



2011.01.24

物价将持续上行，加息或年底启动

——美国通胀和货币政策前景展望

**王虎**

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

S0880210090022

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880209110638

本报告导读：

摘要：

我们在本专题中详细研究了美国 CPI 的结构以及 CPI 走势的主导因素，对 2011 年 CPI 走势做了预测，并进而按照泰勒规则对美国货币政策走势进行了预判。

美国 CPI 可以分为八大分项，分别为食品饮料、居住、服装、交运、医疗保健、娱乐、教育通信、其他。居住(Housing)是 CPI 中权重最大的分项，占到 41.96%，而在居住中，自有住宅的等价租金占比又最高，为 25.6%，因此，住宅市场在金融危机后的持续低迷是造成核心 CPI 持续下滑的主要原因。

能源在美国 CPI 中的权重主要包括两项，家庭能源与汽车燃料，分别包含在居住和交运两个分项中，权重分别为 4.028%和 4.525%，总和为 8.553%，即显性的能源权重为 8.553%。食品在整个 CPI 篮子中的权重约有 15%，其中家庭食品、在外用餐与酒精饮料的权重分别为 7.801%、5.937%和 1.056%。

2010 年 6 月是美国通胀水平最低的时刻，当时的 CPI 是 1.1%，分项中交运、医疗保健、食品饮料仍然是正贡献，而此时的居住贡献是-0.2518%。2010 年 12 月比 6 月的 CPI 高了 0.4%，而居住贡献 12 月就比 6 月高了 0.3777%，也就是说居住贡献的变化可以完全解释 CPI 的变化。因此，CPI 回升的关键是住宅市场的回暖。

我们对美国 CPI 做了预测，结果发现在 2011 年 4 季度之前，美国核心 CPI 和 CPI 都将逐月上行，核心 CPI 同比增速在 10 月份或上升至 1.7%以上。CPI 在 3 季度也将上升至 2.5%以上。

我们根据泰勒规则推导出了按照泰勒规则预期的利率走势。根据上一轮加息周期开启之前，泰勒规则利率水平连续6个季度超联邦基金利率，我们预计今年3季度之后应该开始具备升息条件。

当前一个制约政策的因素是美国的高失业率，如果失业率下降速度慢于预期，加息可能会进一步延后，但从目前的经济发展形势来看，进一步扩大量化宽松规模的政策推出的可能性将越来越小。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《资金外流对亚洲新兴市场冲击几何？》

2011.01.17

《转型、结构调整与新产业体系构建》

2011.01.13

《我们需要什么样的中央银行？》

2011.01.10

《中国的城市化率被低估了》

2010.11.23

《加息和升值：各自为政，并行不悖——浅谈汇率与利率政策的取舍问题》

2010.11.12

目录

一、	美国通胀简史	3
二、	美国 CPI 结构分析	4
2.1	次贷危机以来的通胀走势	4
2.2	CPI 分项权重	4
2.3	分项贡献	6
2.4	房价因素	7
三、	核心通胀	8
3.1	一个简单拆分	8
3.2	美欧核心通胀联动	9
四、	内生增长，通胀相伴	9
4.1	从再补库存到消费支出	9
4.2	消费支出提升物价	10
五、	2011 年美国 CPI 将逐渐上行	11
六、	4 季或启动加息	12

印度储备银行行长 Subbarao 曾向其他中央银行行长抱怨能不能将该国的高通胀分一部分给通缩国家，但现在，美国和欧洲的通胀也都起来了。

一、美国通胀简史

我们将 1914 年至今的美国通胀作了阶段划分，一共分为 7 个阶段，第一阶段，从 1914 年 1 月至 1928 年 12 月，称之为“弱财政货币政策阶段”，在这一阶段，美国经历了一战，美联储刚刚成立，该阶段的主要特点是财政货币政策对私人经济的影响尚不强烈，经济周期基本不受控制，通胀大起大落；第二阶段，从 1929 年 1 月至 1933 年 12 月，称之为“大萧条”，表现为剧烈的通缩，历时长，并且通缩底部呈 U 型走势，这与“弱财政货币政策阶段”通缩的 V 型走势有着根本区别；第三阶段，从 1934 年 1 月至 1953 年 7 月，称之为“二战+韩战”，连续的长期的战争激发了高通胀；第四阶段，从 1953 年 8 月至 1972 年 12 月，称之为“繁荣+越战”，美国经历了战后的繁荣，通胀温和；第五阶段，从 1973 年 1 月至 1984 年 9 月，称之为“石油危机”，油价高涨，输入通胀，美国经济处在滞涨期；第六阶段，从 1984 年 10 月至 2007 年 6 月，称之为“大缓和”(Great Moderation)，这一阶段通胀温和，波动迅速下降，经济增长稳定；第七阶段，称之为“次贷危机”，从 2007 年 7 月至今，美国经历了大萧条以来最严重的危机，若非货币政策的高强度宽松，通胀程度决非曲线所表现的小通缩。

