



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2021 年 12 月 14 日

分析师: 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师: 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

供给冲击仍主导 11 月美国 CPI

——2021 年 11 月美国 CPI 数据点评

■ 投资摘要

需求恢复叠加供给约束推动美国通胀再上行

随着美国社会对疫情接受度的提高,应对系统的完善,疫情对美国经济和社会的影响开始缓和,经济出现逐步改善趋势。美国宽松货币采用的是直接救助的政策,大发补贴,因而对维持需求增长具有直接推动作用。

CPI 虽高,美联储加息预期仍弱

美联储货币政策转向紧缩与否关键要看通胀本质和金融体系的变化;若是经济复苏徘徊,那美联储政策转向将不得不考虑复苏与就业,特别是疫情反复,美联储紧缩政策空间有限。FED 目前对通胀持续仍然持怀疑态度,普遍认为由于经济仍没有回复正常,经济回暖带来不会带来通胀长久突破目标标准线;缩表或加息更多的是对金融体系变化的应对手段。

通胀峰值或临,拐点将至

临时性的供应链瓶颈在短期内渐趋改善,特别是港口拥堵问题,伴随全社会重视程度提高,针对原先僵化管理制度的应对措施出台,情况趋向缓解;伴随着疫情对西方社会和经济生活冲击的影响弱化,原先抗疫封锁措施造成供应链矛盾的情况也趋改善。

■ 风险提示

通胀过快上行;疫情反复;地缘政治风险恶化。

事件：美国 11 月 CPI 数据情况

根据美国劳工局发布数据，11 月，美国 CPI 创下新高，同比增加 6.8，前值增加 6.2。核心 CPI 同比增加 4.9，前值增加 4.6。

分项数据来看，能源当月同比涨 33.3，前值 30，环比下降 1.4；食品同比涨 6.1，前值涨 5.3，环比下降 0.5；住宅同比涨 4.8，前值涨 4.5，环比下降 0.3；交通运输同比涨 21.1，前值涨 18.7，环比下降 0.1；医疗保健同比涨 1.7，前值涨 1.3，环比下降 0.3；娱乐同比涨 3.2，前值涨 3.9，环比下降 1；信息技术、软件等服务同比涨 1.9，前值涨 2.8，环比上涨 0.1。

事件解析：数据特征和变动原因

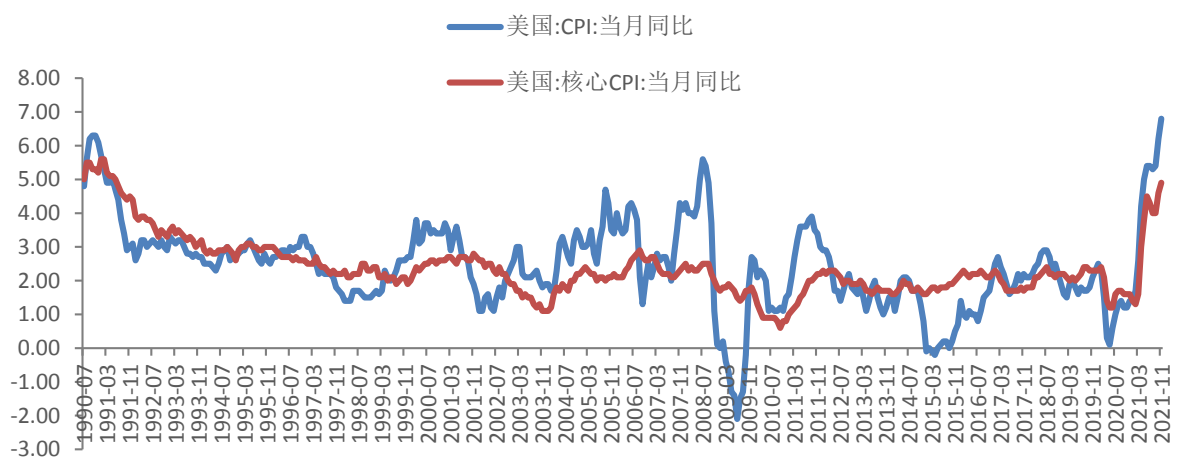
1. 需求恢复叠加供给约束推动美国通胀再上行

11 月美国 CPI 连续两月刷新记录，在突破 6 之后持续上涨至 6.8；11 月份，核心 CPI 保持同步上涨，达到 4.9，环比下降 0.2。

随着美国社会对疫情接受度的提高，应对系统的完善，疫情对美国经济和社会的影响开始缓和，经济出现逐步改善趋势。11 月美国经济不断复苏，今年以来，美国失业率连续下行，11 月，美国失业率达到新低，美国经济复苏势头强劲，需求旺盛拉动 CPI 连续上行。特别是进入 11 月，节日需求旺盛，助推 CPI 上行。11 月，美国制造业景气指数持续上行，内需旺盛。

