

核心通胀仍在 5% 以上

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023 年 07 月 10 日

投资摘要:

我们认为 6 月、7 月美国核心 CPI 同比仍将保持在 5% 以上。尽管租金已经开始下降，6 月非农就业数据也显示劳动力市场出现松动迹象，但核心通胀的下降斜率仍然保持在较为平缓的水平。由于即期价格对通胀的影响有限，因此我们认为在利率已保持在限制水平的情况下，再次提高利率水平的边际收益有限。具体来说，我们预计 6-7 月美国核心 CPI 同比分别为 5.2%、5.1%。

核心通胀下降方向较为确定但斜率较缓

- 核心 CPI 缓慢下降。2023 年 5 月美国 CPI 当月同比 4%，增速较 4 月大幅下降 0.9 个百分点，但其中核心 CPI 并未表现出显著的下行趋势，5 月录得 5.3%，增速较 4 月小幅回落 0.2 个百分点。今年以来，美国整体 CPI 同比出现松动，增速降幅高于核心，主要得益于食品和能源增速的快速收窄，但由于房租、房价和薪资等核心 CPI 中的主要分项增速下降缓慢，因此核心 CPI 和整体 CPI 同比走势出现分化。目前看，房租已经出现松动，6 月非农数据显示了美国就业市场的冷却信号，因此我们认为未来美国核心 CPI 增速的下降方向较为确定，但斜率仍然缓慢。
- 核心保持高位增加整体 CPI 增速的不确定性。由于整体 CPI 增速近期出现了较大的降幅，美国资本市场认为利率水平将在保证经济活力的基础上控制住通胀，并开始定价经济“软着陆”。在整体 CPI 中核心通胀的占比达 79.6%，其中核心服务占比达 58.2%，同时增速降幅较大的食品、能源项目波动性较大，若核心 CPI 增速仍保持高位，未来通胀的下降路径或存在较大的不确定性。因此我们认为目前核心通胀的粘性仍是美国通胀治理的核心矛盾。

6 月、7 月核心通胀同比分别为 5.2%、5.1%

- 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。今年以来我们也对核心 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 (+13 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)
- 站在当下时点，我们根据前期先行指标的走势，认为未来核心通胀的下行较为确定。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 预测值仍保持了下降的趋势，但下降斜率较为有限。

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	202306E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	6.0	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	3.9	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	9.8	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	5.7	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-7.7	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	7.5	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	0	2.0
PPI 同比	-2.7	10.7	4.9	-5.4	-0.5
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.7	2.9
美元兑人民币汇率中间价	6.5	6.4	7.0	7.2	6.8

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

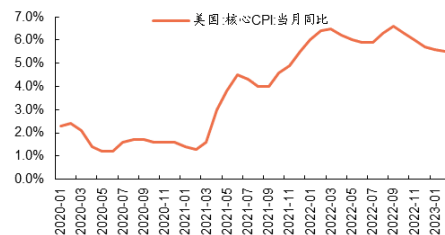
李起

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122090010

13716755997

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

- 《工业生产环比企稳：宏观经济研究周报》2023-06-25
- 《不利环境提升稳增长必要性：宏观经济研究周报》2023-06-19
- 《逆周期因子尚未使用：宏观经济研究周报》2023-06-11
- 《逐渐接近底部：宏观经济研究周报》2023-06-05
- 《5 月环比继续收缩：宏观经济研究周报》2023-05-28

社会融资规模	13.3	10.3	9.6	9.1	10.0
--------	------	------	-----	-----	------

说明: CPI 和 PPI 同比 2023E 为全年同比, 202306E 为当月同比实际值; 10Y 国债收益率和汇率取统计期最后一个交易日, 为实际值。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 核心通胀仍在 5% 以上	4
1.1 核心通胀下降方向较为确定但斜率较缓	4
1.2 6 月、7 月核心通胀同比分别为 5.2%、5.1%	5
2. 风险提示	6

