

# 英美日欧 CPI 差异及美国 CPI 预测方法

我们预计美国 CPI 同比增速近期可能呈现先反弹后回落的走势，并有望于 2023 年年末重新下降至约 3% 的水平。

- 英美日欧 CPI 的统计方式异同：英美日 CPI 统计范围为单一国家，而欧元区则是根据 19 国不同权重计算出统一指数；英美日欧 CPI 统计项目大同小异，均包含能源、食品、商品和服务，但在调查对象上有所不同，美国 CPI 主要针对城市居民，英日欧则针对整体居民。
- 按照美国权重标准统一计算后的各国 CPI 走势：在美国统一口径下，英日欧的通胀同比增速均低于官方水平，但英国和欧元区的通胀同比增速仍显著高于美国。
- 美国 CPI 同比增速预测：基准情形下，可能在小幅反弹后于 2023 年年末重新回落到 3% 左右；通胀较强情形下，可能在小幅反弹后维持在 4% 左右的水平至年末；通胀较弱情形下，有望持续放缓并于年末接近 2%。
- 风险提示：通胀走势偏离预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

(8621)2032870

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

英美欧日 CPI 构成的差异分析.....	5
英美欧日的 CPI 统计方式方法 .....	5
英美欧日的 CPI 构成权重和历史走势.....	6
统一标准后的跨经济体 CPI 比较 .....	12
美国 CPI 的拆分法与未来走势预测.....	16
CPI 预测方法 .....	16
CPI 分项预测 .....	16
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1. 美国 CPI-U 一级分类.....	6
图表 2. 美国 CPI-U 二级分类：主要项目.....	6
图表 3. 美国 CPI-U 二级分类：非能源项目拆分 vs 其它.....	6
图表 4. 1990 至今的 CPI-U 历史同比走势图.....	6
图表 5. 各分项对 CPI-U 同比增速贡献.....	7
图表 6. 美国 PCE 一级分类.....	7
图表 7. 美国 PCE 二级分类：主要项目.....	7
图表 8. 美国 PCE 二级分类：服务业支出拆分 vs 其它.....	8
图表 9. 2001 至今的 PCE 历史同比走势图.....	8
图表 10. 各分项对 PCE 同比增速贡献.....	8
图表 11. 英国 CPI 一级分类：12 个分项.....	9
图表 12. 1990 至今的英国 CPI 历史同比走势图.....	9
图表 13. 各分项对英国 CPI 同比增速贡献.....	9
图表 14. 英国 CPIH 一级分类：12 个分项.....	10
图表 15. 1990 至今的 CPIH 历史同比走势图.....	10
图表 16. 各分项对英国 CPI 同比增速贡献.....	10
图表 17. 欧元区 HICP 一级分类：12 个分项.....	11
图表 18. 1997 至今的 HICP 历史同比走势图.....	11
图表 19. 各分项对欧元区 HICP 同比增速贡献.....	11
图表 20. 日本 CPI 一级分类：10 个分项.....	12
图表 21. 1990 至今的日本 CPI 历史同比走势图.....	12
图表 22. 各分项对日本 CPI 同比增速贡献.....	12
图表 23. 6 个通胀指标的权重差异：图形.....	13
图表 24. 6 个通胀指标的权重差异：数据表.....	13
图表 25. 按照美国 CPI 的各分项权重，英国 CPI 分项对于同比增速的贡献.....	13
图表 26. 美国标准下，英国 CPI 近四个月的同比增速贡献数据.....	13
图表 27. 按照美国 CPI 的各分项权重，英国 CPIH 分项对于同比增速的贡献.....	14
图表 28. 美国标准下，英国 CPIH 近四个月的同比增速贡献数据.....	14
图表 29. 按照美国 CPI 的各分项权重，欧元区 HICP 分项对于同比增速的贡献.....	14
图表 30. 美国标准下，欧元区 HICP 近四个月的同比增速贡献数据.....	14
图表 31. 按照美国 CPI 的各分项权重，日本 CPI 分项对于同比增速的贡献.....	15
图表 32. 美国标准下，日本 CPI 近四个月的同比增速贡献数据.....	15
图表 33. 按美国标准统一计算后的英美日欧 CPI.....	15
图表 34. 美国 CPI 分项权重和预测方法.....	16
图表 35. 食品 CPI 与领先指标初级产品价格指数.....	16
图表 36. 食品分项历史数据及预测走势.....	16

图表 37. 能源 CPI 与领先指标布伦特原油价格.....	17
图表 38. 能源分项历史数据及预测走势.....	17
图表 39. 美国核心商品通胀同比（蓝色线）vs 美国 GSCPI（灰色线，领先约 3 个月）.....	18
图表 40. 美国 CPI 二手车价格同比增速（蓝色线）vs 美国 Manheim 二手车指数同比变动（灰色线）.....	18
图表 41. 历史数据显示，中国 PPI（灰色线）快速走高是美国核心商品通胀（蓝色线）走高的必要不充分条件.....	18
图表 42. 美国核心商品通胀历史数据及预测走势.....	18
图表 43. 住房服务通胀 vs CS 房价指数:20 个大中城市.....	19
图表 44. 住房分项历史数据及预测走势.....	19
图表 45. 非住房核心服务历史数据及未来预测.....	19
图表 46. CPI 历史数据及未来预测.....	20

本篇深度报告尝试为投资人解析 CPI 构成方式，并展示一种较为实用的 CPI 预测方法作为参考，以帮助投资人对于目前海外主要经济体的通胀情况有一个更为全面的理解。本报告梳理了英美日欧四个经济体的 CPI 构成差异及其近期的发展趋势和现状。在此基础上，本报告以美国的 CPI 统计口径为标准，重新计算了英国、日本、欧洲的通胀水平，以便在同一统计口径下对各主要经济体进行比较。最后，本报告展示了简易实用的预测美国 CPI 的方法，并以此为基础对美国 CPI 的未来走势做出判断。

## 英美欧日 CPI 构成的差异分析

### 英美欧日的 CPI 统计方式方法

#### 数据收集和计算方法

美国的 CPI 数据由美国劳工统计局 (BLS) 收集和计算。它包括两个主要的指数：CPI-U (全体城市消费者的消费者价格指数) 和 CPI-W (工薪阶层和文职人员的消费者价格指数)。美国 CPI 通常是指所有城市消费者的消费价格指数 (CPI-U)，所有城市消费者群体占美国总人口的 90% 以上，权重每月都会根据消费者开支调查进行调整。美国的 PCE 数据由美国商务部经济分析局 (BEA) 计算并发布，BEA 并没有公布固定的分项权重，但是可以通过计算当前个人消费支出中的份额得到近似的 PCE 指数变化百分比的相对重要性权重，即“链式”权重。PCE 涵盖了所有居民的支出，包括非营利性机构的支出，以及在国内工作的外国人的消费。在美国，联邦储备系统 (Fed) 使用 PCE 来衡量其 2% 的通胀目标，因为 PCE 被认为是能更准确地反映消费者支出模式的变化。

英国的 CPI 由英国国家统计局 (ONS) 计算并发布。英国的 CPI 包括全国所有私人户主的消费行为，包括城市和农村居民。英国还公布了 CPIH (Consumer Prices Index including owner occupiers' housing costs) 来衡量通胀水平，在 CPI 的基础上增加了自住业主的房屋成本 (Owner occupiers' housing costs) 和市政税及差饷 (Council Tax and rates) 两个小项。虽然英国国家统计局称 CPIH 是衡量通货膨胀最全面的指标，但是仍然将 CPI 定为政府制定通胀目标时使用的通胀指标。

欧洲的 CPI 是欧元区 19 国 HICP (Harmonized index of consumer prices)，由欧洲统计局 (Eurostat) 计算和发布。它旨在提供一个用于比较各欧元区 19 个国家的通货膨胀的统一度量，因此在涵盖的商品和服务，以及价格收集方法等方面尽可能保持一致。

日本的 CPI 是由日本统计局 (Statistics Bureau of Japan) 计算和发布的。这其中包含了业主自住住房的住房成本 (Housing cost of owner-occupied housing)，并通过“估算租金 (Imputed rent)”纳入指数。日本的消费者物价指数 (CPI) 有多个版本，其中包括全国 CPI 和东京都的 CPI。全国 CPI 指数涵盖了整个日本，而东京都 CPI 特定于东京都区域。东京都 CPI 经常被提前一个月发布，因此被视为全国 CPI 的前瞻指标。但是在谈论日本的通货膨胀率或 CPI 时，通常指的是全国 CPI，因为它代表了整个国家的物价水平。

美国、英国和日本的 CPI 计算方法均为： $CPI = \sum(\text{单项指标指数} \times \text{该项指标权重})$ ；而欧元区 HICP 计算方法为： $HICP = \sum[\text{各国权重} \times \sum(\text{各国单项指标指数} \times \text{各国该项指标权重})]$ 。

#### 调查项目

**英美日欧 CPI 统计项目大同小异。**美国 CPI 的商品和服务篮子分为四大类：食品、能源、非食品能源商品、非能源服务。而美国 PCE 的商品和服务篮子更为广泛，除了消费者购买的商品和服务，还包括政府、非营利组织以及企业为员工购买的商品和服务。英国的商品和服务篮子分为 12 项：食品和非酒精饮料、酒精和烟草、服装及鞋类、房屋及家居服务、家具及家居用品、健康、交通、通信、娱乐文化、教育、餐厅及酒店、其他杂费。欧元区 HICP 的商品和服务篮子是根据欧盟各成员国的消费模式确定的，与英国一样分为相同的 12 项。日本的商品和服务篮子分为 10 项：食品、住房、燃料，灯光和水费、家具及家居用品、服装及鞋类、医疗保健、交通和通信、教育、娱乐文化、其他杂费。

