

中国和美国通胀框架的深度拆解和预测

通胀专题系列研究三

证券研究报告

2021年03月24日

● 核心结论

通胀是2021年最重要的宏观变量之一。经过2020年全球的天量宽松，目前市场对于通胀的预期明显开始升温，导致了美债收益率开始上行，并引发了全球市场的调整。本篇报告我们将从美国与中国的CPI框架拆解出发，结合定性和定量的方法，来分析并预判今年全球的通胀。

目前市场上对通胀尤其是对美国通胀的研究流于表面，主要受限于数据库无法拆解到详细的结构。但如果不拆解结构，预测将会失之偏颇。根据中美统计机构的详细权重数据，我们对中美CPI的结构进行了框架拆解，尤其是美国的通胀结构拆到了第八层分类，是目前国内关于美国通胀的最全面框架。中美CPI均有8个一级分类，再往下中国CPI一共包含3层分类，美国CPI包含8层分类。我们预测通胀的两个方法：1) 构建“疫情受损板块价格指数”；2) 自下而上，从“衣食住行康乐教他”这八方面及其子类目单独进行分析，更加有利于跟踪经济和消费的结构分化。

美国：我们判断今年Q2美国CPI同比将达到3.1%左右，低基数效应下5月预计为3.3%，是今年的最高点，也会是2011年以来的最高值。尽管现在市场已经开始有所反应，但到二季度市场可能还是会因为出现高读数而产生调整，尤其是居民的通胀预期可能受到影响。下半年低基数效应减弱，CPI同比增速会有所回落，Q3和Q4分别同比增长2.6%、2.7%。2021年CPI主要的上行风险包括：1) 原油价格上涨带来的燃料、交通费用价格上涨；2) 失业率下降带来的住房租金价格上涨，住房租金占到CPI权重的33%，因此对CPI的变动影响非常大；3) 出行需求恢复，带来服务类价格上涨，包含教育、娱乐、医疗服务等。但是，也要注意的，有一些行业的价格已经处于相对高位，例如食品、通信、耐用品消费，未来上行空间不大。从结构上来看，二季度会出现高读数，但我们认为下半年出现通胀过热的概率并不大。

中国：CPI同比今年会呈现逐季抬升的趋势。到今年Q4，我国CPI将同比增长2.0%，不会有明显的通胀压力。供给回升叠加需求稳定，猪价已经进入下降通道，预计2021年猪肉平均价格会下降19%左右，对全年CPI同比将会形成大约0.5个百分点的拖累，对今年Q4会形成0.6个百分点的拖累。今年我国CPI同比主要上行动力与风险来自于：1) 输入型通胀，主要是国际原油以及其他大宗商品带来的价格上升压力；2) 失业率下降带来的住房租金价格上涨；3) 出行需求恢复，带动服务类价格上涨；4) 若非疫情卷土重来，对生猪产能造成负面影响，可能会使得猪价仍然高位运行，但我们现在认为这个情况的概率较小，并且猪价引起的通胀大概率不会触发货币政策的调整。

风险提示：经济复苏不及预期；货币政策变动。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

全球通胀追踪第1期：后疫情时代的通胀极简分析框架 2021年1月20日

通胀专题系列研究二：展望将于2021年到来的通胀周期 2020年9月29日

通胀专题系列研究一：2020年猪价对通胀的影响展望 2020年3月13日

索引

内容目录

一、背景	6
二、美国 CPI	7
2.1 框架拆解	7
2.2 住宅（权重 42.4%）：住房租金价格是影响美国 CPI 今年上行的决定性因素之一	10
2.3 交通运输（权重 15.2%）：原油价格是主要驱动力，机动车价格上涨空间有限	14
2.4 食品饮料（权重 15.2%）：同比增速将高位回落，保持温和上涨	17
2.5 医疗保健（权重 8.9%）：处方药价格大，整体上行空间不大	19
2.6 教育与通信（权重 6.8%）：教育和通信价格表现分化	20
2.7 娱乐（权重 5.8%）：休闲服务改善空间较大，休闲商品处于高位	21
2.8 服装（权重 2.7%）：改善空间较大，但权重很低	22
2.9 其他商品和服务（权重 3.2%）：个人生活服务是修复的主要驱动力	24
三、中国 CPI	26
3.1 框架拆解	26
3.2 食品饮料（权重 28.8%）：猪价进入下降通道，其他食品温和上涨	26
3.3 居住（权重 22.1%）：关键在于就业带动租金价格修复	28
3.4 教育、文化和娱乐（权重 13.7%）：关注文娱服务和旅游的改善	30
3.5 交通和通信（权重 11.3%）：今年核心要素是油价	31
3.6 医疗保健（权重 11.2%）	33
3.7 衣着（权重 6.8%）：今年有望从通缩走向通胀	33
3.8 生活用品及服务（权重 4.7%）与其他用品和服务（权重 1.4%）	34
四、核心结论	36
4.1 现状：目前价格仍维持复苏态势，通胀压力尚不明显	36
4.2 展望：Q2 在基数效应主导下会出现今年高点，下半年通胀水平将会整体上行，但还不会达到过热状态	37

