下载日志已记录，仅供内部参考

1970 年代以来美国通胀特征回溯

专题报告

根据对 1970 年代以来美国多轮通胀周期历史数据的回溯，我们总结出美国通胀运行的四个基本特征。这些特征将有助于后续对美国通胀走势的判断：

- **（一）能源分项决定 CPI 的基础走势，住房分项因权重最大而显著影响 CPI 的运行中枢。由于全球油价周期与美国房价周期的底层驱动逻辑存在明显差异，历史上二者走势时常呈现背离状态。**若二者同步大幅上涨则容易形成恶性通胀。2026 年以来能源分项对 CPI 的贡献提升，住房分项对 CPI 的贡献仍在向历史均值回落，因此我们认为当前出现类似于 1970 年代或 2021-2022 年极端通胀周期的概率较低。但由于住房分项的变化趋势偏慢，而当前能源价格仍面临上行压力，总体通胀在未来一段时间持续显著高于 2%仍是大概率情形。

- **（二）美国通胀与全球大宗商品周期具有很强的共振性，但传导周期存在明显差异。原油价格对 CPI 的影响已经在当下显现，始于 2025 年年末的全球食品价格上涨对 CPI 食品项的拉动应当会在 2026 年 Q4 逐步体现，始于 2025 年中的全球工业品价格上涨对 CPI 核心商品项的拉动则会在 2027 年年初逐步体现。**从历史数据来看，原油对能源分项的传导即时显现，全球食品价格传导大约滞后 12 个月，工业品价格传导则滞后 16 个月以上。当前原油价格对 CPI 能源项的影响已经显现，食品和工业品价格上涨对 CPI 分项的影响应该分别在 2026 年 Q4 和 2027 年 Q1 逐步体现。

- **（三）历史上半导体涨价周期与全球工业品涨价周期高度重叠，因此当前 AI 硬件价格上涨对 CPI 的影响可以与工业品价格上涨的影响合并讨论，由于二者仍处于同步涨价周期当中，我们认为其对 CPI 核心商品分项的共同传导远未结束。**由于手机、计算机等电子产品分项在 CPI 中的权重偏低，关于 AI 硬件价格上涨是否能够对 CPI 核心商品项产生影响的讨论往往存在争议。从历史数据来看，半导体涨价周期与工业品涨价周期往往高度重叠，半导体价格可能先于工业品价格启动、随后二者同步上涨，但半导体价格独立上涨的情况较少。因此，应将当前 AI 硬件需求驱动的半导体价格上涨与工业品价格上涨的影响进行合并讨论。

- **（四）历史数据显示生产率提升往往能够对同时期的核心服务通胀产生显著的压制效应。但根据我们在《AI 如何重塑生产函数？》中的分析，目前多数研究认为 AI 对全要素生产率的实质性提振或将在 2030 年后落地，因此生产率是否能在未来一到两年内持续上行并压制服务通胀尚难以确定。**历史数据显示，全要素生产率同比增速上行将明显压制同期的核心服务通胀增速，反之亦然。这一机制的逻辑或在于，生产率提升意味着单位产出所需的劳动成本下降，企业无需通过提价即可消化工资上涨压力。但考虑到目前多数研究认为 AI 对全要素生产率的实质性提振或将在 2030 年后落地，未来一至两年能否出现生产率持续大幅抬升，并由此影响核心服务通胀，仍存在较大不确定性。

不同时期美国通胀运行的核心影响因素回顾：

- **1970 年代：超高通胀时期，能源冲击推动 CPI 大幅上行。**这一时期推动通胀上行的核心因素在于两次石油危机的供给冲击叠加生活成本调整（COLA）机制下的工资与通胀螺旋，使能源涨价通过工资渠道传导至核心通胀，美联储在衰退期间的政策摇摆错过了控制通胀的最佳窗口、进一

相关报告

1、《1995-2002 年，产业趋势如何演变？》2026-09-24
2、《钱去哪儿了？》2026-09-22
3、《中选倒计时，有何看点？》2026-09-11

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张玉书 S1090526060003
zhangyushu@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

步固化了通胀预期。分项方面，能源分项受两次石油危机冲击大幅飙升。食品分项因全球粮食减产与能源成本上升出现两轮快速上涨。核心通胀受能源传导、政策摇摆、生产率增长停滞及工资与通胀螺旋推动而走高。

- **1980 年代：高通胀转向低通胀，货币政策紧缩与油价暴跌推动 CPI 大幅回落。**沃尔克紧缩重建了货币政策信誉，深度经济衰退与 COLA 覆盖率下降共同切断了工资与通胀螺旋的制度性传导，油价暴跌和美元升值从外部输入了通缩力量。分项方面，能源分项因供给冲击消退与油价暴跌从高位回落。食品分项受全球粮食供给恢复与美元升值影响走弱。核心通胀受通胀预期重置、工资议价能力削弱、COLA 覆盖率下降及生产率重回增长通道共同推动，从高位回落并趋于稳定。
- **1990 年代：低通胀时期，CPI 与核心 CPI 高位下行。**全球需求竞争格局发生显著变化，前苏联解体和日本泡沫经济破裂使两大需求方同时收缩，亚洲金融危机进一步压制了全球总需求，使原油与其他大宗商品价格持续偏弱，稳定了总体通胀中枢。分项方面，能源分项因原油价格中枢稳定贡献偏弱，直至 90 年代末才出现明显反弹。住所分项贡献最大但同比缓慢下行。核心服务分项受加息周期与生产率提升压制持续回落。仅食品分项在全球农产品价格温和上涨的支撑下保持相对强势。
- **2000 年代：高通胀时期，CPI 大幅上行而核心 CPI 相对稳定。**中国加入 WTO 后工业化与城镇化进程显著加速，全球需求竞争格局发生逆转，带动大宗商品价格进入新一轮上涨周期。分项方面，能源分项受原油价格中枢大幅上移及美元走弱催化，波动率明显上升。食品分项受全球粮食短缺加剧影响同比中枢持续上移。核心商品分项在进口增长伴随大宗商品涨价背景下低位缓升。住所分项与房价同步先涨后跌。核心服务分项则在生产率提升与美联储灵活利率调控共同作用下受到明显压制。
- **2010 年代：通胀中枢下降，延续高波动状态。**发达经济体居民部门在次贷危机后集体进入去杠杆进程，总需求受到持续压制，2010 年代后期贸易冲突增加进一步抑制全球生产活动，拖累全球大宗商品需求。分项方面，能源分项同比在-20%至 20%之间宽幅震荡。食品分项因全球农产品供需由短缺转为过剩保持平稳。核心商品分项受大宗商品传导偏弱影响长期低位。核心服务分项因生产率压制减弱与薪资反弹相互对冲而呈震荡状态。住所分项因房价缓慢复苏成为主要支撑。
- **2020 年至今：疫情推升通胀中枢，住所与核心服务贡献居前。**2020 年至 2021 年，财政与货币同步无限度扩张快速推升通胀。2022 年美联储快速收紧货币政策、财政政策退坡，各分项通胀先后见顶回落。疫情后全球对运输渠道阻隔的担忧与民粹主义抬头推动供应链重塑，AI 投资带动对半导体和有色金属的需求改善，共同推动了全球通胀成本的上移。分项方面，能源分项受地缘冲击与供需缺口驱动大幅波动。食品分项短期冲高后回归平稳。核心商品分项因大宗商品共振与二手车价格暴涨一度创 1970 年代以来最高水平，随后快速回落。住所分项冲高后回落但仍是 CPI 最主要支撑项。核心服务分项先受多重因素推升，后受加息压制回落。

总体而言，当前美国通胀的运行情况与 1970 年代以来的各个历史阶段难以直接对标，在通胀特征与驱动因素方面均存在较大差异。直观而言，当下美国所处的通胀环境反倒更接近 20 世纪 30 年代大萧条时期，彼时美国及全球经济呈现鲜明的 K 型分化，同时叠加外部战争冲击，但大萧条阶段现代化财政、货币等宏观调控框架尚未成型，同样不具备直接可比性。换言之，简单将当前美国通胀环境与历史情况类比，容易陷入刻舟求剑的误区，判断后续美国通胀走势还需立足于通胀各分项的动态变化，我们将在下一篇报告展开深入分析。

- **风险提示：海外地缘政治风险；政策节奏有变化；政策落实效果不及预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 1970 年代以来美国通胀的运行规律总结 6
二、 1970 年代：超高通胀时期，能源冲击推动 CPI 大幅上行 11
三、 1980 年代：高通胀转向低通胀，货币政策紧缩与油价暴跌推动 CPI 大幅回落 14
四、 1990 年代：低通胀时期，CPI 与核心 CPI 高位下行 16
五、 2000 年代：高通胀时期，CPI 大幅上行而核心 CPI 相对稳定 19
六、 2010 年代：通胀中枢下降，延续高波动状态 23
七、 2020 年至今：高通胀时期，住所与核心服务贡献居前 27

图表目录

图 1：能源分项与住所分项对总体 CPI 的贡献 6
图 2：1990 年至今主要分项对 CPI 的贡献拆分 7
图 3：全球大宗商品价格周期 7
图 4：油价对 CPI 能源项的传导 8
图 5：食品和农产品价格对 CPI 食品项的传导 8
图 6：非能源大宗商品价格对 CPI 核心商品项的传导 9
图 7：半导体价格周期与工业品价格周期 9
图 8：生产率与核心 CPI 同比增速 10
图 9：商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务同比增速 11
图 10：1970 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速 12
图 11：1970 年代 CPI 能源项与布伦特原油价格同比增速 12
图 12：1970-80 年代全球石油供需缺口变化 12
图 13：1970 年代 CPI 食品项同比增速 12
图 14：1970 年代 CPI 能源项与核心 CPI 主要分项同比 13
图 15：1970-1980 年代全要素生产率与核心 CPI 同比 13
图 16：1970 年代政策利率与 CPI 同比、失业率 13
图 17：1970 年代不变价 GDP 增速 13
图 18：1970 年代通胀与薪资调整 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：1980 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速 15
图 20：1980 年代 CPI 能源项与布伦特原油价格同比增速 15
图 21：1970-1980 年代美元指数与原油价格 15
图 22：1980 年代 CPI 食品项同比增速 15
图 23：1980 年代全球小麦供需缺口 16
图 24：1980 年代 CPI 能源项与核心 CPI 主要分项同比 16
图 25：1980 年代政策利率与 CPI 同比、失业率 16
图 26：1980 年代不变价 GDP 增速 16
图 27：1990 年代 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比 17
图 28：1990 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速 18
图 29：1990 年代美国 CPI 能源分项走势 18
图 30：1970-90 年代全球石油供需缺口变化 18
图 31：1990 年代全球农产品价格与 CPI 食品项同比增速 18
图 32：1990 年代进口价格指数与 CPI 核心商品分项同比 19
图 33：1990 年代房价与 CPI 房屋项同比增速 19
图 34：1990 年代商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比 19
图 35：1990 年代政策利率与 CPI 同比、失业率 19
图 36：2000 年代年代 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比 20
图 37：2000 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速 21
图 38：2000 年代美国 CPI 能源分项走势 21
图 39：1970-2000 年代全球石油供需缺口变化 21
图 40：2000 年代美元指数与原油价格 21
图 41：2000 年代全球农产品价格与 CPI 食品项同比增速 21
图 42：1990-2000 年代全球粮食供需缺口与农产品价格 21
图 43：2000 年代进口价格、全球非燃料价格与 CPI 核心商品项同比 22
图 44：2000 年代房价与 CPI 房屋项同比增速 22
图 45：2000 年代商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比增速 22
图 46：2000 年代政策利率与 CPI 同比、失业率 22
图 47：2010 年代 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比 23
图 48：2010 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速 24
图 49：2010 年代美国 CPI 能源分项走势 24
图 50：2010 年代全球石油供需缺口变化 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图 51：2010 年代美元指数与原油价格 24
图 52：2010 年代全球农产品价格与 CPI 食品项同比 25
图 53：2010 年代全球粮食供需缺口与农产品价格 25
图 54：2010 年代进口价格与 CPI 核心商品项同比 26
图 55：2010 年代除能源以外商品涨价动能减弱 26
图 56：2010 年代房价与 CPI 房屋项同比增速 26
图 57：2010 年代商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比增速 26
图 58：2010 年代政策利率与 CPI 同比、失业率 27
图 59：2010 年代失业率、周薪增速与 CPI 核心服务项同比 27
图 60：2010 年代美国与发达经济体家庭部门去杠杆 27
图 61：2020 年至今 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比 28
图 62：2020 年至今 CPI 与核心 CPI 同比增速 29
图 63：2020 年至今美国 CPI 能源分项走势 29
图 64：2020 年至今全球石油供需缺口变化 29
图 65：2020 年至今美元指数与原油价格 29
图 66：2020 年至今全球农产品价格与 CPI 食品项同比增速 30
图 67：2020 年至今全球粮食供需缺口与农产品价格 30
图 68：2020 年至今进口价格、全球非燃料价格与 CPI 核心商品项同比 30
图 69：2020 年至今 CPI 核心商品与二手车和卡车分项 30
图 70：2020 年至今房价与 CPI 房屋项同比增速 31
图 71：2020 年至今商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比增速 31
图 72：2020 年至今政策利率与 CPI 同比、失业率 31
图 73：2020 年至今失业率、周薪增速与 CPI 核心服务项同比 31

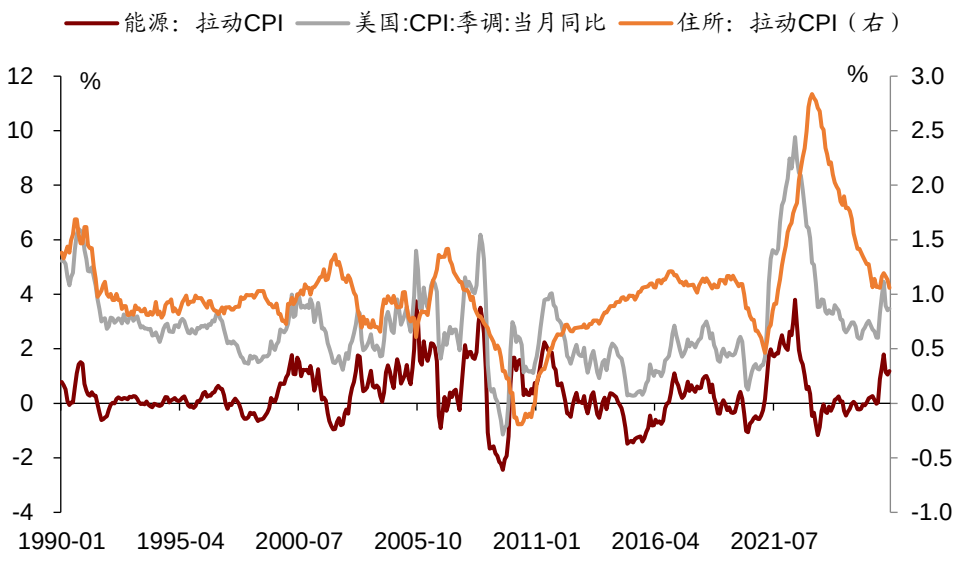
下载日志已记录，仅供内部参考

一、1970 年代以来美国通胀的运行规律总结

根据对 1970 年代以来美国多轮通胀周期历史数据的回溯，我们总结出美国通胀运行的四个基本特征。这些特征将有助于后续对美国通胀走势的判断。

1. **能源分项决定 CPI 的基础走势，住房分项因权重最大而显著影响 CPI 的运行中枢。由于全球油价周期与美国房价周期的底层驱动逻辑存在明显差异，历史上二者走势时常呈现背离状态。换言之，若两大分项运行趋势相反，则通胀整体可控；若两大分项同步大幅上涨，则容易形成恶性通胀。**全球油价周期与美国房价周期的底层驱动逻辑存在明显差异，原油价格主要由全球供需缺口驱动，需求相对刚性且对价格变化的敏感度较低；住房成本则主要受美国国内需求端因素影响，对收入、就业和信贷条件变化的敏感度较高，因此二者关系并不稳定，历史上既有背离阶段也有同向阶段。从历史数据来看，能源分项与住房分项对 CPI 的贡献呈现背离趋势的区间较多。但如果二者同步大幅上涨，则容易导致恶性通胀的发生，典型例子是 1970 年代和 2021 年。2026 年以来能源分项对 CPI 的贡献提升，住房分项对 CPI 的贡献仍在向历史均值回落，因此我们认为当前出现类似于 1970 年代或 2021-2022 年极端通胀周期的概率较低。但由于住房分项的变化趋势偏慢，而当前能源价格仍面临上行压力，总体通胀在未来一段时间持续显著高于 2%仍是大概率情形。

