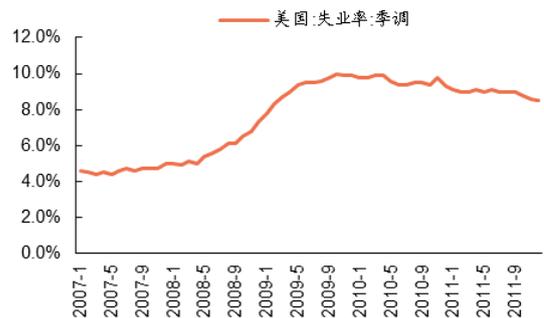
(图 53) 和失业率上升 (图 55)。

图54：2007-11 年 CRB 指数与联邦基金利率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图55：2007-11 年美国失业率



资料来源：Wind，申港证券研究所

### 3.2.5 2021 年至今：扩张政策+供给压力

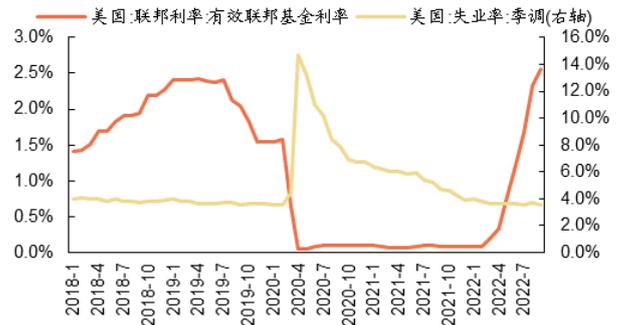
“双宽松”稳定就业推升 CPI。2020 年年初新冠疫情爆发，美国政府采取了“双宽松”政策，财政赤字走高，而联邦基金利率保持低位 (图 56、图 57)。在政策的刺激下，20 年 2 季度后失业率高位回落 (图 57)，而 CPI 也进入上行通道 (图 59)。

图56：2000-21 年美国财政赤字 GDP 占比



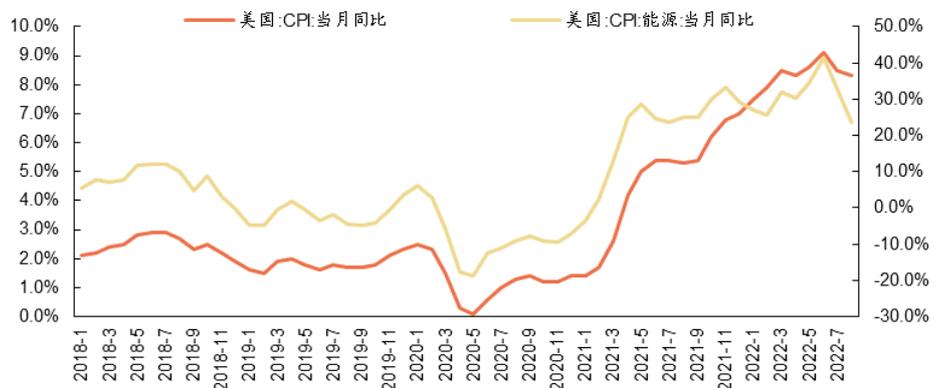
资料来源：Wind，申港证券研究所

图57：2018-22 年 9 月美国联邦基金利率和失业率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图58：2018-22 年 9 月美国 CPI

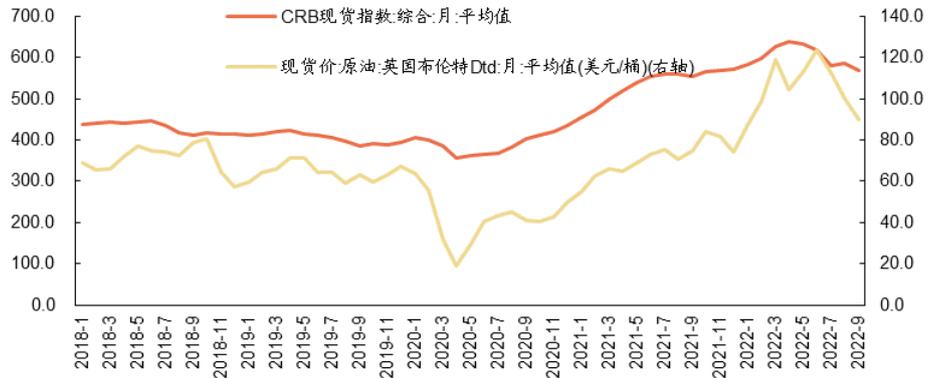


资料来源：wind，申港证券研究所

大宗商品价格推升通胀。本次大宗商品价格走高类似 07-08 年，在外部冲击发生后，各国普遍释放流动性稳定增长和就业，流动性代替了衰退预期成为大宗商品价格的驱动因素 (图 58、图 59)。2022 年后俄乌冲突对原油、粮食供给端的影响推波助