图表目录

图 1：中美欧日广义货币同比增速	6
图 2：全球 M2 同比增速位于历史高位	6
图 3：主要国家 CPI 同比	7
图 4：主要国家 PPI 同比	7
图 5：美国疫情受损板块价格 CPI 同比变动	8
图 6：美国 CPI 和 PCE 同比变动的趋势基本一致	10
图 7：美国核心 CPI 和核心 PCE 同比变动的趋势基本一致	10

图 8: 服务消费仍然低迷, 耐用品消费表现好于非耐用品	10
图 9: 美国 PCE 一级分类权重 (以个人消费支出现价测算, 2020Q4)	10
图 10: 历史上住宅 CPI 同比和整体 CPI 同比走势基本一致	11
图 11: 2020 年疫情开始至今美国主要城市租金价格涨跌幅	12
图 12: 2020 年疫情开始至今租金价格累计跌幅最大的十个城市	12
图 13: 2020 年疫情开始至今租金价格累计涨幅最大的十个城市	12
图 14: 住宅 CPI 与租金 CPI 同比变动趋势基本一致	13
图 15: 失业率和租金价格增速基本呈现负相关	13
图 16: 美国出租空置率从 2020Q3 开始上升	13
图 17: 房价一般会领先租金价格一年半到两年	13
图 18: 家居 CPI 同比增速处于历史高位	14
图 19: 燃料和公用事业价格冬季明显上升	14
图 20: 私人交通 CPI 与交通 CPI 的同比变动基本一致	15
图 21: 机动车同比增速放缓, 燃料由负转正, 机票价格仍然低迷	15
图 22: 目前美国航空安检人数比疫情之前同期下降 50% 左右	15
图 23: 3 月第二周美国开工率回升到 76.1%	15
图 24: 2020 年 Q3-Q4 机动车消费支出同比增长超过 11%	17
图 25: 2 月美国机动车销量年化为 1616 万辆, 同比下降 6%	17
图 26: 二手车同比涨幅高于新车	17
图 27: 二手车价格已经连续 4 个月环比下降	17
图 28: 酒精饮料占比较小, 食品与食品饮料同比变动基本一致	18
图 29: 家庭食品在 2020 年大幅上涨	18
图 30: 2020 年肉禽鱼蛋和乳制品大幅上涨	19
图 31: 各类食品价格同比增速基本处于较高水平	19
图 32: 医疗保健价格 2020 年 Q4 以来同比增速下降	20
图 33: 2021 年 2 月处方药同比下降 2.7%	20
图 34: 教育与通信 CPI 同比主要是受到服务价格影响	21
图 35: 教育价格持续下降, 通讯价格同比增速位于历史高位	21
图 36: 教育与通讯三级分类同比增速变动	21
图 37: 休闲服务是娱乐 CPI 的拖累项	22
图 38: 中国出口分项当月同比增速	22
图 39: 休闲商品的同比增速基本处于近年来的较高水平	22
图 40: 休闲服务表现仍然低迷	22
图 41: 2 月服装价格同比下降 3.6%	23
图 42: 2011-2012 年服装价格出现明显上涨	23
图 43: 服装鞋类同比降幅缓慢收窄	24
图 44: 珠宝首饰已经实现同比正增长	24
图 45: 其他商品与服务同比变动基本平稳, 烟草价格是波动主因	25
图 46: 个人服务价格受疫情影响大幅下滑	25

