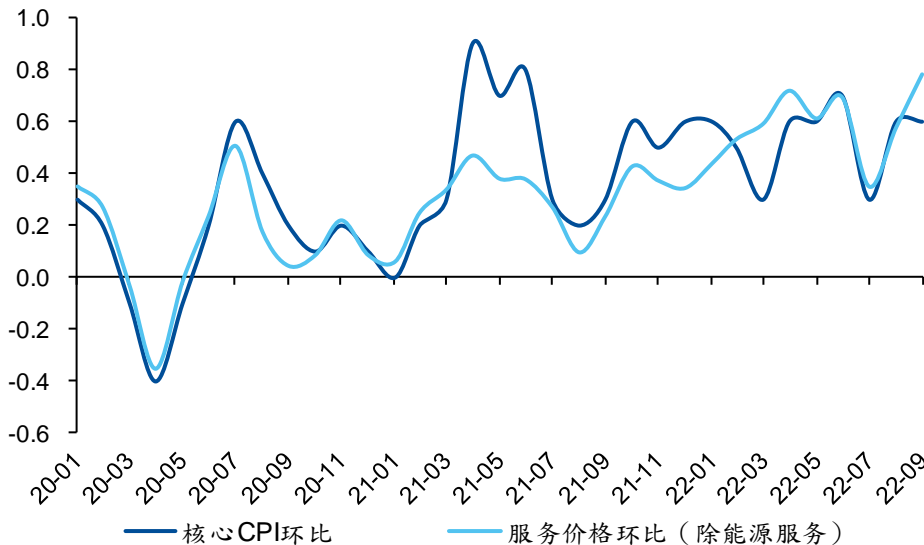




## 如何理解美国 CPI

核心 CPI 和服务价格是关注的焦点



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 核心 CPI 一般而言更加反映经济体中较为根本的通胀压力，因而更加受到关注。今年以来，美国的**核心 CPI**也一直明显高于季节性的表现，这也成为让美联储一直放心不下的关键原因。
- 海外投资者更加关注的是经过季节性调整的环比数据，而非同比数据，因为环比数据更能反映价格变化的趋势 (Momentum)。
- 在核心 CPI 中，服务业占据了较大的权重，除去服务行业所需要用到的部分商品外，我们大致可以认为工资在很大程度上决定了服务业的价格。
- 从房租来看，市场普遍认为其是房价的滞后指标，由于美国房地产市场出现了一定程度的下滑，因此未来的租金项应该会出现一定程度的缓和。
- 美国的**核心 CPI**统计中存在着大量可能由于工资上升而导致的**通胀效应**，因此**劳动力市场的表现十分关键**。而无论是房租可能因为抵押贷款利率上升而上升，抑或是服务价格因为雇员收入而上升，事实上都指向了同一个问题，即**通胀在经济体内成为了一个更有粘性的现象**。

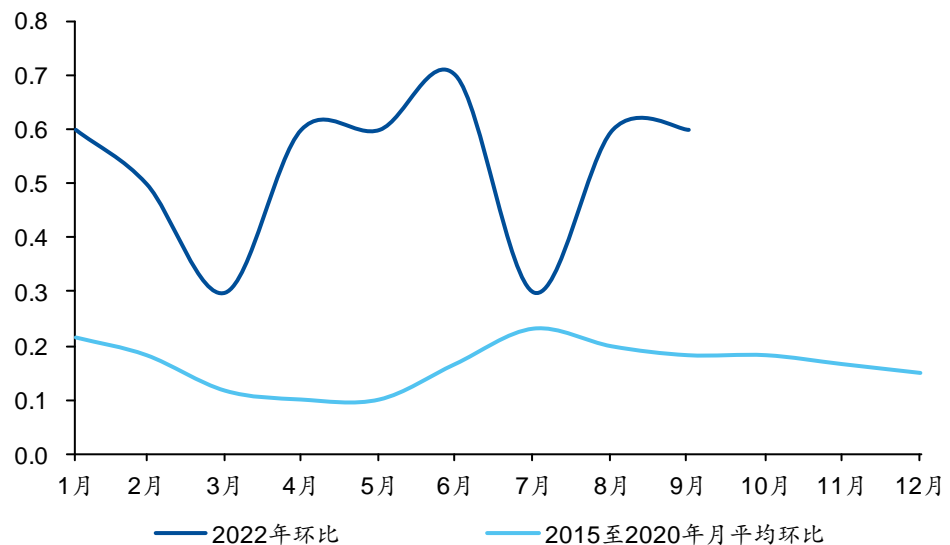
## 美国通胀引发市场关注

美国的通胀率在今年不断走高，这也引发了市场对于美国一系列通胀指标的关注。在本篇报告中，我们将对美国的 CPI 相关指标进行分拆，指出目前值得关注的美国通胀指标以及如何对其进行分析和判断。希望这样的分析能够帮助投资者读懂美国的 CPI 数据。