#### 调查对象

**美国 CPI 主要针对城市居民，英日欧则针对整体居民。**美国的 CPI-U 涵盖的是城市非机构化民众的消费行为，约占美国总人口的 90%；CPI-W 涵盖的是城市蓝领工人和白领职员，约占美国总人口的 30%。美国 PCE 涵盖了所有居民，包括非营利机构以及在国内工作的外国人。英国的 CPI 和 CPIH 包括了全国所有私人户主的消费行为，包括城市和农村居民。欧元区 HICP 涵盖了欧盟所有成员国的消费者。日本的 CPI 包含了全国居民。

## 英美欧日的 CPI 构成权重和历史走势<sup>1</sup>

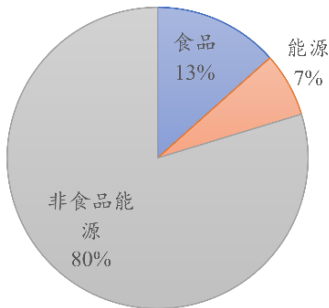
### 美国 CPI-U

美国 CPI-U 的一级分类共为 3 项，分别是食品（13%），能源（7%）和非食品能源（80%）。在二级分类中食品分为在家食品（9%）和离家食品（5%）；能源分为能源商品（4%）和能源服务（3%）；非食品能源分为非食品能源商品（21%）和非能源服务（58%）。其中，占比 58% 的非能源服务则包括 8 项服务，分别为住房（35%）、供水、下水道和垃圾收集服务（1%），家庭经营（1%），医疗（6%），交通（6%），娱乐（3%），教育和通信（5%）和其他个人服务（1%）。

截至 7 月的 CPI 同比数据为 3.2%，较上月 3% 的同比增速有所走高。从疫情前的 2011-2019 年的数据来看，其历史均值为 1.79%，目前的通胀水平显著高于疫情前的平均水平。

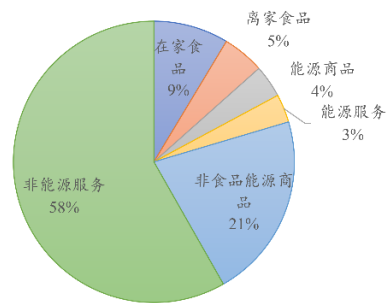
从同比的贡献水平来看，近一年的数据显示美国 CPI-U 分项贡献度如图 5 所示。具体来看，7 月的数据显示其分项贡献度排序为：住房服务(2.67%)>其他服务(0.98%)>能源(-0.86%)>食品(0.66%)>核心商品(0.17%)。同比负增长的能源是近期美国 CPI 通胀同比变动有所回落的主要原因之一。

图表 1. 美国 CPI-U 一级分类



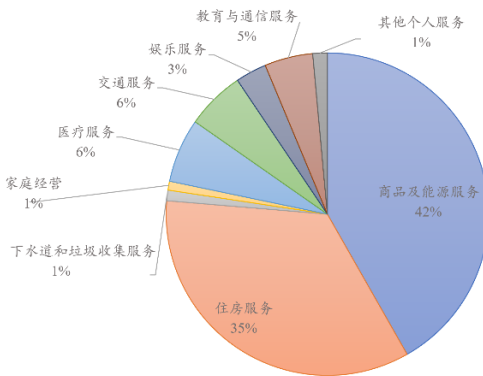
资料来源：美国劳工部 (BLS)，中银证券

图表 2. 美国 CPI-U 二级分类：主要项目



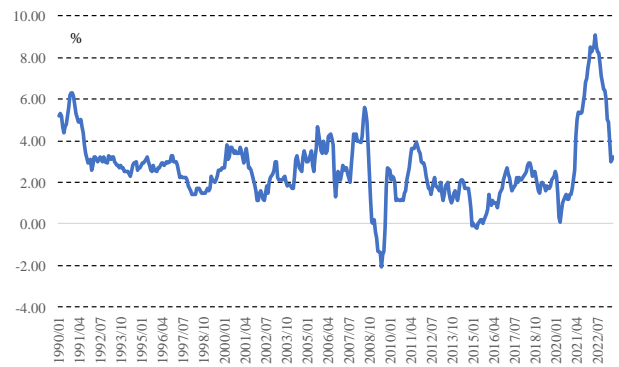
资料来源：美国劳工部 (BLS)，中银证券

图表 3. 美国 CPI-U 二级分类：非能源项目拆分 vs 其它



资料来源：美国劳工部 (BLS)，中银证券

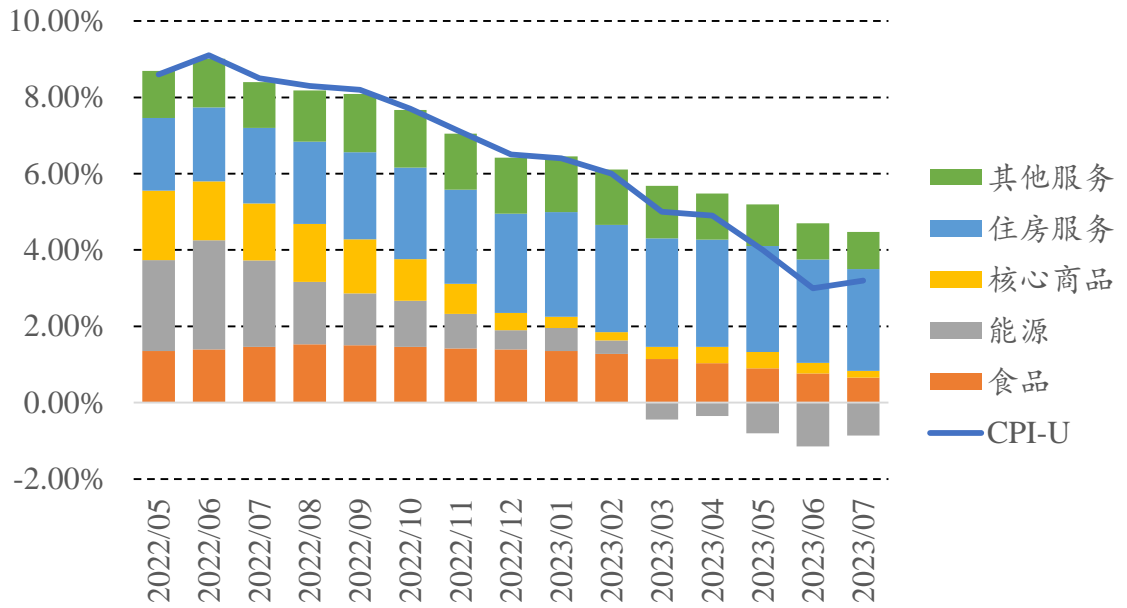
图表 4. 1990 至今的 CPI-U 历史同比走势图



资料来源：Ifind，中银证券

<sup>1</sup> 需要注意的是，各个经济体官方 CPI 的统计方法相对复杂，因此官方公布值并不等于简单的各个分项的变动的加权平均。本报告使用各个分项的变动的加权平均来拟合官方公布值，但无法做到精确还原。

图表 5. 各分项对 CPI-U 同比增速贡献



资料来源: Ifind, 中银证券

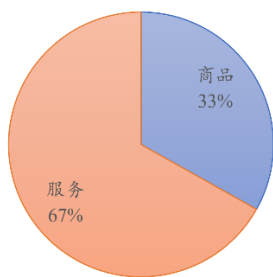
## 美国 PCE

美国 PCE 的一级分类分为商品 (33%) 和服务 (67%) 两大类。在二级分类中分为耐用品 (12%)、非耐用品 (21%)、非营利性家庭服务机构最终消费支出 (NPISHs) (3%) 和服务业居民消费支出 (64%)。其中, 占比 64% 的服务业居民消费支出包括 7 项服务, 分别为住房及家居服务 (18%)、健康 (16%)、交通 (3%)、娱乐 (4%)、餐饮及住宿 (7%)、金融服务与保险 (8%) 和其他服务 (8%)。

截至 7 月的 PCE 同比数据为 3.3%, 较上月 3.0% 的同比增速有所走高。从疫情前的 2011-2019 年的数据来看, 其历史均值为 1.45%, 目前的通胀水平显著高于疫情前的平均水平。

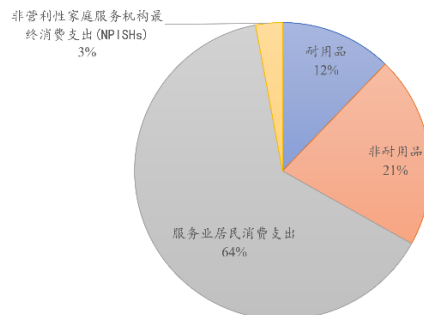
从同比的贡献水平来看, 近一年的数据显示美国 PCE 分项贡献度如图 10 所示。具体来看, 7 月的数据显示其分项贡献度排序为: 其他服务 (2.31%) > 住房服务 (1.2%) > 能源 (-0.58%) > 核心商品 (0.27%) > 食品 (0.25%)。最新一期能源负增长对于通胀降温的贡献有所减弱, 非住房服务对通胀的正贡献则有所加强, 食品、核心商品及住房服务分项对通胀的正贡献则边际减弱。

