

警惕通胀的上行风险

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年04月06日

投资摘要:

在风险事件和最新就业数据降温的影响下，市场开始博弈美联储降息。但其重要目标，即通胀下行尚未得到有效确认。3-4月，在机动车价格降幅收窄和薪资、房租仍有粘性的情况下，核心CPI同比读数仍有上行风险。综合来看，我们判断3月、4月美国核心CPI同比读数在5.4%-5.7%，其中4月核心CPI同比超5.5%掉头向上的可能性较大。基于对“未来不确定性增加”的判断，我们建议应适度防御港股估值端对风险情绪和利率环境的暴露。

核心通胀韧性十足

- **CPI当月同比降幅收窄。**美国核心CPI自2022年10月以来逐步下行。进入2023年核心CPI当月同比的降幅开始收窄，1月、2月增速降幅均收窄至0.1个百分点。从分项来看，2022年10月后机动车增速下降斜率保持陡峭，但1月、2月斜率明显放缓；而房租增速以稳定的斜率上行，2月仍未见拐点。以上两点叠加长期火热的就业市场（最新ADP就业数据显示就业市场降温迹象，但仍有待最终非农数据确认），导致美国核心CPI当月同比保持了较强的韧性。
- **核心服务是CPI同比的重要支撑，下降动力主要来自核心商品。**在核心CPI中，核心服务权重高、增速快，贡献了大部分的同比增速。进一步分解，核心服务的增长动力主要来自住房租金和薪资。当住房租金和薪资的下行较为明确时，美国核心CPI同比的下降趋势才能得到有效确认。在此之前，一旦核心商品，尤其是新机动车和二手机动车价格降幅收窄，CPI同比的降幅或不可高估。

3月、4月核心通胀仍存上行风险

- 在2022年10月的报告《日中则昃——中美通胀的历史复盘与预测》中，我们提出了一个美国核心通胀的观测角度，并成功预测了10月核心通胀的拐点。后续我们也对核心CPI同比进行了持续的追踪，该观测方法较好地拟合了近期几个月的核心CPI同比读数。
- 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月薪同比（+14月）
- 站在当下时点，我们根据前期确定的方法，发现在机动车价格指数降幅开始收窄的情况下，租金和薪资增速并未表现出很强的降幅。将薪资作为服务价格指示指标代入到我们的观测方法中，未来两个月CPI出现了较为明显的向上调整的图形，提示了我们核心CPI同比可能再次掉头向上的风险。

残差分析支持上调3月、4月通胀读数

- 残差表现出了很强的周期性，如1年前残差为负，则当前残差为正。12个月的周期提示了我们用同比直接进行回归将导致读数易受基数效应的影响。在12月前即2022年3月、4月，观测方法残差为负，指示未来两个月核心CPI同比相较观测方法将向上浮动。

风险提示：回归残差超预期、变量关系稳定性未达预期、房租增速降幅超预期、薪资增速降幅超预期、机动车价格超预期下降。

2023年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202303E	2023E
实际GDP同比	2.2	8.4	3.0	4.8	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	5.6	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	13.0	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	7.1	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-4.8	-1.4

敬请参阅最后一页免责声明

证券研究报告

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

2020-2023年美国核心CPI当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《复苏高度不可高估：宏观经济研究周报》2023-04-02
- 2、《边际降温但同比仍有支撑：宏观经济研究周报》2023-03-26
- 3、《方向确定但高度未知：宏观经济研究周报》2023-03-19
- 4、《复苏中的杠杆错位：宏观经济研究周报》2023-03-12
- 5、《环比继续修复：宏观经济研究周报》2023-03-05

社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	6.3	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	1.2	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-1.8	-0.5
顺差对 GDP 增速拉动	0.6	1.8	0.5	0.3	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.9	2.9
美元兑人民币汇率	6.5	6.4	7.0	6.9	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	8.9	9.0

说明：CPI 和 PPI 为全年同比，3 月预测为当月同比；10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