首先，需要了解的是，美国的 CPI 分为总体和核心 CPI 两个大类，其中的主要区别是总体 CPI 包含较为波动的能源和食品价格，而核心 CPI 一般而言更加反映经济体中较为根本的通胀压力，因而更加受到关注。今年以来，美国的核心 CPI 也一直明显高于季节性的表现，这也成为让美联储一直放心不下的关键原因。

与此同时，海外投资者更加关注的是经过季节性调整的环比数据，而非同比数据，因为环比数据更能反映价格变化的趋势（Momentum）。因此，我们首先要关注的是核心 CPI 的环比走势。从过去几个月来看，美国核心 CPI 的环比增速显著高于过去 5 年的季节性表现，这也在很大程度上意味着通胀的压力仍然较高。从具体水平来看，今年前 9 个月的 CPI 环比平均增速为 0.53%，年化水平超过 6%，这样的水平也不容乐观，也意味着核心 CPI 距离 2%左右的“合意区间”仍然有相当的距离。

图1: 今年以来，美国核心CPI环比增速显著高于季节性

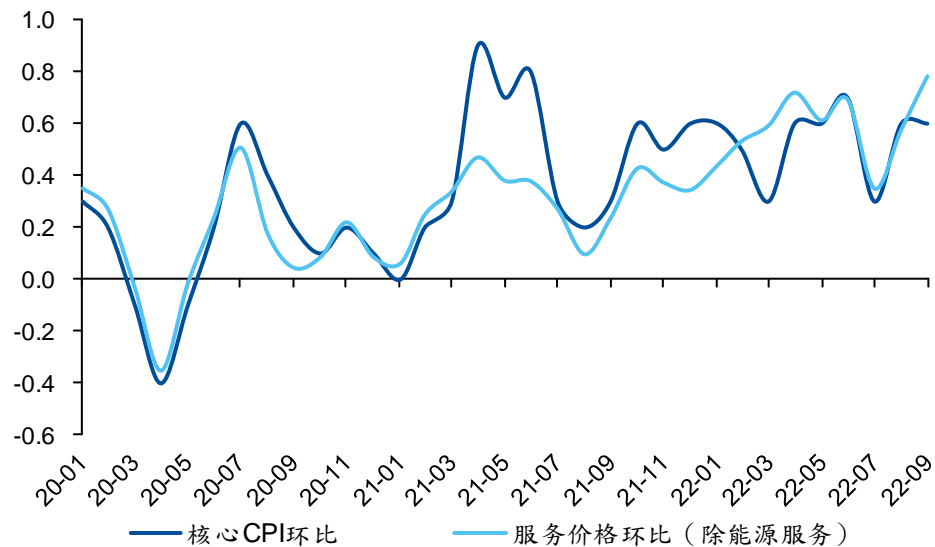


数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

## 服务业是核心 CPI 的关键

在核心 CPI 中，服务业占据了较大的权重，除去服务行业所需要用到的部分商品外，我们大致可以认为工资在很大程度上决定了服务业的价格。从下图中，我们也可以明显看出，服务价格在近几个月的环比增速也显著高于核心 CPI，这事实上表明用工成本仍然处于上升通道中，由于劳动力市场的表现以及薪资是决定服务价格的关键，因此市场在近期也特别关注美国的劳动力市场的相关数据，并试图找出劳动力市场以及工资增速是否出现拐点。

