



宏观研究报告

2022年11月9日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

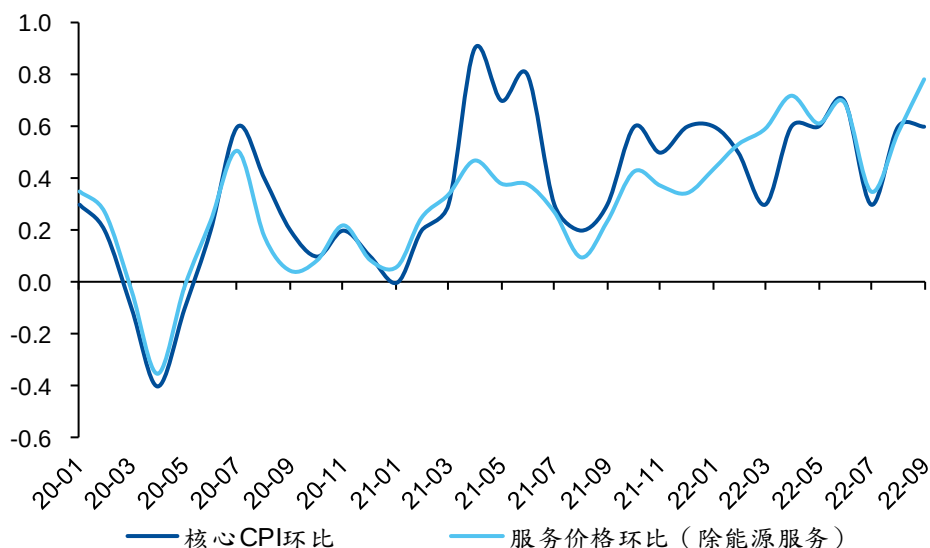
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

如何理解美国 CPI

核心 CPI 和服务价格是关注的焦点



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 核心 CPI 一般而言更加反映经济体中较为根本的通胀压力，因而更加受到关注。今年以来，美国的**核心 CPI**也一直明显高于季节性的表现，这也成为让美联储一直放心不下的关键原因。
- 海外投资者更加关注的是经过季节性调整的环比数据，而非同比数据，因为环比数据更能反映价格变化的趋势 (Momentum)。
- 在核心 CPI 中，服务业占据了较大的权重，除去服务行业所需要用到的部分商品外，我们大致可以认为工资在很大程度上决定了服务业的价格。
- 从房租来看，市场普遍认为其是房价的滞后指标，由于美国房地产市场出现了一定程度的下滑，因此未来的租金项应该会出现一定程度的缓和。
- 美国的**核心 CPI**统计中存在着大量可能由于工资上升而导致的**通胀效应**，因此**劳动力市场的表现十分关键**。而无论是房租可能因为抵押贷款利率上升而上升，抑或是服务价格因为雇员收入而上升，事实上都指向了同一个问题，即**通胀在经济体内成为了一个更有粘性的现象**。

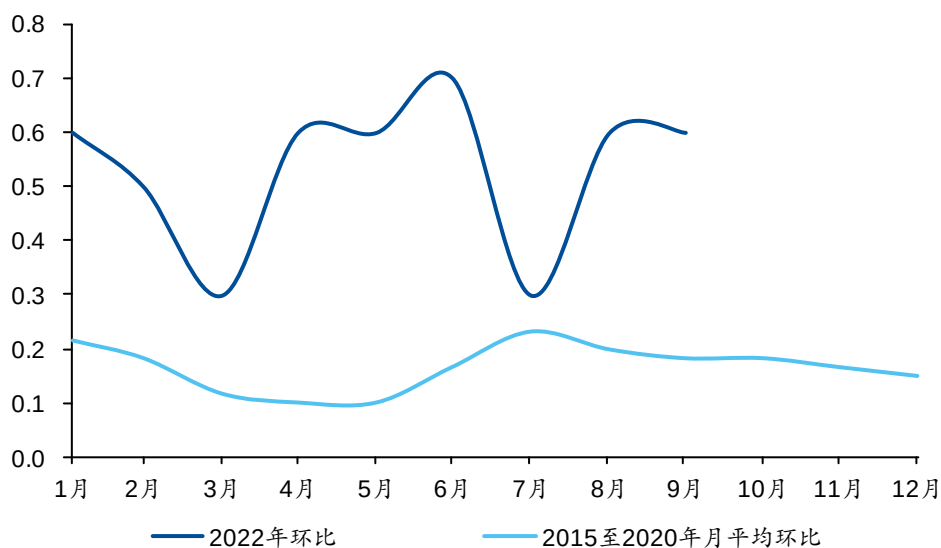
美国通胀引发市场关注

美国的通胀率在今年不断走高，这也引发了市场对于美国一系列通胀指标的关注。在本篇报告中，我们将对美国的 CPI 相关指标进行分拆，指出目前值得关注的美国通胀指标以及如何对其进行分析和判断。希望这样的分析能够帮助投资者读懂美国的 CPI 数据。