图表目录

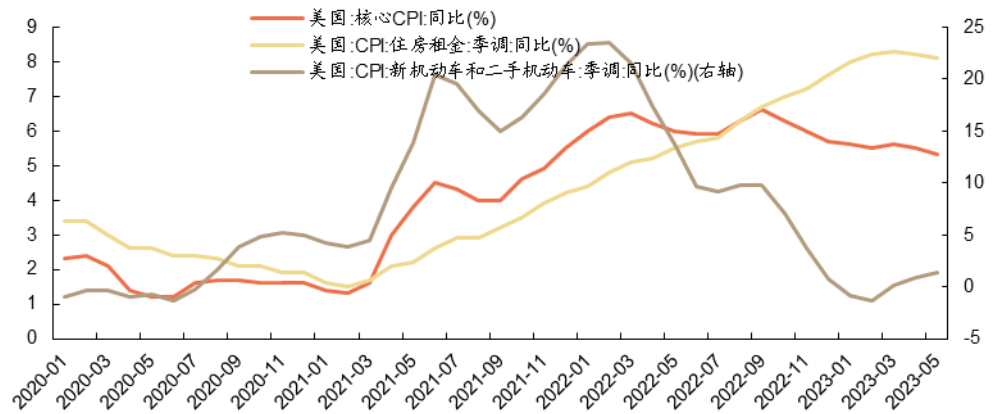
图 1: 2020 年-2023 年 2 月美国核心 CPI 及其重要分项当月同比	4
图 2: 2018 年-2023 年 5 月美国 CPI 机动车分项与 Manheim 二手车价格指数同比	5
图 3: 2018-2023 年 5 月美国 CPI 房租分项与 Zillow 房租房价指数同比	5
图 4: 2021 年 5 月-2023 年 7 月美国核心 CPI 同比真实值与预测值	5
表 1: 2023 年 5 月美国 CPI 主要分项同比增速与拉动	4

1. 核心通胀仍在 5% 以上

1.1 核心通胀下降方向较为确定但斜率较缓

核心 CPI 缓慢下降。2023 年 5 月美国 CPI 当月同比 4%，增速较 4 月大幅下降 0.9 个百分点，但其中核心 CPI 并未表现出显著的下行趋势，5 月录得 5.3%，增速较 4 月小幅回落 0.2 个百分点（表 1）。今年以来，美国整体 CPI 同比出现松动，增速降幅高于核心（表 1），主要得益于食品和能源增幅的快速收窄，但由于房租、房价和薪资等核心 CPI 中的主要分项增速下降缓慢，因此核心 CPI 和整体 CPI 同比走势出现分化。目前看，房租已经出现松动，6 月非农数据显示了美国就业市场的冷却信号，因此我们认为虽然未来美国核心 CPI 增速的下降方向较为确定，但斜率仍然缓慢。

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

核心保持高位增加整体 CPI 增速的不确定性。由于整体 CPI 增速近期出现了较大的降幅，美国资本市场认为利率水平将在保证经济活力的基础上控制住通胀，并开始定价经济“软着陆”。在整体 CPI 中核心通胀的占比达 79.6%，其中核心服务占比达 58.2%（表 1），同时增速降幅较大的食品、能源项目波动性较大，若核心 CPI 增速仍保持高位，未来通胀的下降路径或存在较大的不确定性。因此我们认为目前核心通胀的粘性仍是美国通胀治理的核心矛盾。

表1：2023 年 5 月美国 CPI 主要分项同比增速与拉动

分项	权重	2023 年 5 月 同比	同比拉动	2023 年 4 月 同比
CPI 当月同比	100%	4.0%	4.0%	4.9%
食品	13.4%	6.7%	0.9%	7.7%
能源	7.0%	-11.7%	-0.8%	-5.1%
核心 CPI 当月同比	79.6%	5.3%	4.2%	5.5%
核心服务	58.2%	6.6%	3.8%	6.8%
核心服务:住房租金	34.2%	8.1%	2.8%	8.2%
核心商品	21.3%	2.0%	0.4%	2.0%
核心商品:新机动车和二手机动车	8.1%	1.40%	0.1%	0.8%

说明：数据为非季调数据，权重截至 2023 年 4 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 6月、7月核心通胀同比分别为 5.2%、5.1%

