

油价推动美国12月通胀回升

12月美国通胀数据点评

- **美国12月CPI数据继续复苏，油价是本月CPI上行的最大推手。**12月美国CPI同比上升1.4%，前值为1.2%，环比上升0.4%，前值为0.2%；美国核心CPI同比上涨1.6%，前值为1.6%，环比上升0.1%，前值为0.2%。虽然能源分项一直是CPI同比拖累项，但从6月份开始，其已成为环比增速的主要拉动项，特别是12月能源分项环比增速达4%。能源分项跟原油价格高度相关，其在11月疫苗信息公布后开始一路走高，当前WTI原油期货在53美元/桶附近，回升明显。
- **从一级分项看，除娱乐和医疗保健两个服务分项外，其他分项基本都显示较好的复苏势头或同比降幅收窄。**其中交通运输分项基本和能源联动密切，因此其较高负值增长是由油价引起的，随着油价的稳定，其同比跌幅有显著收窄；食品饮料分项自疫情来便处于高位，我们从食品细项看，肉蛋类、家禽、鱼的价格提升幅度最大，主要是疫情扰动肉类供应链的原因，但增速已经收敛。
- **关于CPI数据的未来走势，我们认为CPI数据的短期走势的主导项依然是油价，且原油价格同比增速与能源分项同比增速之间相关性极强。**单因子模型预测2021年4月份能源分项同比增速达到最高值47.9%，2021年6月同比增速收敛至10.2%；若按照当前能源项权重6.04%计算，2021年4月能源分项对CPI同比增速贡献可达2.9%，6月份可贡献0.61%增速，且可能存在低估（因能源CPI增长快于总体CPI，将提高能源项的支出权重）。因此，4月CPI同比增速将迎来高点，或超5%，下半年预计也将维持在3%以上。
- **核心通胀方面，在11月的报告《高核心通胀将挑战美联储宽松政策》中我们认为美国2008年金融危机后持续低通胀的直接原因是耐用品和非耐用品/服务价格的周期错位，但疫情的冲击使耐用品、非耐用品与服务支出的价格周期重新同步。**在疫苗使用带来的供需复苏补库存逻辑与上游PPI回升的支撑下，耐用品通胀将回升；同时，尽管核心通胀剔除了能源商品服务，但油价与非耐用品（服装、化工品等）和服务通胀相关性仍很高，最近服装通胀的上行可能受此影响。因此，我们预计2021年上半年美国核心PCE突破2%，下半年在2.5%附近波动，而2022年核心PCE很可能触及3%。
- **风险提示：美国经济复苏不及预期，疫苗实际效果不及预期，全球供需恢复不及预期，能源价格暴跌。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

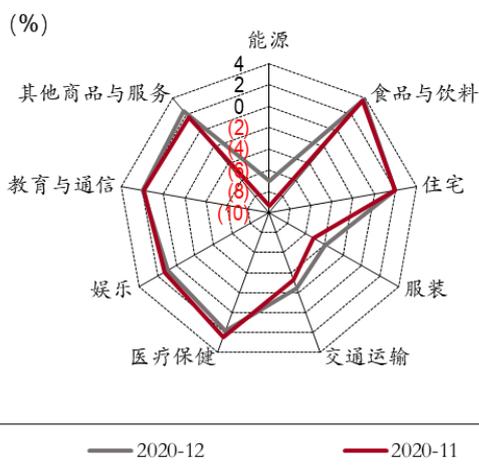
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

油价推动美国 12 月通胀回升

美国 12 月 CPI 数据继续复苏，油价是本月 CPI 上行的最大推手。12 月份，美国 CPI 同比上升 1.4%，前值为 1.2%，环比上升 0.4%，前值为 0.2%；美国核心 CPI 同比上涨 1.6%，前值为 1.6%，环比上升 0.1%，前值为 0.2%。美国的 CPI 同比数据回升至 3 月份以来最高水平，而相比之下美国核心 CPI 同比数据则更加平稳，已经连续三个月处于 1.6% 水平。CPI 通常比核心 CPI 波动剧烈，之所以会产生这样的现象是因为 CPI 数据比核心 CPI 多包含了能源与食品分项，食品分项增速一直处于高位，而虽然能源分项一直是 CPI 同比拖累项，但从 6 月份开始，其已成为环比增速的主要拉动项，特别是 12 月能源分项环比增速达 4%。能源分项跟原油价格高度相关，而原油价格 2020 年年初经历暴跌，4 月份甚至跌至负值，6 月份开始油价逐渐平稳，并在 11 月疫苗信息公布后开始一路走高，当前 WTI 原油期货在 53 美元/桶附近，回升明显。

