

通胀向峰值进发，期间脉冲式助推美债利率上行

——10月美国通胀数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021年11月12日

研究结论

- 美国时间11月10日，美国劳工部公布价格数据：10月份，CPI环比上涨0.9%，前值0.4%；CPI同比上涨6.2%，前值5.4%，创1990年11月以后最大涨幅。核心CPI环比+0.6%，前值0.2%，核心CPI同比+4.6%，前值4.0%。
- 从各分项上看，食品同比5.3%，能源同比30%。剔除能源和食品后，核心CPI当中占比较大的项目里，同比增速较高的包括：住宅同比4.5%，交通运输18.7%，计算机及周边设备同比8.4%。食品、能源对10月CPI同比的贡献率分别达到12%、27%，剔除食品和能源后，在核心CPI分项当中，对当前CPI同比贡献较大的是服务通胀（贡献率40%），在服务通胀的40%贡献率当中，住房价格的贡献率达到24%。服务价格通胀，特别是住房通胀，已经成为美国核心CPI高企问题中的主要梗阻。
- 通胀超预期将不时推动美债收益率脉冲式上行。10月份以来，美债收益率主要靠通胀预期支撑，而实际利率上行则受到了通胀预期的压制，因此整体上美债的名义收益率上行趋势放缓。而10月CPI超预期数据发布后，各期限美债收益率日内再次显著上行。超预期的通胀数据，已经成为当前美债收益率上行的主要动能，从影响节奏和路径上来看，主要是在超预期的通胀数据落地后，对美债收益率带来脉冲式的上行冲击。
- 美国通胀数据或接近迎来峰值。当前美国通胀同比增速仍在向着峰值进发的过程当中，但是我们认为通胀持续超预期上行或接近尾声。基于以下主要依据和假设：1）基数效应，2021年通胀走势前低后高；2）供给瓶颈，特别是劳动力供给短缺的问题随时间化解，继而薪资增速和服务价格增速回归中枢水平；3）住房租金价格滞后房价增速3-4个季度，在2022年下半年趋于回落，我们认为2022Q1可能出现美国CPI和核心CPI同比增速的峰值。当前通胀对利率的助推主要来自于两个通道，一是通胀预期本身，二是通胀持续高企强化美联储加息预期。在通胀抵达峰值，向中枢水平回落时，我们认为通胀对利率的助推将会得到缓解，对美联储启动加息预期的一致性，届时也可能受到挑战。

风险提示

- 供给瓶颈的持续时间超出预期。

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

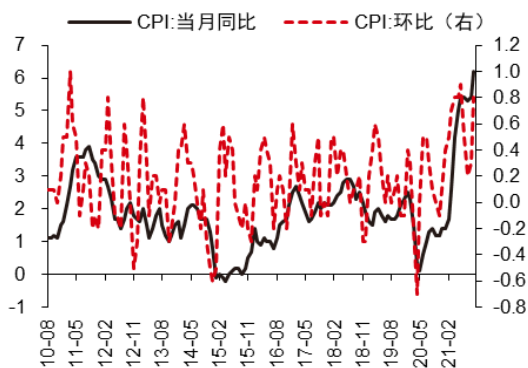
执业证书编号：S0860520010001

相关报告

Taper靴子落地，加息的一致预期靠谱吗？	2021-11-05
11月FOMC利率会议点评	
9月就业不及预期但市场影响有限：——9月美国非农就业点评	2021-10-12
站在新一轮贸易谈判的起点上：——中美经贸关系调整的潜在走向展望	2021-10-08

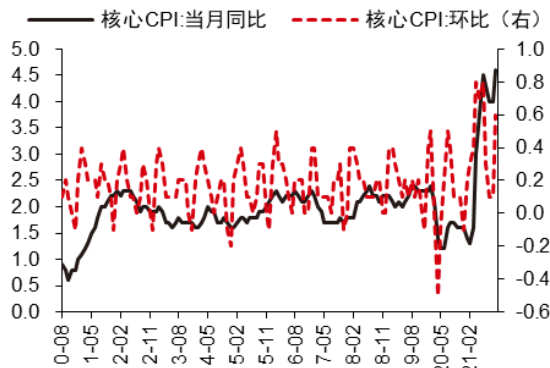
美国时间 11 月 10 日，美国劳工部公布价格数据：10 月份，CPI 环比上涨 0.9%，前值 0.4%；CPI 同比上涨 6.2%，前值 5.4%，创 1990 年 11 月以后最大涨幅。核心 CPI 环比 0.6%，前值 0.2%，核心 CPI 同比+4.6%，前值 4.0%。