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。今年以来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。后续 Zillow 更新了房租和房价指数的编制方法，我们在其基础上更新了先行指标的领先月数（经检验美国 Zillow 房价指数同比领先月数由 12 个月延长至 13 个月）。

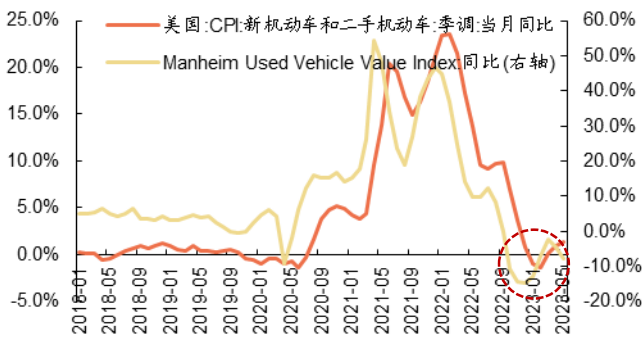
根据观测方法，美国核心 CPI 同比预测值可表示为：先行指标 1 同比×回归系数 1+先行指标 2 同比×回归系数 2+……

经过匹配与检验，发现以下指标领先美国 CPI 分项的走势，其中 Zillow 房租、房价指数经其最新调整：

- ◆ 美国 Zillow 房租指数同比（+5 月）
- ◆ 美国 Zillow 房价指数同比（+13 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）

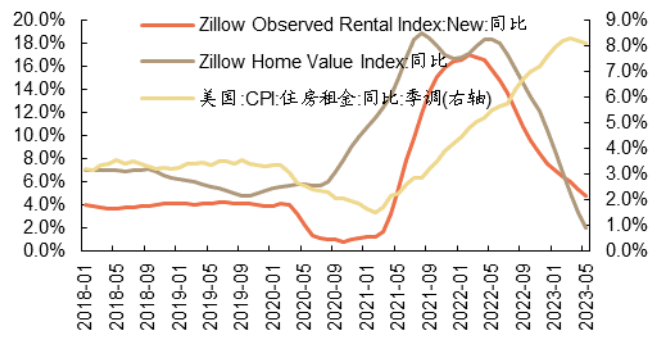
具体领先月数由检验对应分项与先行指标的相关性确定。站在当下时点，我们根据前期先行指标的走势，认为未来核心通胀的下行较为确定（图 2、图 3）。

图2：2018年-2023年5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

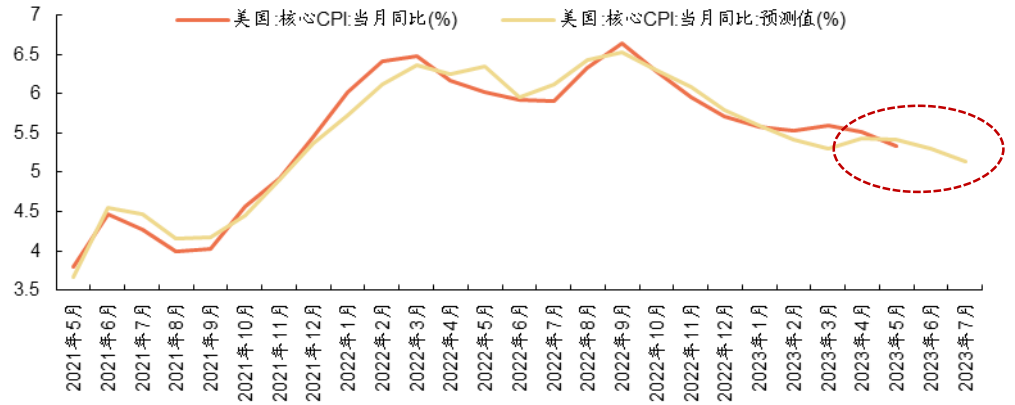
图3：2018-2023年5月美国 CPI 房租分项与 Zillow 房租房价指数同比



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 仍保持了下降的趋势，但下降斜率较为有限（图 4）。

图4：2021年5月-2023年7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，我们使用 Zillow 官网新发布的房租和房价指数进行回归。

资料来源：Wind，申港证券研究所

综合来看，我们预计 6-7 月美国核心 CPI 同比分别为 5.2%、5.1%。

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