图表 6. 美国 PCE 一级分类



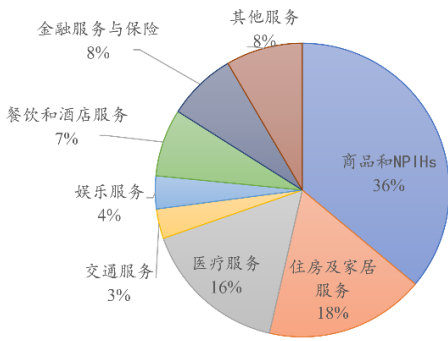
资料来源: 美国劳工部 (BLS), 中银证券

图表 7. 美国 PCE 二级分类: 主要项目



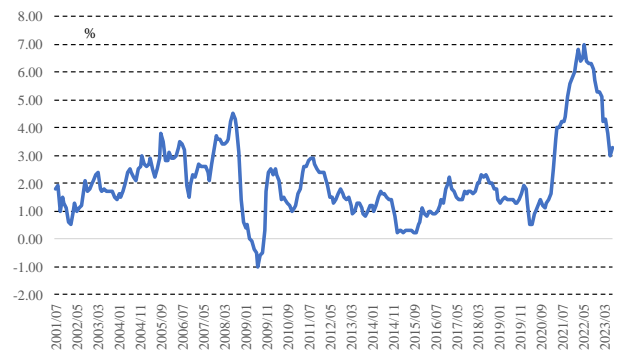
资料来源: 美国劳工部 (BLS), 中银证券

图表 8. 美国 PCE 二级分类：服务业支出拆分 vs 其它



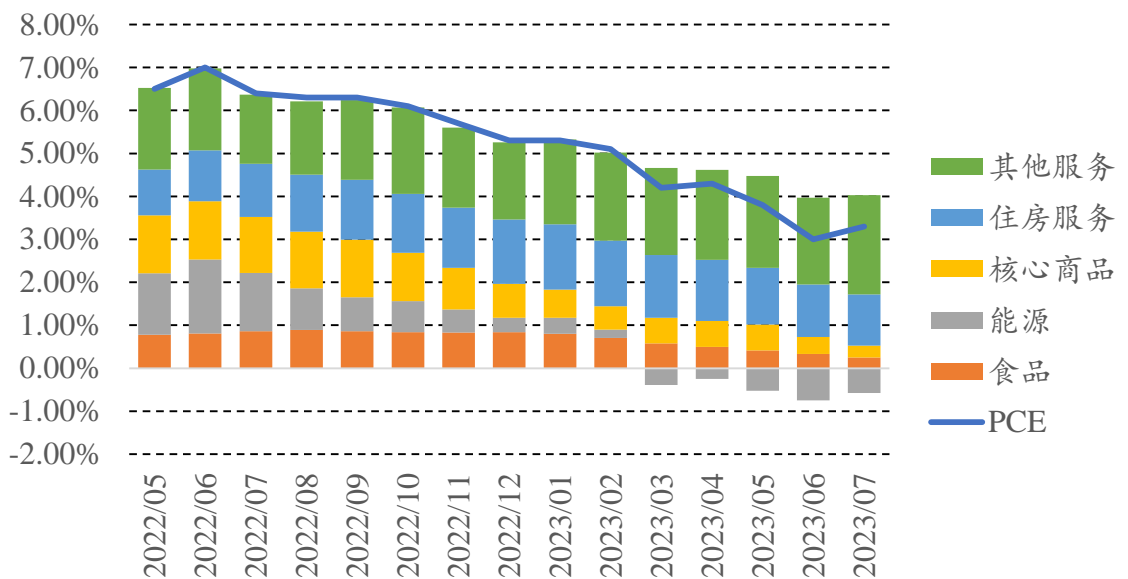
资料来源：美国劳工部 (BLS)，中银证券

图表 9. 2001 年至今的 PCE 历史同比走势图



资料来源：Iifind，中银证券

图表 10. 各分项对 PCE 同比增速贡献



资料来源：Iifind，中银证券

## 英国 CPI

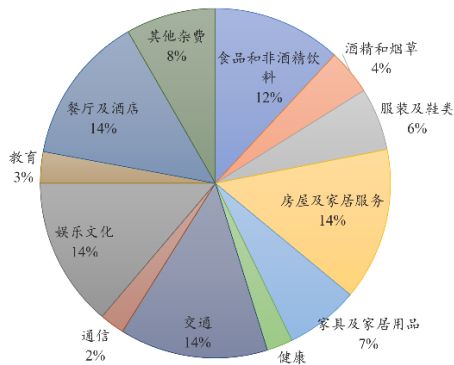
英国 CPI 按照 COICOP 分类法，一共分为 12 项，分别为食品和非酒精饮料(12%)、酒精和烟草(4%)、服装及鞋类(6%)、房屋及家居服务(14%)、家具及家居用品(7%)、健康(2%)、交通(14%)、通信(2%)、娱乐文化(14%)、教育(3%)、餐厅及酒店(14%)和其他杂费(8%)。

截至 7 月的 CPI 同比数据为 6.8%，较上月 7.9% 的同比增速有所走低。从疫情前的 2011-2019 年的数据来看，其历史均值为 2.13%，目前的通胀水平显著高于疫情前的平均水平。

从同比的贡献水平来看，近一年的数据显示英国 CPI 分项贡献度如图 13 所示。具体来看，7 月的数据显示其分项贡献度排序为：其他服务(2.89%)>核心商品(2.4%)>食品(2.13%)>能源(-0.62%)>住房服务(0.58%)。能源同比负增长是导致 7 月英国 CPI 走低的主要原因，同时食品当月增长较上个月有所下滑，而核心商品、住房服务以及核心非住房服务在本月依旧同比走高。



图表 11. 英国 CPI 一级分类：12 个分项



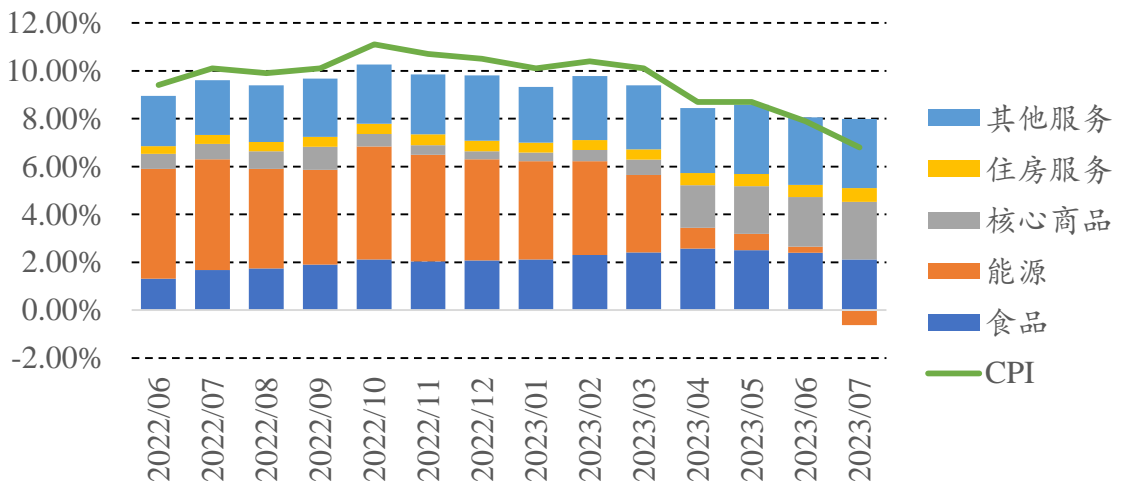
资料来源：英国国家统计局 (ONS)，中银证券

图表 12. 1990 年至今的英国 CPI 历史同比走势图



资料来源：Ifind，中银证券

图表 13. 各分项对英国 CPI 同比增速贡献



资料来源：Ifind，中银证券

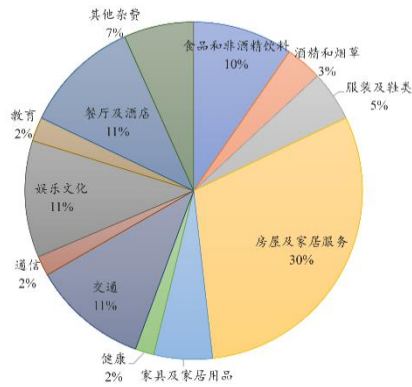
## 英国 CPIH

英国 CPIH 同样也参照 COICOP 分类标准，分项与权重分别为食品和非酒精饮料（10%）、酒精和烟草（3%）、服装及鞋类（5%）、房屋及家居服务（30%）、家具及家居用品（6%）、健康（2%）、交通（11%）、通信（2%）、娱乐文化（11%）、教育（2%）、餐厅及酒店（11%）和其他杂费（7%）。

截至 7 月的英国 CPIH 同比数据为 6.4%，较上月 7.4% 的同比增速有所走低。从疫情前的 2011-2019 年的数据来看，其历史均值为 2.02%，目前的通胀水平显著高于疫情前的平均水平。