图 1:
美国通胀简史
左轴单位: 1

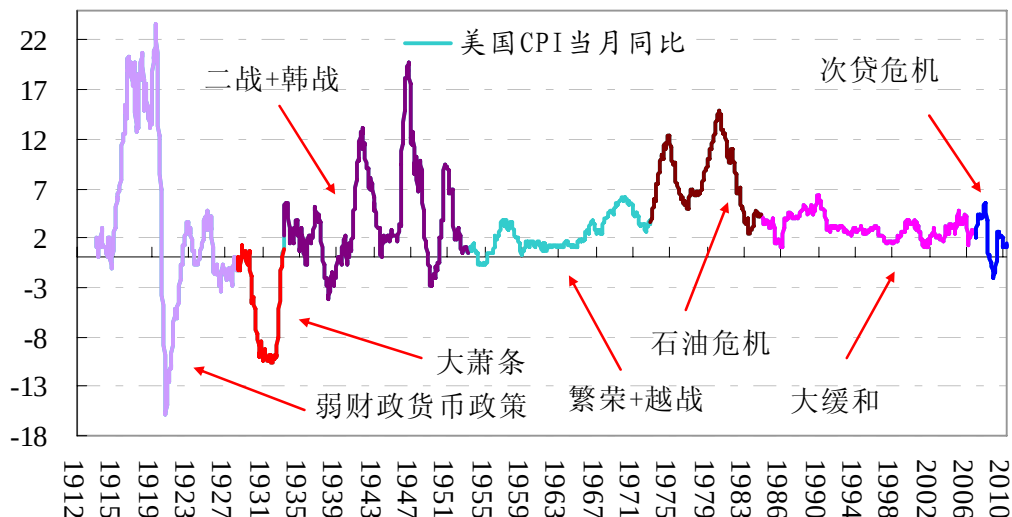


表 1:
美国通胀七阶段

阶段	时期	极端值	均值	波动率	通缩占比
弱财政货币政策	1914.01	23.7/-15.8	4.12	8.89	34%
	-1928.12				
大萧条	1929.01-	1.2/-10.7	-5.40	4.44	80%
	1933.12				
二战+韩战	1934.01-	19.7/-4.1	3.87	4.79	15%

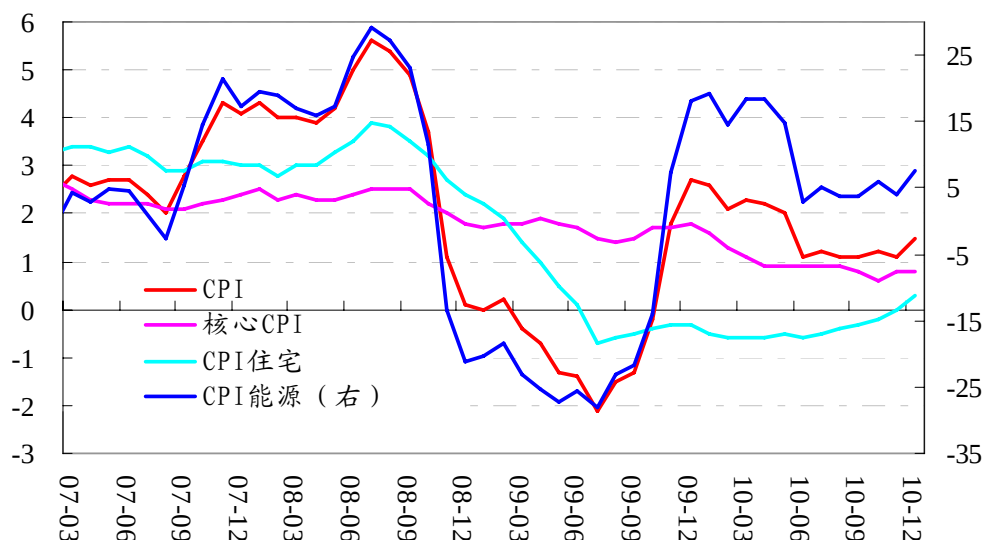
	1953.07				
繁荣+越战	1953.08-1972.12	6.2/-0.7	2.35	1.72	5%
石油危机	1973.01-1984.09	14.8/2.5	8.01	3.16	0%
大缓和	1984.10-2007.06	6.3/2.5	3.07	1.08	0%
次贷危机	2007.07-	5.6/-2.1	1.97	2.15	21%

二、美国 CPI 结构分析

2.1 次贷危机以来的通胀走势

次贷危机以来，美国经历了近半个世纪未遇的通缩，在走出通缩之后，通胀在 2010 年下半年重新下降，徘徊在 1% 左右，2010 年 12 月，通胀回升至 1.5%。

图 2：
 次贷危机以来的通胀走势
 左轴单位：%



2.2 CPI 分项权重

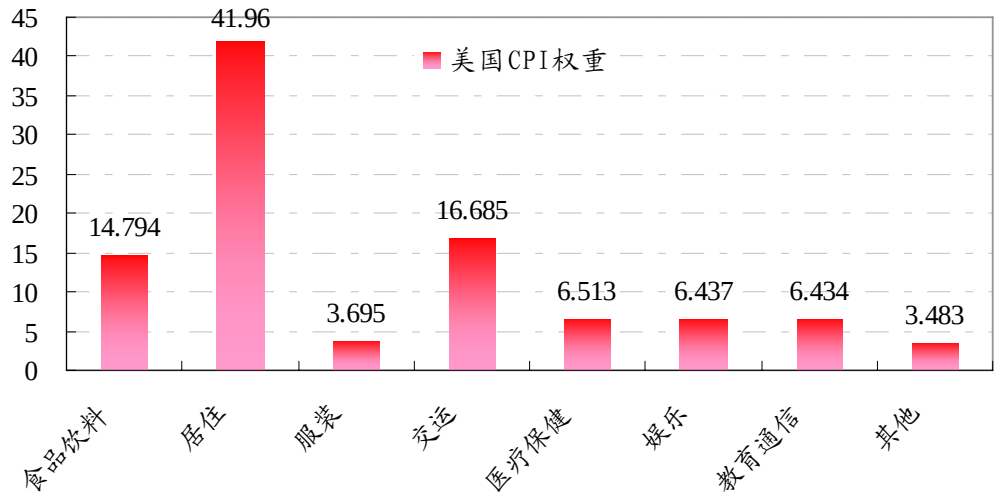
美国 CPI 可以分为八大分项，分别为食品饮料、居住、服装、交运、医疗保健、娱乐、教育通信、其他。

图 3:

美国 CPI 权重

左轴单位: %

注: 本报告所用权重为 2010 年度权重。



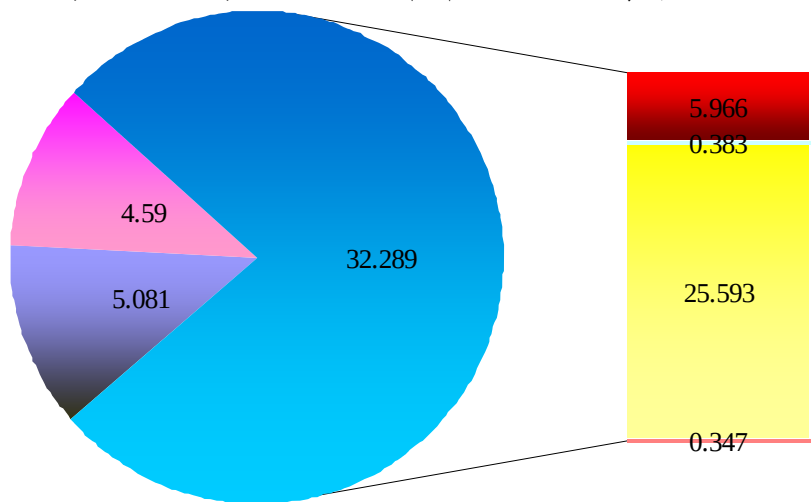
居住(Housing)是 CPI 中权重最大的分项, 占到 41.96%, 包括家庭能源、家具和住宿(Shelter)三个细分项, 权重分别为 5.081%、4.59%和 32.289%, 其中住宿分为租金、业主租金等价、在外住宿、保险四项, 权重分别为 5.966%、25.593%、0.383%和 0.347%。

■ 家庭能源 ■ 家具 ■ 租金 ■ 在外住宿 ■ 业主等价租金 ■ 保险

图 4:

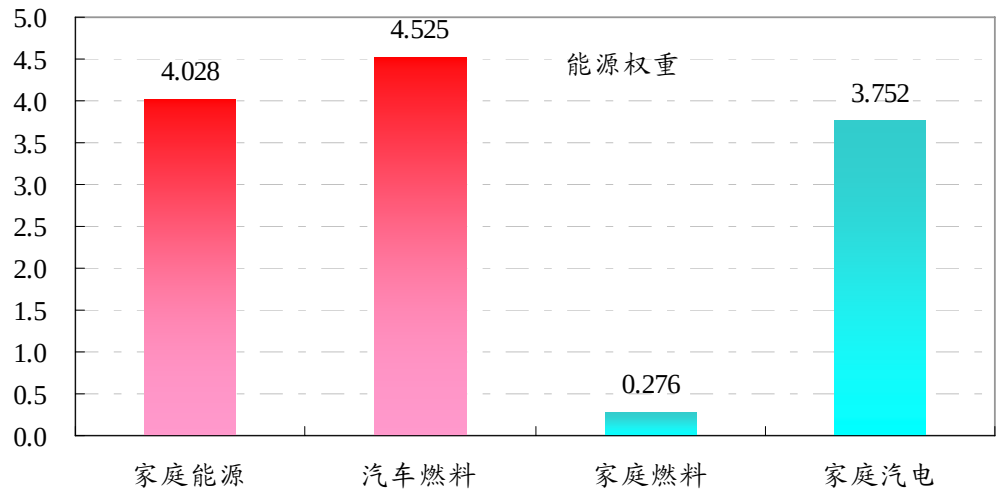
居住分项权重

左轴单位: %



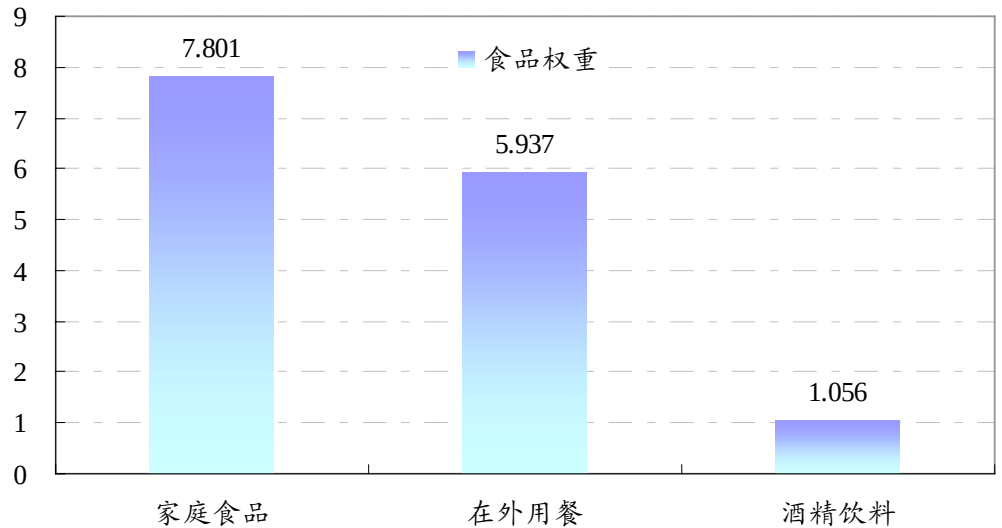
能源在美国 CPI 中的权重主要包括两项, 家庭能源与汽车燃料, 分别包含在居住和交运两个分项中, 权重分别为 4.028%和 4.525%, 总和为 8.553%, 即显性的能源权重为 8.553%。之所以称为显性, 是因为能源, 如石油, 在经济中除能源外, 会渗透到经济各部门, 从而间接影响价格。家庭能源又分为家庭燃料与家庭汽电 (天然气和电力), 这两项的权重分别为 0.276%和 3.752%。