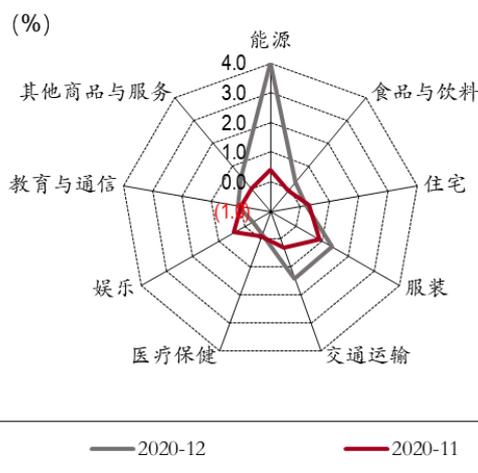
从一级分项看，12 月份能源同比增长（括号中为前值）-7.0%(-9.4%)、食品饮料同比增长 3.9%(3.7%)、住宅同比增长 2.0%(2.0%)、服装同比增长-3.9%(-5.2%)、交通运输同比增长-2.4%(-3.3%)、医疗保健同比增长 1.8%(2.4%)、娱乐同比增长 0.9%(1.3%)、教育和通信同比增长 2.0%(1.9%)、其他商品与服务同比增长 2.4%(1.7%)，除娱乐和医疗保健两个服务分项外，其他分项基本都显示较好的复苏势头或同比降幅收窄。其中交通运输分项基本和能源联动密切，因此其较高负值增长是由油价引起的，随着油价的稳定，其同比跌幅有显著收窄；食品饮料分项自疫情来便处于高位，我们从食品细项看，肉蛋类、家禽、鱼的价格提升幅度最大，主要是疫情扰动肉类供应链的原因，但增速已经收敛。

图表 1. 美国 11-12 月 CPI 分项同比增速



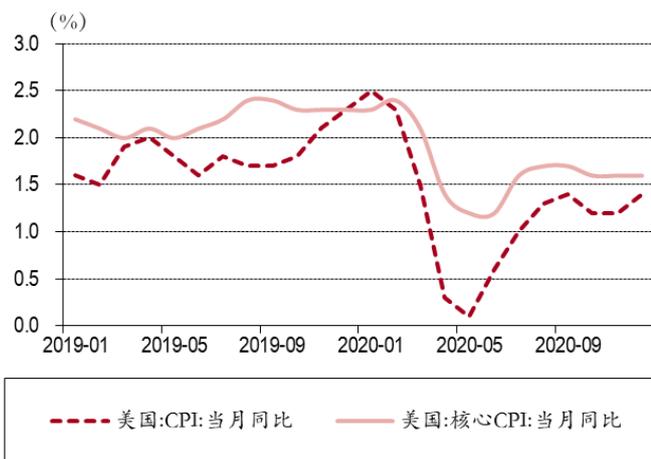
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国 11-12 月 CPI 分项环比增速



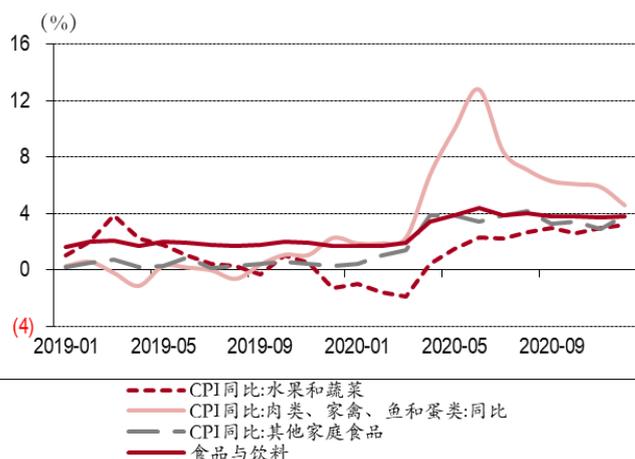
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美国 CPI 同比增速走势