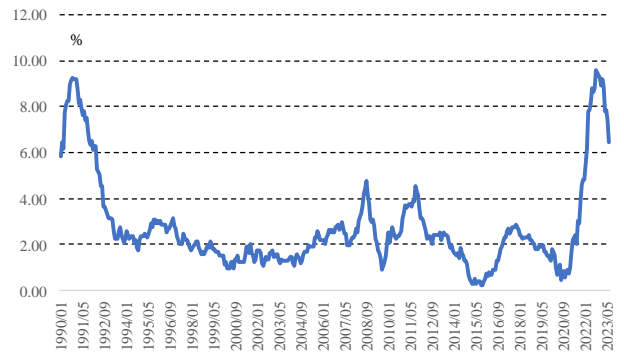
从同比的贡献水平来看，近一年的数据显示英国 CPIH 分项贡献度如图 16 所示。具体来看，7 月的数据显示其分项贡献度排序为：其他服务（2.27%）>核心商品（1.97%）>食品（1.74%）>住房服务（1.34%）>能源（-0.54%）。能源同比负增长是导致 7 月英国 CPI 走低的主要原因，同时食品当月增长较上个月有所下滑，而核心商品、住房服务以及核心非住房服务在本月依旧同比走高。

图表 14. 英国 CPIH 一级分类：12 个分项



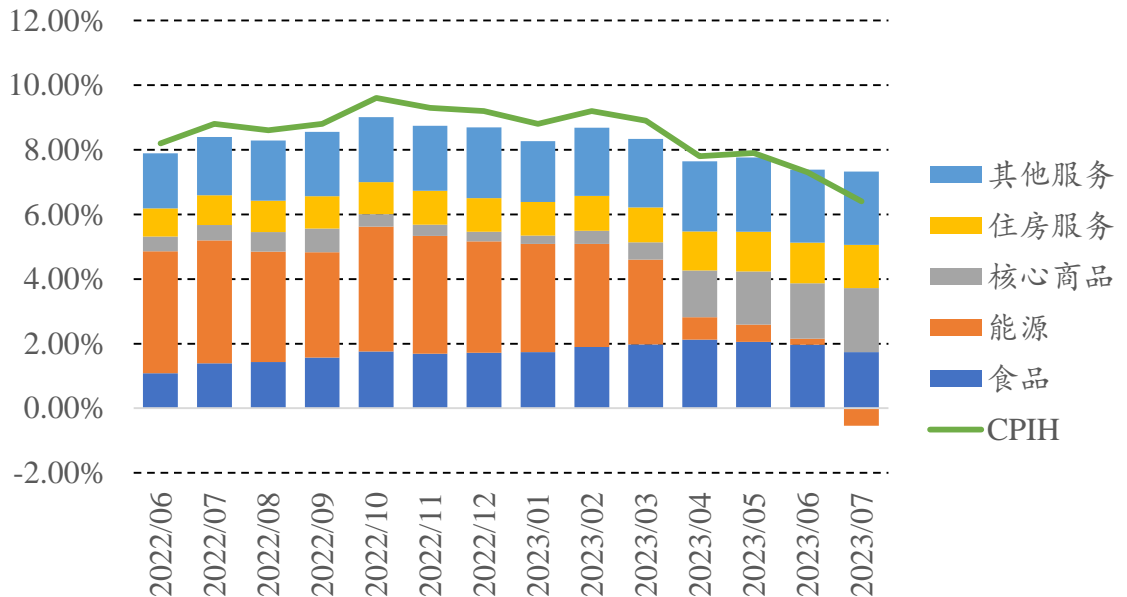
资料来源：英国国家统计局 (ONS)，中银证券

图表 15. 1990 年至今的 CPIH 历史同比走势图



资料来源：英国国家统计局 (ONS)，中银证券

图表 16. 各分项对英国 CPI 同比增速贡献



资料来源：Iifind，中银证券

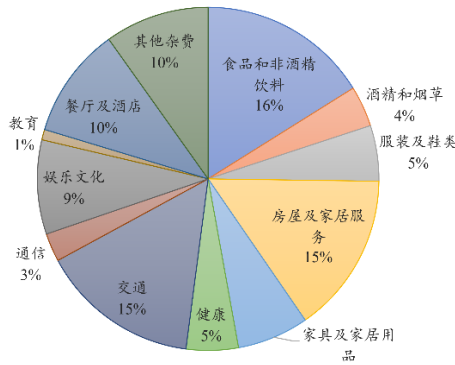
## 欧元区 HICP

欧元区 HICP 也依据 COICOP 分为 12 项，分别为食品和非酒精饮料 (16%)、酒精和烟草 (4%)、服装及鞋类 (5%)、房屋及家居服务 (15%)、家具及家居用品 (7%)、健康 (5%)、交通 (15%)、通信 (3%)、娱乐文化 (9%)、教育 (1%)、餐厅及酒店 (10%) 和其他杂费 (10%)。

截至 7 月的欧元区 HICP 同比数据为 5.3%，较上月 5.5% 的同比增速有所走低。从疫情前的 2011-2019 年的数据来看，其历史均值为 1.3%，目前的通胀水平显著高于疫情前的平均水平。

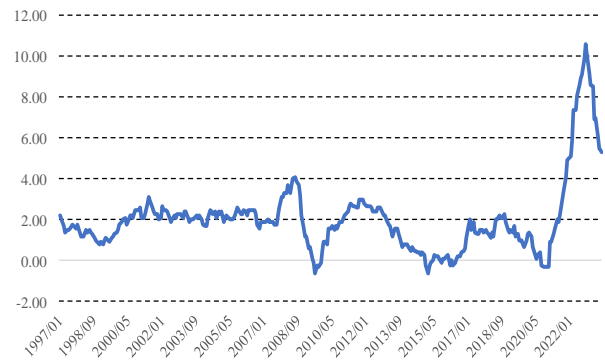
从同比的贡献水平来看，近一年的数据显示欧元区 CPIH 分项贡献度如图 19 所示。具体来看，7 月的数据显示其分项贡献度排序为：食品 (2.2%) > 其他服务 (2.1%) > 核心商品 (1.25%) > 能源 (-0.62%) > 住房服务 (0.37%)。食品、能源、核心商品以及住房服务在 7 月同比增速均继续回落，尤其是能源分项持续突破最高负增长，7 月只有非住房核心服务较上月有小幅上升。

图表 17. 欧元区 HICP 一级分类：12 个分项



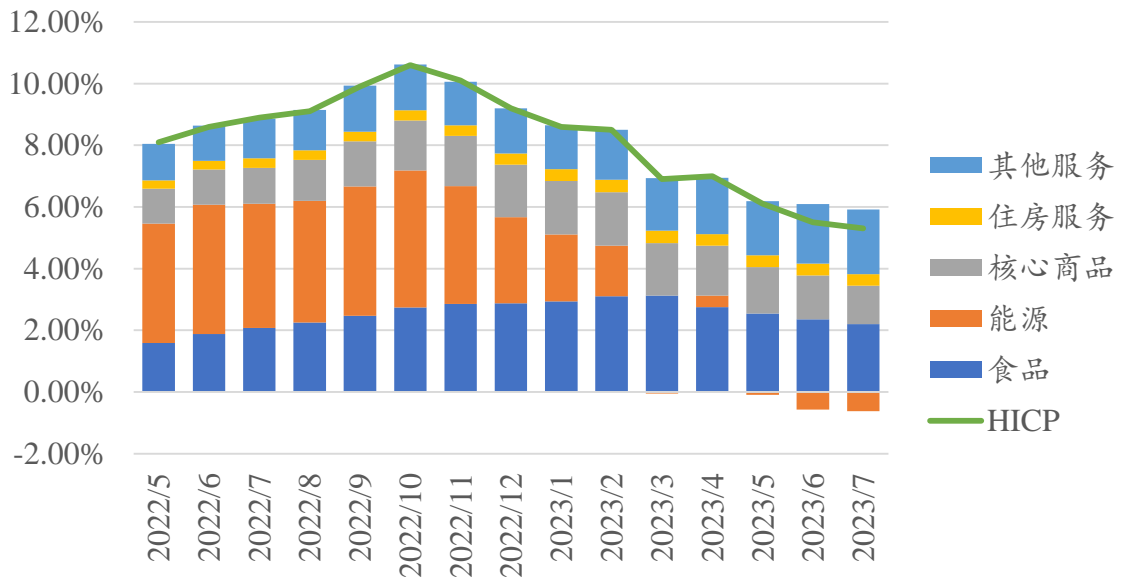
资料来源：欧洲央行 (ECB)，中银证券

图表 18. 1997 年至今的 HICP 历史同比走势图



资料来源：Ifind，中银证券

图表 19. 各分项对欧元区 HICP 同比增速贡献



资料来源：Ifind，中银证券

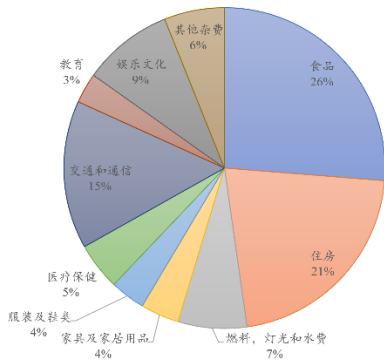
## 日本 CPI

日本 CPI 共含有 10 个分项，分别为食品 (26.26%)、住房 (21.49%)、燃料，灯光和水费 (6.93%)、家具及家居用品 (3.87%)、服装及鞋类 (3.53%)、医疗保健 (4.77%)、交通和通信 (14.93%)、教育 (3.04%)、娱乐文化 (9.11%) 和其他杂费 (6.07%)。