澜，在美联储政策转向后，大宗商品价格高企继续对 CPI 施加上行压力（图 59）。

图59：2018-22年9月大宗商品价格



资料来源: wind, 申港证券研究所

### 3.3 通胀长期趋势的成因

#### 3.3.1 长期通胀由需求和供给决定

从需求端来看，即当总供给具有价格弹性时，整体的物价水平取决于总需求的强弱程度。迅速扩张的货币供给/财政支出或持续的经济繁荣提高了总需求，将压力传导到物价，此类通胀往往伴随着产出的提高。通过收紧货币或者财政政策，需求可以得到迅速冷却。

从供给端来看，成本的压力将直接导致通胀，同时也将引起产出的下降和失业率的上升。此类滞涨往往随成本压力的减弱而结束，失业率回归自然水平，但为对抗通胀而采取的紧缩政策将导致产出的降低。

#### 3.3.2 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。87年和92年两次通胀均为货币供给的扩张导致。政府在放开价格后，对居民进行补贴，变相扩大了货币供给，M1快速上行，GDP增速提升。最终第一次通胀因暂停物价改革而结束。第二次通胀中央出台紧缩政策、严控粮食价格，实现了市场化的成功过渡。

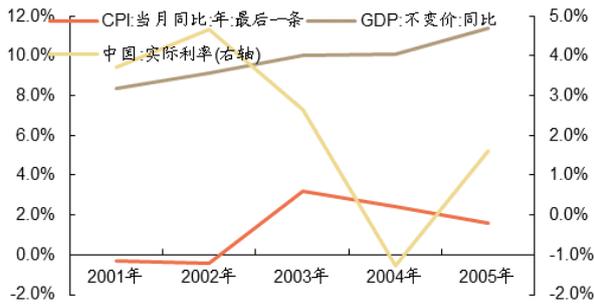
目前我国各项宏观调控机制逐步完善，货币大幅超发引起较高通胀的情况不易发生。

#### 3.3.3 经济过热

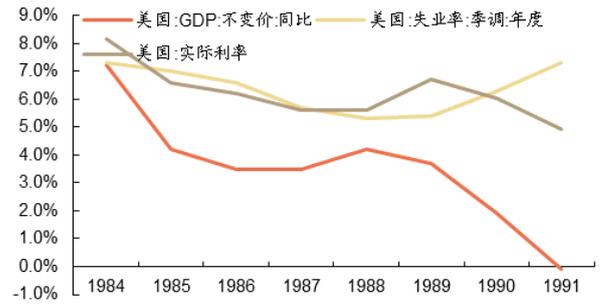
需求日益增长带动物价水平上升，但产出增加。经济过热与货币供给扩张的本质相同，均属于总需求过剩，在需求增长的过程中，产出和物价水平同时升高，实际利率下降（图 60、图 61）。

