

美国通胀如期接近峰值，市场反应逐渐钝化

——11月美国通胀数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 美国时间 12 月 10 日，美国劳工部公布价格数据：11 月 CPI 同比 6.9%，前值 6.2%，核心 CPI 同比 5.0%，前值 4.6%；CPI 环比 0.8%，前值 0.9%，核心 CPI 环比 0.5%，前值 0.6%。CPI、核心 CPI 环比走低，但同比增速仍在显著上行，增速再创新高。
- 同比衡量，当下美国涨价现象仍然集中在能源、交运，全球范围面临的供给不足、供应链瓶颈矛盾仍然较为突出，需要在时间轴上继续消化。能源同比涨幅 34%，交运服务 21%。此外，作为一篮子价格水平当中的高权重项，食品、住宅维持价格稳步上涨，食品同比上涨 6.1%，住宅上涨 4.8%，支撑着 CPI 同比增速维持在高水平。计算机设备价格上涨趋势有所平抑。
- 能源、食品拉动仍然显著，核心项通胀主要来自于服务贡献。从各分项对 11 月 CPI 同比的拉动和贡献来看，能源、食品对价格上涨的贡献仍然显著，能源对 CPI 同比拉动 1.9%，食品拉动 0.9%。除去能源、食品，核心项中，服务拉动 2.7%，商品拉动 1.1%。商品对价格上涨的贡献仍然主要来自二手车（0.6%），服务对通胀的贡献则主要来自住宅（1.7%）。
- 油价、房价对通胀走势判断影响关键，关注两项价格水平同比增速放缓的可能性。显然地，当我们将 CPI 分项大类汇总后归类，可以看到油价、房价的走势对未来美国通胀走向起到了决定性的作用。如果仅考虑核心 CPI，那么住房价格就是最重要的成分。相比于 2020 年，2021 年全球油价整体呈现更加快速、大幅度上行，11 月 WTI 原油价格维持在 80 美元以上，因此能源价格同比维持高增速。但是本轮油价上涨斜率放大开始于 2020 年 11 月，这意味着未来能源价格同比将会面临越来越显著的高基数压力。房价方面，美国大中型城市房价同比涨幅也自 7、8 月份开始，呈现出增速放缓的趋势，租金和业主等价租金有望随后跟随房价走势出现增速上的变化。因此，我们仍然提示关注通胀水平拐点已经更加临近，CPI 同比拐点早于核心 CPI 拐点。
- 市场对高通胀的反馈逐渐钝化。先前市场已经持续经历了通胀走高和超预期，并由此形成了对 2022 年美联储进入加息通道的一致性政策预期，且货币政策加速收紧的预期还在近期鲍威尔讲话讨论加速 taper 后进一步强化。11 月份继续走高的通胀数据发布后，美债收益率震荡收跌，金价、美元指数小幅上行，同时美股上涨，整体上对高通胀数据报以温和反应。因此，我们认为市场对通胀走高最敏感、关注的时段已经过去，目前对美国高通胀的反馈逐渐趋于钝化。

风险提示

- 油价持续上涨超出预期；
- 劳动力缺口持续超出预期；
- 假设变化影响测算结果的风险。

报告发布日期

2021 年 12 月 12 日

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 曹靖楠

021-63325888*3046

caojingnan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520010001

相关报告

再探滞胀与加息的一致性预期：——2022	2021-12-08
海外宏观焦点展望	
市场风险偏好较低，弱就业数据酝酿避险情绪发酵：——11 月美国非农就业数据点评	2021-12-05
毒株变异再度来袭，风险资产一定承压吗？	2021-11-30
通胀向峰值进发，期间脉冲助推美债利率上行：——10 月美国通胀数据点评	2021-11-12
Taper 靴子落地，加息的一致预期靠谱吗？：11 月 FOMC 利率会议点评	2021-11-05

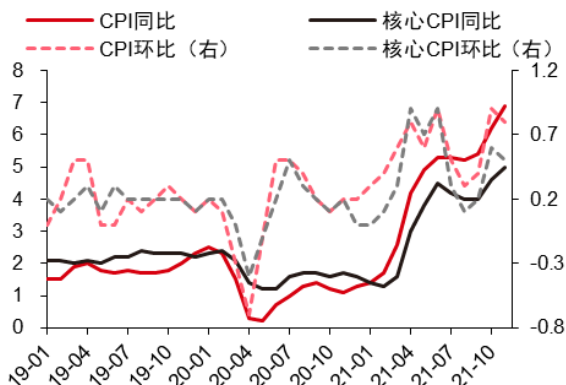
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