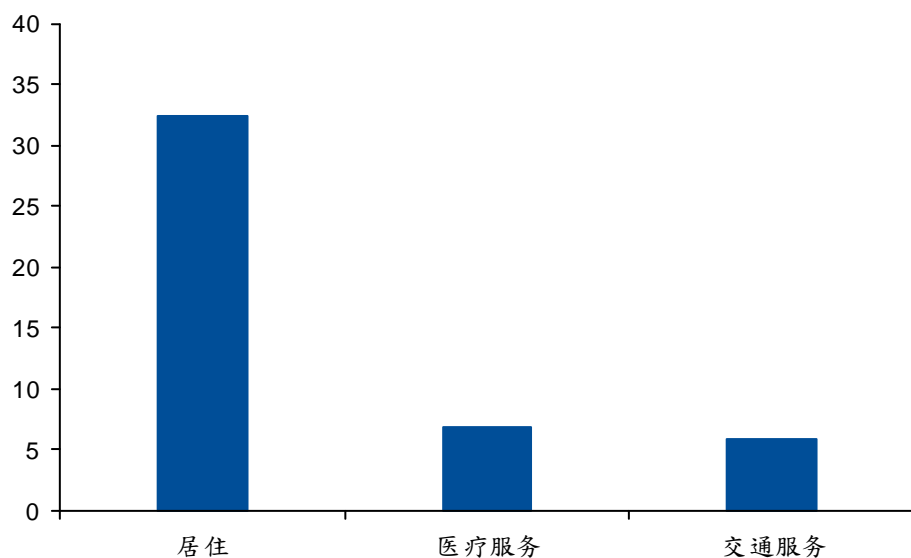
图2: 核心CPI和服务价格是关注的焦点



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

接下来, 如果我们对服务进行分项拆解, 会发现以下几项的表现相对较强。首先是居住, 其在 CPI 中占比 32% (核心 CPI 占 CPI 的比重为 78%), 我们将其理解为房租, 在过去的 9 月份, 居住的环比增速为 0.7%; 第二项是医疗服务, 其占比为 6.9%左右, 虽然占比并不高, 但其环比增速在 9 月达到了 1%; 第三项是交通服务, 其占比为 5.9%, 但环比增速达到了 1.9%, 在能源价格下滑的情况下, 这一分项的表现有些人吃惊, 但似乎也表明工资在很大程度上决定了服务的价格。

图3: 居住、医疗和交通服务是值得关注的三个分项



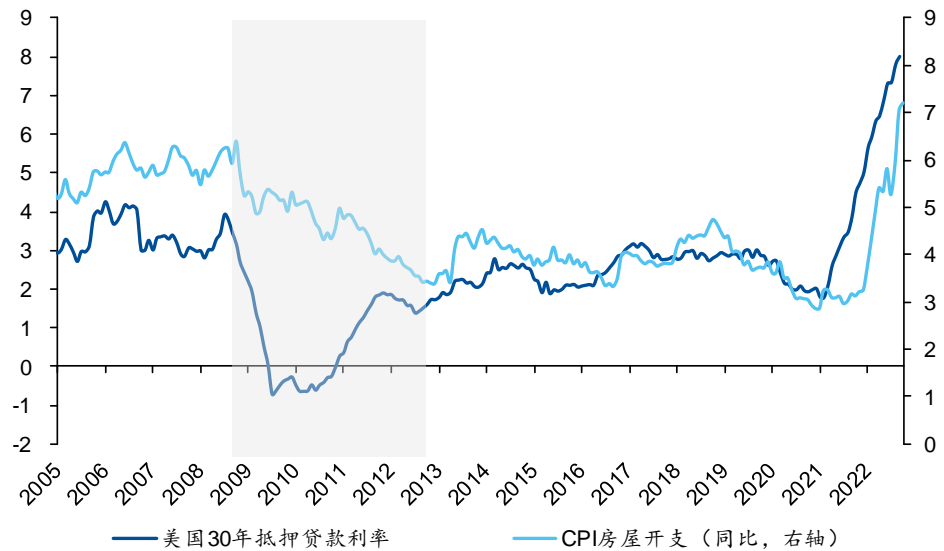
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

### 房租、医疗和交通值得重点关注

从房租来看, 市场普遍认为其是房价的滞后指标, 由于美国房地产市场出现了一定程度的下滑, 同时比如像 Zillow 这样的租金指数已经出现了走软的迹象, 因此未来的租金项应该会出现一定程度的缓和。但由于美

国房屋抵押贷款的利率一直处于高位，市场对其未来的走势存在一定的争议。从下图中我们可以看出，自 2005 年以来，除了金融危机肆虐的几年间，CPI 中房租的同比增速和抵押贷款利率之间的关系是存在明显的相关性的。如果未来一段时间抵押贷款利率仍然处于高位，那么房租是否也将在高位运行一段时间，从而进一步加深核心通胀的粘性，是投资者需要在未来关注的。

图4: 房租同比增速与抵押贷款利率之间有较强的相关性



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

而从医疗服务来看，其统计方式值得关注，在 PCE 统计中，该项数据显示的事实上是保险公司的留存收益（保费减去支出），但在 CPI 的统计中，这项统计反映的是从居民手中支出的医疗开支，以及政府和保险公司支出的医疗保险开支。与公共交通的统计相似，雇员的工资收入增加，也在一定程度上会提高医疗服务的开支。

稍微总结一下，我们会发现，美国的核心 CPI 统计中存在着大量可能由于工资上升而导致的通胀效应，因此劳动力市场的表现十分关键。而无论是房租可能因为抵押贷款利率上升而上升，抑或是服务价格因为雇员收入而上升，事实上都指向了同一个问题，即通胀在经济体内成为了一个更有粘性的现象。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的新天绿色能源(00956 HK)、中国联塑(02128 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、商汤-W(00020 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、腾讯控股(00700 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、深圳高速公路股份(00548 HK)、深圳国际(00152 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资(02886 HK)、乐享互动(06988 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、碧桂园(02007 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、东方证券-H股(03958 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、金山软件(03888 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、绿城中国(03900 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、泉峰控股(02285 HK)、新创建集团(00659 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、宝龙地产(01238 HK)、凯莱英-H股(06821 HK)、龙光集团(03380 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、新世界发展(00017 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中信证券-H股(06030 HK)、联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、融创中国(01918 HK)、龙光集团(03380 HK)、中国奥园(03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户或与本研究报告中的观点截然相反的口头条或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com

请务必阅读正文之后的免责声明部分