图60：2001-05年我国主要经济指标

图61：1984-91年美国主要经济指标



资料来源: Wind, 申港证券研究所

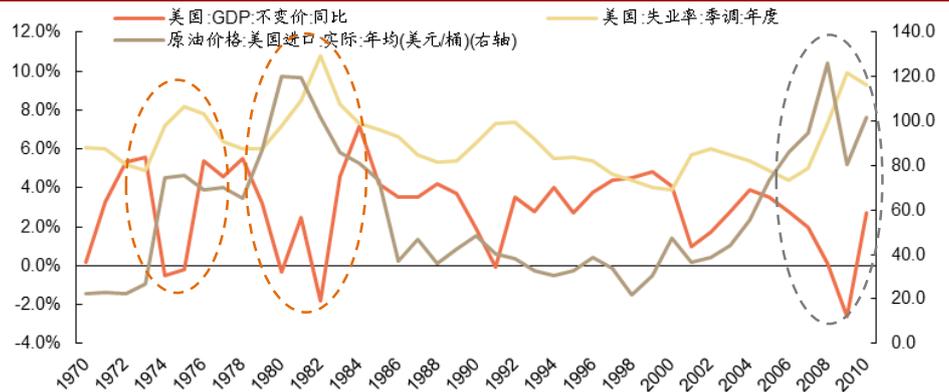


资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3.3.4 供给端压力

供给端压力在造成通胀的同时还会侵蚀产出。成本的上升不仅会向下游传导, 导致其他消费品价格的上涨, 还导致产出的减少以及失业率的上升, 典型案例为 70 年代美国通胀 (图 62) (07-08 年大宗商品价格对通胀有拉动, 但失业率高企和 GDP 增速下行也有经济危机的因素, 因此不具备代表性)。

图62: 1970-10 年美国主要经济指标



资料来源: wind, 申港证券研究所

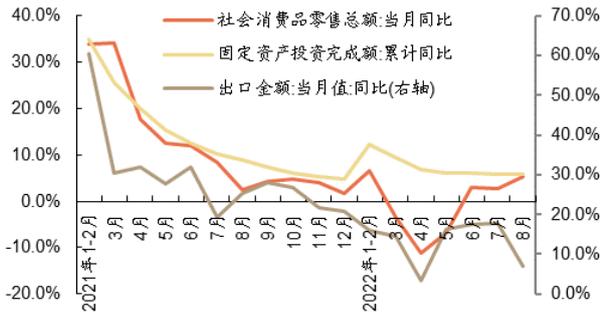
结构性提价。由于部分商品价格上涨而导致的 CPI 走高, 这些商品在 CPI 中往往权重较大, 或价格波动较大, 例如猪肉、鲜菜等。但这种情况并不代表全面的价格上涨。在实际中, 商品涨价周期的结束往往也意味着 CPI 的走势的扭转。

### 3.4 我国今年 4 季度通胀延续低位趋势, 警惕“猪油”双升

今年以来经济受疫情和房地产频繁扰动, 国内需求疲软的现状并未得到根本改变 (图 63)。从供给端来看, 成本压力在 21 年经“流动性释放”的推升后, 随即因衰退预期和流动性收紧而缓解 (图 64)。根据对中美两国历史通胀的复盘, 在需求低迷和供给压力低时, 通胀不存在趋势性的上行压力, 现阶段 CPI 结构中的分项变动将成为影响通胀的主要因素, 其中今年 4 季度的猪肉消费的扩张以及国际油价的不确定性有推高 CPI 的隐患。

图63: 2021-22 年 8 月需求端代表指标

图64: 2019-22 年 8 月 PPI、PIRM 和联邦基金利率



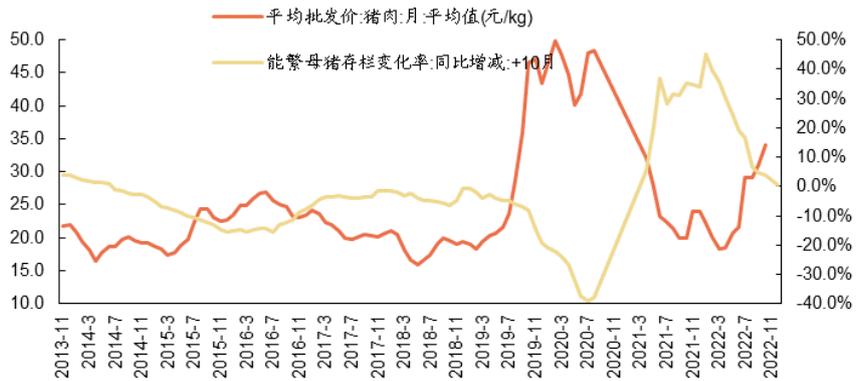
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

预计今年4季度猪肉价格持续上行，但基数限制过高增速。能繁母猪存栏量对未来猪肉价格有很好的指示作用，目前猪肉价格正逐步回升，对应去年能繁母猪存栏量同比的下行趋势（图65）。年末为猪肉消费旺季，根据十月猪肉价格及能繁母猪存栏量同比，按趋势粗略估计11月、12月猪肉价格应在35-40元/kg。结合去年同期基数，预计11月、12月猪肉批发价格同比增长58%、67%。