图 47: 能繁母猪存栏回到 2018 年非瘟之前的水平	27
图 48: 猪价进入下行通道	27
图 49: 肉类消费需求具有替代效应, 价格相关性强	27
图 50: 28 种重点监测蔬菜平均批发价格 (元/公斤)	27
图 51: 7 种重点监测水果平均批发价格 (元/公斤)	28
图 52: 蔬菜水果价格同比增速当前处于历史中枢水平	28
图 53: 食品饮料二级分类同比增速 (%)	28
图 54: 蛋类价格见底回升	28
图 55: 多数情况下房租和水电燃料价格同比走势一致	29
图 56: 2021 年 1 月百城租金价格同比由负转正	29
图 57: 一二线城市房租价格有待修复	29
图 58: 城镇调查失业率目前已经上升到 5.5%	29
图 59: 受油价影响, 水电燃料和交通工具燃料同比走势基本一致	29
图 60: 教育文化和娱乐包含两个分项: 旅游和教育。旅游价格的波动较大, 对教文娱走势的影响更大	30
图 61: 旅游价格的环比增速呈现季节性波动 (1-2 月、7 月)	31
图 62: 教育价格的环比增速 3 月、9 月季节性波动明显	31
图 63: 当前旅游门票价格是去年 3 月至今的最低值	31
图 64: 2021 年 1 月住宿价格同比下降 2.8%	31
图 65: 交通通信 CPI 主要受到燃料价格大幅波动的影响	32
图 66: 1 月广州飞机票价格同比下降 49.2%	32
图 67: 交通工具价格常年处于下降状态	32
图 68: 交通工具价格长期下降, 但居民购买汽车销量大幅增长	32
图 69: 限额以上汽车类零售额及其同比增速	32
图 70: 通信价格变动一般比较稳定	32
图 71: 医疗保健同比增速目前是 2006 年以来的最低增速	33
图 72: 2015 年之后医疗保健独立于 CPI 走势, 到 18 年开始放缓	33
图 73: 服装权重较大, 与衣着大类的走势基本重合	34
图 74: 纺织服装 PPI 触底回升	34
图 75: 生活用品及服务同比增速位于 2011 年以来的最低水平	35
图 76: 家电降幅在逐步收窄	35
图 77: 其他用品和服务占 CPI 的权重低, 影响较小	35
图 78: 黄金价格走强会带动其他用品和服务中的首饰等上涨	35
图 79: 美国通胀水平维持复苏态势	36
图 80: 食品增速处于相对高位, 能源增速由负转正	36
图 81: 2 月服务改善幅度好于商品	36
图 82: 同比增速七升一降, 仅服装价格同比下降 3.6%	36
图 83: 核心消费需求同比有待改善	37
图 84: 核心 CPI 环比连续 2 个月正增长	37

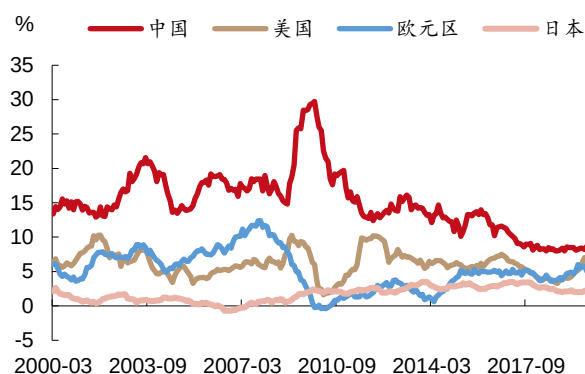
图 85: 食品价格同比转负, 非食品价格处于底部	37
图 86: 非食品、服务、核心 CPI 走势一致	37
图 87: 2021 年美国 CPI 同比增速——西部宏观预测	38
图 88: CPI 各分项对美国 CPI 同比的拉动	38
图 89: 2021 年中国 CPI 同比增速——西部宏观预测	38
图 90: CPI 各分项对中国 CPI 同比的拉动	38
表 1: 美国 CPI 一级分类权重 (2020 年末)	7
表 2: 对今年下半年美国 CPI 分项的判断	8
表 3: 美国 CPI 和 PCE 的区别	9
表 4: 住宅的二级和三级子类	11
表 5: 交通细项 (二级和三级分类)	14
表 6: 2020 年至今 OPEC 和非 OPEC 联合会议减产协议	15
表 7: 食品和饮料细项 (二级、三级和四级分类)	17
表 8: 医疗保健细项 (二到四级分类)	19
表 9: 教育与通信 (二级和三级分类)	20
表 10: 娱乐细项 (一级和二级分类)	22
表 11: 服装细项 (一级和二级分类)	23
表 12: 其他商品和服务细项 (一级和二级分类)	24
表 13: 中国 CPI 权重	26
表 14: 对今年下半年中国 CPI 分项的判断	26