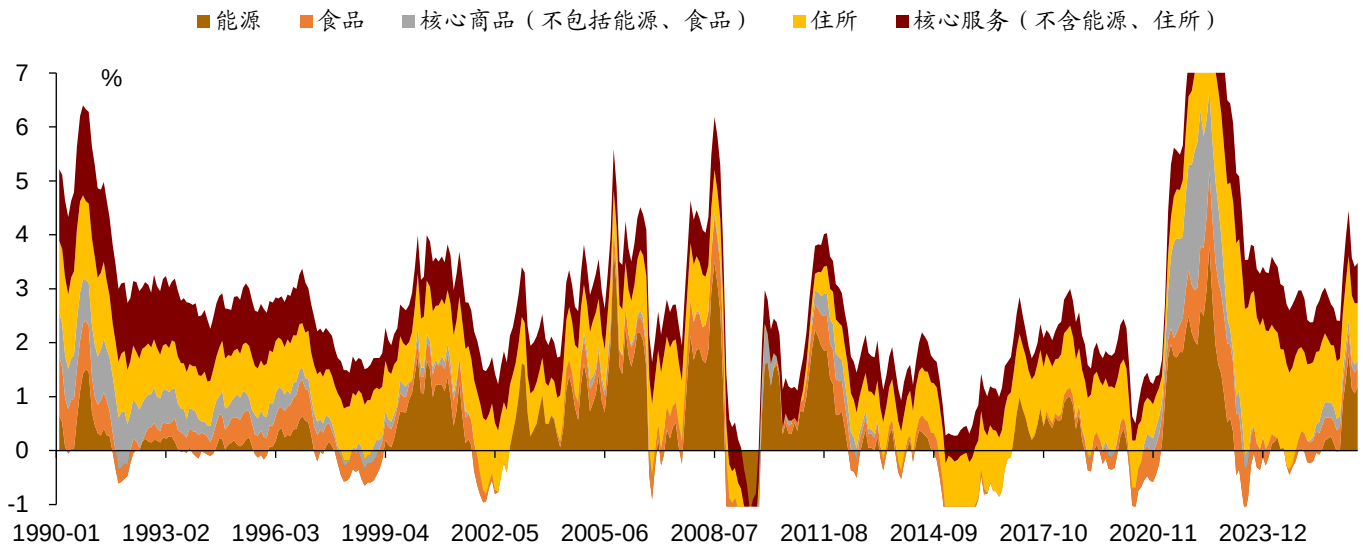
图 1：能源分项与住所分项对总体 CPI 的贡献



资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

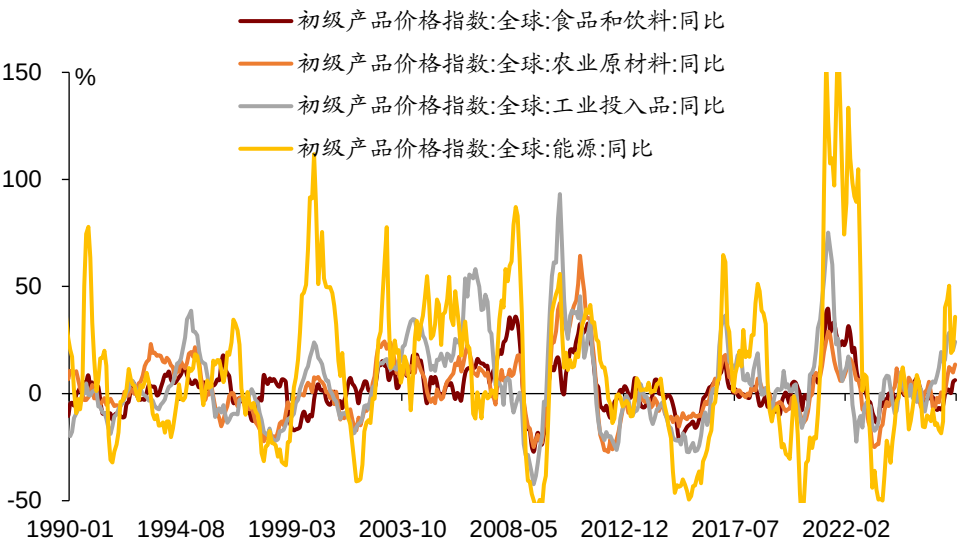
图 2：1990 年至今主要分项对 CPI 的贡献拆分



资料来源：iFinD，招商证券

2. **美国通胀与全球大宗商品周期具有很强的共振性，但传导周期存在明显差异。原油价格对 CPI 的影响已经在当下显现，始于 2025 年年末的全球食品价格上涨对 CPI 食品项的拉动应当会在 2026 年 Q4 逐步体现，始于 2025 年中的全球工业品价格上涨对 CPI 核心商品项的拉动则会在 2027 年年初逐步体现。**从历史数据来看，原油对 CPI 能源分项的传导即时显现，全球食品价格传导大约滞后 12 个月，工业品价格传导则滞后 16 个月以上。当前原油价格对 CPI 能源项的影响已充分显现，食品和工业品价格上涨对 CPI 分项的影响应该分别在 26 年 Q4 和 2027 年 Q1 逐步体现。当前市场密切关注原油价格变化，但不应忽略其他商品涨价对于 CPI 的滞后性影响。

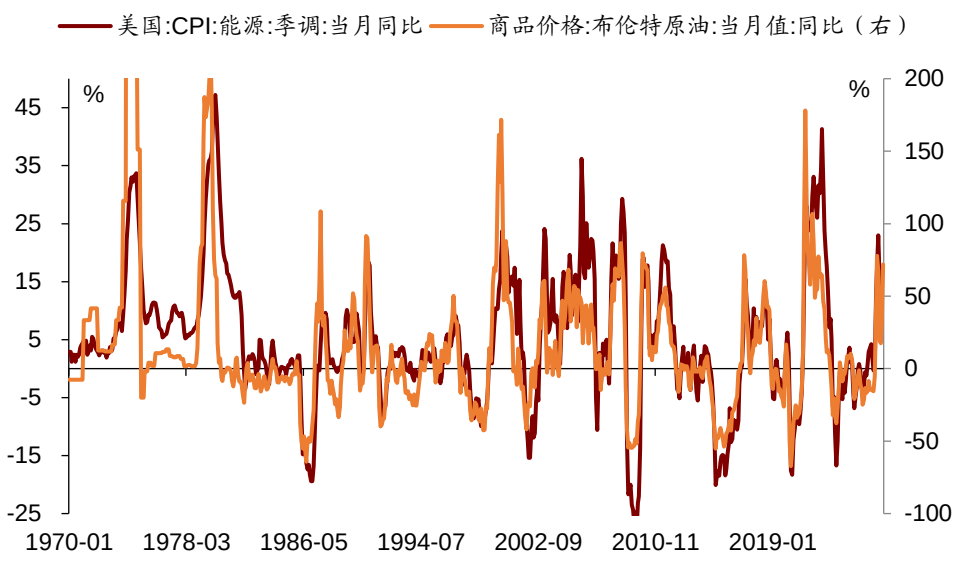
图 3：全球大宗商品价格周期



资料来源：iFinD，招商证券

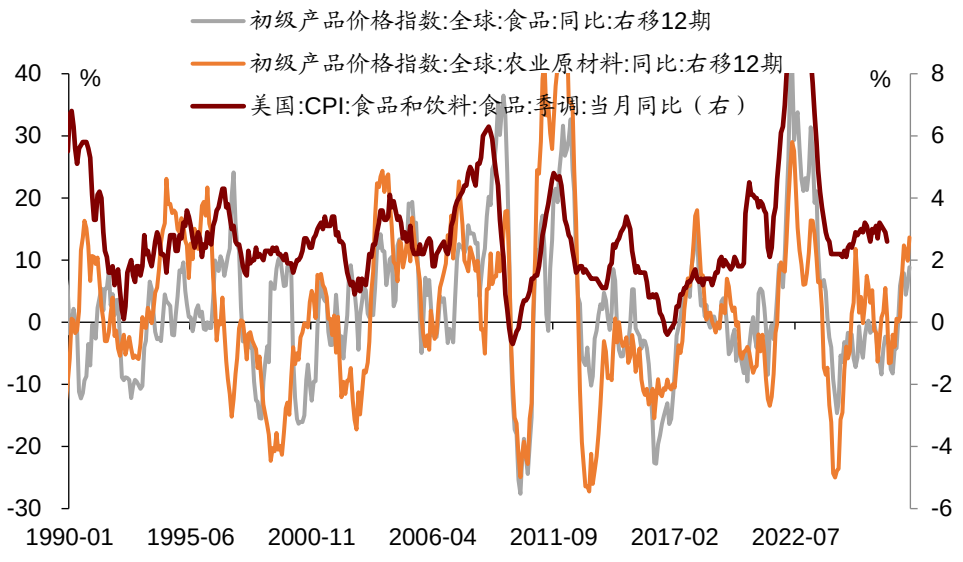
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：油价对 CPI 能源项的传导



资料来源：iFinD，招商证券

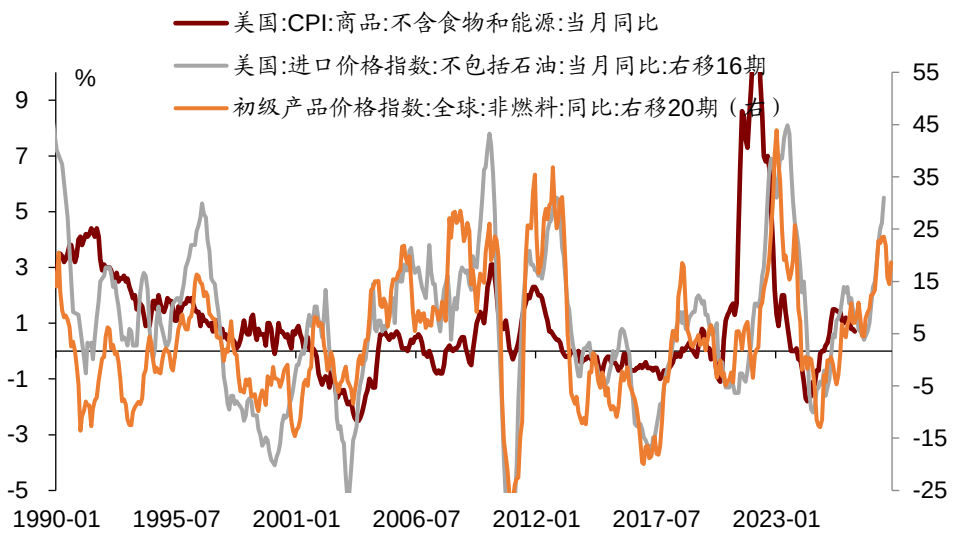
图 5：食品和农产品价格对 CPI 食品项的传导



资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

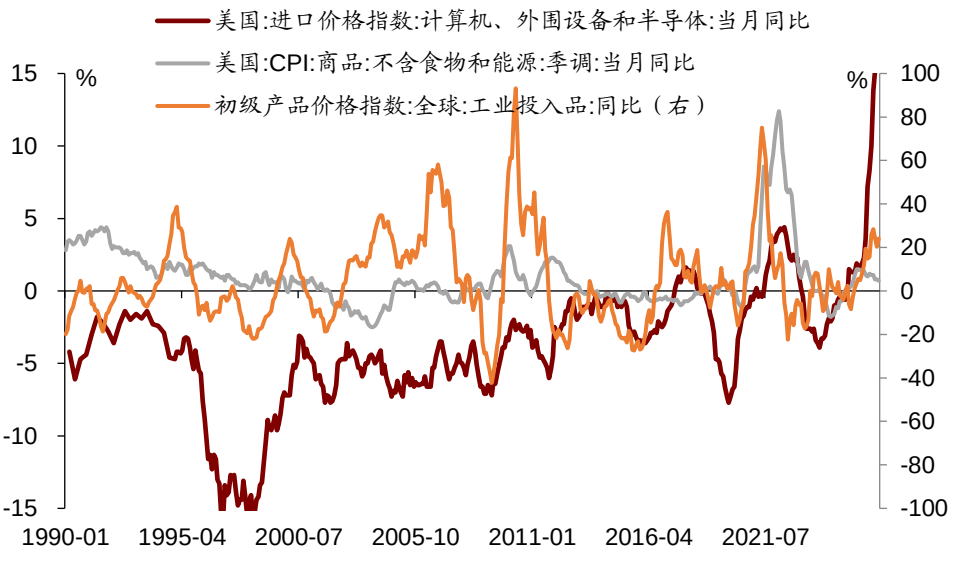
图 6：非能源大宗商品价格对 CPI 核心商品项的传导



资料来源：iFinD，招商证券

3. **历史上半导体价格上涨周期与全球工业品价格上涨周期高度重叠，因此当前 AI 硬件价格上涨对 CPI 的影响可以与工业品价格上涨的影响合并讨论，由于二者仍处于同步涨价周期当中，我们认为其对 CPI 核心商品分项的共同传导远未结束。**由于手机、计算机等电子产品分项在 CPI 中的权重偏低，关于 AI 硬件价格上涨是否能够对 CPI 核心商品项产生影响的讨论往往存在争议。从历史数据来看，半导体涨价周期与工业品涨价周期高度重叠，半导体价格可能先于工业品价格启动、随后二者同步上涨，但半导体价格独立上涨的情况较少。若将当前 AI 硬件需求驱动的半导体价格上涨与工业品价格上涨的影响进行合并讨论，则其后续将推动核心商品分项通胀显著上行的结论基本可以确定，且传导周期远未结束。

图 7：半导体价格周期与工业品价格周期

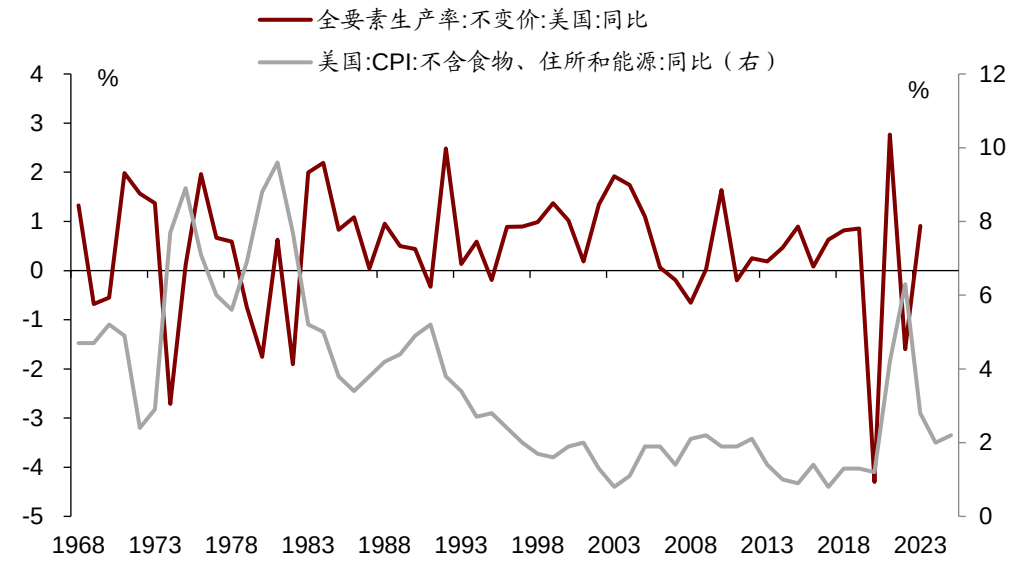


资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

4. **历史数据显示生产率提升往往能够对同时期的核心服务通胀产生显著的压制效应。但根据我们在《AI 如何重塑生产函数？》中的分析，目前多数研究认为 AI 对全要素生产率的实质性提振或将在 2030 年后落地，因此生产率是否能在未来一到两年内持续上行并压制服务通胀尚难以确定。**不能由薪资增速、货币政策周期解释的核心服务通胀变化基本可以由生产率的变化所解释。历史数据显示，全要素生产率同比增速上行将明显压制同期的核心服务通胀增速，反之亦然。这一机制的逻辑或在于，生产率提升意味着单位产出所需的劳动成本下降，企业无需通过提价即可消化工资上涨压力，从而切断了工资向物价传导的链条。我们在《AI 如何重塑生产函数？》中的分析显示，目前多数研究认为 AI 对技术水平的影响存在较长时滞，其对全要素生产率的实质性提振或将在 2030 年后落地。因此，未来一至两年能否出现生产率持续大幅抬升，并由此影响核心服务通胀，仍存在较大不确定性。

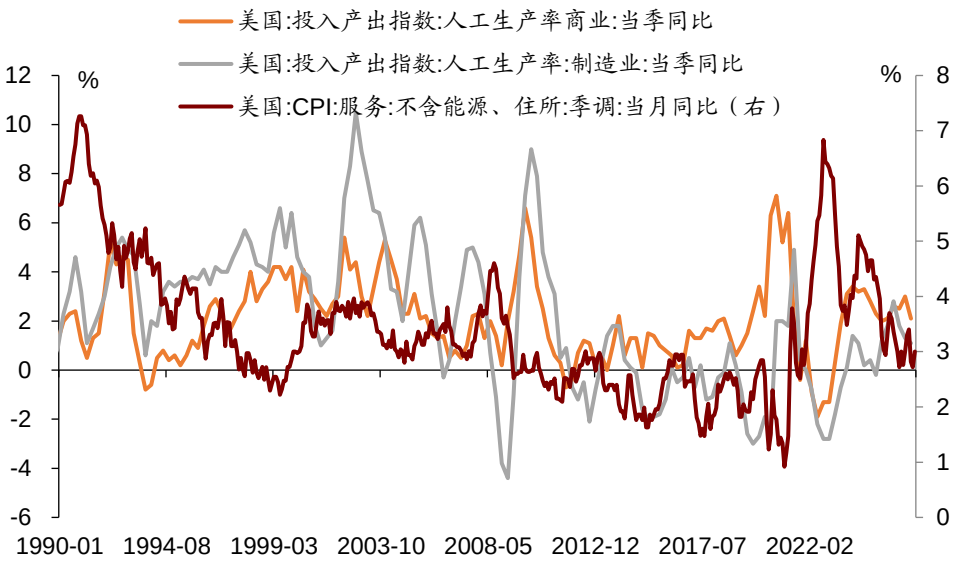
图 8：生产率与核心 CPI 同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