图65: 2013-22年10月能繁母猪同比及猪肉价格



资料来源: wind, 申港证券研究所

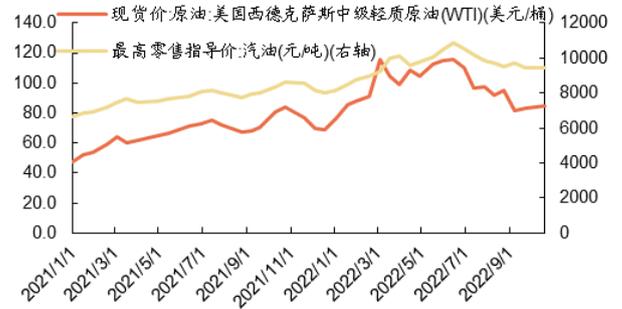
二手房市场低迷带动居住CPI下行。城市二手房出售挂牌价指数是居住CPI4个月的领先指标（图66），本年2-3季度二手房市场的低迷预示4季度居住CPI的下行动力。

图66: 2016年至今居住CPI与二手房价格指数



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图67: 2021-22年汽油零售最高指导价格与国际油价



资料来源: Wind, 申港证券研究所, 数据截至10月25日

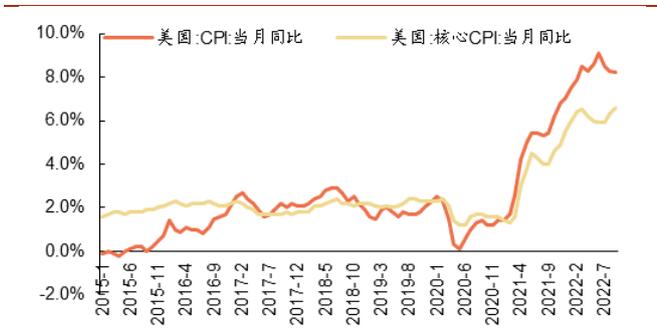
油价预计高位震荡，基数效应或推高CPI。WTI原油现货价格增速进一步下降，截

至 10 月 27 日，当月均价同比增长 7.1%，前值 17.7%（图 67）。10 月发改委调整汽油零售最高指导价格至 9620 元/吨（图 67），10 月月均指导价格较 9 月小幅下降。从全球来看，衰退预期在需求端打压油价，同时美国释放原油储备稳定供给，但 OPEC 减产和俄乌局势的升级使油价仍有较强支撑。在多空因素博弈的局面下，预计油价将在 90 美元/桶上下高位震荡，4 季度国内汽油最高零售指导价格也将在 10000 元/吨上下，结合去年同期油价基数，11 月、12 月最高零售指导价格增速约为 17%、24%。

### 3.5 美国核心通胀 10 月高位回落后年内或继续下行

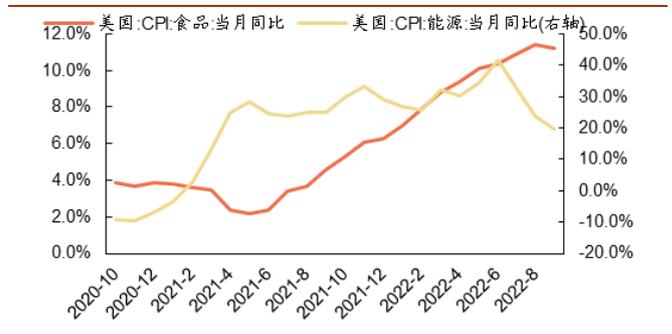
22 年 9 月食品和能源项增速回落带动 CPI 下降但核心 CPI 上行。9 月美国 CPI 同比 8.2%，前值 8.3%；核心 CPI 同比 6.6%，前值 6.3%。食品和能源项增速回降（图 69），但核心 CPI 不降反升，表现较为顽强（图 68）。

图68：2015-22 年 9 月美国 CPI 和核心 CPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

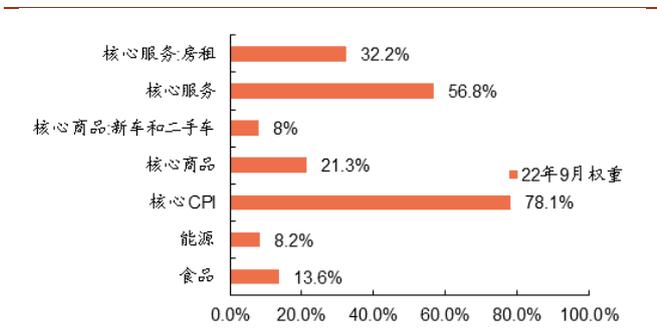
图69：2020-22 年 9 月美国食品和能源 CPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

