

美国核心通胀仍有破6可能

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年04月18日

投资摘要:

3月美国核心CPI当月同比5.6%，较前值5.5%再次上行。由于核心CPI中的房租、薪资均与历史价格较为相关，而机动车降幅今年以来明显收窄，核心CPI已失去了前期重要的下降动能。利用前期建立的观察体系，我们判断4月美国核心CPI同比读数或在5.9%-6.0%，5月美国核心CPI同比读数或在6.0%-6.1%。目前来看，美联储对抗通胀之路如仍未见曙光，对降息时点的判断不应过于乐观。

核心通胀掉头向上

- 3月核心CPI当月同比较上月抬升。3月美国CPI当月同比录得5%，较前值6%出现了较为明显的下降，降幅主要得益于能源项增速的大幅趋缓。但核心CPI当月同比由5.5%升至5.6%，引发市场对于未来通胀水平超预期的担忧，其中房租CPI当月同比8.3%，前值8.2%，新机动车和二手机动车CPI当月同比-0.1%，前值-1.4%。
- 在报告《警惕通胀的上行风险》中，我们提示了通胀同比读数再次抬升的可能，3月核心CPI同比也与我们的预测较为接近。今年以来，美国核心CPI同比下降幅度持续收窄。定性来看，基于“房租房价短期难降，薪资水平滞后影响，机动车降幅继续收窄”三项主要依据，我们认为4-5月美国核心CPI当月同比继续上行，甚至存在破6%的可能。

4-5月核心CPI将继续上行

- 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，该观测方法准确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当月同比继续上行的风险。

考察残差协助消除基数效应

- 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4月、5月，观测方法残差为负，指示未来两个月核心CPI当月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
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	0.7	2.0
PPI同比	-1.8	8.1	4.1	-2.5	-0.5

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

李起

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122090010

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

- 《预期差异下的数据弱化：宏观经济研究周报》2023-04-17
- 《警惕通胀的上行风险：宏观经济研究周报》2023-04-06
- 《复苏高度不可高估：宏观经济研究周报》2023-04-02
- 《边际降温但同比仍有支撑：宏观经济研究周报》2023-03-26
- 《方向确定但高度未知：宏观经济研究周报》2023-03-19

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	10.0	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；CPI、PPI、美元兑人民币汇率和社融增速均为实际值。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 美国核心通胀同比仍存破 6 可能.....	4
1.1 核心通胀掉头向上.....	4
1.2 4-5 月核心 CPI 将继续上行.....	4
1.3 考察残差协助消除基数效应.....	6
2. 风险提示.....	7

图表目录

图 1: 2020 年-2023 年 3 月美国核心 CPI 及其重要分项当月同比.....	4
图 2: 2010 年-2023 年 3 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 5 月美国核心 CPI 同比真实值与预测值 (%).....	5
图 5: 2016 年 8 月-2023 年 3 月观测方法残差值 (%).....	6
图 6: 2017 年 8 月-2023 年 3 月观测方法当前残差与 12 月前残差 (%).....	6
表 1: 2023 年 3 月美国 CPI 主要分项同比增速与拉动.....	4