图 5:
能源权重
左轴单位: %



食品在整个 CPI 篮子中的权重约有 15%，其中家庭食品、在外用餐与酒精饮料的权重分别为 7.801%、5.937%和 1.056%。

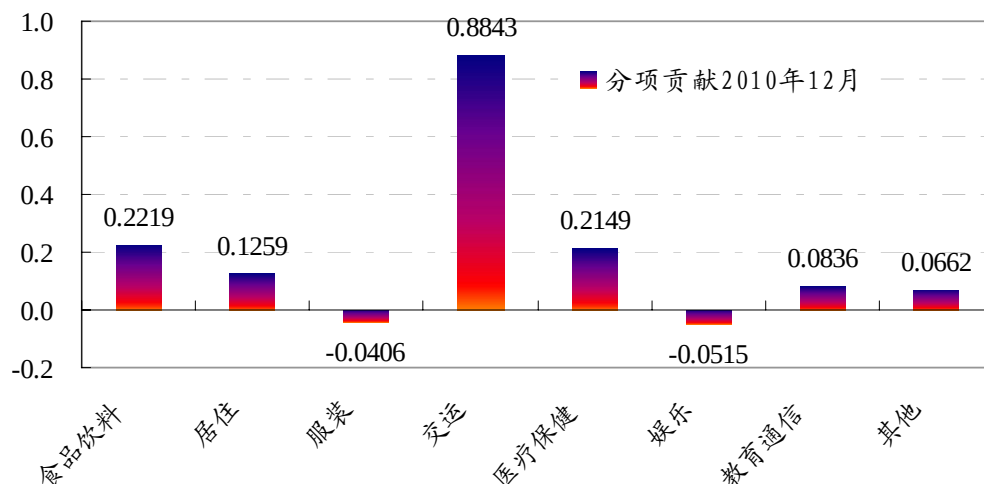
图 6:
食品分项权重
左轴单位: %



2.3 分项贡献

2010 年 12 月美国的 CPI 为 1.5%，我们计算了分项对增速的贡献，仅有服装和娱乐是微弱的负贡献，其他分项均为正贡献，其中正贡献居前的分别是交运、食品饮料、医疗保健、居住。交运贡献最大，贡献占比接近 60%，其中包含能源价格上涨，食品饮料和医疗保健的上涨，主要是源于个人消费支出的回升，支撑起消费品价格。居住呈现温和回升，源于家庭能源价格的上涨，但是相对于居住的 41.96%，家庭能源的 5.081%，能源仅占居住的 12.11%。

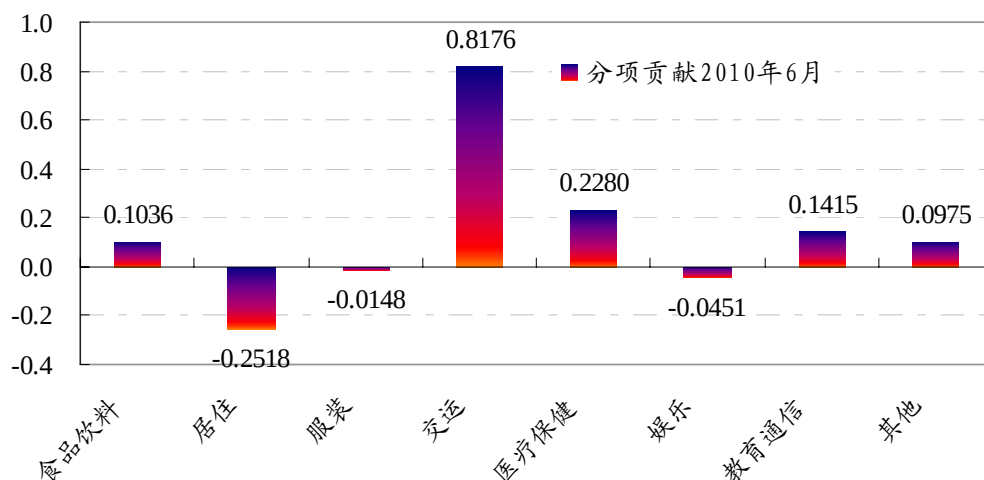
图 7:
CPI 分项贡献 2010 年 6 月
左轴单位: %



2010 年 6 月是美国通胀水平最低的时刻，当时的 CPI 是 1.1%，分项中交通、医疗保健、食品饮料仍然是正贡献，而此时的居住贡献是-0.2518%。2010 年 12 月比 6 月的 CPI 高了 0.4%，而居住贡献 12 月就比 6 月高了 0.3777%，也就是说居住贡献的变化可以完全解释 CPI 的变化。

与此同时，交通的变化很小，从 2010 年 6 月的 0.8176%增加到 12 月的 0.8843%。

图 8:
CPI 分项贡献 2010 年 12 月
左轴单位: %



2.4 房价因素

美国房价走势确实低迷，在 2010 年的上半年，曾经出现过同比上涨，但在下半年，重新步入下跌，这时候也正是市场担心美国经济复苏将夭折的时期。

从 CPI 分项来看，支持温和通胀的关键在于居住，而居住主要看“业主租金等价”与“租金”，尤其是“业主租金等价”主要看房价。我们对 2011 年美国房价的判断是——温和上涨。

图 9:

FHFA-仅购买、标普/CS 房价、CPI 住宅 (右)
左右轴单位: %

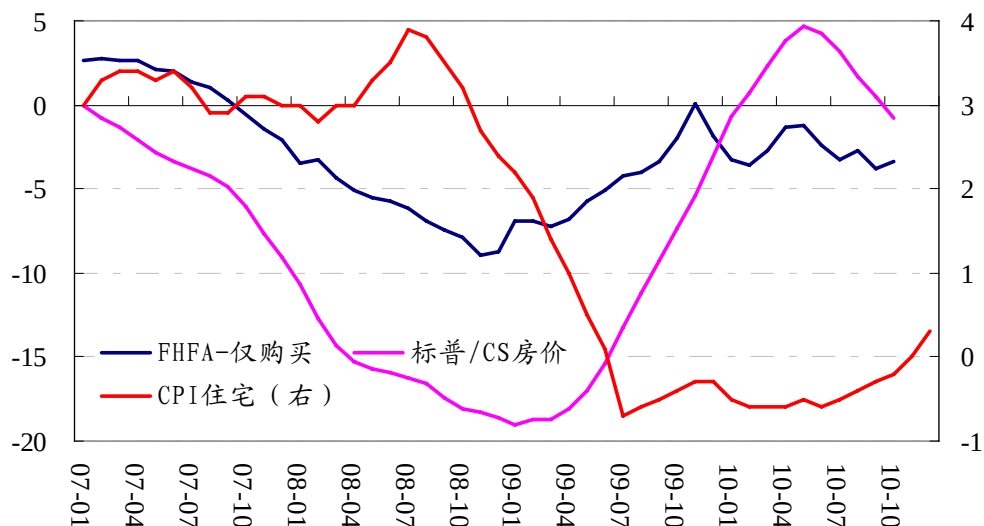
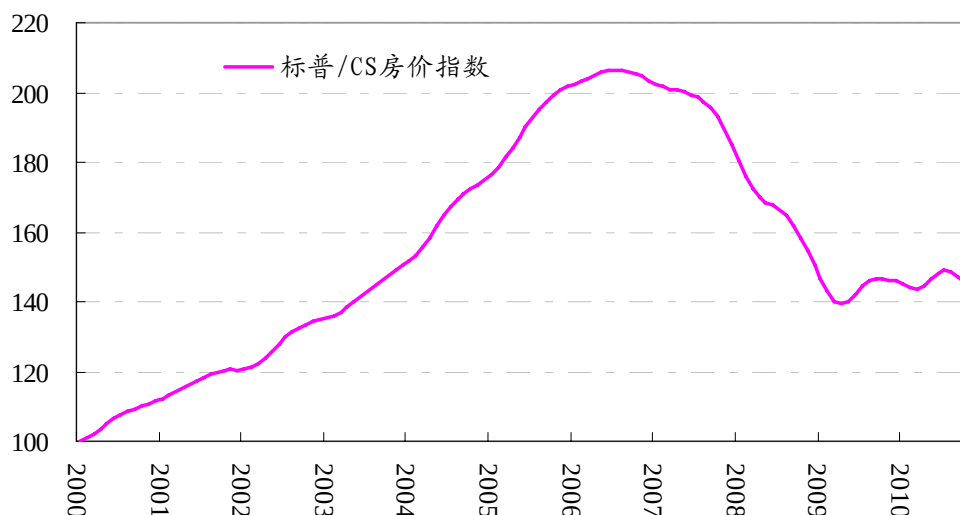


图 10:

标普/CS 房价指数
左右轴单位: 1



三、核心通胀

3.1 一个简单拆分

核心通胀的定义是能够反映中长期通胀趋势的潜在通胀, 统计上有多种方法来构造核心通胀, 应用最为普遍的是剔除法, 即剔除标题通胀中波动剧烈的部分, 通常被剔除的是食品和能源。

表 2:

核心、能源、食品分配权重
单位: %

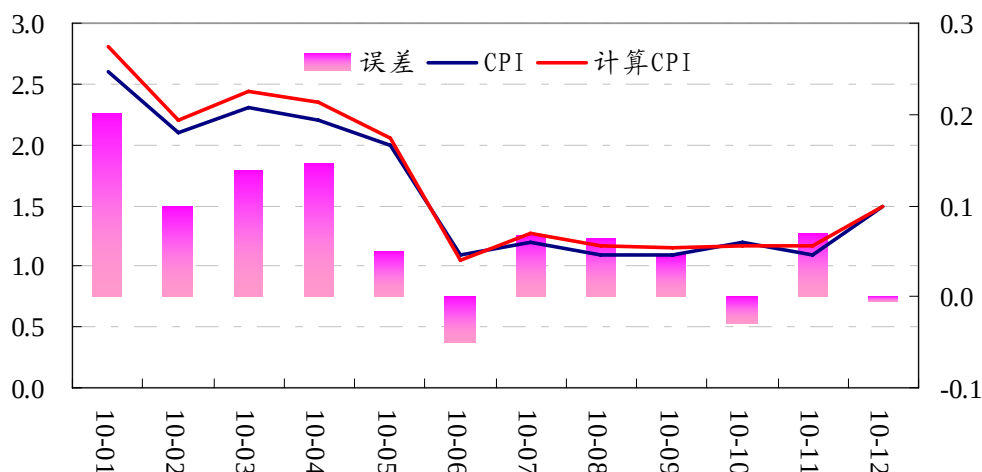
项目	核心	能源	食品	总体
分配权重	76.653	8.553	14.794	100

我们用以下公式来计算 2010 年美国的总体的通胀, 拟合程度非常良好:

$$\text{通胀} = 76.653\% \times \text{核心通胀} + 8.553\% \times \text{能源通胀} + 14.794\% \times \text{食品通胀}$$

12 个月中, 有 9 个月的时间, 误差在 0.1% 以内。

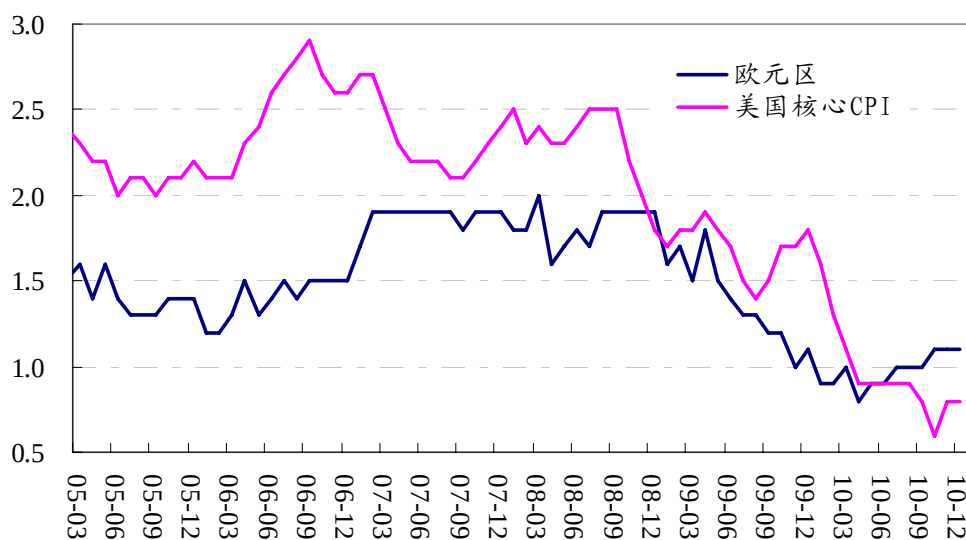
图 11:
核心通胀、食品通胀、能源通胀
左轴单位: %
注意: 2010 年月数据