首先，需要了解的是，美国的 CPI 分为总体和核心 CPI 两个大类，其中的主要区别是总体 CPI 包含较为波动的能源和食品价格，而核心 CPI 一般而言更加反映经济体中较为根本的通胀压力，因而更加受到关注。今年以来，美国的核心 CPI 也一直明显高于季节性的表现，这也成为让美联储一直放心不下的关键原因。

与此同时，海外投资者更加关注的是经过季节性调整的环比数据，而非同比数据，因为环比数据更能反映价格变化的趋势（Momentum）。因此，我们首先要关注的是核心 CPI 的环比走势。从过去几个月来看，美国核心 CPI 的环比增速显著高于过去 5 年的季节性表现，这也在很大程度上意味着通胀的压力仍然较高。从具体水平来看，今年前 9 个月的 CPI 环比平均增速为 0.53%，年化水平超过 6%，这样的水平也不容乐观，也意味着核心 CPI 距离 2%左右的“合意区间”仍然有相当的距离。

图1: 今年以来，美国核心CPI环比增速显著高于季节性

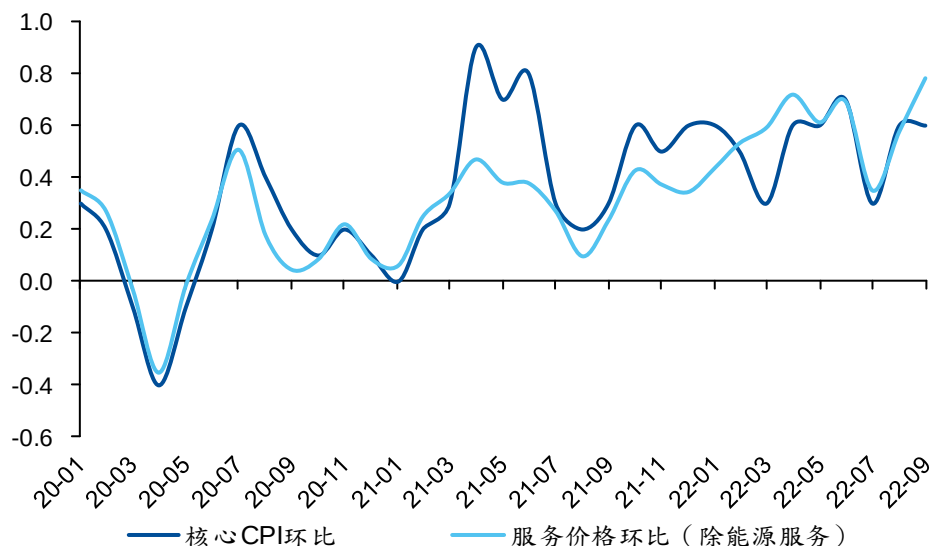


数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

服务业是核心 CPI 的关键

在核心 CPI 中，服务业占据了较大的权重，除去服务行业所需要用到的部分商品外，我们大致可以认为工资在很大程度上决定了服务业的价格。从下图中，我们也可以明显看出，服务价格在近几个月的环比增速也显著高于核心 CPI，这事实上表明用工成本仍然处于上升通道中，由于劳动力市场的表现以及薪资是决定服务价格的关键，因此市场在近期也特别关注美国的劳动力市场的相关数据，并试图找出劳动力市场以及工资增速是否出现拐点。