图 1：CPI 同比、环比走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：核心 CPI 同比、环比走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

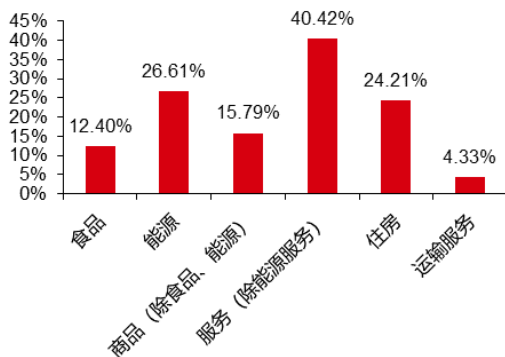
从各分项上看，食品同比 5.3%，能源同比 30%。剔除能源和食品后，核心 CPI 当中占比较大的项目里，同比增速较高的包括：住宅同比 4.5%，交通运输 18.7%，计算机及周边设备同比 8.4%。食品、能源对 10 月 CPI 同比的贡献率分别达到 12%、27%，剔除食品和能源后，在核心 CPI 分项当中，对当前 CPI 同比贡献较大的是服务通胀（贡献率 40%），在服务通胀的 40%贡献率当中，住房价格的贡献率达到 24%。服务价格通胀，特别是住房通胀，已经成为美国核心 CPI 高企问题中的主要梗阻。

图 3：10 月 CPI 同比及各分项同比

	相对权重 (21-09)	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10
CPI 同比	100.00%	1.20	1.40	1.40	1.70	2.60	4.20	5.00	5.40	5.40	5.30	5.40	6.20
能源	7.17%	-9.40	-7.00	-3.60	2.40	13.20	25.10	28.50	24.50	23.80	25.00	24.80	30.00
食品	13.98%	3.70	3.90	3.80	3.60	3.50	2.40	2.20	2.40	3.40	3.70	4.60	5.30
食品与饮料	14.90%	3.70	3.80	3.70	3.50	3.40	2.30	2.10	2.40	3.40	3.70	4.50	5.10
核心 CPI 同比	78.70%	1.60	1.60	1.40	1.30	1.60	3.00	3.80	4.50	4.30	3.50	3.90	4.50
住宅	32.58%	2.00	2.00	1.80	1.80	2.10	2.60	2.90	3.10	3.40	3.50	3.90	4.50
医疗保健	7.02%	2.40	1.80	1.90	2.00	1.80	1.50	0.90	0.40	0.30	0.40	0.40	1.30
教育与通信	6.08%	1.90	2.00	1.70	1.70	1.50	1.70	1.90	2.10	1.10	1.20	1.70	1.80
交通运输	4.56%	-3.30	-2.40	-1.30	0.60	5.80	14.90	20.00	21.50	19.40	17.80	16.60	18.70
娱乐	3.70%	1.30	0.90	0.10	0.80	1.10	2.10	1.60	2.40	3.50	3.40	3.50	3.90
其他商品与服务	3.08%	-1.70	-2.40	-2.10	-2.10	2.40	2.70	2.70	2.50	2.90	3.50	3.40	4.20
服装	2.73%	-5.20	-3.90	-2.50	-3.60	-2.50	1.90	5.60	4.90	4.20	4.20	3.40	4.30
信息技术、硬件和服务	—	-1.30	-0.80	-1.30	-1.50	-1.50	0.00	0.10	0.10	0.60	1.40	2.80	2.80
个人计算机及周边设备	—	-2.30	0.80	1.60	-0.10	-3.20	0.90	2.50	2.30	3.70	3.40	8.50	8.40