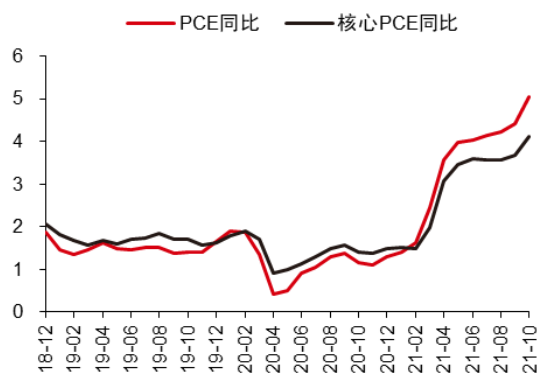
美国时间 12 月 10 日，美国劳工部公布价格数据：11 月 CPI 同比 6.9%，前值 6.2%，核心 CPI 同比 5.0%，前值 4.6%；CPI 环比 0.8%，前值 0.9%，核心 CPI 环比 0.5%，前值 0.6%。CPI、核心 CPI 环比走低，但同比增速仍在显著上行，增速再创新高。

图 1：CPI 及核心 CPI 同比、环比走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：PCE 及核心 PCE 同比走势（截至 10 月）



数据来源：Wind、东方证券研究所

同比衡量，当下美国涨价现象仍然集中在能源、交运，全球范围面临的供给不足、供应链瓶颈矛盾仍然较为突出，需要在时间轴上继续消化。能源同比涨幅 34%，交运服务 21%。此外，作为一篮子价格水平当中的高权重项，食品、住宅维持价格稳步上涨，食品同比上涨 6.1%，住宅上涨 4.8%，支撑着 CPI 同比增速维持在高水平。计算机设备价格上涨趋势有所平抑。

图 3：11 月 CPI 同比及各分项同比（%）

	相对权重	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21
CPI 同比	100%	1.4	1.7	2.6	4.2	4.9	5.3	5.3	5.2	5.4	6.2	6.9
能源	7%	(3.8)	2.3	13.2	25.0	27.8	24.2	23.6	24.9	24.8	30.0	33.5
食品	14%	3.8	3.6	3.5	2.4	2.2	2.4	3.4	3.7	4.6	5.3	6.1
核心 CPI 同比	79%	1.4	1.3	1.6	3.0	3.8	4.5	4.2	4.0	4.0	4.6	5.0
住宅	33%	1.8	1.8	2.1	2.6	2.9	3.1	3.3	3.5	3.9	4.5	4.8
医疗保健（服务）	7%	1.9	2.0	1.8	1.5	0.9	0.4	0.3	0.4	0.4	1.3	1.7
教育与通信（服务）	6%	1.7	1.7	1.5	1.7	1.9	2.1	1.1	1.2	1.7	1.8	1.7
交通运输（服务）	5%	(1.4)	0.6	5.9	14.8	19.7	21.2	19.1	17.6	16.5	18.7	21.3
娱乐（服务）	4%	0.1	0.8	1.1	2.1	1.6	2.4	3.5	3.4	3.5	3.9	3.2
其他商品与服务	3%	2.1	2.1	2.4	2.7	2.7	2.5	2.9	3.5	3.4	4.2	4.4
服装	3%	(2.0)	(2.6)	(2.5)	1.9	5.6	4.9	4.2	4.2	3.4	4.3	5.0
信息技术、硬件和服务	0.4%	(1.3)	(1.5)	(1.5)	0.0	0.1	0.1	0.6	1.4	2.8	2.8	1.9
个人计算机及周边设备	0.1%	1.6	(0.1)	(3.2)	0.9	2.5	2.3	3.7	3.4	8.5	8.4	4.8

数据来源：Wind、东方证券研究所

能源、食品拉动仍然显著，核心项通胀主要来自于服务贡献。从各分项对 11 月 CPI 同比的拉动和贡献来看，能源、食品对价格上涨的贡献仍然显著，能源对 CPI 同比拉动 1.9%，食品拉动 0.9%。除去能源、食品，核心项中，服务拉动 2.7%，商品拉动 1.1%。商品对价格上涨的贡献仍然主要来自二手车（0.6%），服务对通胀的贡献则主要来自住宅（1.7%）。