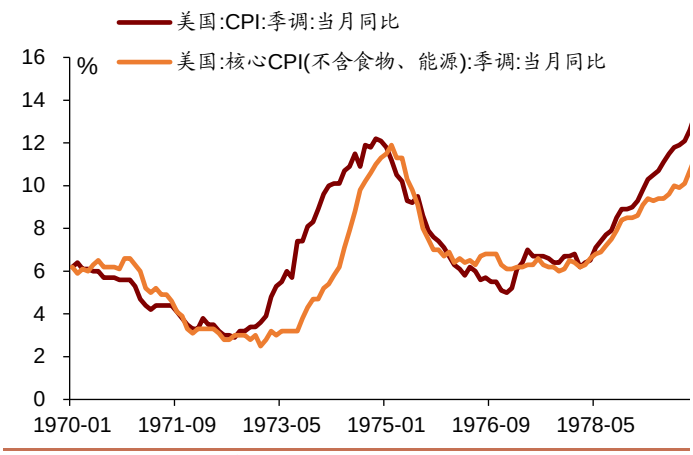
二、1970 年代：超高通胀时期，能源冲击推动 CPI 大幅上行

1970 年代是美国历史上通胀最为严重的时期之一，CPI、核心 CPI 同比 增速均出现明显上行。CPI 同比增速在 1970 年代中期上行至 12%以上，核心 CPI 同比增速也同步上行至 12%左右的水平。1970 年代后期再度上行至 13%以上，核心 CPI 同比增速上行至 11%以上。本轮通胀周期为 1940 年代以来最严重的一轮，不仅能源价格出现大幅上涨，其他各分项价格也均有明显涨幅。这一时期通胀持续攀升的核心矛盾，在于两次石油危机的供给冲击叠加 COLA 机制下工资与通胀螺旋的制度性强化，使能源涨价得以通过工资渠道向核心通胀持续传导，美联储在衰退期间的政策摇摆则进一步固化了通胀预期。

（1）能源分项：1970 年代，两次重大原油供给冲击带动能源分项同比增速出现大幅上行，是总体 CPI 增速上升的核心原因。第一次石油危机发生在 1973 至 1974 年，将布伦特原油价格从 3 美元/桶推升至 13 美元/桶。第二次石油危机发生在 1979 至 1980 年，将布伦特原油价格从 13 美元/桶推升至 40 美元/桶以上。1973-1974 年间原油价格的同比增速更大，但 1979-1980 年代的石油危机将全球原油供需结构从过剩转为短缺，对后续原油供给的影响更为深远。在两次石油危机影响下，CPI 能源分项同比在第一次石油危机期间最高上升至 33%，在第二次石油危机期间上升至接近 50%，决定了 CPI 运行的基本结构。

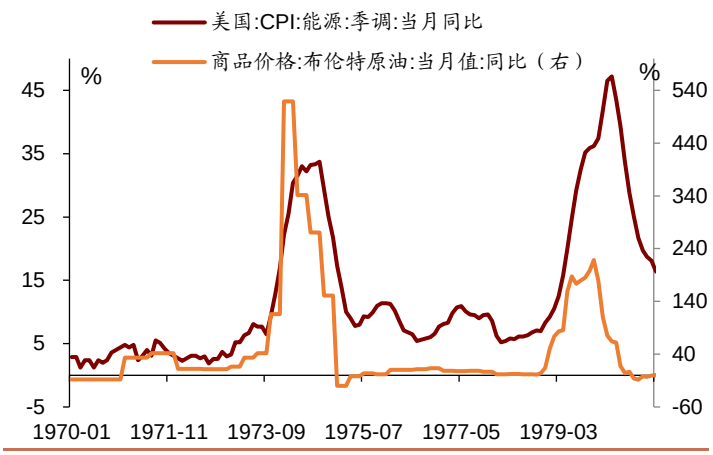
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：1970 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速



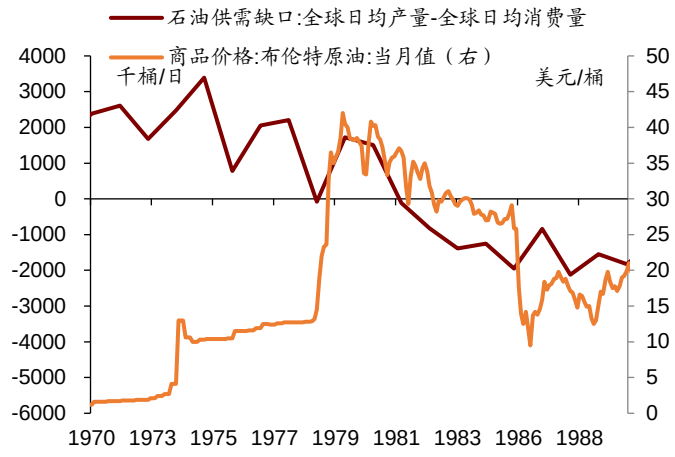
资料来源：iFinD，招商证券

图 11：1970 年代 CPI 能源项与布伦特原油价格同比增速



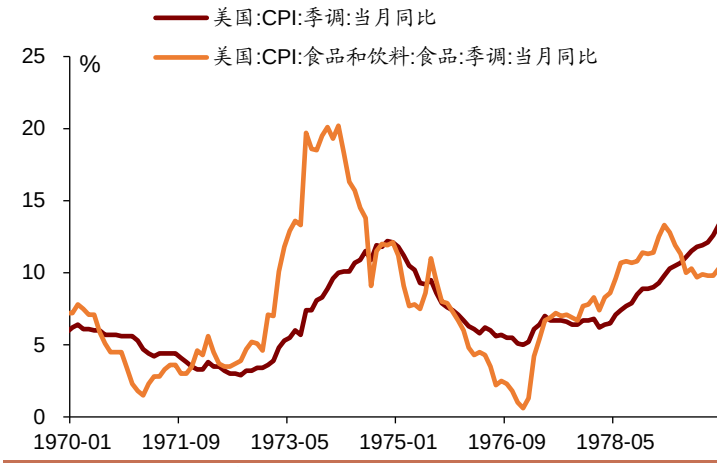
资料来源：iFinD，招商证券

图 12：1970-80 年代全球石油供需缺口变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 13：1970 年代 CPI 食品项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

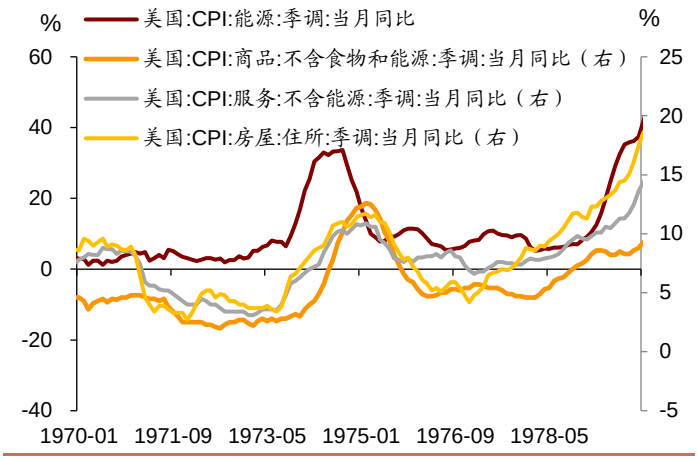
（2）食品分项：1970 年代，全球粮食减产成为食品价格上涨的重要原因，能源价格上涨也推高了农业成本，CPI 食品项同比增速出现两轮快速上行期，但随后回落。1970 年代，异常气候导致全球粮食出现多次减产，其中以 1972-1974 年的全球粮食减产最为典型，粮食价格上涨与能源价格上涨形成了共振效应。1970 年代中后期，油价的持续上涨也直接推高了农业生产的成本，包括化肥、农药、燃料和运输费用，进而传导至粮食价格。在此期间，CPI 食品分项同比增速分别在 1972-1974 年和 1977-1978 年出现了两轮快速上行周期，但随后均出现明显回落。

（3）核心通胀（不含食品与能源）分项：1970 年代，能源通胀传导、经济衰退背景下的政策摇摆、全要素生产率增长停滞以及 COLA 机制下工资与通胀螺旋的制度性强化共同推高核心通胀。1）能源价格对核心通胀的传导主要通过两条渠道实现。一是直接推高商品生产成本，企业随即将上升的成本转嫁至核心商品价格。二是导致工资与通胀螺旋的形成。2）工资与通胀螺旋的制度性基础尤为关键。当时美国工会力量强大，COLA（生活成本调整）机制在 1970 年代随着通胀加速而广泛普及，大型工会的 COLA 覆盖率尤为突出。这一制度安排使能源冲击得以通过工资渠道向核心通胀持续传导，能源涨价推高整体生活成本后，工会依据 COLA 条款自动要求加薪，企业再将上升的劳动力成本转嫁至

下载日志已记录，仅供内部参考

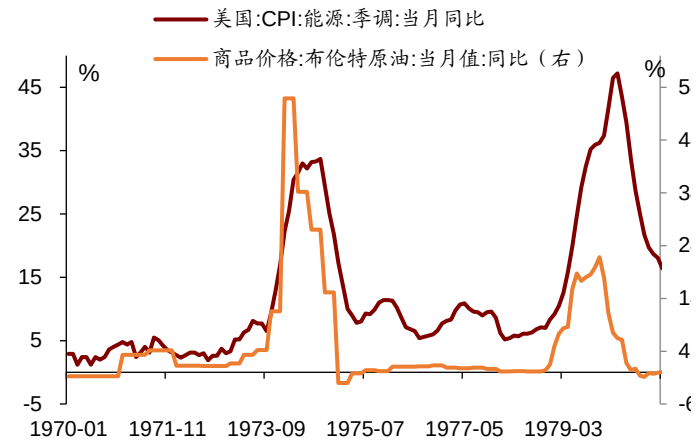
核心服务价格，形成工资与物价交替上行的自我强化机制。3）1973 年以前美联储仍以提高利率和对抗通胀为核心政策方向，但 1973 至 1974 年衰退期间，美联储在抗通胀与保增长目标之间反复摇摆。最终于 1974 年 5 月起开始降息，至 1976 年联邦基金利率降至 4.75%。降息虽缓解衰退，但在通胀预期未锚定环境下，宽松货币被工资与价格螺旋吸收，核心通胀未随衰退回落，预期反而固化。直至 1970 年代后期，美联储才下定决心以超高利率彻底控制恶性通胀。4）1970 年代生产率增速显著放缓，单位劳动力成本上升。企业缺乏效率缓冲，难以消化能源与工资上涨压力，只能通过提价转嫁成本，核心服务通胀因此获得持续推力。

图 14：1970 年代 CPI 能源项与核心 CPI 主要分项同比



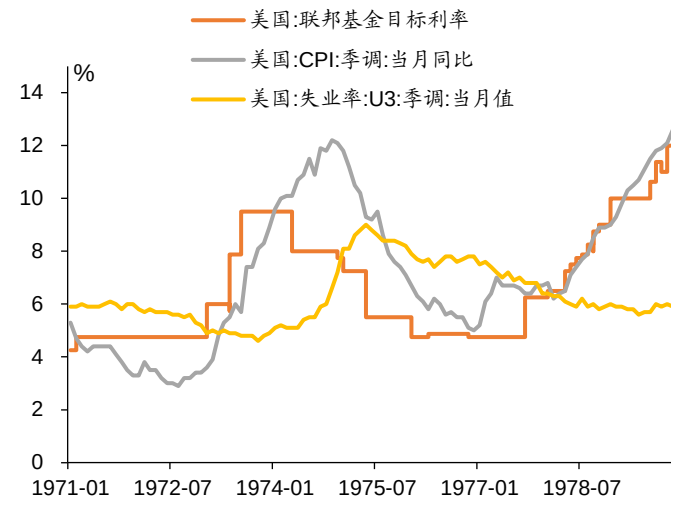
资料来源：iFinD，招商证券

图 15：1970-1980 年代全要素生产率与核心 CPI 同比



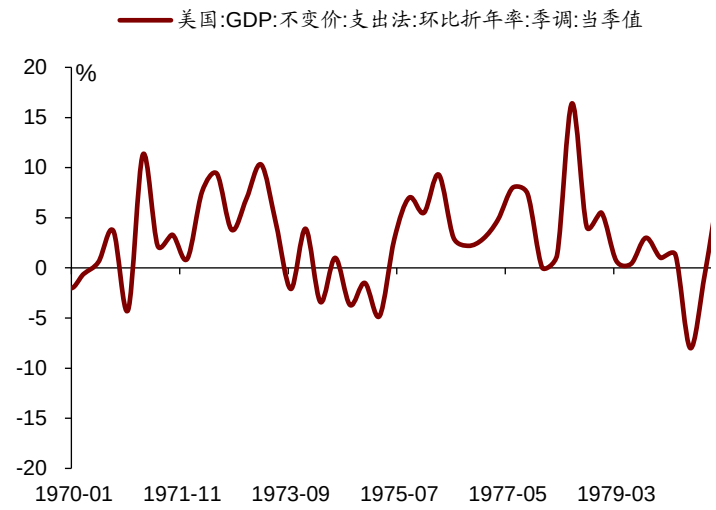
资料来源：iFinD，招商证券

图 16：1970 年代政策利率与 CPI 同比、失业率



资料来源：iFinD，招商证券

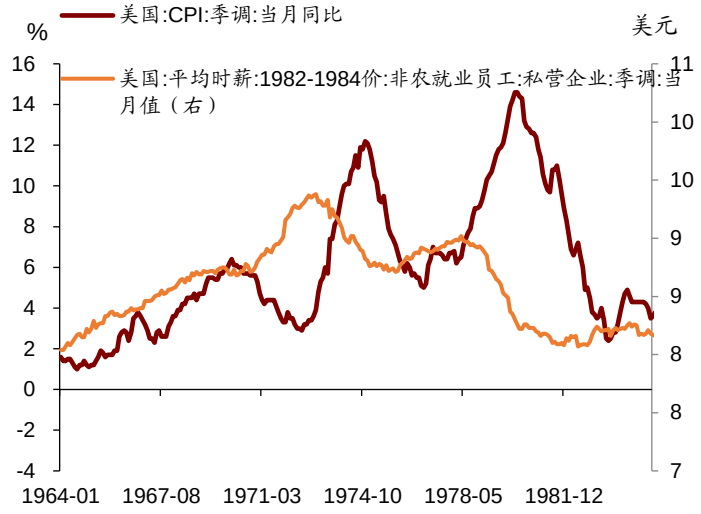
图 17：1970 年代不变价 GDP 增速



资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：1970 年代通胀与薪资调整



资料来源：iFinD，招商证券

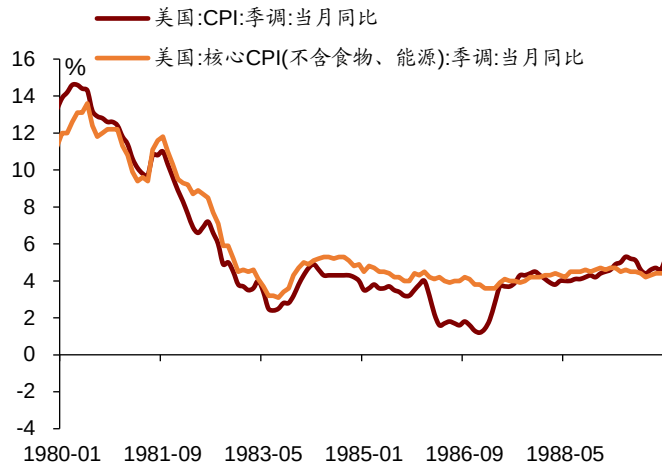
三、1980 年代：高通胀转向低通胀，货币政策紧缩与油价暴跌推动 CPI 大幅回落

1980 年代美国从恶性通胀转向低通胀，CPI、核心 CPI 同比 增速均较 1970 年代出现明显回落，沃尔克紧缩为 1980-1990 年代的低通胀环境奠定了重要基础。CPI 同比增速从 1980 年代初的最高 14%以上，最低回落至 1986 年接近 1%的水平。随后 CPI 同比增速反弹至 4%~5%的水平。核心通胀水平也出现明显回落，核心 CPI 同比增速从 13%的超高水平下降，1984 年以后持续运行在 4%~6%区间。这一时期通胀得以从高位回落的核心矛盾，在于沃尔克紧缩重建了货币政策信誉、深度衰退与 COLA 覆盖率下降共同切断了工资与通胀螺旋的制度性传导，以及油价暴跌和美元升值从外部输入了通缩力量。

（1）能源分项：1980 年代，原油供给冲击消退，油价出现暴跌，大幅减轻了美国的通胀压力。1980-1984 年期间，全球原油供需缺口始终存在，原油价格继续维持高位，但由于美联储连续加息导致美元大幅走强，原油价格受到边际压制。1985 年底，沙特转向增产争夺市场份额成为原油价格的重要拐点，原油价格从 30 美元/桶跌至 10 美元//桶，尽管后续又反弹至 20 美元/桶左右，但对于能源分项通胀的冲击程度已明显削弱。CPI 能源项同比增速从 1980 年代初的接近 50%下降至 1986 年的-20%左右，后续反弹至 10%左右，上涨幅度已经得到明显控制。

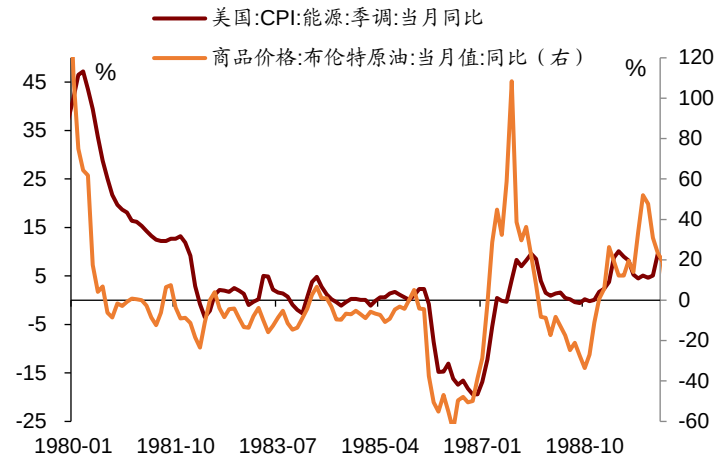
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：1980 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速