3.2 美欧核心通胀联动

美欧核心通胀存在很强的联动性。美国核心通胀 2011 年将向上，一是欧元区通胀向上，而美欧联动；二是过去美国核心 CPI 一直高于欧元区，只是 2010 年上半年美国核心 CPI 低于欧元区，在美国复苏强于欧元区的 2011 年，美国核心 CPI 将重新强于欧元区。

图 12:
美国核心 CPI、欧元区
左轴单位: %

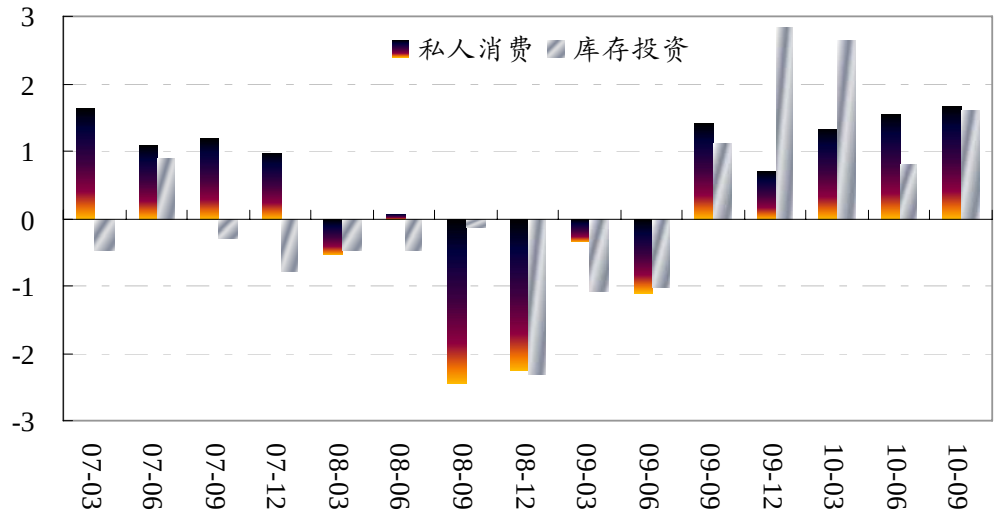


四、内生增长，通胀相伴

4.1 从再补库存到消费支出

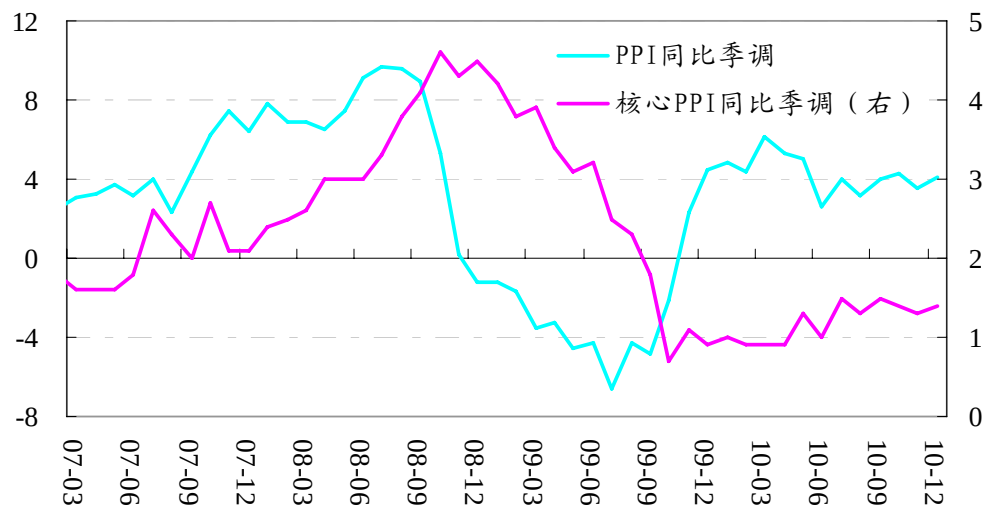
美国 GDP 中，私人消费贡献在稳定增长，而库存投资贡献在 2010 年 3 季度因为大宗商品价格上涨强行启动，在 2010 年 4 季度这种再补库存将会减弱，而进一步支撑起经济复苏的是私人消费。