油价、房价对通胀走势判断影响关键，关注两项价格水平同比增速放缓的可能性。显然地，当我们把 CPI 分项大类汇总后归类，可以看到油价、房价的走势对未来美国通胀走向起到了决定性的作用。如果仅考虑核心 CPI，那么住房价格就是最重要的成分。相比于 2020 年，2021 年全球油价整体呈现更加快速、大幅度上行，11 月 WTI 原油价格维持在 80 美元以上，因此能源价格同比维持

高增速。但是本轮油价上涨斜率放大开始于 2020 年 11 月，这意味着未来能源价格同比将会面临越来越显著的高基数压力。房价方面，美国大中型城市房价同比涨幅也自 7、8 月份开始，呈现出增速放缓的趋势，租金和业主等价租金有望随后跟随房价走势出现增速上的变化。因此，我们仍然提示关注通胀水平拐点已经更加临近，CPI 同比拐点早于核心 CPI 拐点。

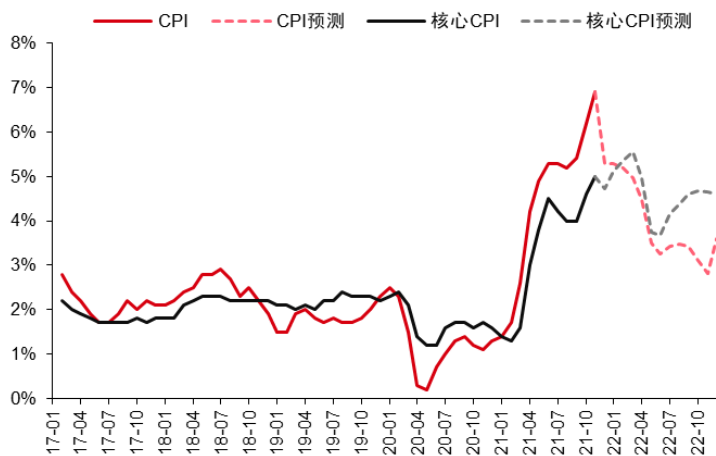
市场对高通胀的反馈逐渐钝化。先前市场已经持续经历了通胀走高和超预期，并由此形成了对 2022 年美联储进入加息通道的一致性政策预期，且货币政策加速收紧的预期还在近期鲍威尔讲话讨论加速 taper 后进一步强化。11 月份继续走高的通胀数据发布后，美债收益率震荡收跌，金价、美元指数小幅上行，同时美股上涨，整体上对高通胀数据报以温和反应。因此，我们认为市场对通胀走高最敏感、关注的时段已经过去，目前对美国高通胀的反馈逐渐趋于钝化。

图 4：CPI 同比的各分项拉动

CPI 同比的分项拉动	权重	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21	Apr-21	Mar-21	Feb-21	Jan-21
所有	100	6.9%	6.2%	5.4%	5.2%	5.3%	5.3%	4.9%	4.2%	2.6%	1.7%	1.4%
食品	13.977	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
家用食品	7.716	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
谷物和烘焙制品	0.979	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽鱼蛋	1.827	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
乳制品及相关产品	0.753	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.918	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.929	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
非家用食品	6.261	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
能源	7.322	1.9%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	0.8%	0.1%	-0.2%
能源商品	4.08	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	0.7%	0.1%	-0.3%
燃油	0.099	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.911	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%	0.7%	0.0%	-0.3%
汽油（所有类型）	3.83	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	0.7%	0.1%	-0.3%
能源服务	3.242	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
电	2.469	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
公用事业（管道）燃气服务	0.773	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
商品（除食品和能源商品）	20.686	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
服饰	2.727	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新车	3.834	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二手车和卡车	3.291	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
医疗保健品	1.496	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
酒精饮料	1.006	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.608	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
服务（除能源服务）	58.016	2.7%	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.4%	2.3%	1.9%	1.3%	1.0%	1.0%
住宅租金	32.576	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%
主要居所租金	7.613	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
业主等价租金	23.594	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
医疗服务	7.024	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
医生服务	1.794	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
医院服务	2.176	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
运输服务	5.018	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
机动车保养与维修	1.079	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机动车辆保险	1.575	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
机票	0.58	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 5：我们对后续美国 CPI 和核心 CPI 走势的预测



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

风险提示

油价持续上涨超出预期；
劳动力缺口持续超出预期；
假设变化影响测算结果的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_31059