截至 7 月的日本 CPI 同比数据为 3.3%，同上月增速持平。从疫情前的 2011-2019 年的数据来看，其历史均值为 0.6%，目前的通胀水平显著高于疫情前的平均水平。

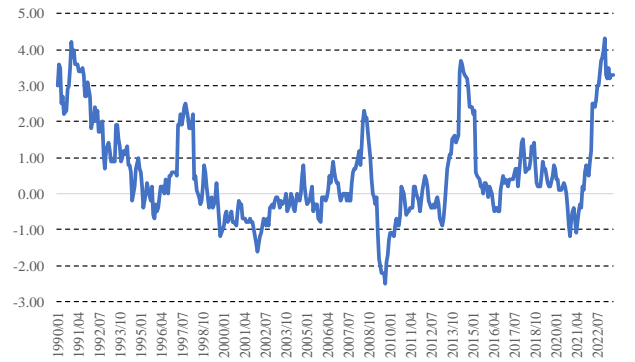
从同比的贡献水平来看，近一年的数据显示日本 CPI 分项贡献度如图 22 所示。具体来看，7 月的数据显示其分项贡献度排序为：食品 (2.31%) > 其他服务 (0.75%) > 能源 (-0.62%) > 核心商品 (0.58%) > 住房服务 (0.24%)。日本通胀在 7 个通胀指标中目前是通胀压力最小的经济体，7 月的 CPI 持平。分项来看，能源和核心商品较上月有所放缓，食品和非住房核心服务有所上升，住房服务持平。

图表 20. 日本 CPI 一级分类：10 个分项



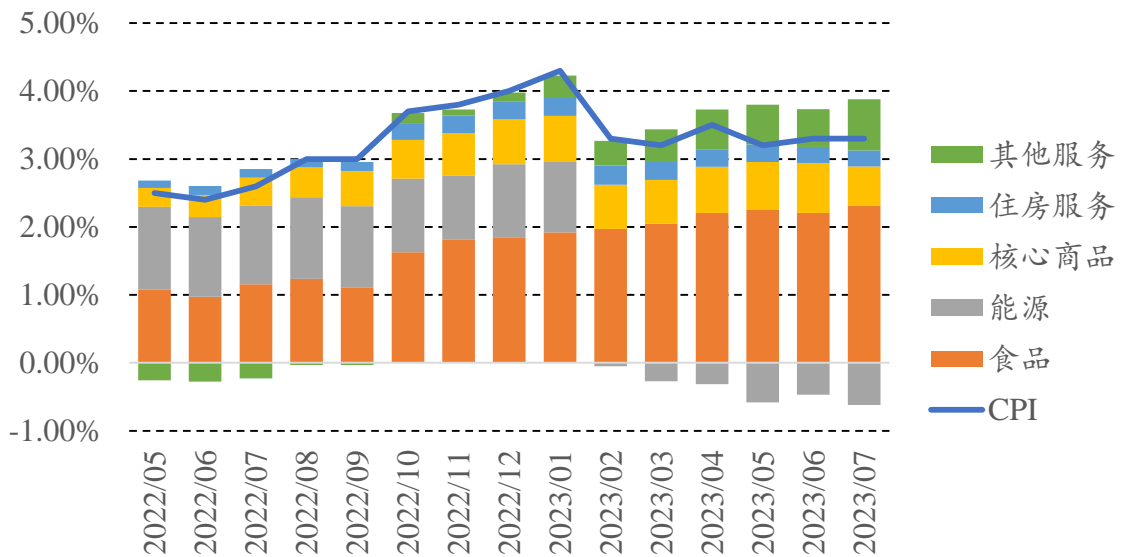
资料来源：日本统计局（SBJ），中银证券

图表 21. 1990 至今的日本 CPI 历史同比走势图



资料来源：Ifind，中银证券

图表 22. 各分项对日本 CPI 同比增速贡献



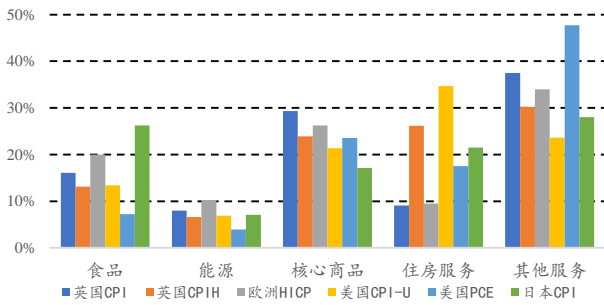
资料来源：Ifind，中银证券

总结而言，从最近几个月对 CPI 同比增速贡献最大的项目来看，美国的通胀压力主要来自住房租金，英国的通胀压力则主要是住房租金之外的其它服务，而欧元区 and 日本的通胀压力则主要来自食品。

## 统一标准后的跨经济体 CPI 比较

**英美日欧 CPI 权重差异概览：美国通胀中服务类项目权重显著更高。**将英国 CPI 和 CPIH，欧元区 HICP，美国 PCE 和 CPI 按照统一标准分为 5 大类：食品和饮料、能源、非食品能源商品、住房服务、非住房服务。从总体情况看，英国的 CPIH 和美国 CPI-U 的服务权重高于商品权重，而英国 CPI、欧元区 HICP 和日本 CPI 的商品权重高于服务权重。从不同通胀指标中细分项目的权重差异来看(请参见图表 23、24)，英国的 CPIH 和美国 CPI-U 在住房项目中的权重相对较高，美国 PCE 在其他服务项目中权重相对较高，而日本 CPI 则在食品项目中的权重较高。

图表 23. 6 个通胀指标的权重差异：图形



资料来源：美国劳工部(BLS)，英国国家统计局(ONS)，欧洲央行(ECB)，日本统计局(SBJ)，中银证券

图表 24. 6 个通胀指标的权重差异：数据表

	英国CPI	英国CPIH	欧洲HICP	美国CPI-U	美国PCE	日本CPI
食品	16.10%	13.10%	19.98%	13.43%	7.22%	26.26%
能源	8.00%	6.60%	10.23%	6.87%	3.95%	7.12%
核心商品	29.30%	23.90%	26.27%	21.38%	23.58%	17.08%
住房服务	9.10%	26.20%	9.52%	34.67%	17.53%	21.49%
其他服务	37.50%	30.20%	34.01%	23.64%	47.71%	28.05%

资料来源：美国劳工部(BLS)，英国国家统计局(ONS)，欧洲央行(ECB)，日本统计局(SBJ)，中银证券

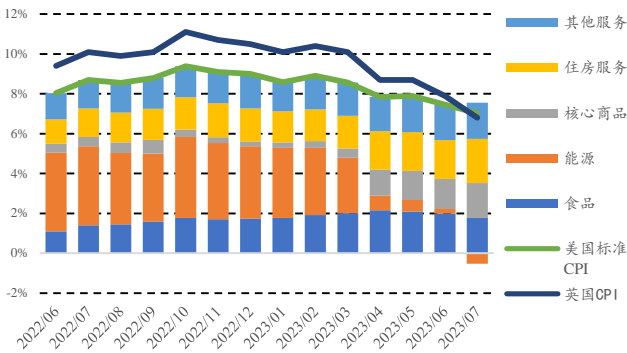
## 标准化后各国 CPI 走势

我们将各国指标统一按照美国对于 5 个分项（食品、能源、核心商品、住房服务、非住房核心服务）的权重进行加权并重新计算，得到在美国标准下的 CPI 走势以及分项同比增速贡献，以便在统一标准下，对于通胀增速的跨经济体比较有更直观的理解。

### 英国 CPI

根据美国的权重进行调整后，英国最近四个月的 CPI 同比增速由 7.84% 下降至 7.03%，从近四个月对通胀同比增速的贡献变动来看，食品和能源项目的贡献度持续下行，核心商品持续上行，住房服务近期略有走高，非住房服务则处于小幅波动状态。

图表 25. 按照美国 CPI 的各分项权重，英国 CPI 分项对于同比增速的贡献



资料来源：美国劳工部(BLS)，中银证券

图表 26. 美国标准下，英国 CPI 近四个月的同比增速贡献数据

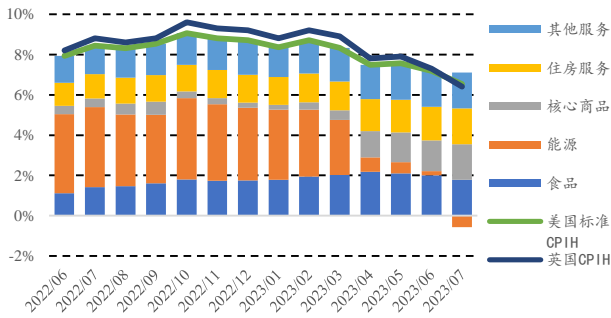
	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
食品	2.15%	2.10%	2.00%	1.77%
能源	0.74%	0.58%	0.22%	-0.54%
核心商品	1.30%	1.46%	1.51%	1.75%
住房服务	1.94%	1.94%	1.94%	2.22%
其他服务	1.71%	1.82%	1.78%	1.82%
美国标准CPI	7.84%	7.89%	7.46%	7.03%
CPI	8.70%	8.70%	7.90%	6.80%

资料来源：美国劳工部(BLS)，中银证券

### 英国 CPIH

根据美国的权重进行调整后，英国最近四个月的 CPIH 同比增速由 7.49% 下降至 6.54%，从近四个月对通胀同比增速的贡献变动来看，食品和能源的通胀持续下行，核心商品及住房服务持续上行，非住房核心服务则处于波动状态。实际上，正如前文所述，类似于美国 CPI 的权重标准，英国 CPIH 也包含了自住业主的房屋成本（Owner occupiers' housing costs）。这也使得按照美国标准调整后的英国 CPIH 与未经调整的官方实际值之间并无显著差异。