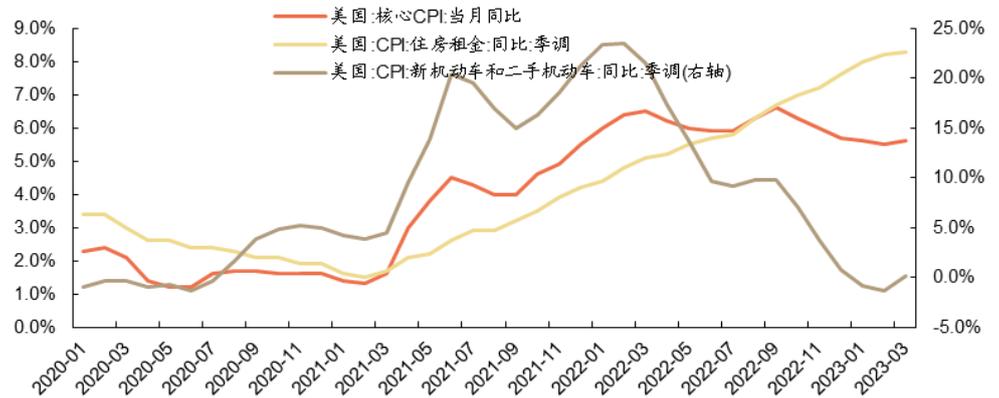
1. 美国核心通胀同比仍存破 6 可能

1.1 核心通胀掉头向上

3 月核心 CPI 当月同比较上月抬升。3 月美国 CPI 当月同比录得 5%，较前值 6% 出现了较为明显的下降，降幅主要得益于能源项增速的大幅趋缓（表 1）。但核心 CPI 当月同比由 5.5% 升至 5.6%，引发市场对于未来通胀水平超预期的担忧，其中房租 CPI 当月同比 8.3%，前值 8.2%，新机动车和二手机动车 CPI 当月同比-0.1%，前值-1.3%（表 1）。

在报告《警惕通胀的上行风险》中，我们提示了通胀同比读数再次抬升的可能，3 月核心 CPI 同比也与我们的预测较为接近。今年以来，美国核心 CPI 同比下降幅度持续收窄。定性来看，基于“房租房价短期难降，薪资水平滞后影响，机动车降幅继续收窄”三项主要依据，我们认为 4-5 月美国核心 CPI 当月同比继续上行，甚至存在破 6% 的可能。

图1：2020 年-2023 年 3 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

表1：2023 年 3 月美国 CPI 主要分项同比增速与拉动

分项	权重	2023 年 3 月 同比	同比拉动	2023 年 2 月 同比
核心服务	58.2%	7.1%	4.1%	7.3%
核心服务:住房租金	34.1%	8.3%	2.8%	8.2%
核心商品	21.3%	1.5%	0.3%	1%
核心商品:新机动车和二手机动车	7.9%	-0.1%	0%	-1.3%
食品	13.5%	8.5%	1.1%	9.5%
能源	7%	-6.4%	-0.4%	5.2%

说明：数据为非季调数据，权重截至 2023 年 2 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 4-5 月核心 CPI 将继续上行

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，该观测方法准确地拟合了近期几个月的核心 CPI

同比读数。4月初我们判断3月核心CPI当月同比在5.4%-5.7%，较2月易升难降，与真实值5.6%较为接近。

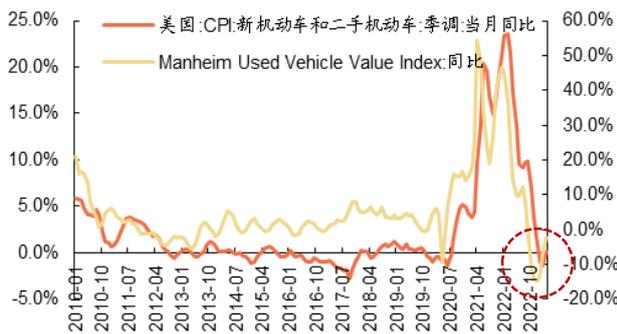
根据观测方法，美国核心CPI同比预测值可表示为：先行指标1同比×回归系数1+先行指标2同比×回归系数2+……

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)

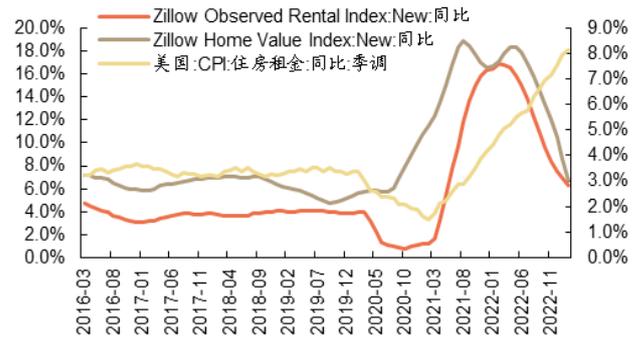
具体领先月数由检验对应分项与先行指标的相关性确定。站在当下时点，我们根据前期确定的方法，发现在机动车价格指数降幅开始收窄的情况下（图2），租金和薪资增速并未表现出很强的降幅（图3）。