图 13:
私人消费贡献、库存投资
贡献
左轴单位: %



美国 PPI、核心 PPI 处在比较稳定的水平上，大宗商品在 2011 年大涨的可能性不大，因而再补库存将式微。

图 14:
PPI 同比季调、核心 PPI
同比季调
左轴单位: %



4.2 消费支出提升物价

个人消费支出中的食品饮料、医疗保健等分项与 CPI 中各对应分项之间的关系密切，而消费支出的增长将推动物价上涨。

图 15:
CPI 食品与饮料、食品服
务和饮吧消费单月同比增
速
左轴单位: %

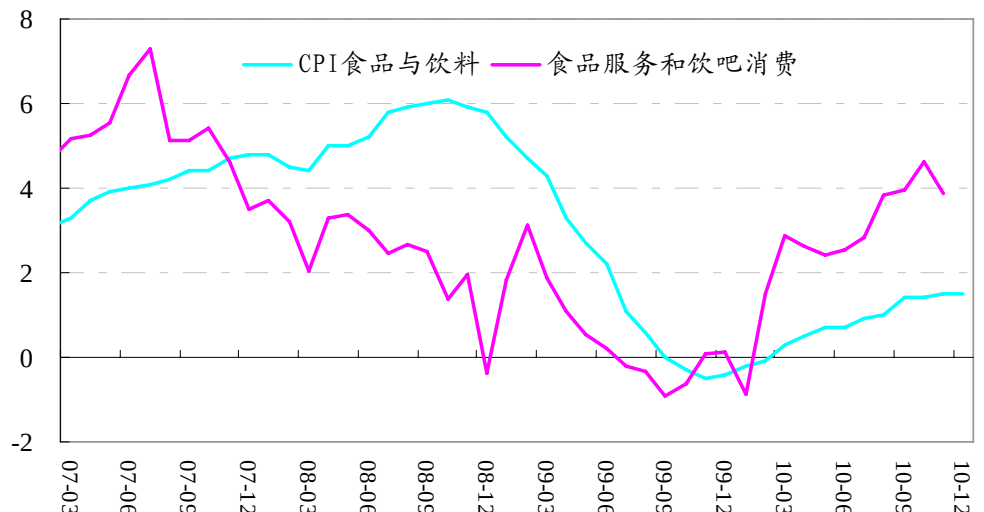
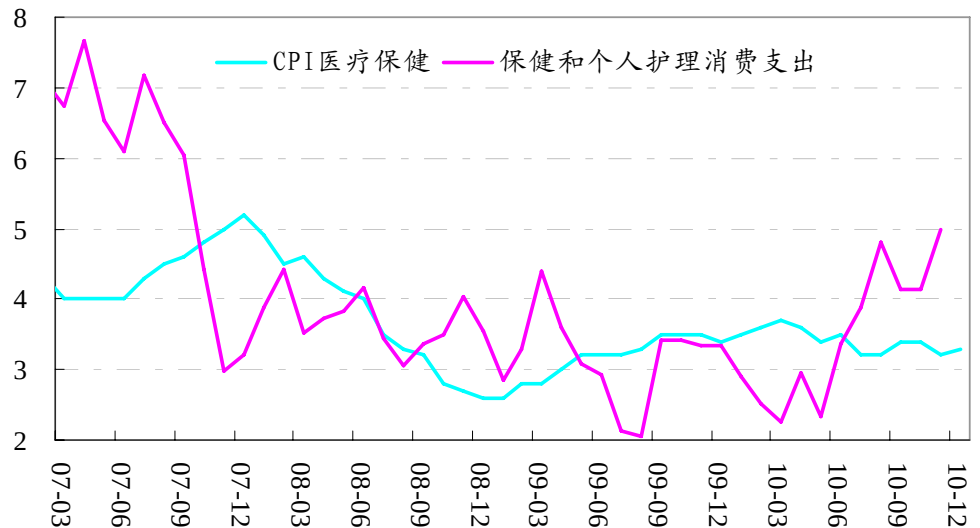


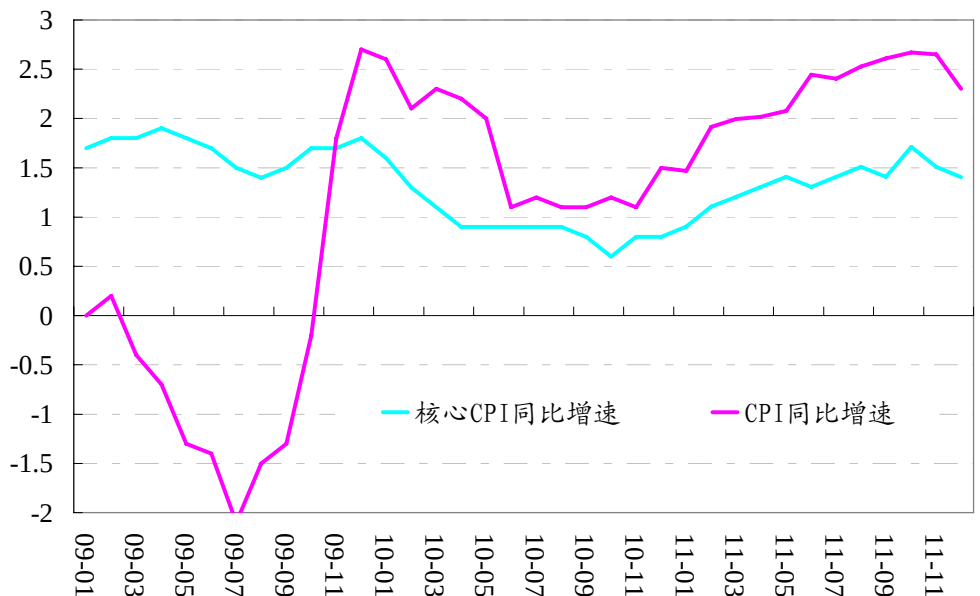
图 16:
CPI 食品与饮料、保健和
个人护理消费支出单月同
比增速
左轴单位: %



五、2011 年美国 CPI 将逐渐上行

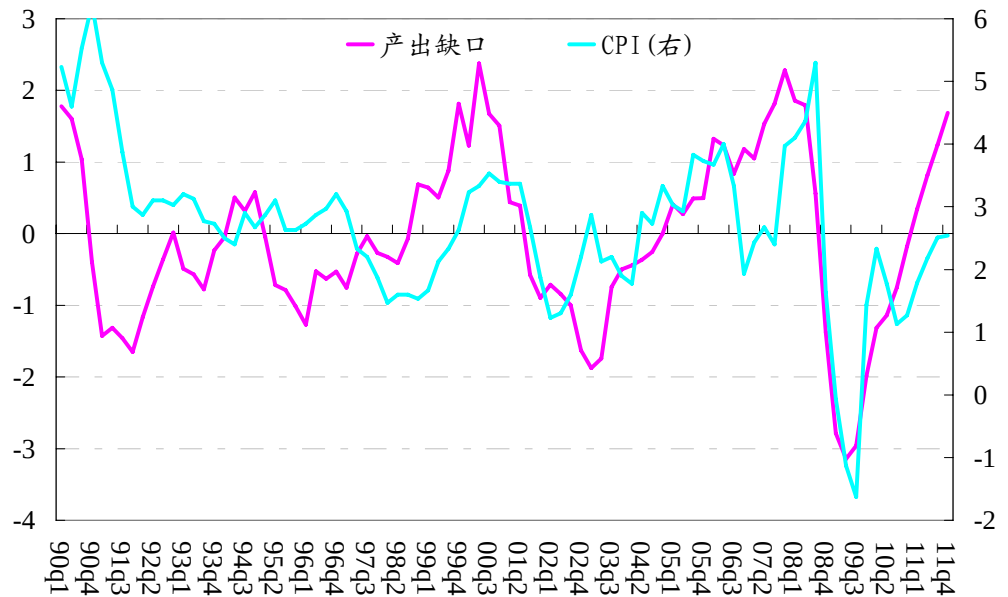
我们对美国 CPI 做了预测,结果发现在 2011 年 4 季度之前,美国核心 CPI 和 CPI 都将逐月上行,核心 CPI 同比增速在 10 月份或上升至 1.7%以上。CPI 在 3 季度也将上升至 2.5%以上。