美国宽松货币采用的是直接救助的政策，大发补贴，因而对维持需求增长具有直接推动作用。11 月开始的美联储缩债计划以及由此引发的加息预期并没有对 CPI 上行施加压力，实际上，11 月美联储的资产仍然在扩张。

图 1 11 月美国物价上行趋势（单位：%）



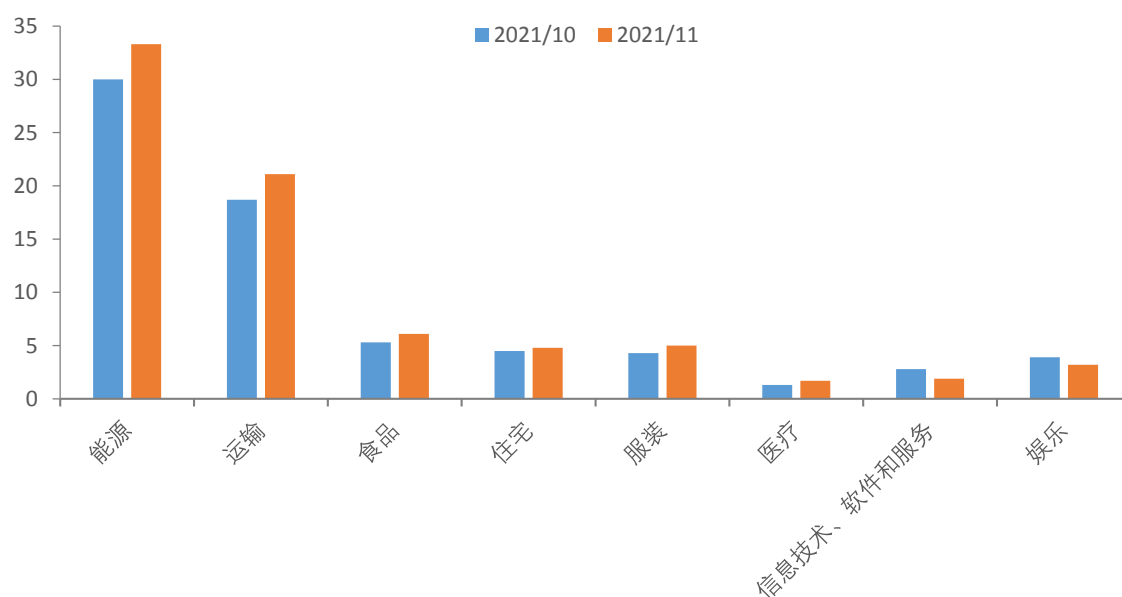
数据来源：Wind，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

分项来看，能源、运输与食品是涨幅较大的分项，表明本轮CPI上涨的动力是复合性的，既有经济复苏、政策刺激以及节日消费拉动的需求高涨，也有供应链瓶颈导致的能源等原材料价格的上涨。本轮CPI上涨最主要拉动项是能源、运输与食品，远远高于食品、服装节日性需求，这表明是供应链瓶颈的因素对物价攀升的刺激大于经济复苏、需求强劲带来的影响。