图表 27. 按照美国 CPI 的各分项权重, 英国 CPIH 分项对于同比增速的贡献



资料来源: 英国国家统计局 (ONS), 中银证券

图表 28. 美国标准下, 英国 CPIH 近四个月的同比增速贡献数据

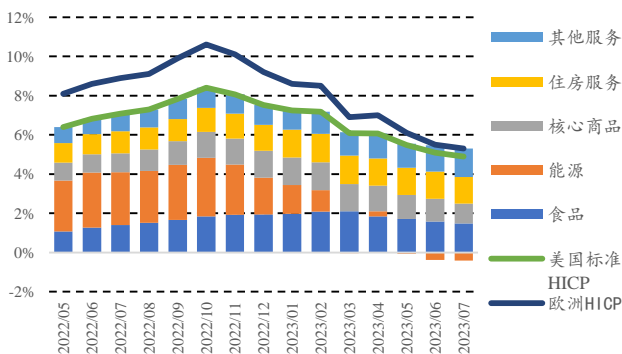
	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
食品	2.18%	2.11%	2.01%	1.79%
能源	0.72%	0.56%	0.20%	-0.56%
核心商品	1.30%	1.47%	1.53%	1.77%
住房服务	1.60%	1.63%	1.66%	1.77%
其他服务	1.70%	1.80%	1.77%	1.78%
美国标准CPIH	7.49%	7.56%	7.18%	6.54%
英国CPIH	7.80%	7.90%	7.30%	6.40%

资料来源: 英国国家统计局 (ONS), 中银证券

### 欧元区 HICP

根据美国的权重进行调整后, 欧洲最近四个月的 HICP 同比增速由 6.07% 下降至 4.89%, 从近四个月对通胀同比增速的贡献变动来看, 食品、能源和核心商品持续下行, 非住房核心服务持续上行, 住房服务近期略有走低。

图表 29. 按照美国 CPI 的各分项权重, 欧元区 HICP 分项对于同比增速的贡献



资料来源: 欧洲央行 (ECB), 中银证券

图表 30. 美国标准下, 欧元区 HICP 近四个月的同比增速贡献数据

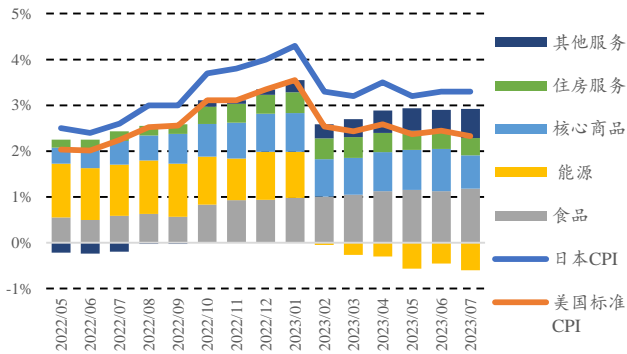
	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
食品	1.85%	1.71%	1.59%	1.48%
能源	0.25%	-0.06%	-0.38%	-0.42%
核心商品	1.32%	1.23%	1.16%	1.02%
住房服务	1.38%	1.38%	1.38%	1.35%
其他服务	1.27%	1.22%	1.34%	1.46%
美国标准HICP	6.07%	5.48%	5.08%	4.89%
欧洲HICP	7.00%	6.10%	5.50%	5.30%

资料来源: 欧洲央行 (ECB), 中银证券

### 日本 CPI

根据美国的权重进行调整后, 日本最近四个月的 CPI 同比增速由 2.59% 下降至 2.33%, 从近四个月对通胀同比增速的贡献变动来看, 住房服务最新一期持平, 而食品、能源、核心商品及非住房核心服务均处于波动状态。

图表 31. 按照美国 CPI 的各分项权重，日本 CPI 分项对于同比增速的贡献



资料来源：日本统计局 (SBJ)，中银证券

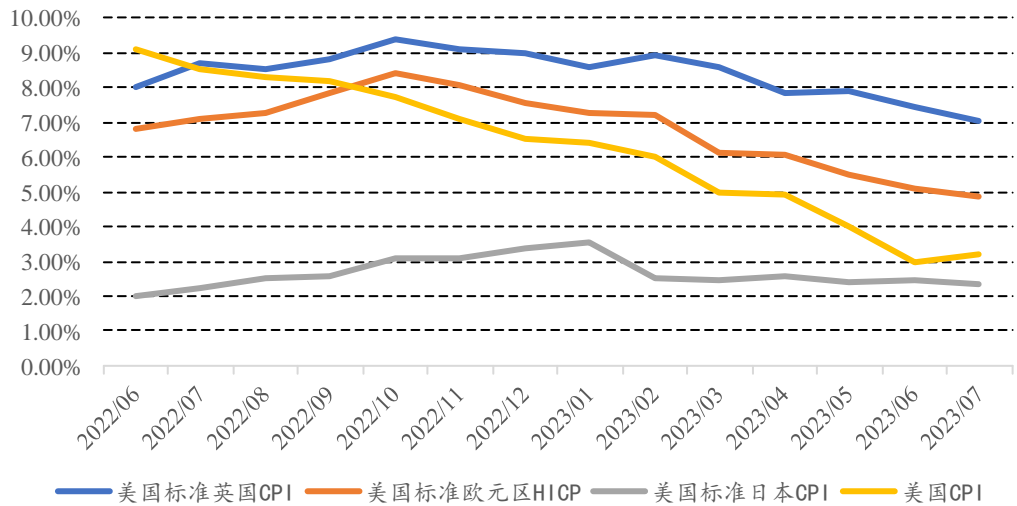
图表 32. 美国标准下，日本 CPI 近四个月的同比增速贡献数据

	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
食品	1.13%	1.16%	1.13%	1.18%
能源	-0.30%	-0.56%	-0.45%	-0.60%
核心商品	0.85%	0.87%	0.92%	0.73%
住房服务	0.42%	0.42%	0.38%	0.38%
其他服务	0.49%	0.49%	0.47%	0.64%
美国标准CPI	2.59%	2.37%	2.45%	2.33%
日本CPI	3.50%	3.20%	3.30%	3.30%

资料来源：日本统计局 (SBJ)，中银证券

整体来看，按照美国标准计算的英国、日本以及欧元区的 CPI 较官方 CPI 数值更低。即便如此，英国和欧元区的 CPI 同比增速自 2022 年 4 季度以来仍然持续高于美国的 CPI 同比增速。与此同时，参考美国统计标准的日本 CPI 同比增速则持续维持在 2%-3% 的范围。

图表 33. 按美国标准统一计算后的英美日欧 CPI



资料来源：英国国家统计局 (ONS)，欧洲央行 (ECB)，日本统计局 (SBJ)，中银证券

## 美国 CPI 的拆分法与未来走势预测

### CPI 预测方法

#### 预测模型框架

由于美国 CPI 由一篮子商品和服务构成，反映了与居民生活相关的商品和服务价格水平的变动。因此，我们将按照 CPI 的构成逻辑粗略构建一个 CPI 拆分预测模型。该模型的构建大致可以分为三步。第一步，根据美国劳工部发布的报告，将 CPI 所涵盖的商品和服务种类拆成多个子项。第二步，分别预测 CPI 各个子项未来的同比增速。第三步，根据各个子项在 CPI 中的权重进行加权平均，得到整体 CPI 的预测值。

为了更好地预测和追踪美国 CPI 在中短期的趋势，我们将 CPI 拆分为五个子项：食品、能源、剔除食品和能源的核心商品、住房服务、以及剔除能源和住房服务的其它服务。

#### 分项权重与关键指标

根据美国劳工统计局（U.S. Bureau of Labor Statistics）发布的 2023 年权重计算规则，我们得到了以下分项权重：食品占比 13.43%、能源占比 6.89%、非食品和能源商品占比 21.38%、住房服务占比 34.67%、非能源和住房服务占比 23.64%。

图表 34. 美国 CPI 分项权重和预测方法

美国CPI主要分项	权重	预测方法/领先指标	传导时滞
食品	13.43	初级产品价格指数	8个月
能源	6.87	布伦特原油价格	当期
核心商品	21.38	基于历史数据变动规律，同时参考中国PPI、美国二手车指数以及GSCPI	-
住房服务	34.67	标准普尔/CS房价指数:20个大中城市	15个月
其它服务	23.64	基于历史数据变动规律	-

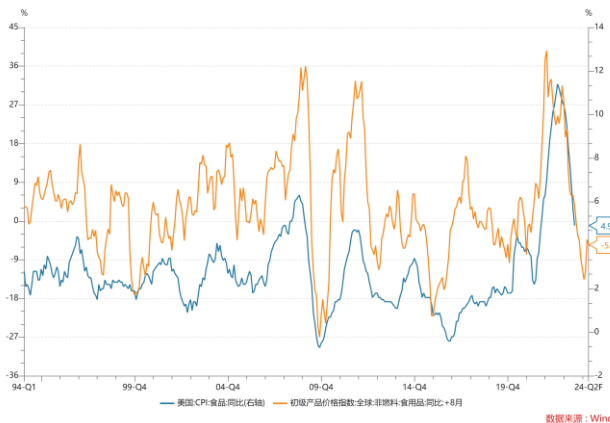
资料来源：万得，中银证券

### CPI 分项预测

#### 食品

食品分项方面，我们采用的领先指标是国际货币基金组织（IMF）公布的初级产品价格指数：非燃料：食用品。历史数据显示该指标的同比变动领先美国 CPI 食品的同比变动约 8 个月。我们因而据此对美国 CPI 食品的同比变动进行预测。模型预测结果显示未来 CPI 食品同比增速有望在年底由目前的 4.9% 缓慢回落至 2.5% 左右的水平。