图表目录

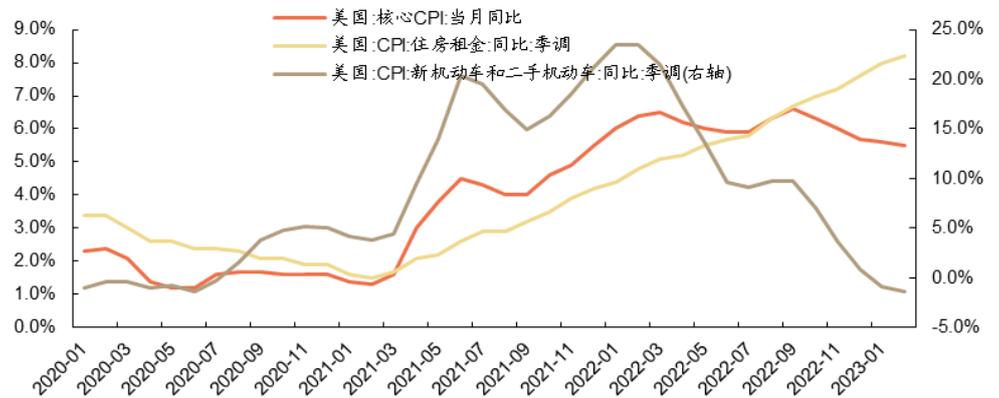
图 1: 2020 年-2023 年 2 月美国核心 CPI 及其重要分项当月同比.....	4
图 2: 2010 年-2023 年 2 月美国 CPI 机动车分项与 Manheim 二手车价格指数同比.....	5
图 3: 2016 年 3 月-2023 年 2 月美国 CPI 房租分项与 Zillow 房租房价指数同比.....	5
图 4: 2016 年 8 月-2023 年 4 月美国核心 CPI 同比真实值与预测值 (%)	5
图 5: 2016 年 8 月-2023 年 4 月观测方法残差值 (%)	6
图 6: 2017 年 8 月-2023 年 2 月观测方法当前残差与 12 月前残差 (%)	6
表 1: 2023 年 2 月美国 CPI 主要分项同比增速与拉动.....	4

1. 通胀仍存上行风险

1.1 核心通胀韧性十足

CPI 当月同比降幅收窄。美国核心 CPI 自 2022 年 10 月以来逐步下行。进入 2023 年核心 CPI 当月同比的降幅开始收窄，1 月、2 月增速降幅均收窄至 0.1 个百分点（图 1）。从分项来看，2022 年 10 月后机动车增速下降斜率保持陡峭，但 1 月、2 月斜率明显放缓；而房租增速以稳定的斜率上行，2 月仍未见拐点。以上两点叠加长期火热的就业市场（最新 ADP 就业数据显示降温迹象，但仍有待最终非农数据确认），导致美国核心 CPI 当月同比保持了较强的韧性。

图1：2020 年-2023 年 2 月美国核心 CPI 及其重要分项当月同比



资料来源：wind，申港证券研究所

核心服务是 CPI 同比的重要支撑，下降动力主要来自核心商品。在核心 CPI 中，核心服务权重高、增速快，贡献了大部分的同比增速（表 1）。进一步分解，核心服务的核心服务增长动力主要来自住房租金和薪资。当住房租金和薪资的下行较为明确时，美国核心 CPI 同比的下降趋势才能得到有效确认。在此之前，一旦核心商品，尤其是新机动车和二手机动车价格降幅收窄，CPI 同比的降幅或不可高估。

表1：2023 年 2 月美国 CPI 主要分项同比增速与拉动

分项	权重	2023 年 2 月 同比	同比拉动	2023 年 1 月 同比
核心服务	58.1%	7.3%	4.2%	7.2%
核心服务:住房租金	34.0%	8.2%	2.8%	8.0%
核心商品	21.3%	1.0%	0.2%	1.4%
核心商品:新机动车和二手机动车	8.0%	-1%	-0.1%	-0.7%
食品	13.5%	9.5%	1.3%	10.1%
能源	7.1%	5.2%	0.4%	8.7%