一、背景

通胀是2021年最重要的宏观变量之一。我们在此前发布的报告《后疫情时代的通胀极简分析框架》中也强调了今年关注通胀的重要性。经过2020年全球的天量宽松，目前市场对于通胀的预期明显开始升温，导致了美债收益率开始上行，并引发了全球市场的调整。

通胀的货币基础已经出现，但通胀的真正回归需要实体经济的配合。全球主要经济体广义货币增速明显上升，本轮基础货币超发效果已经显现，为通胀归来提供了货币基础。当前全球M2同比增速为19%，仅次于2008年的历史高点21%。当前中国、美国、欧元区和日本的广义货币同比增速分别为10.1%、25.8%、12.6%、8%。除中国以外，美、欧、日增速仍在上升。

图1：中美欧日广义货币同比增速



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：全球M2同比增速位于历史高位



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

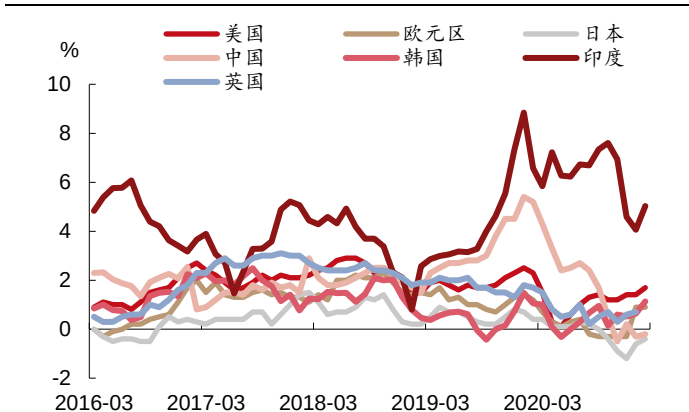
注：全球M2同比增速，以中国、美国、欧元区、日本、韩国、加拿大、中国台湾、巴西、瑞士、澳大利亚、墨西哥、俄罗斯的M2总量加总，再计算同比增速。

发达国家中，欧元区(+0.9%)、德国(+1.3%)、法国(+0.6%)、意大利(+0.6%) CPI同比增速由通缩转为通胀。美国(+1.7%)、英国(+0.7%)、加拿大(+1.1%) CPI同比增速保持见底回升的趋势。日本(-0.6%)表现相对比较低迷。

新兴市场国家中，印度、南非、巴西、阿根廷、墨西哥CPI同比增速均位于3%以上。印度由于去年食品价格大涨带来的通胀压力有所缓解。

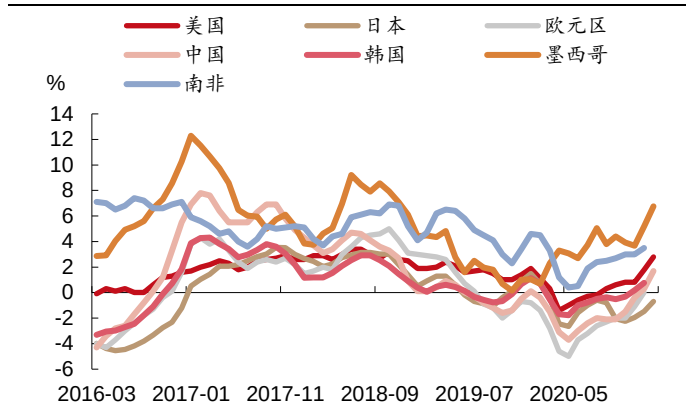
由于国际大宗商品价格上涨，各国PPI同比的走势相对比较一致，基本是在2020年4-5月触底，随后开始反弹。