房租 10 月或高位回落。美国 CPI 可分为食品、能源、核心商品和核心服务四项。核心商品驱动项主要为车辆价格，而核心服务中房租占比较高（图 70）。房租方面，标普/CS 房价指数是 CPI 住宅同比 1 年的领先指标（图 71），去年房价指数在四季度出现小幅回落；Zillow 租金指数同比对房租 CPI 有 5 个月的领先性（图 72），综合来看房租 CPI 10 月或从高位回落。

图70：2022 年 9 月美国 CPI 分项占比



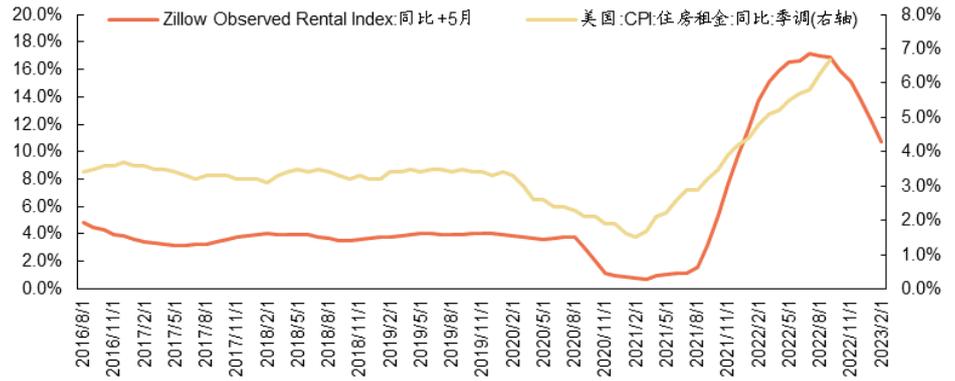
资料来源：美国劳工部，申港证券研究所

图71：2002-22 年 9 月美国 CPI 住宅及房价指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

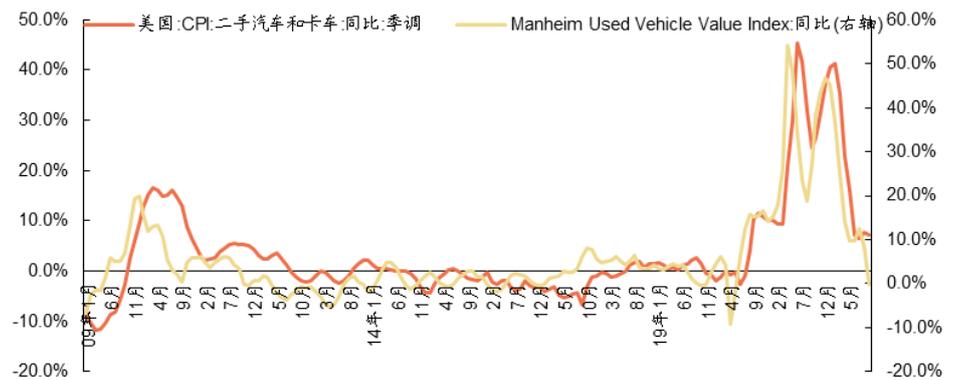
图72：2016-22 年 9 月 Zillow 租金指数同比与房租 CPI



资料来源: Zillow 官网, wind, 申港证券研究所

机动车价格确认下降趋势。Manheim 二手车价格指数变动领先二手车 CPI 2 个月左右 (图 73)，而新车消费价格指数呈现下降走势 (图 74)，因此机动车 CPI 的下行趋势可以得到确认。

图73: 2009-22年9月二手车价格指数及机动车CPI



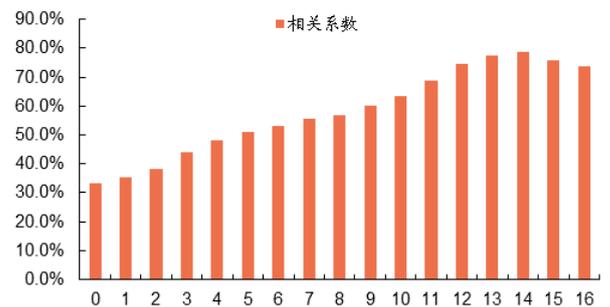
资料来源: Manheim 官网, wind, 申港证券研究所

图74: 2020-22年9月美国新车消费价格指数与新车CPI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