图表 35. 食品 CPI 与领先指标初级产品价格指数



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 食品分项历史数据及预测走势



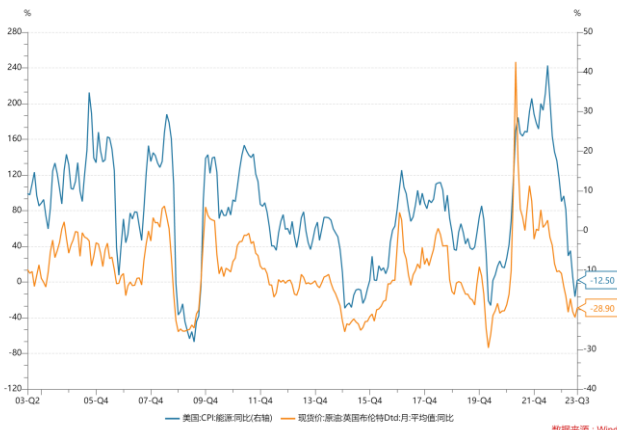
资料来源：万得，中银证券



## 能源

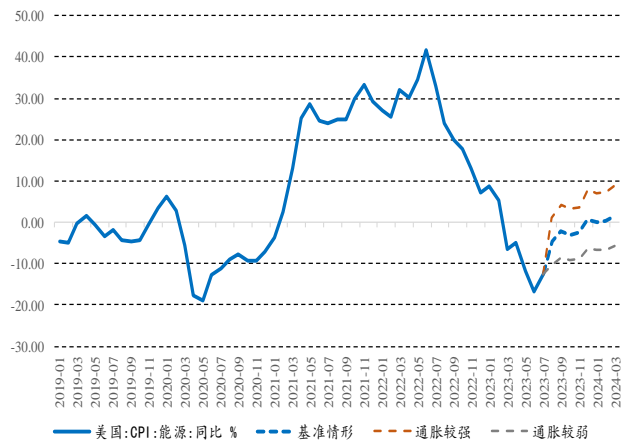
我们基于布伦特原油月平均价格的同比变化来大致测算美国的能源 CPI 变动。综合考虑布伦特油价的现价和历史关键点位水平、彭博统计的分析师对未来 1-2 个季度的一致预期以及我们对于未来数月全球经济走势的判断，我们简单假设布伦特油价未来直至 2024 年 3 月的月度均值：在基准情形下为 80 美元/桶，通胀较强情况下为 100 美元/桶，通胀较弱情况下为 60 美元/桶。我们基于此计算布伦特原油未来数月的同比变动，并进一步对美国的能源 CPI 变动进行预测。我们的测算显示 2023 年第四季度及 2024 年第一季度，在基数效应减弱的背景下，能源通胀同比增速将可能从回落转变为反弹：1) 在基准情形下，CPI 能源同比将在年末从目前的-12.5%反弹到约 0.7%的水平。2) 在通胀较强的情形下，CPI 能源同比将在年末反弹到约 8%的水平。3) 在通胀较弱情况下，CPI 能源同比将在年末反弹到约-6%的水平。

图表 37. 能源 CPI 与领先指标布伦特原油价格



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 能源分项历史数据及预测走势



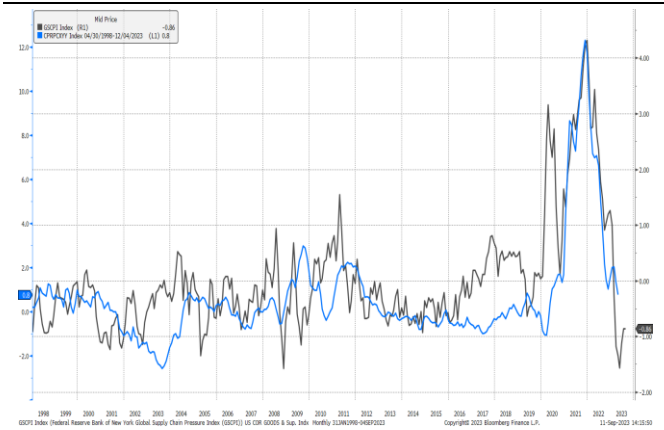
资料来源：万得，中银证券

## 食品和能源之外的核心商品

由于非食品能源外的核心商品种类繁多，用某一项领先指标作为变量预测并不能准确反映出 CPI 非食品和能源商品的变化。因此我们基于历史的同比数据变动规律，同时参考中国 PPI 走势、美国二手车指数以及全球供应链压力指数（Federal Reserve Bank of New York Global Supply Chain Pressure Index，后文简称 GSCPI）来预测未来非食品能源的商品通胀。

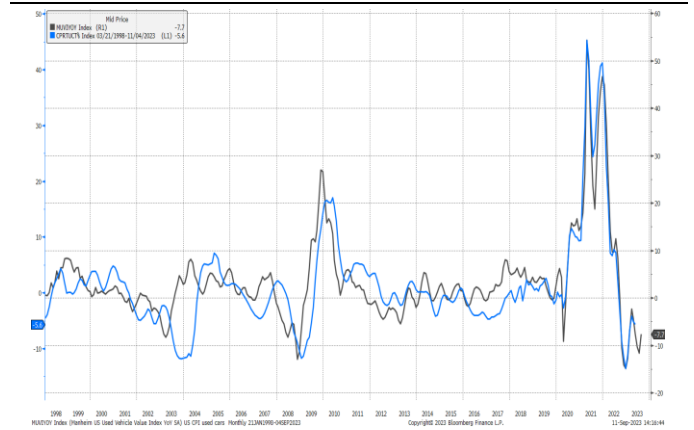
美国核心商品通胀同比走势在不同历史时期的数据特征为：1) 疫情以前（2000-2019）同比增速均值为 0.01%，最高值为约 3.0%，最低值为约-2.6%。2) 疫情后（2020 至今）同比增速均值为 4.20%。3) 2023 年以来同比增速均值为 1.45%。从数据变动情况不难看出，美国核心商品通胀走势正在朝着疫情前的波动范围回归（7 月的同比增速为 0.76%），这同疫情对全球产业链的影响逐渐趋缓的宏观背景也是一致的。另一方面，基于历史数据关联度和经济逻辑，在中国 PPI 同比增速不出现大幅跳升的前提下，我们预计美国核心商品的同比增速在近期也不会出现快速上行。与此同时，二手车指数以及 GSCPI 也都显示近期美国核心商品的同比增速存在进一步回落的可能性。综上考虑，对于美国食品和能源之外的核心商品未来直至 2024 年 3 月的月度同比变动，我们简单将其分为三种可能性：基准情形下同比增速为 0.5%，通胀较强情况下为 2%，通胀较弱情况下为-0.5%。

图表 39. 美国核心商品通胀同比 (蓝色线) vs 美国 GSCPI (灰色线, 领先约 3 个月)



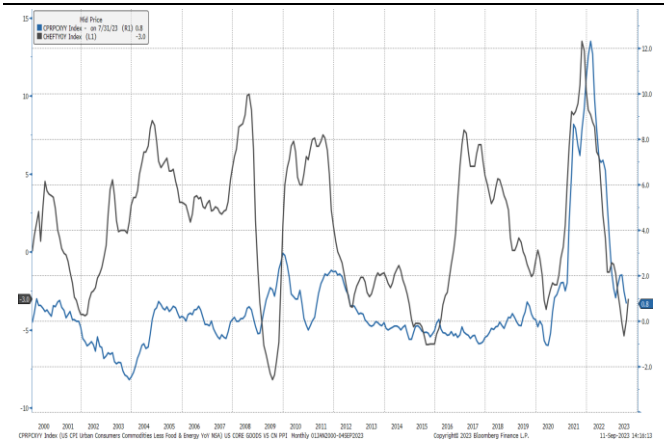
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 40. 美国 CPI 二手车价格同比增速 (蓝色线) vs 美国 Manheim 二手车指数同比变动 (灰色线)



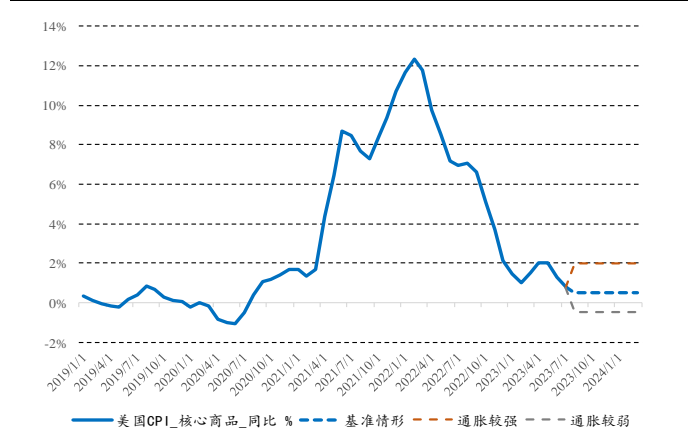
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 41. 历史数据显示, 中国 PPI (灰色线) 快速走高是美国核心商品通胀 (蓝色线) 走高的必要不充分条件