图 3：主要国家 CPI 同比



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 4：主要国家 PPI 同比



资料来源：WIND，西部证券研发中心

判断今年经济复苏后的通胀水平至关重要。通过分析通胀结构，一方面我们能够得到居民消费和经济活动的结构化表现；另一方面，在经济复苏的背景下，通胀水平将会对货币政策的方向产生非常重要的影响。通胀上行将会带动名义利率上升，从而可能对高估值市场和板块（例如新兴国家股市、美股科技行业等）形成压制。本篇报告我们将从美国与中国的CPI框架拆解出发，结合定性和定量的方法，来分析和预判今年全球通胀的水平。

二、美国CPI

2.1 框架拆解

借助美国劳工统计局披露的信息，我们对美国CPI的结构进行了详细拆解，深入到8个层级科目，每一个细分项都有对应的权重。当前这个完整的八层框架是我们国内第一个、也是拆分最细致的模型。

CPI细项包括8个一级科目，25个二级科目，79个三级科目，105个四级科目，21个五级科目，32个六级科目，15个七级科目，8个八级科目。

表 1：美国 CPI 一级分类权重（2020 年末）

美国 CPI 一级分类	美国 CPI 一级分类	占 CPI 权重 (%)	2021 年 2 月同比增速 (%)
1 住宅	Housing	42.4	1.8
2 交通运输	Transportation	15.2	0.6
3 食品饮料	Food and beverages	15.2	3.5
4 医疗保健	Medical care	8.9	2
5 教育和通信	Education and communication	6.8	1.7
6 娱乐	Recreation	5.8	0.8
7 其他商品和服务	Other goods and services	3.2	2.1
8 服装	Apparel	2.7	-3.6

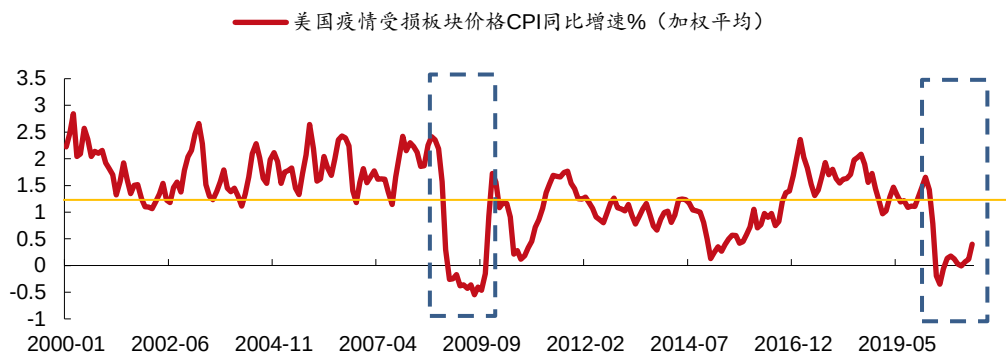
资料来源：BLS，西部证券研发中心

从完善的通胀框架出发，我们构建了两个预测通胀的方法。

第一个方法是构建“美国疫情受损板块价格指数”。我们挑选了疫情受损行业的 CPI 同比增速，按照其占总 CPI 的权重，加权计算了所有受疫情影响比较大的板块价格同比增速，包含：住房租金，发动机燃料，机动车保险，公共交通，教育，娱乐，这些分项占 CPI 的权重合计 47.7%。

“美国疫情受损板块价格”在 2021 年 2 月同比增长 0.4%，较上月（+0.1%）上升 0.3 个百分点，但剔除燃料价格后，同比上涨 0.36%，较上月下降了 0.01 个百分点，表明实际消费需求仍有修复空间。2020 年 1 月同比增长 1.7%，2000 年至今的历史平均值为 1.3%。假设回到历史平均水平的 1.3%，我们估计疫情受损板块对美国 2021Q4 整体 CPI 的额外拉动为 0.9% 左右。

图 5：美国疫情受损板块价格 CPI 同比变动



资料来源：WIND，西部证券研发中心

第二个是自下而上，从“衣食住行康乐教他”这八方面及其子类目单独进行分析，这样更加有利于跟踪经济和消费的结构分化。

表 2：对今年下半年美国 CPI 分项的判断

序列	一级分类	CPI 权重 (%)	主要子类目	CPI 权重 (%)	2021 年 2 月同比增速 (%)	疫情之前 2020 年 1 月同比增速 (%)	对今年下半年增速的判断
----	------	------------	-------	------------	--------------------	-------------------------	-------------

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18783