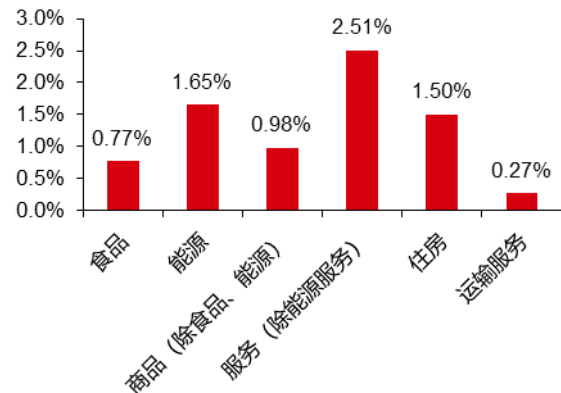
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：各分项对 CPI 同比增速的贡献率



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 5：各分项对 CPI 同比增速的拉动

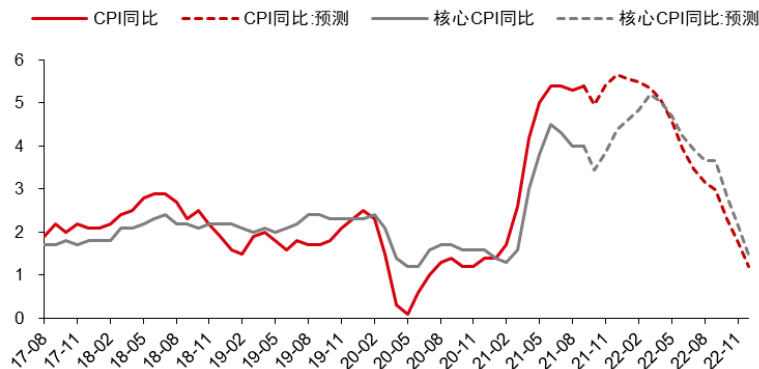


数据来源：Wind、东方证券研究所

通胀超预期将不时推动美债收益率脉冲式上行。10 月份以来，美债收益率主要靠通胀预期支撑，而实际利率上行则受到了通胀预期的压制，因此整体上美债的名义收益率上行趋势放缓。而 10 月 CPI 超预期数据发布后，各期限美债收益率日内再次显著上行。超预期的通胀数据，已经成为当前美债收益率上行的主要动能，从影响节奏和路径上来看，主要是在超预期的通胀数据落地后，对美债收益率带来脉冲式的上行冲击。

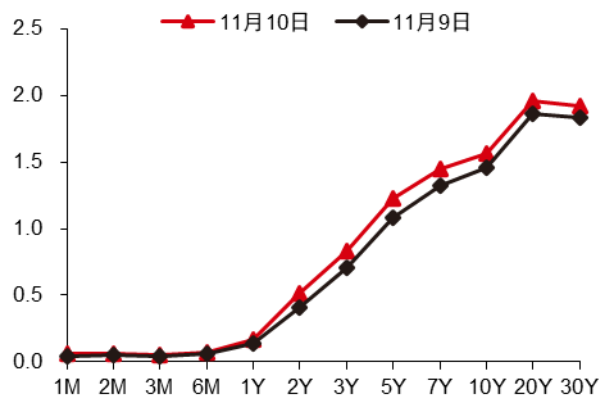
美国通胀数据或接近迎来峰值。当前美国通胀同比增速仍在向着峰值进发的过程当中，但是我们认为通胀持续超预期上行或接近尾声。基于以下主要依据和假设：1）基数效应，2021 年通胀走势前低后高；2）供给瓶颈，特别是劳动力供给短缺的问题随时间化解，继而薪资增速和服务价格增速回归中枢水平；3）住房租金价格滞后房价增速 3-4 个季度，在 2022 年下半年趋于回落，我们认为 2022Q1 可能出现美国 CPI 和核心 CPI 同比增速的峰值。当前通胀对利率的助推主要来自于两个通道，一是通胀预期本身，二是通胀持续高企强化美联储加息预期。在通胀抵达峰值，向中枢水平回落时，我们认为通胀对利率的助推将会得到缓解，对美联储启动加息预期的一致性，届时也可能受到挑战。

图 6：我们对后续美国 CPI 和核心 CPI 走势的预测



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 7：美债各期限收益率在通胀数据落地后出现较大幅度上升



数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

供给瓶颈的持续时间超出预期。

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_29347