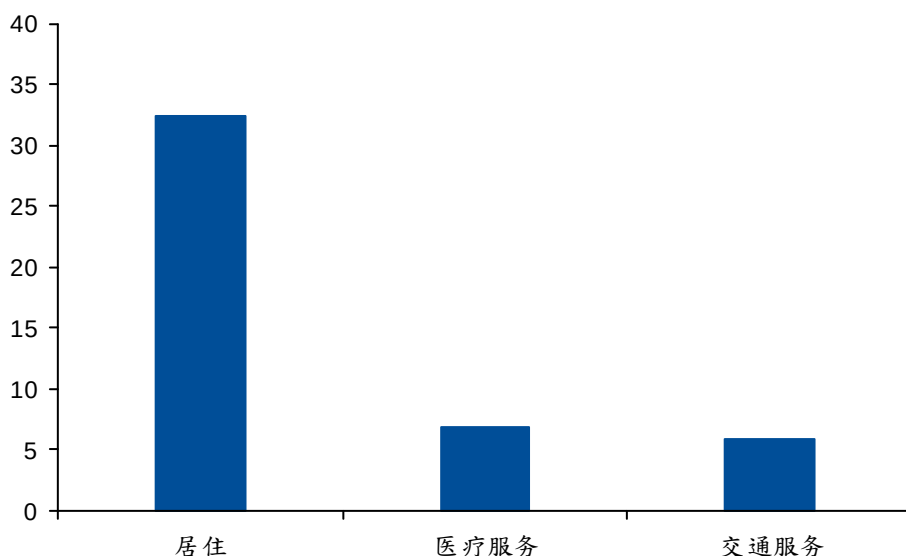
图2: 核心CPI和服务价格是关注的焦点



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

接下来, 如果我们对服务进行分项拆解, 会发现以下几项的表现相对较强。首先是居住, 其在 CPI 中占比 32% (核心 CPI 占 CPI 的比重为 78%), 我们将其理解为房租, 在过去的 9 月份, 居住的环比增速为 0.7%; 第二项是医疗服务, 其占比为 6.9%左右, 虽然占比并不高, 但其环比增速在 9 月达到了 1%; 第三项是交通服务, 其占比为 5.9%, 但环比增速达到了 1.9%, 在能源价格下滑的情况下, 这一分项的表现有些人吃惊, 但似乎也表明工资在很大程度上决定了服务的价格。

图3: 居住、医疗和交通服务是值得关注的三个分项



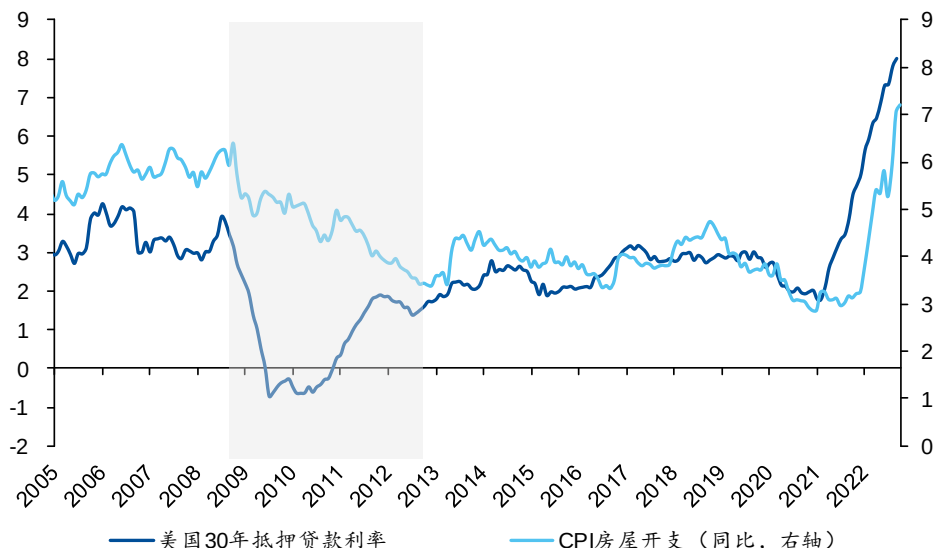
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

房租、医疗和交通值得重点关注

从房租来看, 市场普遍认为其是房价的滞后指标, 由于美国房地产市场出现了一定程度的下滑, 同时比如像 Zillow 这样的租金指数已经出现了走软的迹象, 因此未来的租金项应该会出现一定程度的缓和。但由于美

国房屋抵押贷款的利率一直处于高位，市场对其未来的走势存在一定的争议。从下图中我们可以看出，自 2005 年以来，除了金融危机肆虐的几年间，CPI 中房租的同比增速和抵押贷款利率之间的关系是存在明显的相关性的。如果未来一段时间抵押贷款利率仍然处于高位，那么房租是否也将在高位运行一段时间，从而进一步加深核心通胀的粘性，是投资者需要在未来关注的。

图4: 房租同比增速与抵押贷款利率之间有较强的相关性



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

而从医疗服务来看，其统计方式值得关注，在 PCE 统计中，该项数据显示的事实上是保险公司的留存收益（保费减去支出），但在 CPI 的统计中，这项统计反映的是从居民手中支出的医疗开支，以及政府和保险公司支出的医疗保险开支。与公共交通的统计相似，雇员的工资收入增加，也在一定程度上会提高医疗服务的开支。

稍微总结一下，我们会发现，美国的核心 CPI 统计中存在着大量可能由于工资上升而导致的通胀效应，因此劳动力市场的表现十分关键。而无论是房租可能因为抵押贷款利率上升而上升，抑或是服务价格因为雇员收入而上升，事实上都指向了同一个问题，即通胀在经济体内成为了一

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_48639