说明：数据为非季调数据，权重截至 2023 年 1 月；同比拉动近似等于权重和同比增速的乘积。

资料来源：美国劳工部，申港证券研究所

1.2 3 月、4 月核心通胀仍存上行风险

在 2022 年 10 月的报告《日中则昃——中美通胀的历史复盘与预测》中，我们提出

了一个美国核心通胀的观测角度，并成功预测了 10 月核心通胀的拐点。后续我们也对核心通胀进行了持续的追踪，该观测方法较好地拟合了近期几个月的核心 CPI 同比读数。

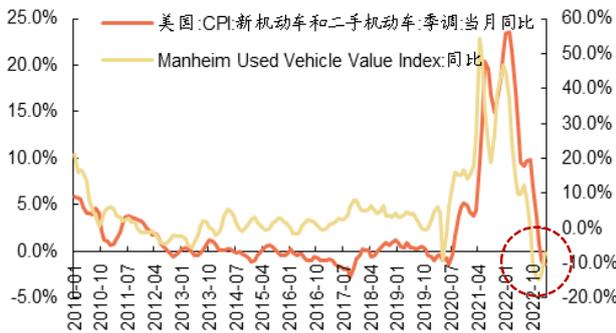
根据观测方法，美国核心 CPI 同比预测值可表示为：先行指标 1 同比×回归系数 1+先行指标 2 同比×回归系数 2+……

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)

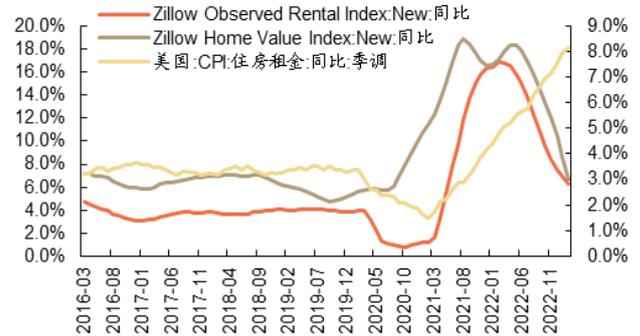
具体领先月数由检验对应分项与先行指标的相关性确定。站在当下时点，我们根据前期确定的方法，发现在机动车价格指数降幅开始收窄的情况下（图 2），租金和薪资增速并未表现出很强的降幅（图 3）。

图2：2010 年-2023 年 2 月美国 CPI 机动车分项与 Manheim 二手车价格指数同比



资料来源：Wind, Manheim, 申港证券研究所

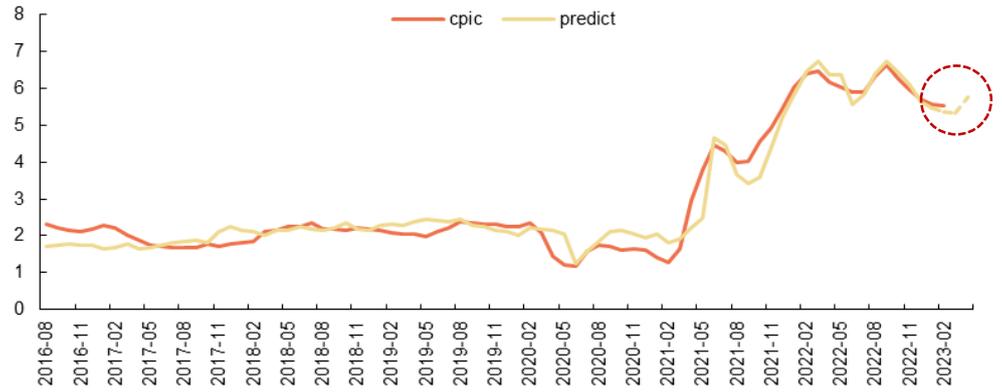
图3：2016 年 3 月-2023 年 2 月美国 CPI 房租分项与 Zillow 房租房价指数同比



资料来源：Wind, Zillow, 申港证券研究所

将薪资作为服务价格指示指标代入到我们的观测方法中，未来两个月 CPI 出现了较为明显的向上调整的图形，提示了我们核心 CPI 同比可能再次掉头向上的风险（图 4）。