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 食品类 CPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 5. CPI 各细项增速

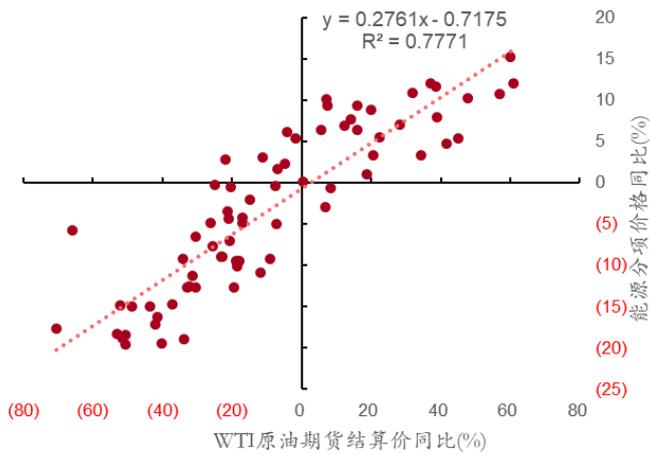
	2020年11月环比	2020年12月环比	2020年12月同比
CPI	0.2	0.4	1.4
食物	-0.1	0.4	3.9
家用食品	-0.3	0.4	3.9
非家用食品	0.1	0.4	3.9
能源	0.4	4.0	-7.0
汽油	-0.4	8.4	-15.2
燃油	3.6	10.0	-20.0
电力服务	0.5	0.4	2.2
燃气管道服务	3.1	-0.8	4.1
核心CPI	0.2	0.1	1.6
新机动车	-0.1	0.4	2.0
二手车与卡车	-1.3	-1.2	10.0
服装	0.9	1.4	-3.9
保健医疗商品	-0.3	-0.4	-2.5
收容服务	0.1	0.1	1.8
交通服务	1.8	-0.1	-3.5
保健医疗服务	-0.1	-0.1	2.8

资料来源：美国劳工部，中银证券

关于 CPI 数据的未来走势，我们认为 CPI 数据的短期走势的主导项依然是油价，当前 WTI 原油期货价格在 53 美元/桶，基于当前原油市场的供需状况和世界经济的复苏程度，我们认为当前价格已经反映了疫苗接种后原油需求反弹的预期。同时，原油价格同比增速与能源分项同比增速之间相关性极强，两者拟合 R-square 达 0.78。我们假设 2021 年 Q2 WTI 原油期货价格达 55 美元/桶，期间价格线性运行，则单因子模型预测 2021 年 4 月份能源分项同比增速达到最高值 47.9%，2021 年 6 月同比增速收敛至 10.2%；若按照当前能源项权重 6.04% 计算，2021 年 4 月能源分项对 CPI 同比增速贡献可达 2.9%，6 月份可贡献 0.61% 增速，且可能存在低估（因能源 CPI 增长快于总体 CPI，将提高能源项的支出权重）。因此，4 月 CPI 同比增速将迎来高点，或超 5%，下半年预计也将维持在 3% 以上。

核心通胀方面，在 11 月的报告《高核心通胀将挑战美联储宽松政策》中我们认为美国 2008 年金融危机后持续低通胀的直接原因是耐用品和非耐用品/服务价格的周期错位，但疫情的冲击使耐用品、非耐用品与服务支出的价格周期重新同步，使过去近 10 年美国持续低通胀的直接原因得以消除。同时，在疫苗使用带来的供需复苏补库存逻辑与上游 PPI 回升的支撑下，耐用品通胀将回升，这在当前美国机动车及零部件部门的高通胀与就业高景气可以得到印证；且尽管核心通胀剔除了能源商品服务，但油价与非耐用品（服装、化工品等）和服务通胀相关性仍很高，最近服装通胀的上行可能受此影响。因此，我们预计 2021 年上半年美国核心 PCE 突破 2%，下半年在 2.5% 附近波动，而 2022 年核心 PCE 很可能触及 3%。

图表 6. 原油价格对能源分项通胀解释力度很强



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 预计 2021 年 4 月份能源分项同比增速达到 47.9%



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 美国经济复苏不及预期, 疫苗实际效果不及预期, 全球供需恢复不及预期, 能源价格暴跌。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_178