图2：2010年-2023年3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

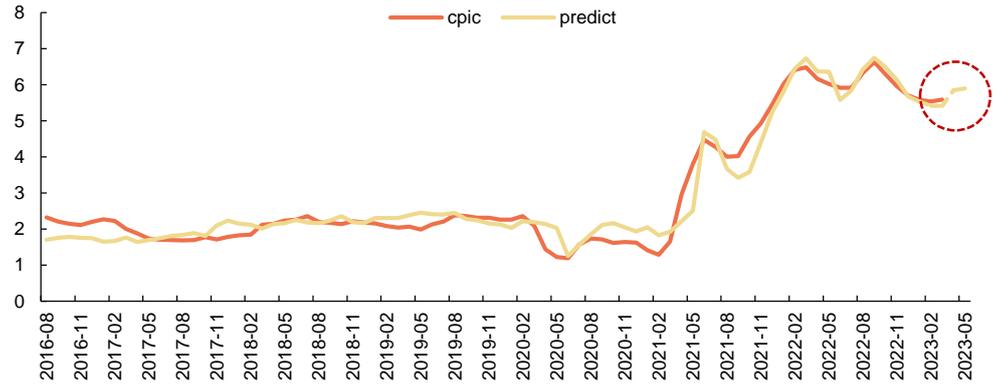


说明：暂时缺少3月Zillow房租和房价指数，但由于房租通常领先CPI住房租金同比5个月，房价通常领先CPI住房租金14个月，因此目前指数变化取决于历史数据。

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当月同比可能继续上行的风险（图4）。

图4：2016年8月-2023年5月美国核心CPI同比真实值与预测值（%）



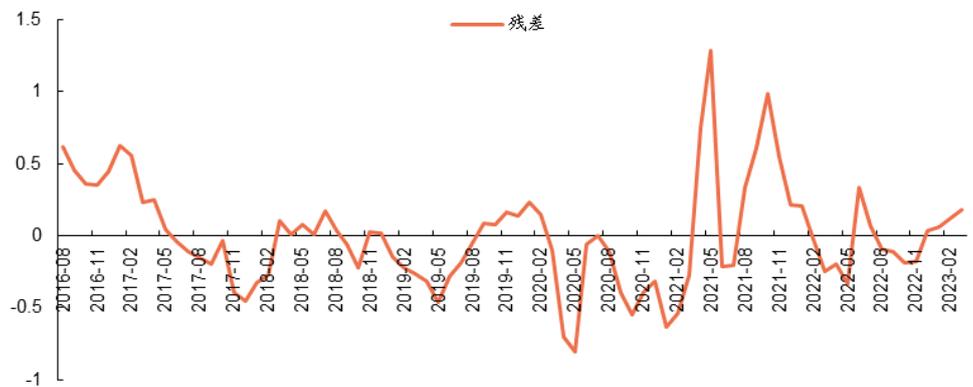
说明：在进行回归拟合时，我们发现 Zillow 官网更改了房租指数和房价指数的口径，使用新口径房价数据将增加回归的方差，不利于提高我们预测的准确度，因此在回归时我们仍采用老口径的数据。由于房价指数领先 CPI 住房租金同比读数较多（14 各月），因此数据仍是可获得的。

资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 考察残差协助消除基数效应

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。

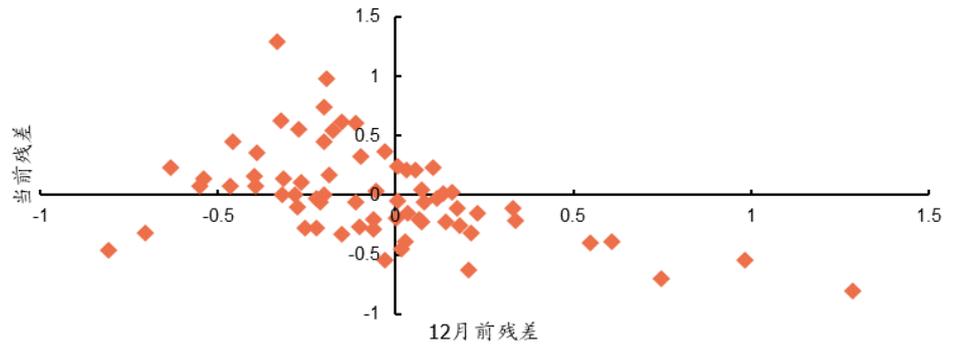
图5：2016 年 8 月-2023 年 3 月观测方法残差值（%）



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 4 月、5 月，观测方法残差为负，指示未来两个月核心 CPI 同比相较观测方法向上浮动。综合来看，我们判断 4 月美国核心 CPI 同比读数或在 5.9%-6.0%，5 月美国核心 CPI 同比读数或在 6.0%-6.1%。

图6：2017 年 8 月-2023 年 3 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