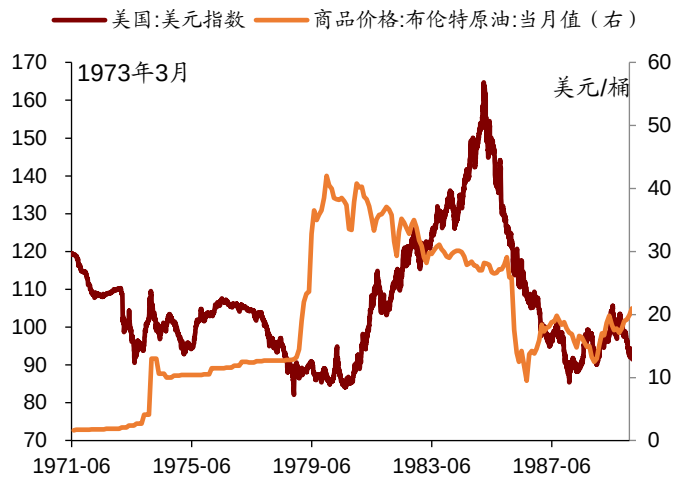
资料来源：iFinD，招商证券

图 20：1980 年代 CPI 能源项与布伦特原油价格同比增速



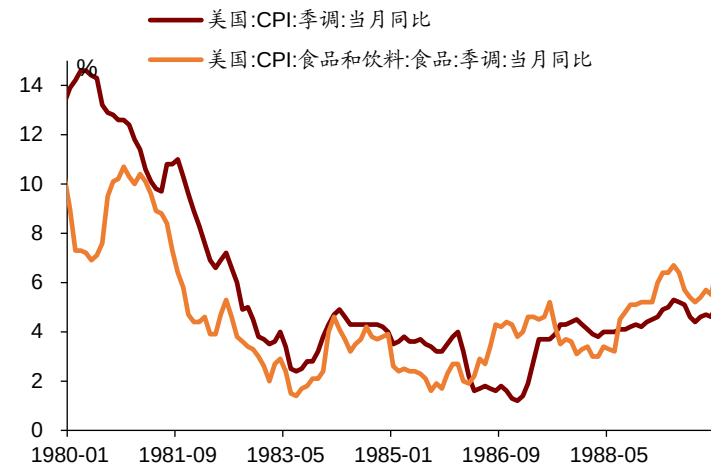
资料来源：iFinD，招商证券

图 21：1970-1980 年代美元指数与原油价格



资料来源：iFinD，招商证券

图 22：1980 年代 CPI 食品项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

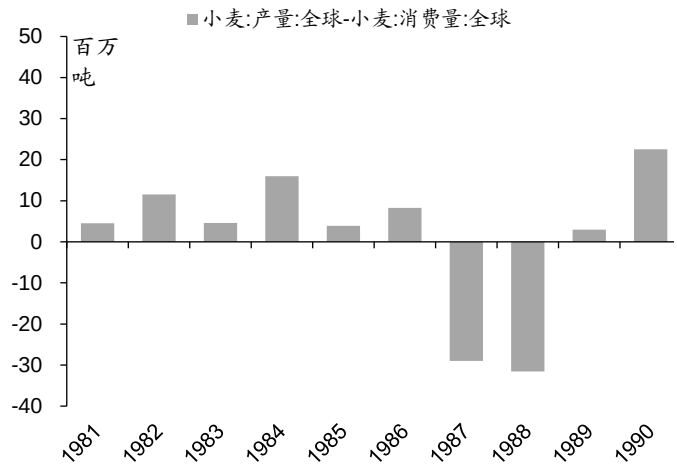
（2）食品分项：食品价格在 1980 年代通胀下行中同样发挥了作用，1980 年代后期全球粮食减产推动 CPI 食品项同比增速出现一定反弹，但幅度较为温和。进入 1980 年代后，全球粮食供给逐步恢复，叠加美元大幅升值压低以美元计价的农产品价格，国际粮价从高位持续回落。美国 CPI 食品分项同比从 1980 年的约 10%降至 1983 年的约 2%至 3%，此后多数时间维持温和增长。1987-1988 年期间全球粮食减产，导致 1988 年后 CPI 食品分项同比一度回升至约 5%至 6%，但未改变食品通胀的整体温和格局，也未改变低通胀的总体趋势。

（3）核心通胀（不含食品与能源）分项：1980 年代，货币政策紧缩主导的通胀预期重置、经济深度衰退削弱的工资议价能力、COLA 覆盖率下降带来的工资-价格螺旋断裂以及生产率重回增长通道，共同推动核心通胀从高位回落并趋于稳定。1）沃尔克上任后美联储货币政策出现明显转向，明确以遏制通胀为首要目标，并容忍紧缩带来的短期衰退。联邦基金利率从 1979 年 7 月的 10%左右升至 1981 年的接近 20%。1980 年代中后期美国通胀已经出现明显回落，但美联储政策利率仍运行在 6%~10%的高利率区间。这一紧缩周期扭转了市场对物价持续上涨的预期，重建央行控制通胀的信誉。2）1980 年代初期的经济深度衰退削弱的工资议价能力与工资-价格螺旋断裂。1981 至 1982 年美国经历严

下载日志已记录，仅供内部参考

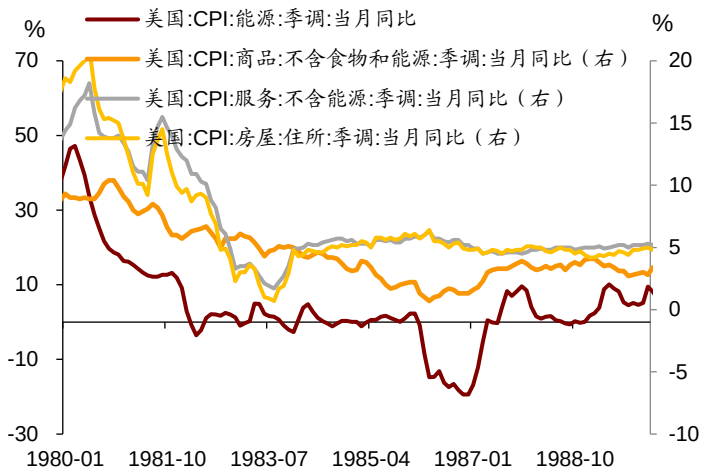
重衰退，失业率一度突破 10%。高失业率显著削弱了工人的议价能力，当工人不再预期物价持续大幅上涨时，要求大幅加薪的动力随之减弱，工资与物价之间的自我强化机制被打破。3）COLA 覆盖率在 1970 年代末达到峰值后持续下降，里根政府上台后对工会力量的抑制政策加速了这一趋势，部分行业在合同谈判中直接取消了 COLA 条款。与 1970 年代通胀自动触发工资补偿不同，1980 年代工资谈判中不再存在系统性的通胀补偿机制。4）1983 年以来，美国全要素生产率重回增长通道，生产率提升意味着单位产出所需的劳动成本下降，企业无需通过提价即可消化工资上涨压力，从而切断了工资向核心服务价格传导的链条，对核心通胀形成持续压制。

图 23：1980 年代全球小麦供需缺口



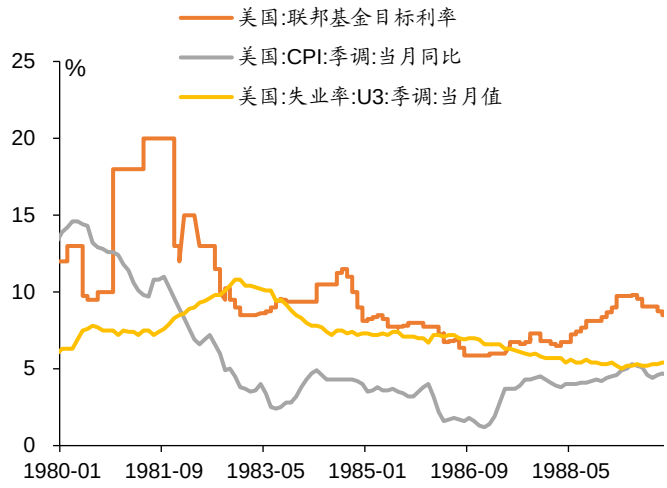
资料来源：iFinD，招商证券

图 24：1980 年代 CPI 能源项与核心 CPI 主要分项同比



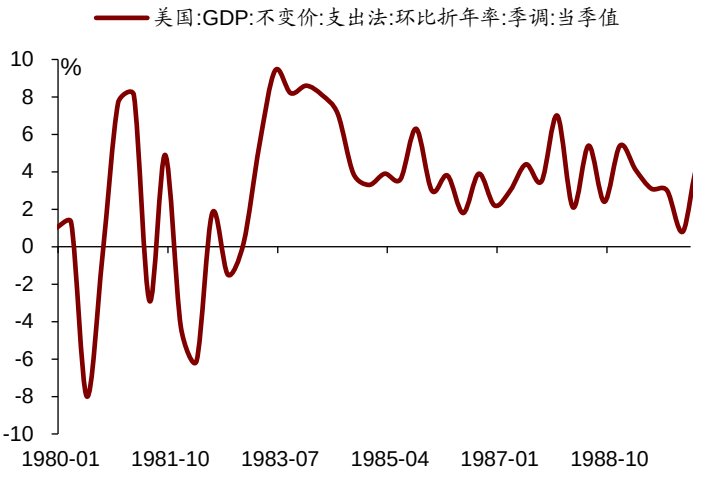
资料来源：iFinD，招商证券

图 25：1980 年代政策利率与 CPI 同比、失业率



资料来源：iFinD，招商证券

图 26：1980 年代不变价 GDP 增速



资料来源：iFinD，招商证券

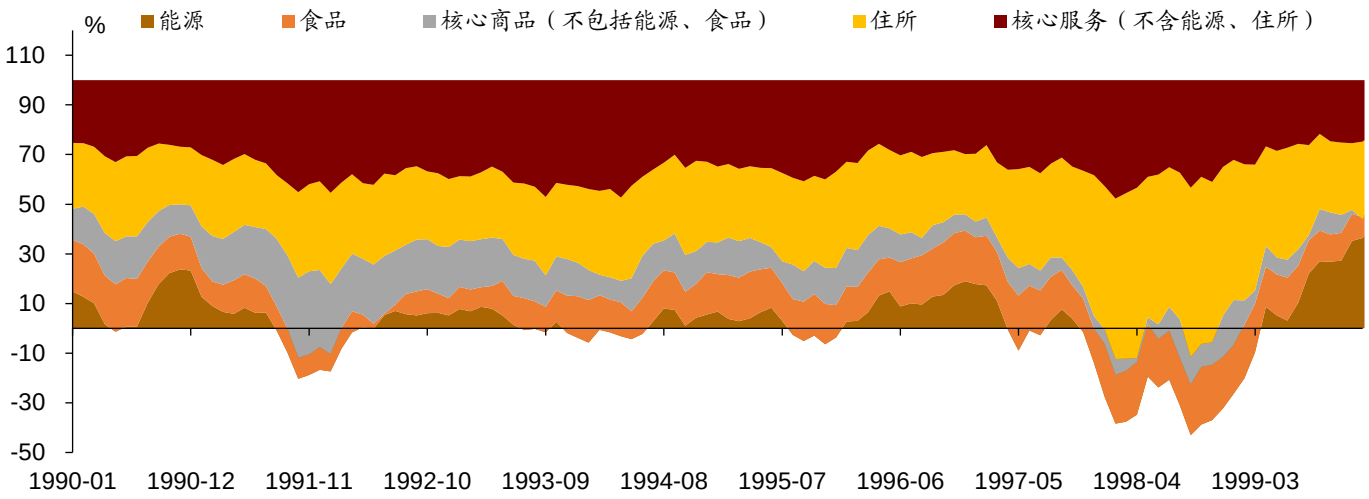
四、1990 年代：低通胀时期，CPI 与核心 CPI 高位下行

1990 年代美国整体处于低通胀环境，CPI 同比增速与核心 CPI 同比增速均呈现

下载日志已记录，仅供内部参考

高位下行走势。根据这一期间各分项对总体 CPI 同比增速的贡献度排序，贡献最大的为住所分项，期间平均贡献度为 35.7%。其次为核心服务（不含能源、住所）分项，期间平均贡献度为 35.1%。食品和核心商品（不含能源、食品）分项贡献基本相当，期间平均贡献度分别为 14.8%和 13.7%。能源分项的贡献度最低，期间平均贡献度仅为 0.7%。从国际背景来看，这一时期通胀在 1980 年代已回落的基础上进一步走低，核心背景在于全球外部需求竞争格局发生逆转。前苏联解体和日本泡沫经济破裂使两大需求方同时收缩，全球资源品价格竞争压力明显下降。此外，亚洲金融危机进一步压制了全球总需求，加剧了全球资源品价格的疲弱态势。

图 27：1990 年代 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比



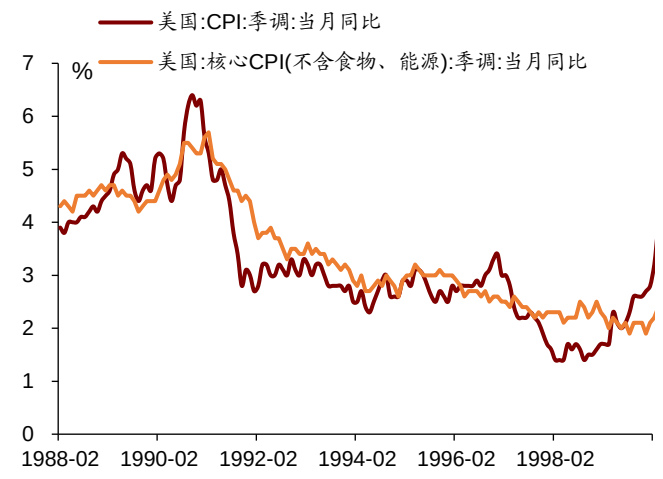
资料来源：iFinD，招商证券

（1）能源分项：1990 年代，能源分项对 CPI 的贡献整体偏弱，原油价格基本保持稳定是主要原因。原油价格是决定美国 CPI 能源项的最核心因素，且其对能源项的影响基本完全同步。经历了此前多轮中东战争之后，全球原油供需平衡从过剩转向短缺，但前苏联解体和日本泡沫经济破裂使全球能源需求竞争压力下降，1997 年亚洲金融危机进一步压制了全球总需求，供需缺口未进一步扩大，原油价格中枢得以基本维持在 15 至 20 美元/桶区间。1990 年伊拉克入侵科威特导致全球石油供应减少，，油价短期内暴涨至每桶 40 美元以上。但随着多国部队介入和沙特等国迅速增产，油价很快回落，对通胀的影响较小。1997 至 1999 年因亚洲金融危机导致原油需求量下降，供需缺口收窄，带来油价的短期下跌。随后 1999 年 OPEC+达成历史性减产协议，原油价格才出现明显反弹。从贡献度来看，能源分项在这一时期对 CPI 的拉动极为有限，使得 CPI 整体走势更多由住所和核心服务分项所主导。

（2）食品分项：1990 年代，食品分项受到全球食品与农业原材料价格上涨的温和推动，CPI 同比增速先升后降，滞后传导特征明显。其中，1991 至 1997 年期间食品和农业原材料初级产品价格的上涨幅度最为明显，当月同比增速最高上涨至 20%至 25%。这种上涨会对食品项 CPI 同比增速产生滞后性影响，滞后区间约在 1 年左右。因此，美国食品项 CPI 同比增速从 1992 年中的 0%左右持续上行至 1996 年末的 4%左右，随后再度回落至 2%左右的水平。

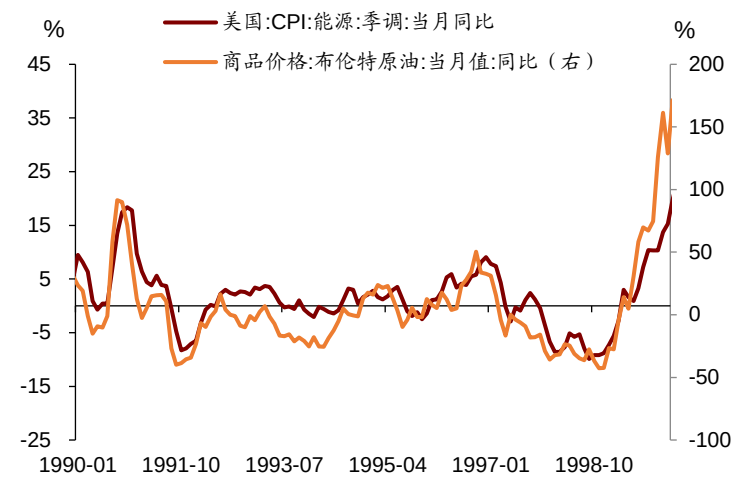
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：1990 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速



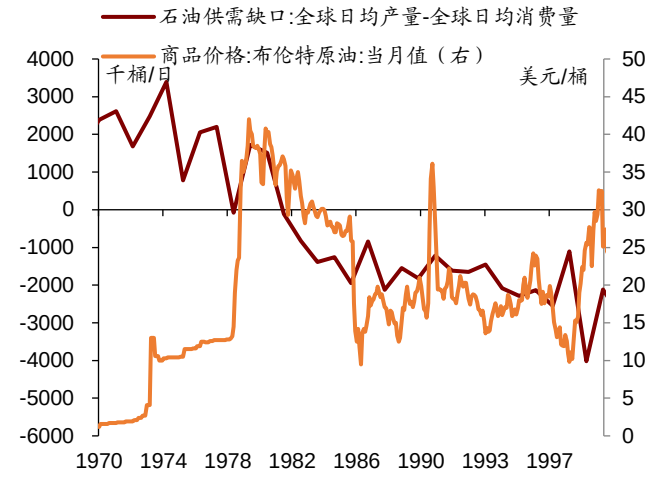
资料来源：iFinD，招商证券

图 29：1990 年代美国 CPI 能源分项走势



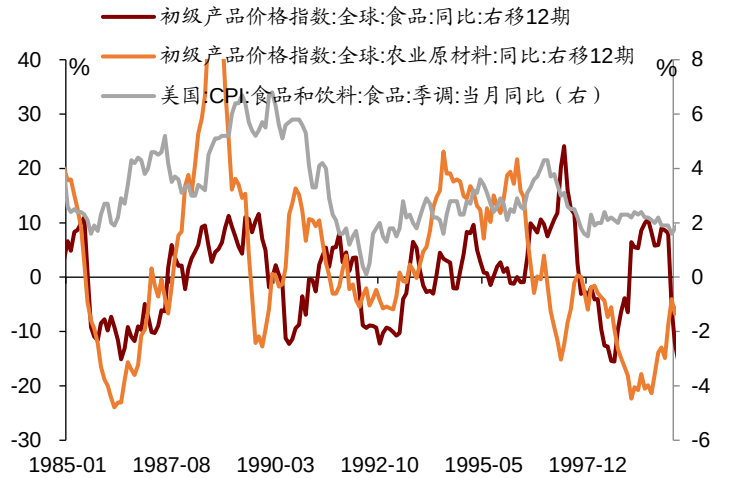
资料来源：iFinD，招商证券

图 30：1970-90 年代全球石油供需缺口变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 31：1990 年代全球农产品价格与 CPI 食品项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