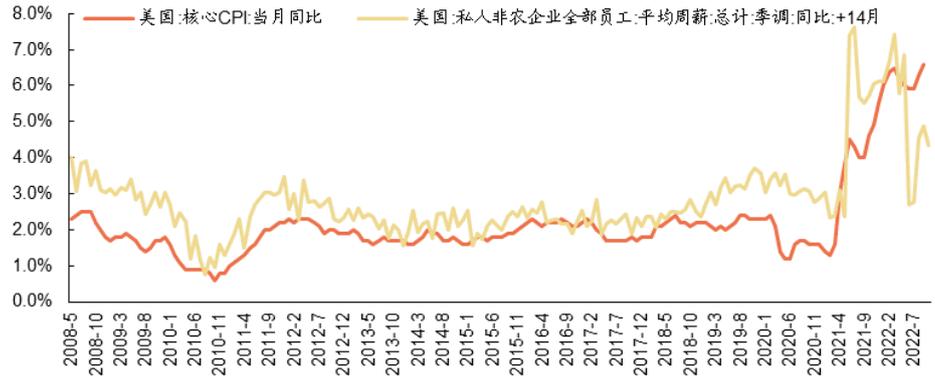
图75: 历史美国周薪-核心CPI相关系数与领先月份



资料来源: Wind, 申港证券研究所, 采用2007年3月-22年7月数据计算, 横轴为领先月份数

历史工资增速隐含服务价格降温信号。工资成本在生产销售的各个环节均有体现，因此工资增速影响核心CPI增速。美国私人非农企业员工月均周薪的增速领先核心CPI 同比 14 个月（图 75，第 14 个月对应的相关系数最大）。与 14 个月前周薪增速的小幅收缩相对应，10 月核心CPI 增速中工资相关的部分预计将受到影响从而小幅下行（图 76）。

图76：2008-22年10月美国核心CPI同比与平均周薪同比



资料来源：wind，申港证券研究所

劳动力市场紧张状况有缓解迹象。8月美国职位空缺数同比下降5.4%，增速较上月进一步回落（图77），“劳动力市场供不应求得到缓解”的信号初步显现，结合对工资走势的判断，服务价格对核心CPI的拉动作用或将减弱。

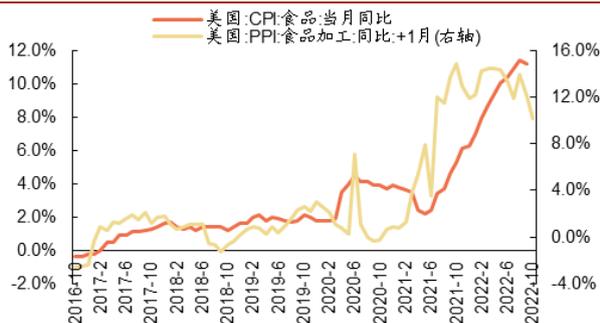
图77：2002-22年8月美国职位空缺数同比



资料来源：wind，申港证券研究所

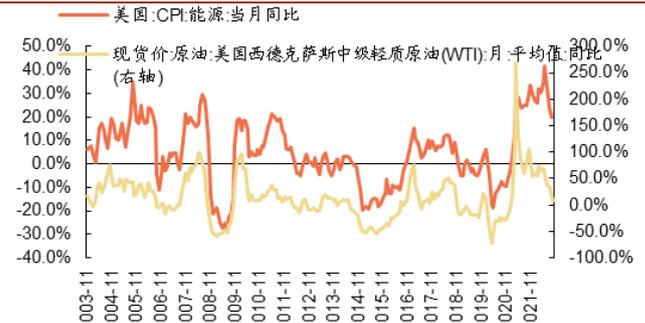
价格传导与服务成本为食品CPI提供下行动力。食品CPI上行压力通常来自上游价格和服务成本的上涨。目前劳动力市场由“紧”趋“松”；随上游PPI震荡下行，9月食品CPI同比较上月小幅下降（图78）。短期来看食品CPI增速高企的状况将得到缓解。

图78：2016-22年9月美国食品CPI与PPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图79：2003-22年9月美国CPI能源与WTI现货价同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