图4：2016 年 8 月-2023 年 4 月美国核心 CPI 同比真实值与预测值 (%)



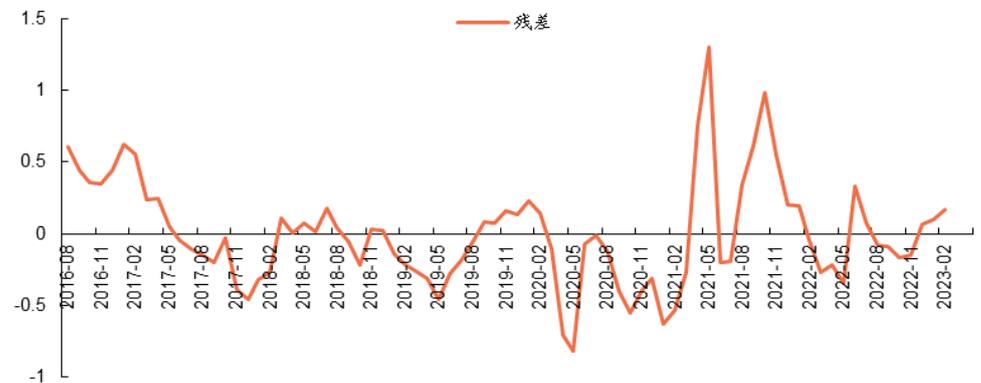
说明：在进行回归拟合时，我们发现 Zillow 官网更改了房租指数和房价指数的口径，使用新口径数据将增加回归的方差，不利于提高我们预测的准确度，因此在回归时我们仍采用老口径的数据。由于房租和房价指数领先 CPI 同比读数较多，因此数据仍是可获得的。

资料来源：wind，申港证券研究所

1.3 残差分析支持上调 3 月、4 月通胀读数

在确定回归系数通过检验后，我们对预测方法的残差进行了观察。总体来看，残差表现出了很强的周期性，如 1 年前残差为负，则当前残差为正（图 5）。12 个月的周期提示了我们用同比直接进行回归将导致读数易受基数效应的影响。

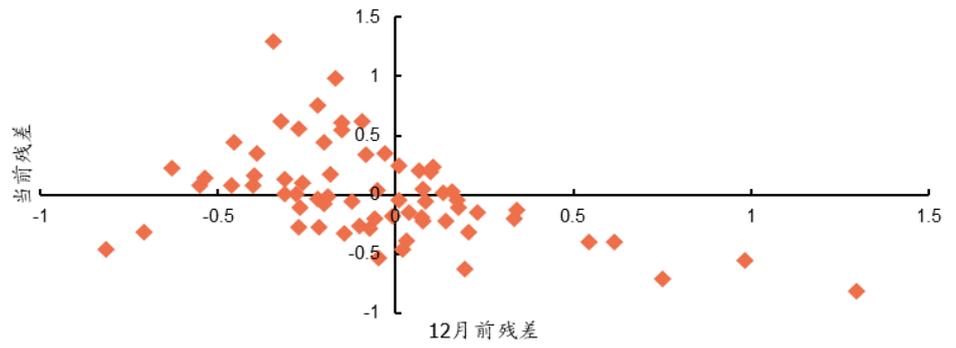
图5：2016 年 8 月-2023 年 4 月观测方法残差值（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

将当前残差与 12 个月前的残差做散点图，二者的负相关关系则更为明显（图 6）。在 12 月前即 2022 年 3 月、4 月，观测方法残差为负，指示未来两个月核心 CPI 同比相较观测方法将向上浮动。综合来看，我们判断 3 月、4 月美国核心 CPI 同比读数在 5.4%-5.7%，其中 4 月核心 CPI 同比超 5.5% 掉头向上的可能性较大。

图6：2017 年 8 月-2023 年 2 月观测方法当前残差与 12 月前残差（%）



资料来源: wind, 申港证券研究所

2. 风险提示

回归残差超预期、变量关系稳定性未达预期、房租增速降幅超预期、薪资增速降幅超预期、机动车价格超预期下降。

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