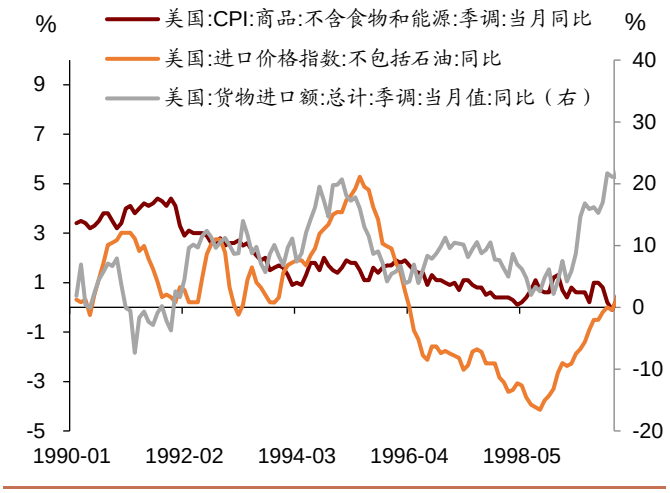
（3）核心商品（不含食品与能源）分项：1990 年代，核心商品分项 CPI 同比增速呈现持续下行趋势，进口高增与低输入性通胀是主要支撑。前苏联解体和日本泡沫经济破裂使全球资源品价格竞争压力明显下降，亚洲金融危机进一步压制了全球总需求，这为低输入性通胀提供了外部条件。在此期间美国进口商品价格（不包括石油）同比增速持续保持在偏低区间运行，1995 年以后甚至出现了大幅下行，直至 1999 年才出现明显回升。这一时期强劲的美国国内需求和全球外包的生产模式造成了美国货物进口额的持续回升。高进口规模增速和低输入性通胀为核心商品分项 CPI 同比增速的下行提供了有利条件。全球生产外包模式使美国企业能够以更低成本获取中间品和制成品，这一结构性变化在压低进口价格的同时，也抑制了国内核心商品价格的上涨空间。

（4）住房分项：1990 年代，住所分项 CPI 同比增速保持在 2%以上但整体下行，房价滞后传导特征明显。住所分项 CPI 同比增速基本可以看做是美国房价的滞后项，滞后区间在一年以上。在此期间，美国房价并未出现明显上涨，直至 1998 年后才开启新一轮上涨周期，但其滞后性影响要等到 2000 年以后才会逐步显现。因此，在这一区间内，CPI 住所分项同比增速从 4%左右下降至 2%左右，但增速水平明显高于核心服务以外的其他分项。

下载日志已记录，仅供内部参考

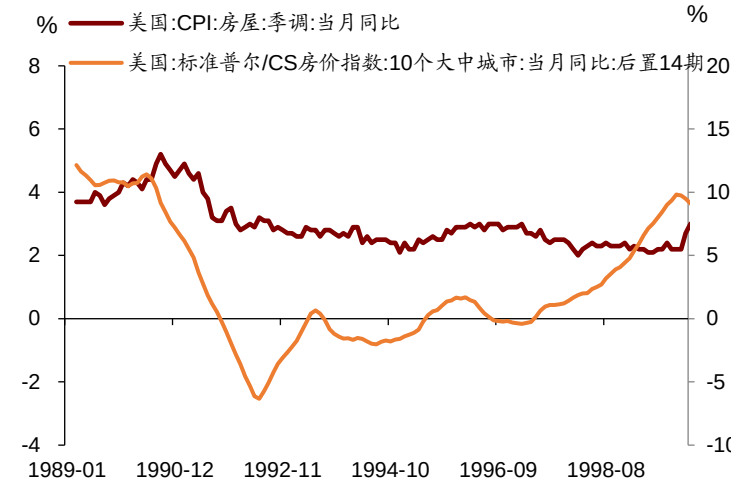
（5）核心服务（不含住所、能源）分项：1990 年代，核心服务（不含住所、能源）分项同比增速持续下行，加息周期与全要素生产率提升或是主要压制因素。一方面，美联储于 1994 年开启加息周期，并在此后基本维持 5%以上的偏高利率水平，对美国国内房租项和服务项通胀的压制效应较为明显。另一方面，从数据上看，生产率提升应当起到压制核心服务通胀的作用，从 1994 年起美国进入一轮生产率的上行周期。两方面因素作用下，核心服务（不含住所、能源）分项 CPI 同比增速从 7%下降至 2%左右。

图 32：1990 年代进口价格指数与 CPI 核心商品分项同比



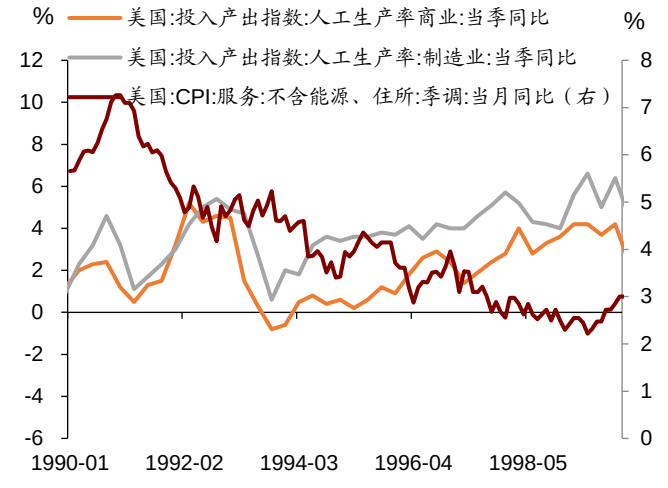
资料来源：iFinD，招商证券

图 33：1990 年代房价与 CPI 房屋项同比增速



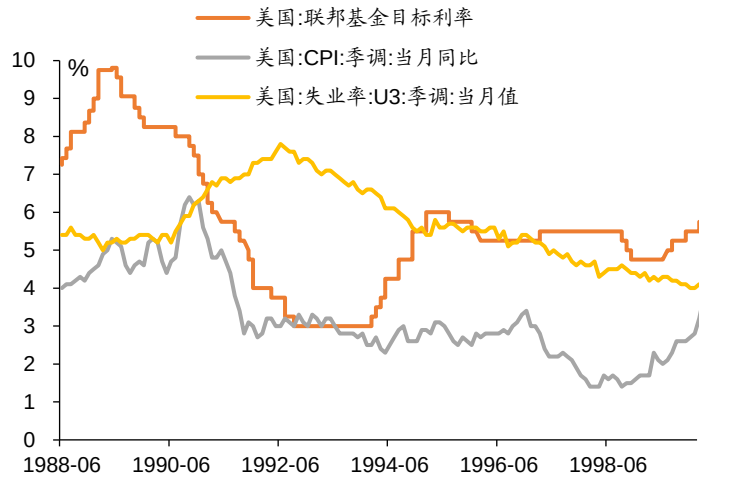
资料来源：iFinD，招商证券

图 34：1990 年代商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比



资料来源：iFinD，招商证券

图 35：1990 年代政策利率与 CPI 同比、失业率



资料来源：iFinD，招商证券

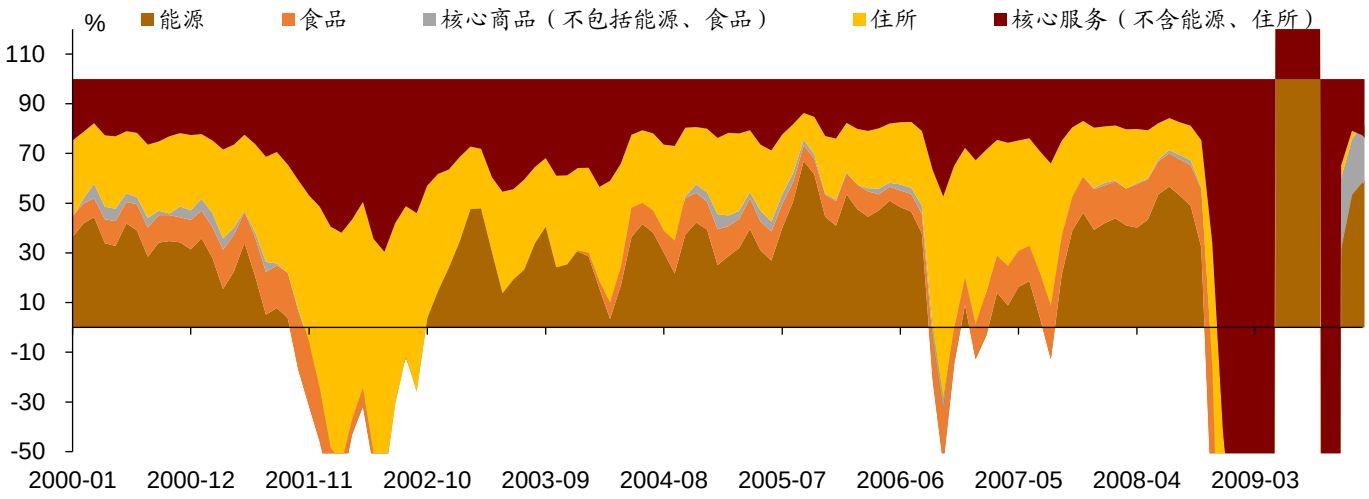
五、2000 年代：高通胀时期，CPI 大幅上行而核心 CPI 相对稳定

1999 年起美国通胀开始快速上行，2000 年代整体处于高通胀时期，CPI 同比增速上行幅度较大，但核心 CPI 同比增速维持相对稳定。根据这一期间各分项对总体 CPI 同比增速的贡献度排序，贡献最大的为核心服务（不含能源、住所）

下载日志已记录，仅供内部参考

分项，期间平均贡献度为 55.1%。其次为住所分项，期间平均贡献度为 48.9%。再次为食品分项和核心商品（不包括能源、食品），期间平均贡献度分别为 23.7%和 9.2%。能源分项的贡献度最低，期间平均贡献度仅为 0.7%。2008 至 2010 年，CPI 同比增速受金融危机出现大幅回落，危机冲击过后出现明显回升，我们的分析重点主要集中在 2008 年以前。与 1990 年代外部需求竞争减少形成鲜明对比，2000 年代全球需求竞争格局发生逆转。中国于 2001 年正式加入 WTO，工业化与城镇化进程显著加速，中国迅速成为全球制造业中心，并带动东亚、南亚、东南亚制造业快速发展，加剧了原油、金属、农产品等大宗商品价格的供给压力。这一时期全球仍处于自由贸易盛行的阶段，贸易自由化降低了商品流通成本，但需求端的竞争加剧仍从基本面推升了资源品价格。

图 36：2000 年代年代 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比



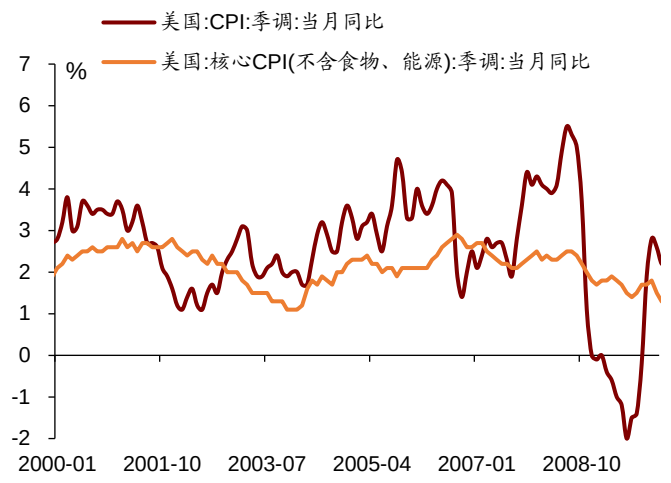
资料来源：iFinD，招商证券

（1）能源分项：与 1990 年代相比，2000 年代原油价格中枢大幅上移，美元走弱是重要催化因素。1999 年以来，亚洲金融危机后的全球经济复苏、以中国和印度为代表的新兴市场经济体进入高速工业化与城市化阶段，全球能源需求急剧膨胀。但与此同时原油供给端未能显著扩张，甚至因受到中东局势动荡的扰动。2003 年以前，原油价格上涨主要由供需缺口驱动，供需缺口确实较 1990 年代有所扩大。2003 年以后，供需缺口并未进一步扩大，但美元指数的持续下行对原油价格的上行起到了重要的推动作用。布伦特原油价格从 2000 年初的不足 20 美元/桶升至 2008 年的 140 美元/桶以上。在上述两项主要因素的影响下，美国 CPI 能源项同比增速中枢大幅高于 1990 年代，同时波动率也明显上升。1990 年代 CPI 能源项同比增速大部分时间处于 10%以下，而 2000 年代升至 10%以上成为常态，但也多次出现下跌至 0%以下的场景。

（2）食品分项：2000 年代，食品分项 CPI 同比增速中枢持续上移，全球粮食短缺加剧是主要背景。食品和农业原材料的价格上涨比 1990 年代更为猛烈，使得美国食品项 CPI 同比增速中枢持续上移。全球农产品价格上涨的压力从 2003 年以来开始逐步显现，大概率与 2002 年以来全球粮食短缺情况明显加剧有关，这种短缺的情况直至 2008 至 2009 年才完全结束，进而导致连续上涨的农业原材料和食品价格趋于稳定。受此影响，2000 年代 CPI 食品项同比增速绝大部分时间维持在 2%以上，直至 2008 年因金融危机而出现明显回落。

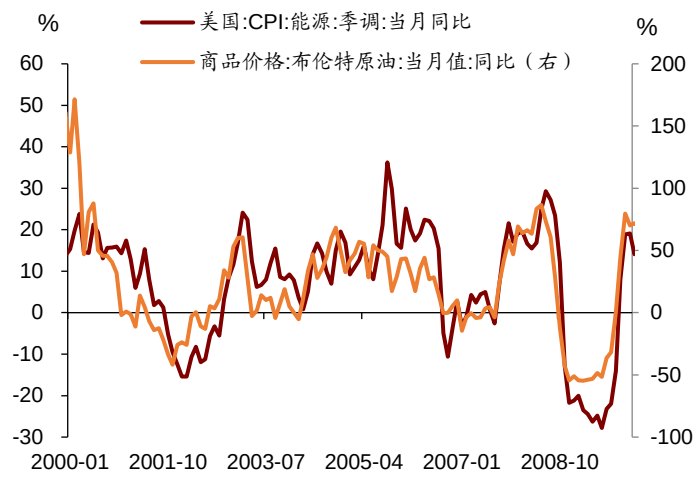
下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：2000 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速