三季度以来油价走低，但低基数效应或导致能源 CPI 回升。根据前文对国际油价的判断，进入 4 季度，去年油价的低基数效应开始作用。若 11 月、12 月原油均价按 90 美元/每桶计算，则增速分别为 14.5%、25.4%，能源 CPI 同比或存在回升可能（图 79）。

#### 4. 通胀对汇率变动的影 响

预计美元兑人民币汇率将在 11 月触顶。11 月美联储 FOMC 会议将在 10 月 CPI 数据公布前召开，预计加息幅度仍为 75bp。按照前文预测，如 10 月美国 CPI 迎来拐点则 12 月加息幅度或将放缓。根据以上判断，由于利差的持续倒挂，美元兑人民币汇率预计将继续震荡上行，并在 10 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。

长期来看人民币不存在贬值压力。在分析人民币汇率时，购买力平价决定了汇率的长期趋势，一国的生产效率越高，制造业相对优势越大则货币越倾向于升值。因此长期来看，我国制造业的优势以及基本面长期向好的趋势将成为稳定汇率的“锚”，为人民币提供升值动力。

短期来看人民币贬值压力将随美国通胀降温而见顶。汇率的短期变动由中美两国利差、两国经济增速以及市场的风险偏好决定。一国的利率越高、经济增速越高则越容易吸引资本流入从而推高汇率。而作为全球的避险货币，市场的风险偏好越低则美元的汇率越高。依据这个框架，近期人民币持续贬值的主要原因是美联储加息导致中美利差的持续扩大（图 80）、全球经济的衰退预期带来的美元升值（图 81），以及我国今年以来需求疲软、经济承压的现状。但后续随着美国通胀见顶、美联储放缓加息，中美利差将逐步收窄，叠加后续各项稳增长政策发力，人民币汇率将逐步回归均值。

图80：2021-22 年 10 月中美利差及美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，申港证券研究所，数据截至 10 月 24 日

图81：2021-22 年 10 月美元指数及美元兑人民币汇率

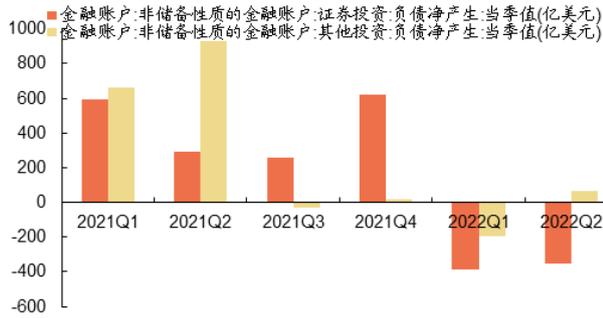


资料来源：Wind，申港证券研究所，数据截至 10 月 24 日

市场情绪成为汇率幕后推手。从国际收支来看，我国经常账户长期保持顺差，由于跨境资本流动受到管制，22 年 1、2 季度境外投资共计流出 935 亿美元（金融账户证券投资和其他投资项目下，图 82），而截至 21 年末境外证券投资和其他投资余额合计达 3.7 万亿美元（图 83），外汇储备也达 3.25 万亿美元，因此由于中美利差导致的资本外流对汇率的影响有限，市场情绪或为汇率变动幕后推手。9 月央行下调外汇存款准备金率至 6%，并将远期购汇的外汇风险准备金率上调至 20%，向市场传递稳汇率信号，同时在美国通胀见顶的预测基础上，市场情绪有望退去，人民

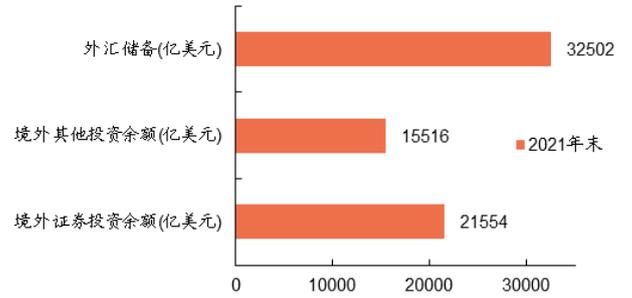
币汇率或止跌企稳。

图82：2021-22年2季度我国境外证券和其他投资净流入



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图83：2021年末我国外汇储备和境外投资余额



资料来源: 外管局, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上