图 17:
美国核心 CPI、CPI 同比增
速预测
左轴单位: %
2009.01-2011.12



从美国的产出缺口的走势来看,从 2011 年 1 季度后,产出缺口将上升到 0 以上,从而总需求的扩张将产生对物价的压力。

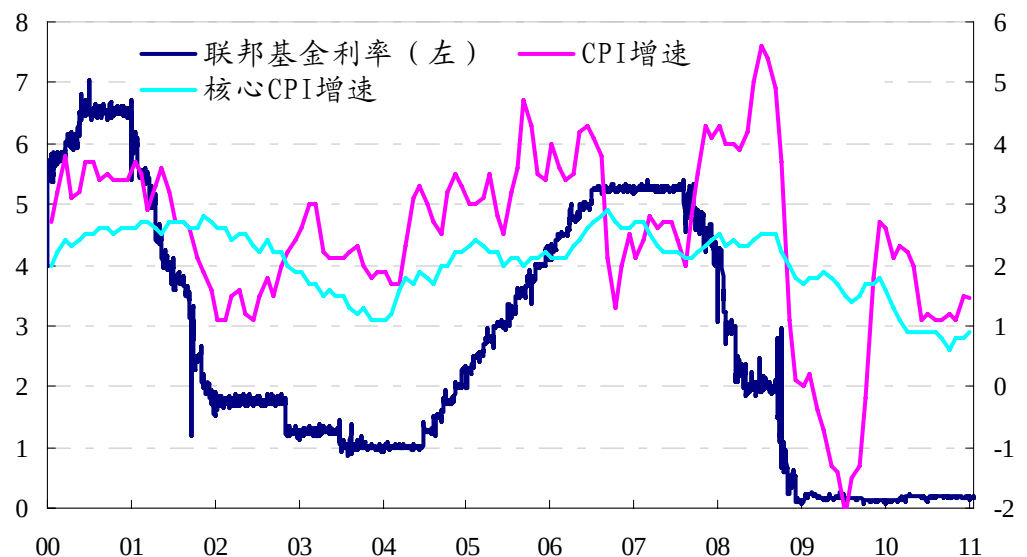
图 18:
美国产出缺口和 CPI 同比
增速
左右轴单位: %
1990Q1-2011Q4



六、4 季或启动加息

CPI 走势是美国货币政策的主要依据。从上一轮加息周期启动的时点和经济背景看，加息周期启动前，CPI 和核心 CPI 都出现了持续的上涨。核心 CPI 增速从 2004 年 1 月开始持续 6 个月的回升，加息在 2004 年 6 月底启动。从上一轮的经验来看，今年 2 季度后就具备了加息启动的条件。

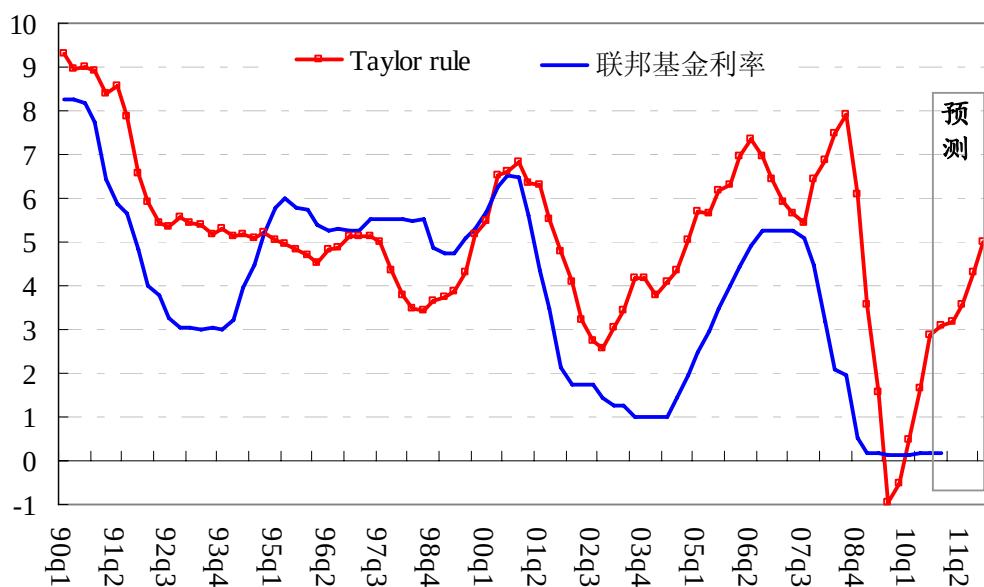
图 19:
美国 CPI 与联邦基金利率
左右轴单位: %
2000.01-2011.01



我们根据泰勒规则 $i_t = r + \pi_{at} + 0.5(\pi_{at} - \pi_3) + 0.5y_t$ 推导出了按照泰勒规则预期的利率走势。从 2010 年 1 季度之后根据泰勒规则求得的利率开始高于联邦基金利率，如果按照上一轮加息周期开启之前，泰勒规则利率水平连续 6 个季度超联邦基金利率，我们预计今年 3 季度之后应该开始提升利率水平。

当前一个制约因素是美国的失业率，如果失业率下降速度慢于预期，加息可能会进一步延后，但从目前的发展形势，进一步扩大量化宽松规模的政策推出的可能性将越来越小。

图 20:
 美国 Taylor 规则下的利率
 与联邦基金利率
 左右轴单位: %
 2000.01-2011.01



所有数据均来自 WIND、CEIC、Bloomberg、其他相关网站、国泰君安证券

作者简介:**王虎:**

S0880210090022

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

南京大学经济学博士。现为国泰君安证券宏观经济研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。

薛鹤翔（贡献作者）:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士/同济大学工学学士；2010 年 7 月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

姜超:

S0880209110638

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		