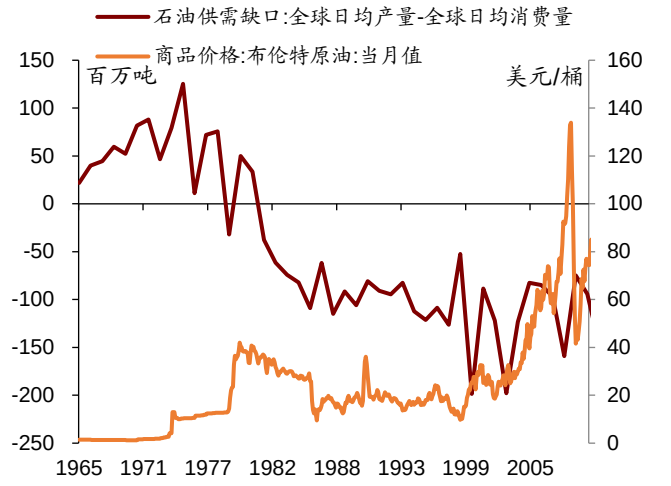
资料来源：iFinD，招商证券

图 38：2000 年代美国 CPI 能源分项走势



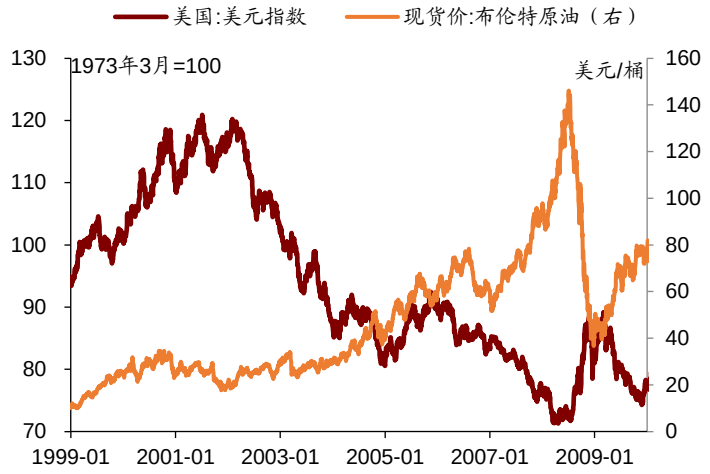
资料来源：iFinD，招商证券

图 39：1970-2000 年代全球石油供需缺口变化



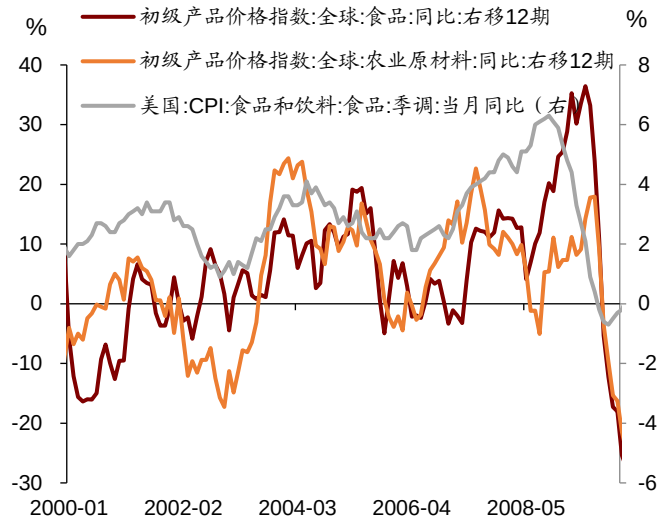
资料来源：iFinD，招商证券

图 40：2000 年代美元指数与原油价格



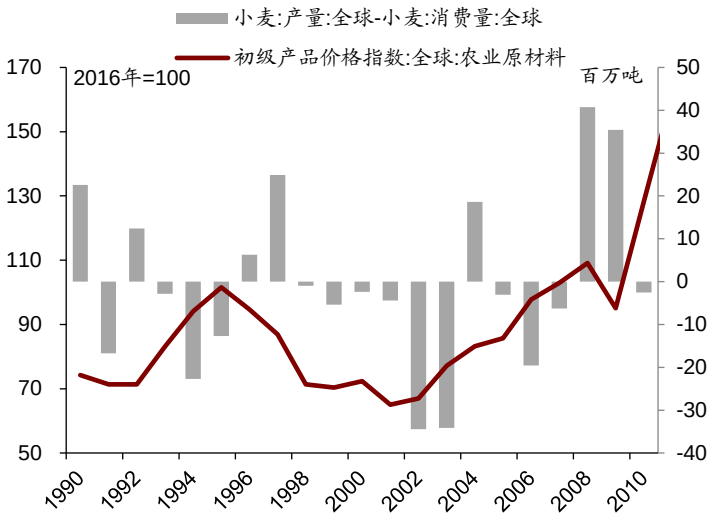
资料来源：iFinD，招商证券

图 41：2000 年代全球农产品价格与 CPI 食品项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

图 42：1990-2000 年代全球粮食供需缺口与农产品价格



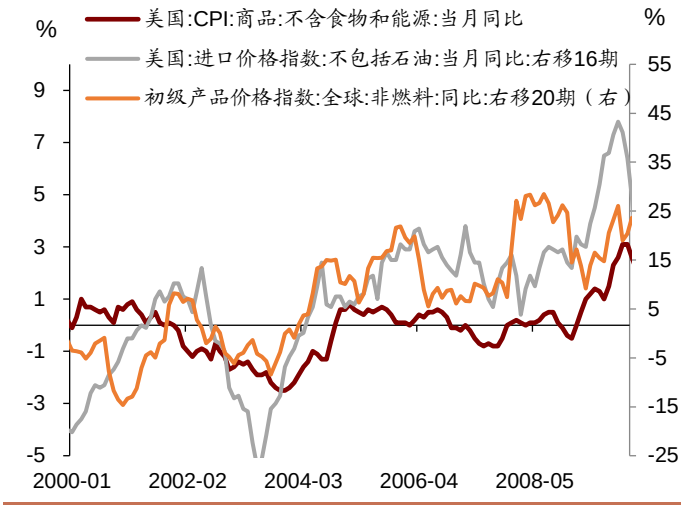
资料来源：iFinD，招商证券

（3）核心商品（不含食品与能源）分项：2000 年代，核心商品分项同比整体

下载日志已记录，仅供内部参考

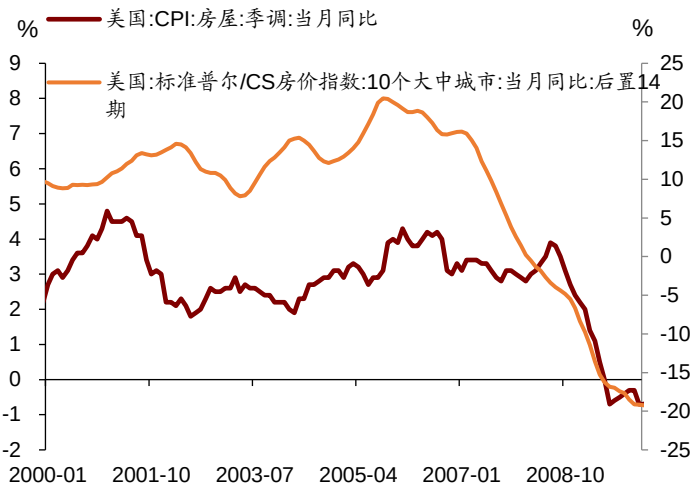
处于低位，但在 2003 年以后缓步上行。2001 年后，中国加入 WTO 与全球贸易的快速发展，带动了美国货物进口增速的持续高增。但受到全球大宗商品涨价周期的影响，本轮进口的增长也伴随着进口价格的上涨。受到这一影响的滞后效应，2003 年以来，CPI 核心商品分项同比增速也呈现逐步上行趋势，不过整体幅度不大，直到 2009 年同比中枢才有明显抬升。同样由于价格传导的滞后性，金融危机导致的全球商品价格下跌的影响直至 2010 年以后才在 CPI 核心商品分项中有所体现。

图 43：2000 年代进口价格、全球非燃料价格与 CPI 核心商品项同比



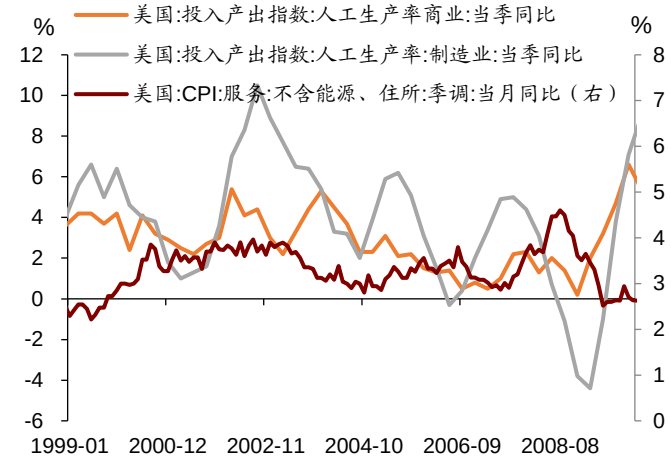
资料来源：iFinD，招商证券

图 44：2000 年代房价与 CPI 房屋项同比增速



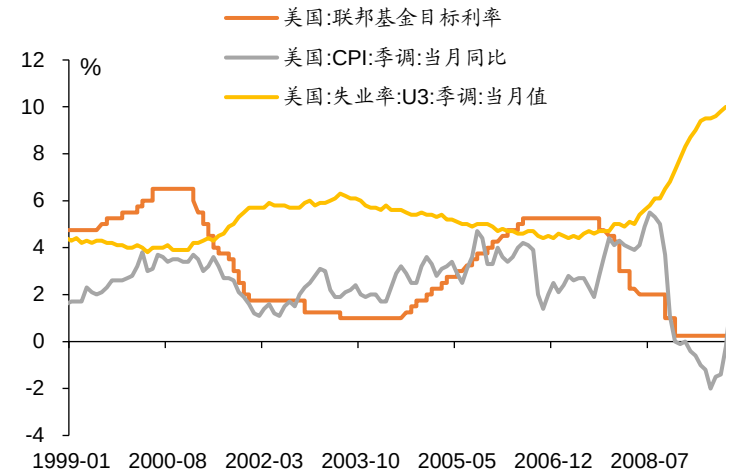
资料来源：iFinD，招商证券

图 45：2000 年代商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

图 46：2000 年代政策利率与 CPI 同比、失业率



资料来源：iFinD，招商证券

（4）住房分项：2000 年代，住所分项与房价同步先涨后跌，CPI 同比滞后见顶回落。本轮房价上涨周期始于 1996 年，2000 年以来上涨趋势延续，直至 2004 年年末房价同比增速才开始逐步回落。而 CPI 住所项同比虽然在 2006 年初出现了见顶的情况，但直到 2008 年金融危机全面爆发后才开始较大幅度下行。住所分项同比的滞后见顶，使 CPI 在房价已经开始回落之后仍维持了一段时间的较高增速，这一滞后效应在 2008 年金融危机全面爆发后才充分释放，住所分项同比增速随之大幅下行，成为拖累 CPI 整体走势的重要因素。

（5）核心服务（不含住所、能源）分项：2000 年代，核心服务分项同比增速

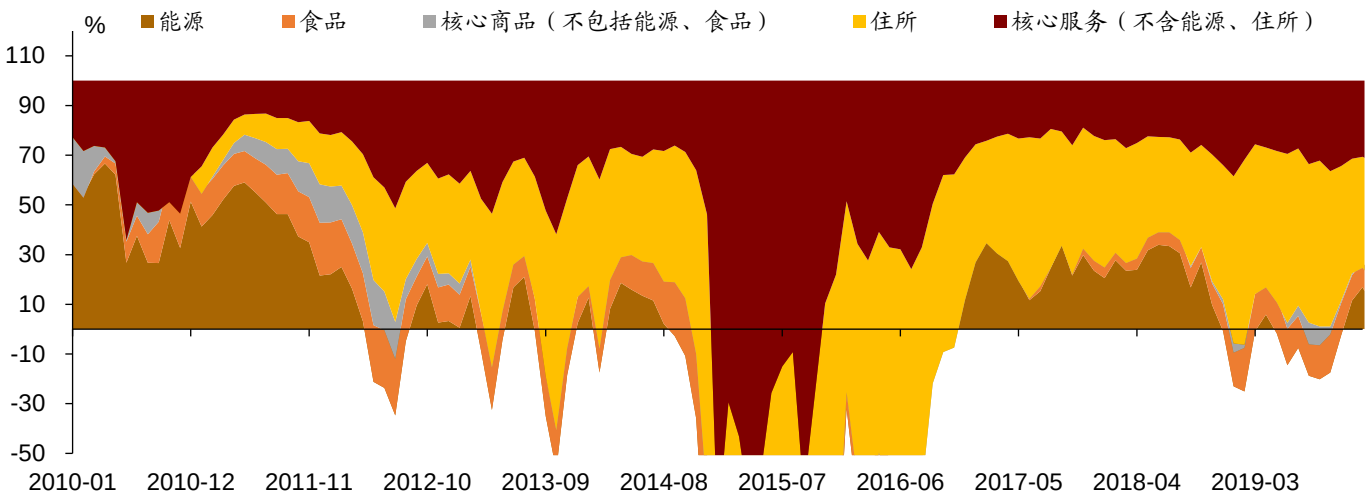
下载日志已记录，仅供内部参考

明显受压制，生产率提升与灵活利率调控起到关键作用。从数据上看，美国在 2000 至 2003 年间维持了生产率的较快增长，对核心服务通胀起到了压制作用，但生产率的同比增速自 2004 年以后逐步下行，导致核心服务通胀呈现反弹趋势，直至 2008 年金融危机爆发导致核心服务通胀大幅回落。美联储政策利率也调控得当，在 2000 至 2003 年的失业率下行期和通胀上行期进行降息，在 2004 至 2007 年的失业率下行期和通胀上行期进行加息，使服务通胀维持在相对稳定区间运行。这一时期美联储的利率调控或体现了其对生产率变化的前瞻性判断，在生产率上行期维持相对宽松的货币环境，在生产率下行期则适度收紧，从而平滑了核心服务通胀的波动。

六、2010 年代：通胀中枢下降，延续高波动状态

2010 年代美国再度进入低通胀时期，但通胀走势继续维持高波动态势。根据这一期间各分项对总体 CPI 同比增速的贡献度排序，贡献最大的为住所分项，期间平均贡献度为 66.4%。其次为核心服务（不含能源、住所）分项，期间平均贡献度为 43.9%。再次为食品分项，期间平均贡献度为 18.5%。核心商品（不包括能源、食品）、能源分项的贡献度均为负，期间平均贡献度分别为-1.0%、-27.9%。这一时期通胀中枢大幅下移的核心矛盾，在于美国与发达经济体家庭部门在次贷危机后集体进入去杠杆进程，削减债务以修复资产负债表，总需求受到持续压制。与此同时，2010 年代后期全球贸易冲突增加，抑制了全球生产活动，拖累全球大宗商品需求，进一步加剧了能源和核心商品分项的下行压力。

图 47：2010 年代 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比



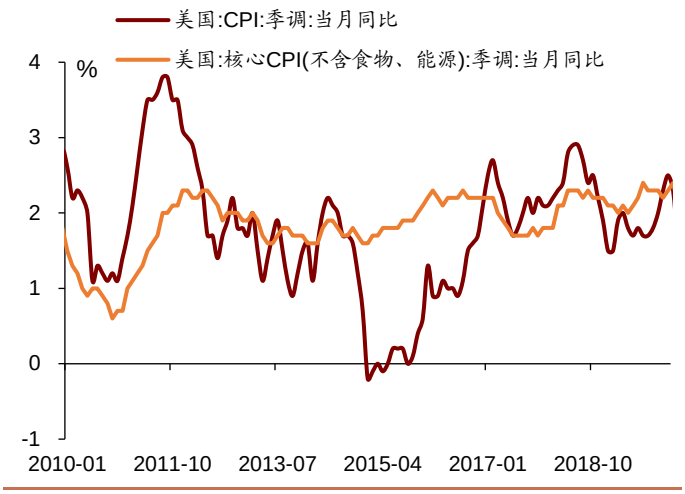
资料来源：iFinD，招商证券

（1）能源分项：2010 年代，能源分项同比增速在-20%至 20%之间宽幅震荡，原油价格两轮涨跌是直接原因。原油价格波动明显增加，2010 至 2014 年和 2016 至 2018 年间存在两轮价格上涨周期，上涨周期结束后均出现了明显回落，这导致 CPI 能源分项同比增速在-20%至 20%之间进行宽幅波动。2010 至 2014 年中，原油价格在需求复苏和地缘断供驱动下快速上行，CPI 能源项同比增速升至 20%以上。2014 年中至 2016 年初原油价格又因页岩油革命与 OPEC 价格

下载日志已记录，仅供内部参考

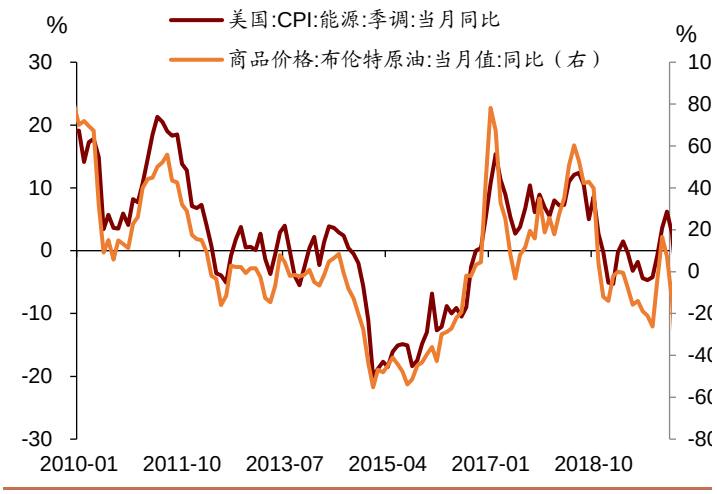
战而出现大幅下降，CPI 能源项同比增速连续下行至-20%。2016 至 2018 年 OPEC+减产与全球需求复苏推动供需缺口再度扩大，原油价格快速反弹，2019 年又再度回落，CPI 能源分项同比增速从-20%持续上行至 15%左右，随后再度降至-5%的水平。在这一区间美元波动走强，对油价整体起到压制作用。美国页岩油革命在这一时期从根本上改变了全球原油供给格局，使能源分项的波动更多受到美国国内产量变化的影响，而不再完全由传统产油国政策所主导。

图 48：2010 年代 CPI 与核心 CPI 同比增速



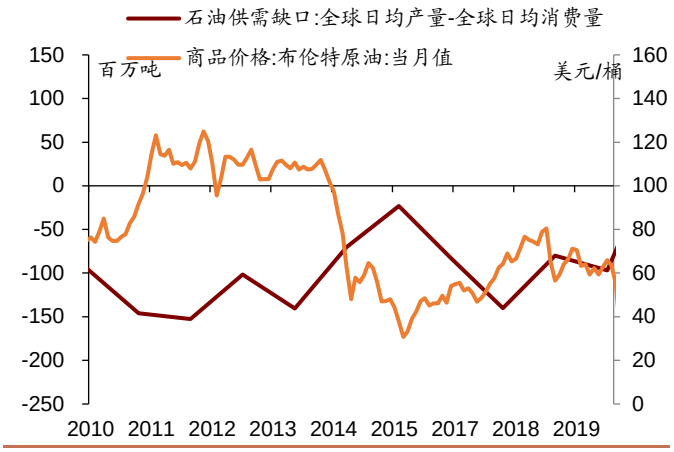
资料来源：iFinD，招商证券

图 49：2010 年代美国 CPI 能源分项走势



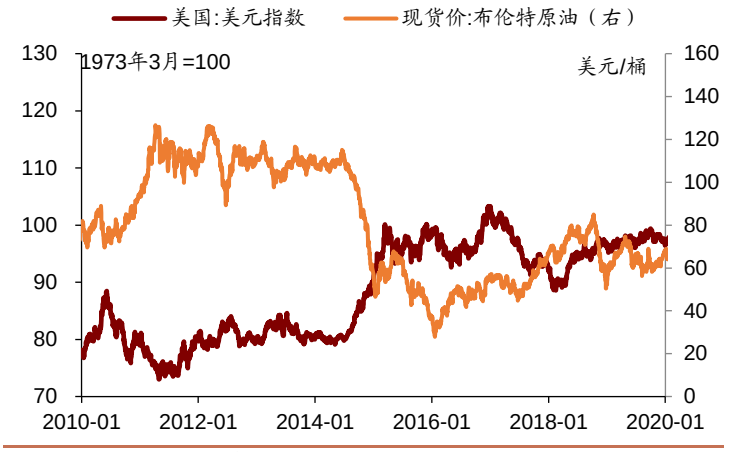
资料来源：iFinD，招商证券

图 50：2010 年代全球石油供需缺口变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 51：2010 年代美元指数与原油价格