资料来源: 彭博, 中银证券

图表 42. 美国核心商品通胀历史数据及预测走势



资料来源: 万得, 中银证券

## 住房服务

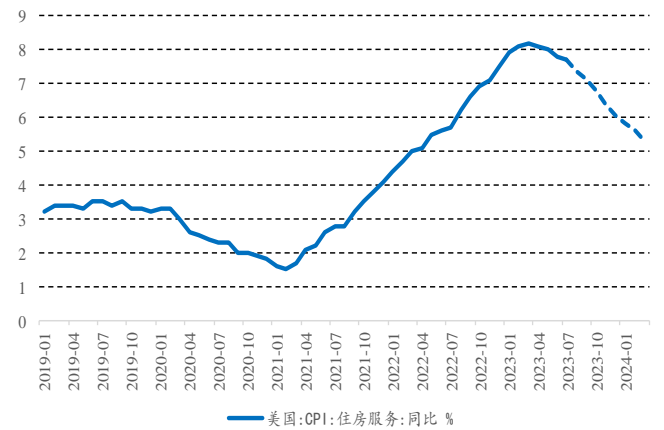
针对美国 CPI 住房服务通胀, 我们使用的领先指标采用的是美国标准普尔 20 个大中城市房价指数的同比变动。历史数据显示, 美国标准普尔 20 个大中城市房价指数的同比变动领先美国 CPI 住房服务通胀的同比变动约 15 个月。(实际上, 由于在统计方法上主要依赖调查问卷, 美国 CPI 住房服务通胀的变动滞后于实际的美国房地产房价和租金变动这一情况已经被市场所熟知, 也被美联储所承认。)我们基于此对美国 CPI 住房服务通胀的同比变动进行预测。我们的测算显示, 未来 CPI 住房服务通胀同比增速有望在年末从目前的 7.7% 缓慢下行至约 6% 左右。

图表 43. 住房服务通胀 vs CS 房价指数:20 个大中城市



资料来源: 万得, 中银证券

图表 44. 住房分项历史数据及预测走势

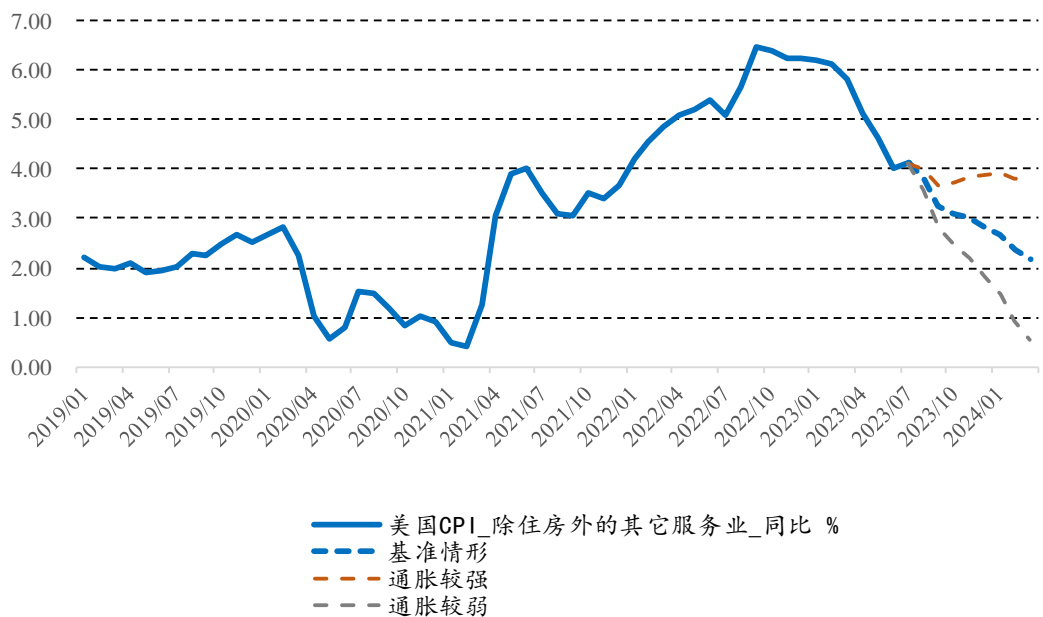


资料来源: 万得, 中银证券

### 剔除能源和住房的其它服务

剔除能源和住房的其它服务通胀 (CPI Core Services Less Housing, 也即所谓的“Super Core”) 分项包含众多服务种类, 涵盖供水、医疗、交通、娱乐、教育和通信等服务。该通胀项目所含子项目涉及面广而分散, 并且其子项目易于受到特定行业/特定事件的冲击, 波动较大。考虑上述数据特征, 我们选择基于历史数据的环比增速均值来对该通胀项目的未来走势做出粗略的估算。历史数据显示, 剔除能源和住房的其它服务通胀在疫情前 (2012 年至 2019 年) 的月度环比增速均值为约 0.19%, 且没有明显的季节性。其中最大值为 0.44%, 最小值为 -0.32%。疫情以来 (2020 至今) 的环比增速均值为 0.29%, 而 2023 年以来该值已经降至 0.26% (最近的 7 月环比增速为约 0.19%)。基于上述数据观察, 并且考虑到美国服务业和劳动力市场的边际降温的现实, 我们对于美国非能源和住房相关服务通胀未来直至 2023 年 3 月的每月环比变动假设为: 基准情形下为 0.2%, 通胀较强情况下为 0.4%, 通胀较弱情况下为 0%。在此基础上, 我们计算出未来数月非能源和住房相关服务通胀同比增速的变动路径: 1) 基准情形下, 同比增速 (目前约 4.1%) 有望于 2023 年末回落至约 2.8%。2) 通胀较强情况下, 同比增速或将维持在目前 4% 左右的水平至 2024 年初。3) 通胀较弱情况下, 同比增速有望于 2023 年末加速下行至约 1.8%。

图表 45. 非住房核心服务历史数据及未来预测



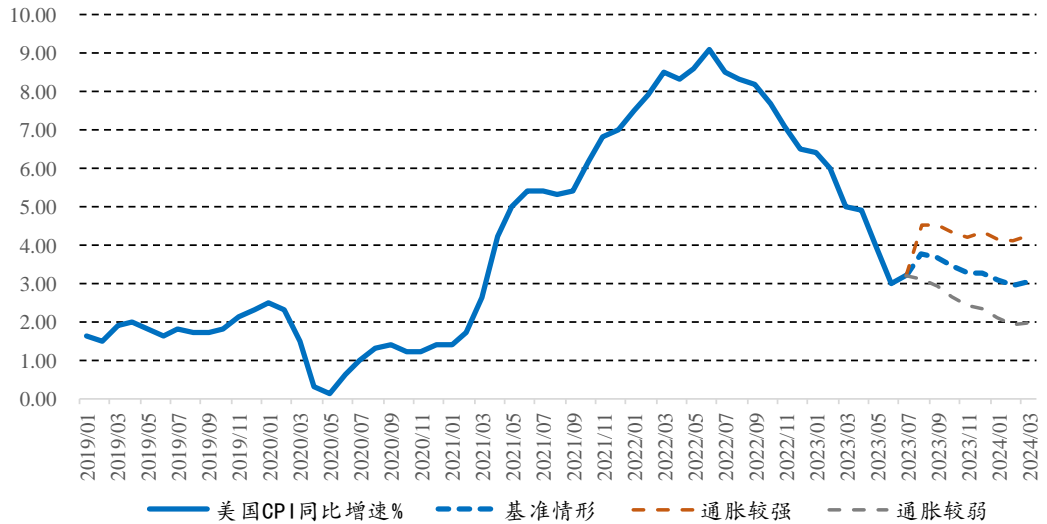
资料来源: 彭博, 中银证券

## CPI 预测结果

### CPI 总体预测结果

将前述分项预测结果加权计算，我们得到美国 CPI 的未来通胀走势。我们的测算显示 8 月 CPI 同比增速较 7 月水平或有所走高，但之后则可能重返回落的趋势：基准情形下，我们预期美国 CPI 的同比增速在年末将缓慢回落至约 3.3%；通胀较强的情形下，同比增速则可能在未来数月持续维持在 4%-4.5%左右的较高水平；通胀较弱的情况下，同比增速有望于年末降至约 2.3%。

图表 46. CPI 历史数据及未来预测



资料来源：万得，彭博，中银证券

## 风险提示

**1) 通胀走势显著强于预期。**可能的情形包括（但不限于）：1) 全球商品供给侧出现新的扰动，导致基础资源类商品/可贸易商品价格暴涨。2) 美国就业市场持续紧平衡，薪资同比增速维持高位，并带动更广泛的通胀上行压力，也即“工资-物价”螺旋情形加剧。3) 主要经济体再次推出强力的财政刺激方案，推动全球需求重新快速上行。

**2) 通胀走势显著弱于预期。**可能的情形包括（但不限于）：1) 主要经济体经济下行速度和深度超预期（并可能伴随金融风险的进一步加剧），导致全球经济活动超预期/非线性放缓，全球需求快速回落。2) 商品供给侧放量导致商品通胀快速下行，并对服务业通胀也产生一定压制。例如在特定地缘政治事件影响下，原油供给快速上升，油价快速走弱，带动一系列中下游商品价格回落，并开始对服务业的通胀水平也产生一定的压制作用。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371