受到疫情影响，娱乐等接触性消费价格指数在下降，医疗等价格指数上升，涨价结构具有很强的疫情影响特征，经济复苏阶段还在进行。

图 2 11 月份美国 CPI 分项（同比：%）

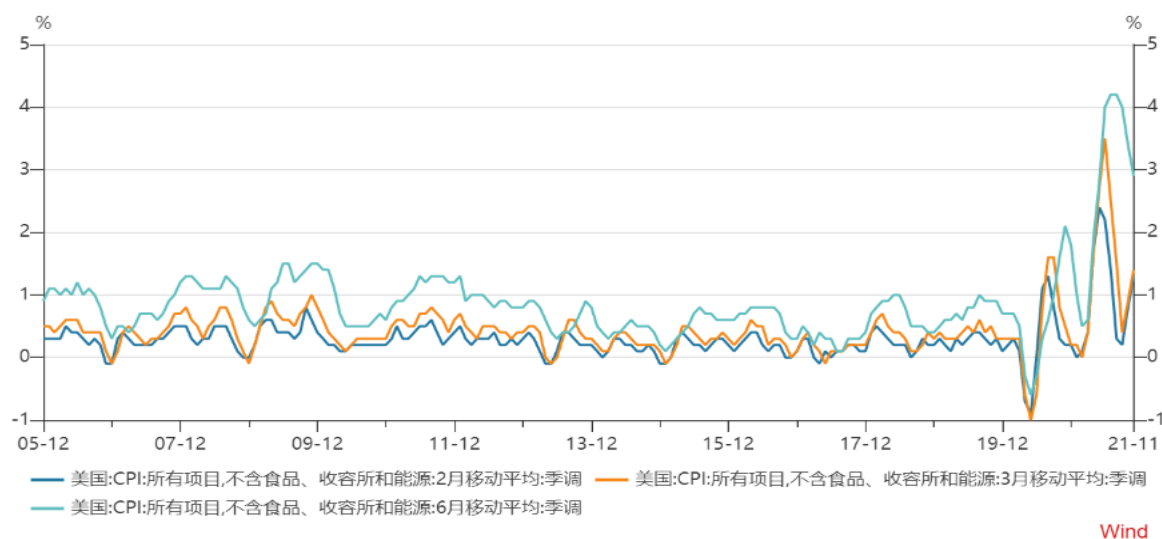


数据来源：Wind，上海证券研究所

2. CPI 长期上涨趋势或将缓解

若剔除食品以及能源项对CPI的短期冲击，考虑CPI2月、3月与6月移动平均水平。2、3月移动平均水平在较低水平波动，11月节日需求旺盛，该指标处于上升态势；6月移动平均指标则处于下降通道。表明CPI的上涨多归于短期性的因素，长期内，物价水平上涨态势或将得到缓解，这多取决于能源供应短缺难题的解决。

图 3 11 月剔除短期冲击后的美国 CPI 走势（季调：%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

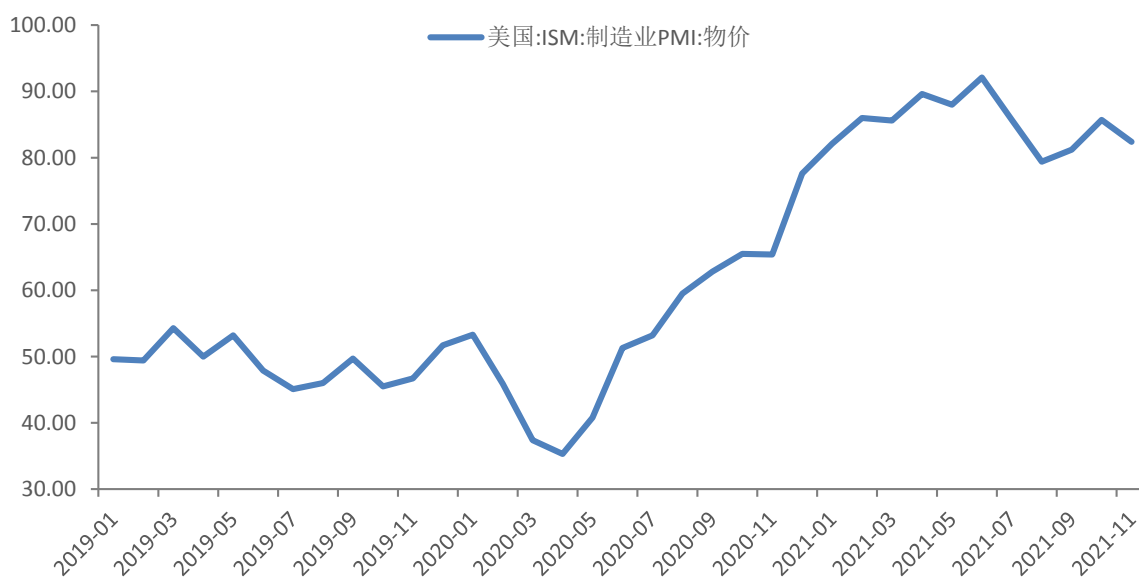
3. 生产端景气向 CPI 或有传导

11 月份，美国制造业景气指数上升，制造业内需景气，11 月由于年末节日消费需求开始旺盛，进口以及新订单指标均表现较好。美国就业能力持续增加，复苏基础持续强劲，就业景气指数上升

11 月份，制造业生产指数持续高位，由于经济复苏形势延续，加上节日需求增加，生产指数有小幅提升。

由于疫情影响以及供应链瓶颈，今年以来原材料供不应求，加上库存水平增长有限，价格持续上升。尽管 11 月，可能由于美国释放原油储备，OPEC 增加原油供应，制造业价格指数有所回落，但是仍然在高位运行。在全球供应链瓶颈持续情形下，制造业价格指数下降态势基础不稳。上游制造业物价指数高位，下游 CPI 走势上扬压力增强。

图 4 11 月美国生产端价格指数



数据来源：Wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4. CPI 虽高，美联储加息预期仍弱

本轮通胀的高企，一方面是需求的走高，既有经济复苏带来的，也有货币政策的因素；另一方面主要是供给瓶颈的约束，能源与运输价格上涨显著，对 CPI 的拉动远远超过其他分项。也即本轮 CPI 持续上涨多源于短期性因素主导。美联储货币政策转向紧缩与否关键要看通胀本质和金融体系的变化；若是经济复苏徘徊，那美联储政策转向将不得不考虑复苏与就业，特别是疫情反复，美联储紧缩政策空间有限。

FED 目前对通胀持续仍然持怀疑态度，普遍认为由于经济仍没有回复正常，经济回暖带来不会带来通胀长久突破目标标准线；缩表或加息更多的是对金融体系变化的应对手段。

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_31152