资料来源：iFinD，招商证券

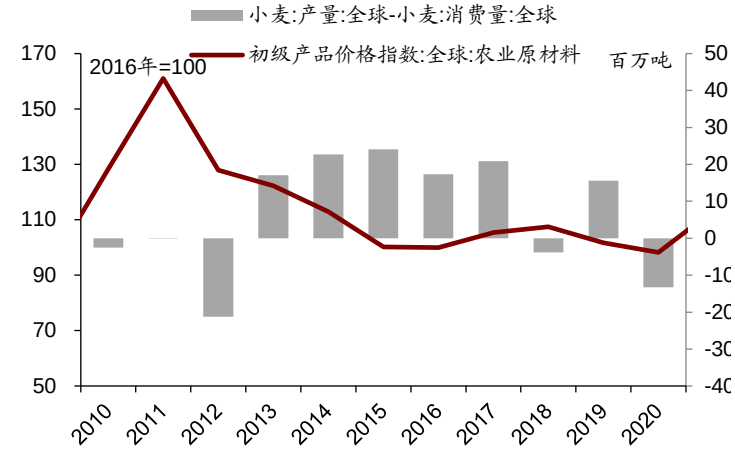
下载日志已记录，仅供内部参考

图 52：2010 年代全球农产品价格与 CPI 食品项同比



资料来源：iFinD，招商证券

图 53：2010 年代全球粮食供需缺口与农产品价格



资料来源：iFinD，招商证券

（2）食品分项：2010 年代，食品分项同比保持平稳，全球农产品价格未再形成持续压力。2010 至 2012 年，全球农产品供需缺口扩大推动农产品价格出现一轮明显上涨，但进入 2013 年以后，农产品供需平衡由短缺转为过剩，农产品价格增速也趋于稳定。CPI 食品项仅在 2011 年上行至 6%左右，其余时间大部分维持在 2%以下水平。这一时期全球农产品供需格局的转换，或与主要产粮区天气条件改善、全球种植面积扩大以及生物燃料需求增速放缓等因素有关，供给端的恢复使食品价格重新回归平稳运行区间。

（3）核心商品（不含食品与能源）分项：2010 年代，核心商品分项同比长期处于低位，大宗商品价格动能明显转弱。CPI 核心商品（不含食品与能源）分项同比继续处于低位，仅在 2011 至 2012 年出现小幅上升，此后维持在 0%上下波动。2010 至 2011 年中，CPI 核心商品分项的下降源于金融危机导致的全球商品价格下跌的滞后性影响。2009 至 2012 年，全球货币宽松与经济修复带动新一轮大宗商品价格上涨周期，推动 CPI 核心商品分项同比增速上行，但本轮周期过后除能源外的大宗商品价格表现明显偏弱，未再对 CPI 核心商品分项起到拉动作用。核心商品分项在这一时期的低迷表现，主要与全球制造业产能过剩、美元走强以及技术进步带来的成本下降等因素有关，这些力量共同压制了核心商品价格的上涨空间。此外，2010 年代后期全球贸易冲突增加，抑制了全球生产活动，拖累全球大宗商品需求，对核心商品价格形成额外的下行压力，这也是核心商品分项在 2010 年代后期持续低迷的重要背景之一。

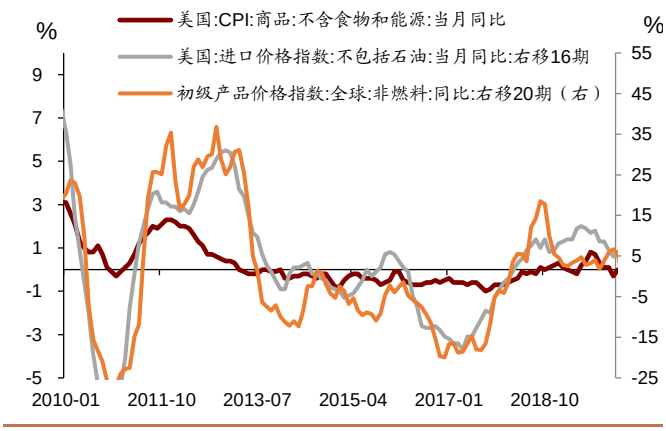
（4）住房分项：2010 年代，住所分项同比缓慢上行，房价修复是主要带动因素。美国住房价格从金融危机的影响中逐步修复，进入新一轮上行周期，也带动了 CPI 房租项的明显修复。2009 年起美国房地产价格逐步修复，房价同比上涨周期持续至 2013 年年末。此后房价同比增速高位回落，但仍维持了一定增速，表明房价仍在持续上涨周期当中。受此影响，CPI 房租项处于缓慢上涨趋势。住所分项在这一时期对 CPI 的贡献度高达 66.4%，成为低通胀环境下支撑 CPI 的最主要力量，其缓慢上行的趋势也使 CPI 整体增速得以维持在正区间。

（5）核心服务（不含住所、能源）分项：2010 年代，核心服务分项同比呈震荡状态，生产率压制减弱与薪资反弹相互对冲，美国家庭部门去杠杆成为影响核心服务通胀的重要因素。在这一时期，生产率的增长对核心服务通胀的压制有所减弱，在生产率的下行期核心服务通胀迎来多轮反弹。同时，这一时期失业率出现较长的缓慢下行期，同期伴随薪资增速的反弹。但核心服务通胀同比

下载日志已记录，仅供内部参考

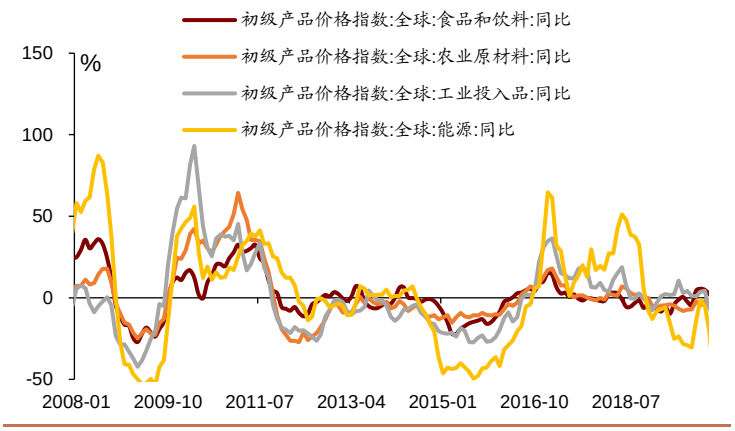
中枢始终未能出现大幅上移，与这一时期美国家庭部门去杠杆周期、2016 年以来美联储加息压制通胀等因素均有密切关系。家庭部门去杠杆周期或在很大程度上抑制了消费信贷和线下服务的需求，从而对冲了薪资反弹对服务通胀的推升作用。

图 54：2010 年代进口价格与 CPI 核心商品项同比



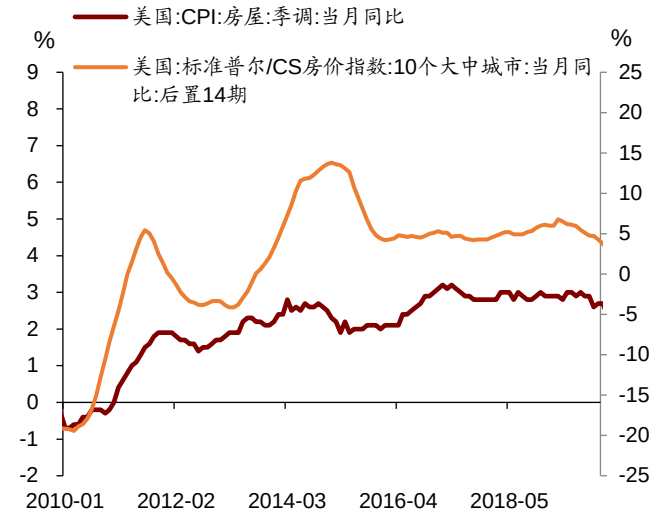
资料来源：iFinD，招商证券

图 55：2010 年代除能源以外商品涨价动能减弱



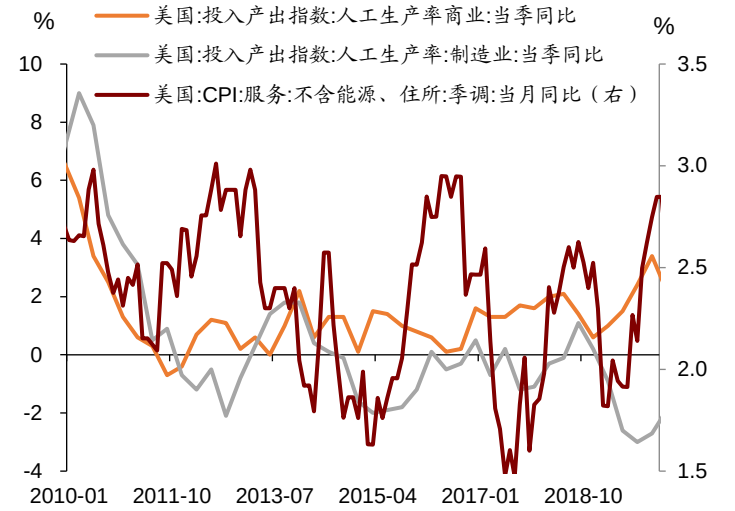
资料来源：iFinD，招商证券

图 56：2010 年代房价与 CPI 房屋项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

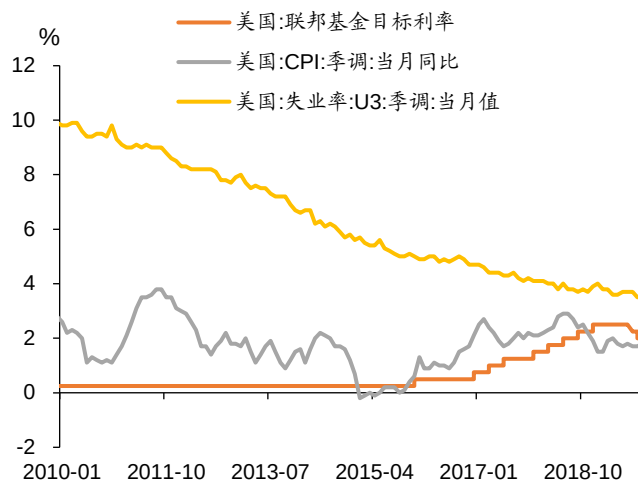
图 57：2010 年代商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

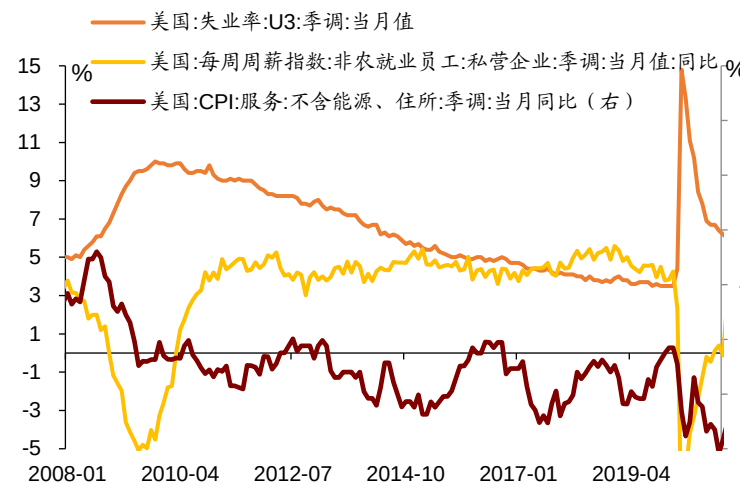
下载日志已记录，仅供内部参考

图 58：2010 年代政策利率与 CPI 同比、失业率



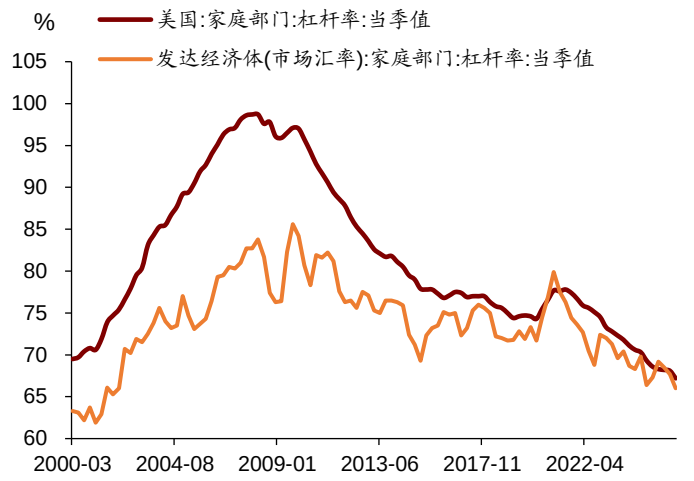
资料来源：iFinD，招商证券

图 59：2010 年代失业率、周薪增速与 CPI 核心服务项同比



资料来源：iFinD，招商证券

图 60：2010 年代美国与发达经济体家庭部门去杠杆



资料来源：iFinD，招商证券

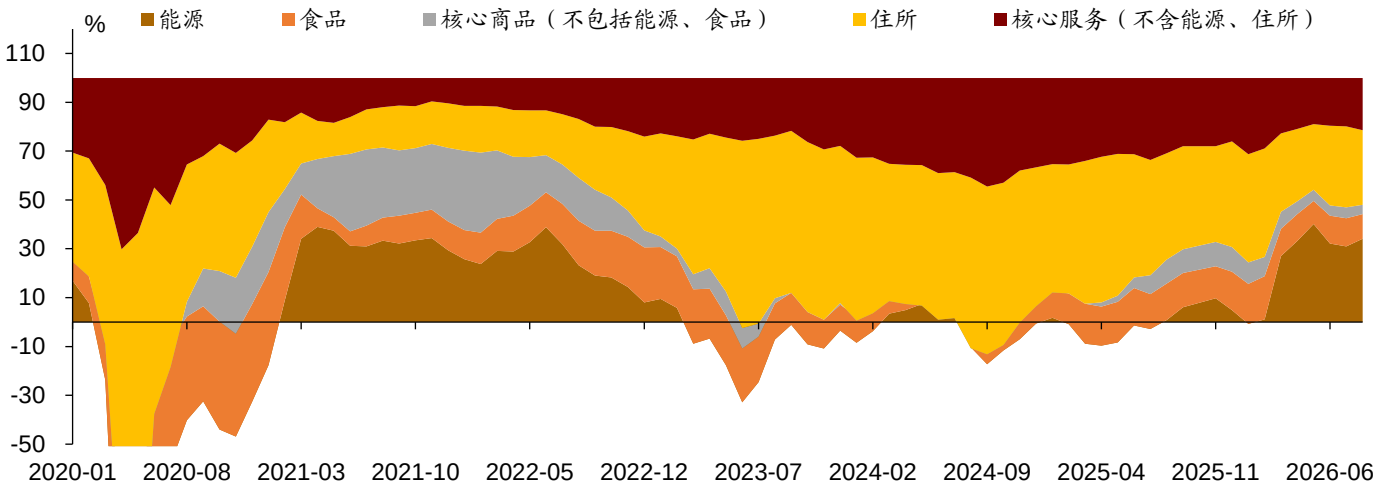
七、2020 年至今：高通胀时期，住所与核心服务贡献居前

2020 年至今美国进入又一轮高通胀时期，疫情推动通胀中枢大幅上升，所有通胀分项均同步上行，截至 2026 年仍未回落至疫情之前。根据这一期间各分项对总体 CPI 同比增速的贡献度排序，贡献最大的为住所分项，期间平均贡献度为 47.0%。其次为核心服务（不含能源、住所）分项，期间平均贡献度为 27.0%。再次为食品分项，期间平均贡献度为 19.2%。核心商品（不包括能源、食品）、能源分项的贡献度偏低，期间平均贡献度分别为 7.4%、-0.6%。这一时期通胀走势可划分为两个阶段。这一时期通胀走势可划分为三个区间。2020 年至 2021 年，财政与货币同步无限度扩张是推升通胀的核心力量，财政端通过大规模转移支付直接向居民和企业注入购买力，货币端将利率降至零并启动无限

下载日志已记录，仅供内部参考

量资产购买，两者叠加使总需求在供给受限的环境下快速膨胀，疫情导致的供需错配、供应链中断以及俄乌冲突进一步放大了能源和食品价格的涨幅。2022 年至 2024 年，美联储快速收紧货币政策，财政刺激逐步退坡，需求端受到抑制，叠加供给端逐步修复，各分项通胀先后见顶回落，但住所分项作为慢变量滞后下行，核心服务分项受劳动力市场粘性支撑，使核心通胀的回落速度慢于整体通胀。2025 年以后通胀的边际推升力量发生结构性变化，AI 基建带动半导体和有色金属需求改善，全球贸易冲突和资源民粹主义推升了商品供给成本，美伊冲突导致原油供给出现明显收紧，全球大宗商品在供需结构重塑下呈现新的涨价动能，这些因素对核心商品分项的传导尚未充分显现。

图 61：2020 年至今 CPI 各分项对总体 CPI 的贡献占比

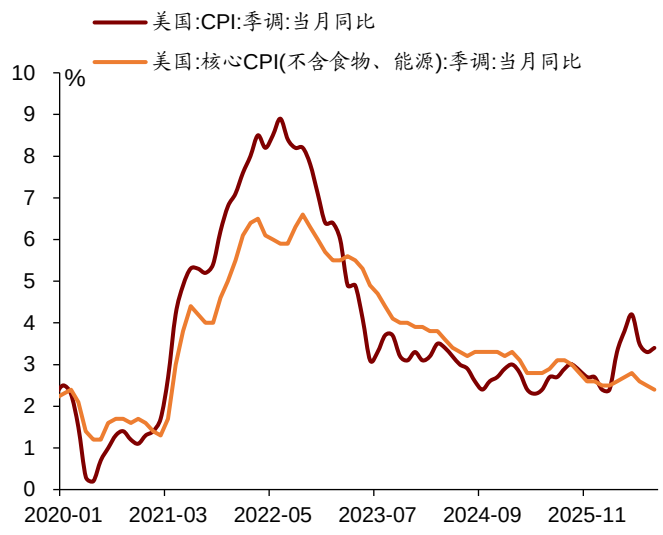


资料来源：iFinD，招商证券

（1）能源分项：2020 年至今，能源分项同比大幅波动，地缘冲击与供需缺口变化是主要驱动，出现了 2021 至 2023 年、2026 年 3 月至今两轮上涨周期，CPI 能源项也随之出现大幅波动。2021 年，原油价格因全球需求复苏、OPEC+与美国产能调整相对滞后而出现大幅上涨，2022 年爆发俄乌冲突进一步推高了原油价格。但 2023 年以来又因需求端结构性走弱、供给端持续过剩、美元走强压制等因素进入持续下行周期，CPI 能源项对总体 CPI 的贡献明显降低。直至 2026 年 2 月美伊冲突爆发，CPI 能源项再度成为影响 CPI 的重要分项。能源分项在这一时期的高波动特征，使其对 CPI 的短期走势产生了显著影响。

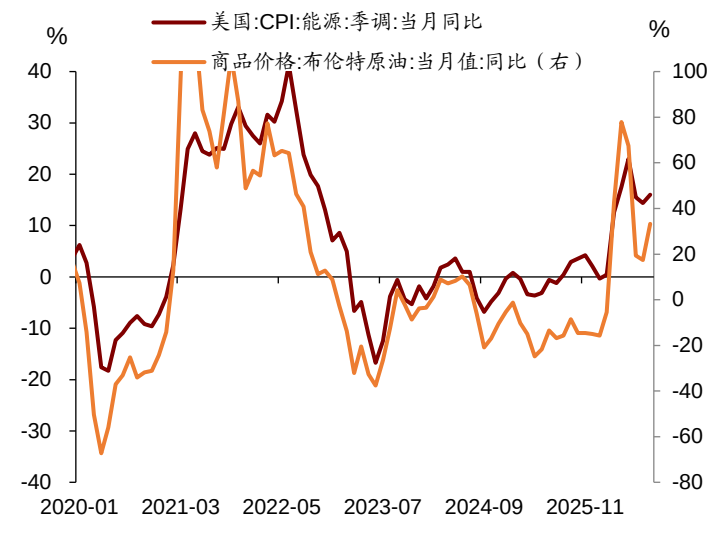
下载日志已记录，仅供内部参考

图 62：2020 年至今 CPI 与核心 CPI 同比增速



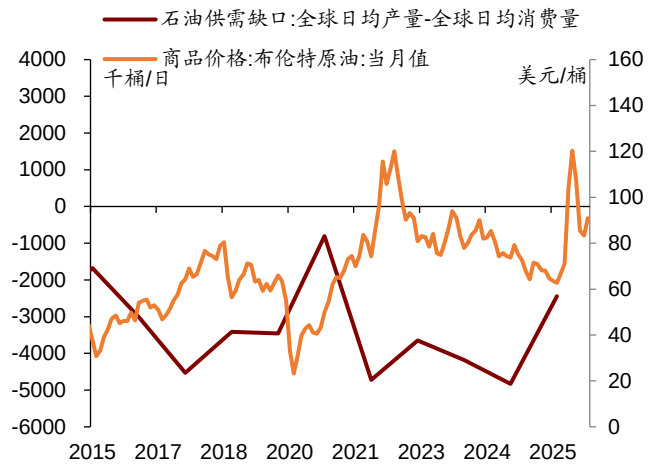
资料来源：iFinD，招商证券

图 63：2020 年至今美国 CPI 能源分项走势



资料来源：iFinD，招商证券

图 64：2020 年至今全球石油供需缺口变化



资料来源：iFinD，招商证券

图 65：2020 年至今美元指数与原油价格

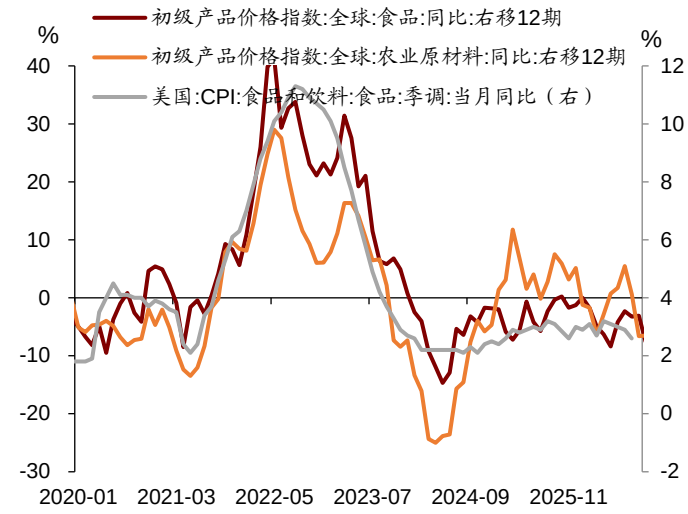


资料来源：iFinD，招商证券

（2）食品分项：2020 年至今，食品分项先短期冲高后回归平稳。CPI 食品项在经历短期上涨后，回归平稳增长状态。2020 至 2021 年期间，供应链危机、极端天气、需求结构变化以及宽松货币环境共同推动全球食品价格上涨，并传导至 CPI 食品项。此后全球食品供需缺口收窄、价格回归相对平稳状态，CPI 食品项也基本维持在 2%至 3%区间运行。食品分项在这一时期的短期冲高，或与疫情导致的供应链中断和劳动力短缺有关，这些因素在疫情缓解后逐步消退，食品价格也随之回归常态。

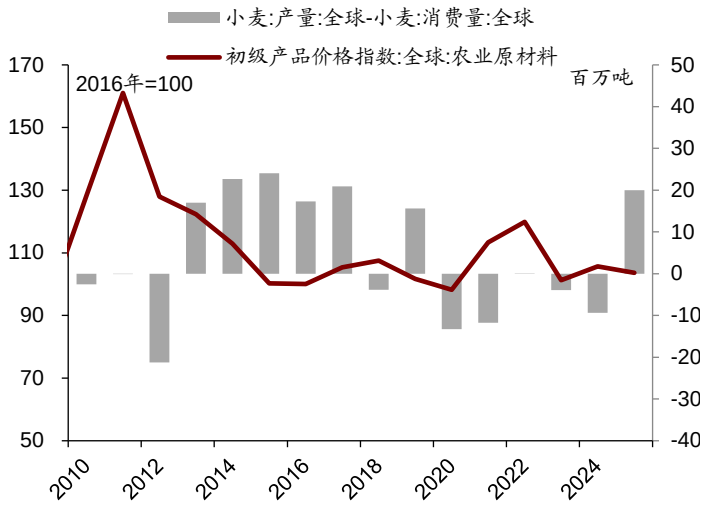
下载日志已记录，仅供内部参考

图 66：2020 年至今全球农产品价格与 CPI 食品项同比增速



资料来源：iFinD，招商证券

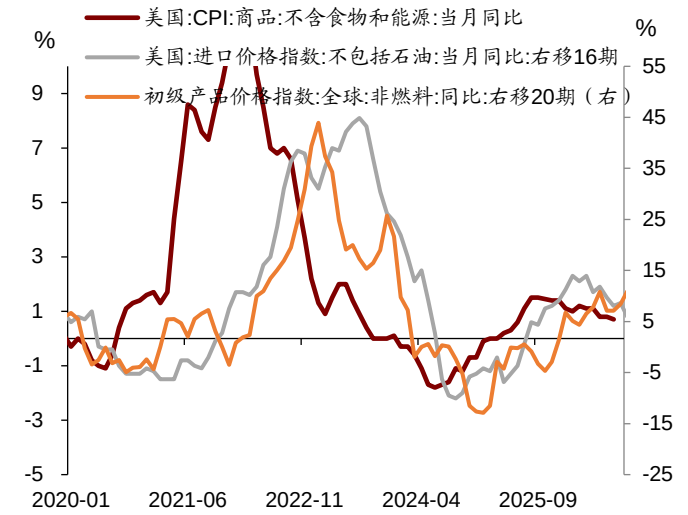
图 67：2020 年至今全球粮食供需缺口与农产品价格



资料来源：iFinD，招商证券

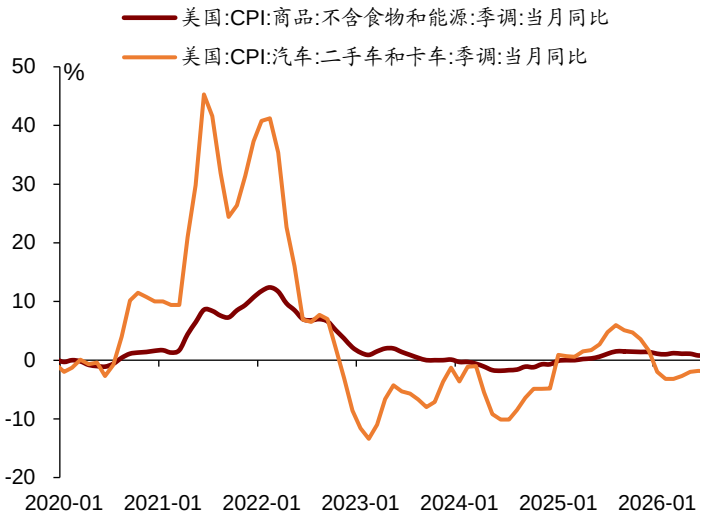
（3）核心商品（不含食品与能源）分项：2020 年至今，核心商品分项同比先创 1970 年代以来最高水平，随后快速回落。CPI 核心商品（不含食品与能源）分项同比达到了 1970 年代以来的最高水平，随后快速回落。在此期间经历了两轮大宗商品的价格上涨周期，一轮是疫情后全球货币财政刺激与供需错配形成的全球商品价格共振上涨周期；另一轮则是始于 2025 年的由 AI 基建投资需求高增、但供给端因前期资本开支不足无法快速扩张，供需结构重塑导致的新的涨价周期。此外，疫情导致出行方式转变，使得二手车价格出现暴涨，一度成为主导短期通胀的重要因素，也是核心商品分项大幅飙升至 12%以上、创下 1970 年代以来最高水平的核心原因，但这一因素的影响在疫情后已明显消退。

图 68：2020 年至今进口价格、全球非燃料价格与 CPI 核心商品项同比



资料来源：iFinD，招商证券

图 69：2020 年至今 CPI 核心商品与二手车和卡车分项



资料来源：iFinD，招商证券

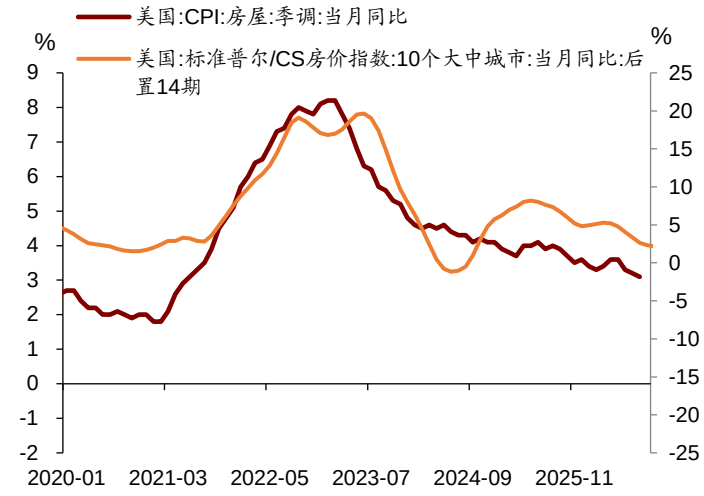
（4）住房分项：2020 年至今，住所分项同比冲高后回落，CPI 房租项滞后见顶并持续下行。美国住房价格同比增速在 2021 年冲高后回落，CPI 住所项也基本呈现同样的运行趋势。2020 年起美国房价同比增速出现一轮强劲上涨周期，持续至 2022 年 4 月，此后出现回落。2023 年年中房价同比增速出现反弹，2024 年下半年再度回落。CPI 房租项则于 2021 年初开始持续上行，2024 年初

下载日志已记录，仅供内部参考

见顶回落，2023 年房价同比反弹对房租项的影响不大，至今房租项仍处在下降趋势当中。住所分项在这一时期对 CPI 的贡献度虽较 2010 年代有所下降，但仍是最主要的支撑项，其滞后下行的特征使核心通胀的回落速度慢于整体通胀。

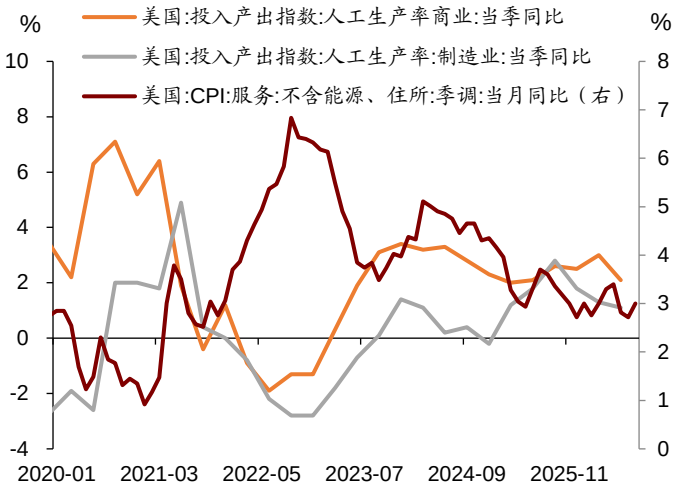
（5）核心服务（不含住所、能源）分项：2020 年至今，核心服务分项同比先升后降，生产率与偏高的利率环境是后期主要压制因素。核心服务（不含住所、能源）分项同比增速先经历了一轮上行周期，随后持续回落至今。2020 至 2022 年，生产率下降、失业率下降、薪资增速回升与超低利率水平均对核心服务通胀的回升提供了有利条件。但 2022 年后情况发生变化，生产率提升、薪资增速回落与加息周期对核心服务通胀形成压制，导致 CPI 核心服务通胀分项同比增速下行至今。这一时期核心服务通胀的先升后降，反映了疫情冲击下劳动力市场供需错配的逐步缓解，以及货币政策收紧对服务需求的抑制效应逐步显现。

图 70：2020 年至今房价与 CPI 房屋项同比增速



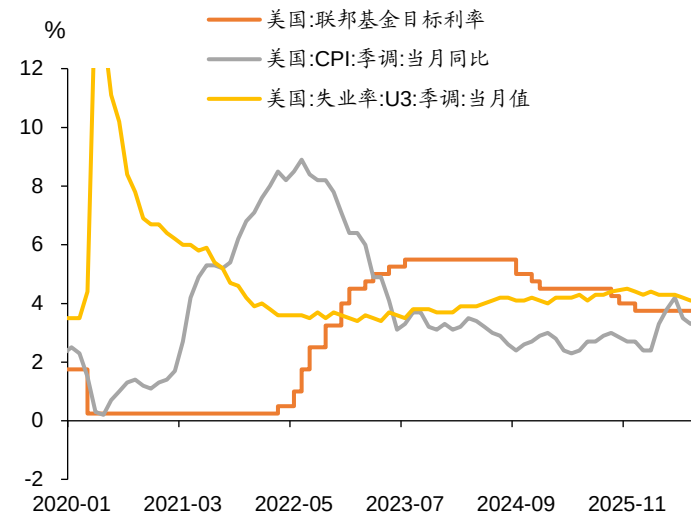
资料来源：iFinD，招商证券

图 71：2020 年至今商业、制造业人工生产率与 CPI 核心服务分项同比增速



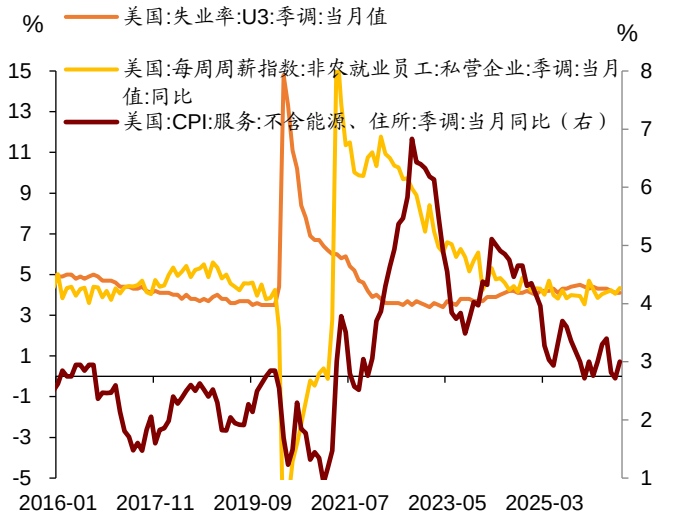
资料来源：iFinD，招商证券

图 72：2020 年至今政策利率与 CPI 同比、失业率



资料来源：iFinD，招商证券

图 73：2020 年至今失业率、周薪增速与 CPI 核心服务项同比



资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。