

通胀破 7，美股为何仍然上涨？

——12 月美国通胀数据点评

研究结论

美东时间 1 月 12 日上午，美国发布 12 月 CPI 数据。12 月 CPI 同比 7.1%，前值 6.9%；环比 0.5%，前值 0.8%。12 月核心 CPI 同比 5.5%，前值 5.0%；环比 0.6%，前值 0.5%。通胀同比继续上行破 7，再创新高。但数据落地后美股仍然上涨，至报告发布，10 年期美债收益率震荡下行。开年以来，货币政策紧缩一直是困扰市场的核心风险点，而高通胀是其底层逻辑。12 月通胀破 7，但市场反馈温和，我们认为其中隐含了当前市场对宏观风险定价的一些关键信息。

- **12 月 CPI 数据同比破 7 创新高，但符合市场预期。**12 月 CPI 同比 7.1%，核心 CPI 同比 5.5%，均较 11 月增速上行，创下新高。环比则分别为 0.5%、0.6%，CPI 环比继续走低，但核心 CPI 环比略有反弹。12 月通胀的整体增速虽高，但在 2021 年下半年通胀持续走高的趋势下，市场对 12 月通胀破 7 有较强的一致性预期，数据发布前彭博一致预期 CPI 同比读数为 7.0%，发布数据基本符合市场预期。
- **能源&食品、住房仍对 CPI 同比构成主要贡献，是美国高通胀风险当中的主要矛盾。**12 月 CPI 同比的主要拉动仍然来自于能源、食品、住房。在 7.1% 的 CPI 同比当中，食品项拉动 0.9%，能源项拉动 1.7%，住房项拉动 1.8%。而商品项则拉动 1.2%，且主要来自于二手车/卡车贡献（0.7%）。一篮子消费品当中的能源与食品价格与油价均存在较强线性相关，油价决定了能源项和食品项价格走势，而住房项价格则受到美国房价走势影响。
- **能源对通胀拉动已经减弱，住房价格增速拐点预计在 2022 年末出现，通胀有望迎来顶点。**11 月底以来，油价步入下跌、震荡，12 月 CPI 当中能源项环比已经由正转负，同比增速也出现显著下行。疫情之后，油价大幅度上行始于 2020 年 11-12 月份，这意味着从现在开始，未来能源项价格也将面临越发显著的高基数压力，对通胀的同比贡献大概率逐步弱化。而住房项增速仍在攀高，这是因为住房租金滞后于房价周期，当前仍然处在加速上行阶段。标普/CS 大中城市房价指数显示，美国房价周期已经在 2021 年 7 月份开始呈现出持续的增速回落趋势，而 CPI 当中的住房租金项历史上滞后于房价周期 16 个月，本轮地产周期当中则滞后房价增速启动约 9 个月，这意味着虽然目前 CPI 当中的住房价格增速仍然走高，但有望在 2022 年晚些时刻迎来增速拐点。根据我们先前的预测，CPI、核心 CPI 同比增速均有望在 Q1 跨越峰值。
- **市场反馈隐含的关键信息：**更重要的是，我们认为通胀破 7 落地后，市场相对温和的反馈隐含了当前市场对宏观风险定价的一些关键信息。开年以来，货币政策紧缩一直是困扰市场的核心风险点，而高通胀是其底层逻辑。美联储提前缩表预期作为政策紧缩冲击具象载体，在短时间内推高 10 年期美债收益率一度达到 30bp 以上。我们研究了本轮联储缩表的潜在目标幅度和对利率的理论影响范围后，认为如果年初以来 10 年期美债收益率上行的核心驱动是缩表预期冲击，那么当前利率上行幅度，已经在较大程度上定价了未来缩表因素将会对利率的抬升作用。但是在短期高速增长+热经济组合下，联储传递的政策信号仍然可能偏鹰，对市场造成持续的风险扰动。那么市场对当下高通胀数据的温和反馈，就一颗包含了重要信息的定心丸，其传递的信息是当前市场的通胀预期确已高企筑顶，政策的紧缩预期也有较大可能定价调整到位，在当前市场定价隐含的紧缩政策预期下，继续助推利率大幅上行、压制股市的空间或已有限。

风险提示

供应链瓶颈持续的风险。

通胀预期管理失控的风险。

油价超预期上行的风险。

报告发布日期

2022 年 01 月 13 日

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

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 2021-12-12

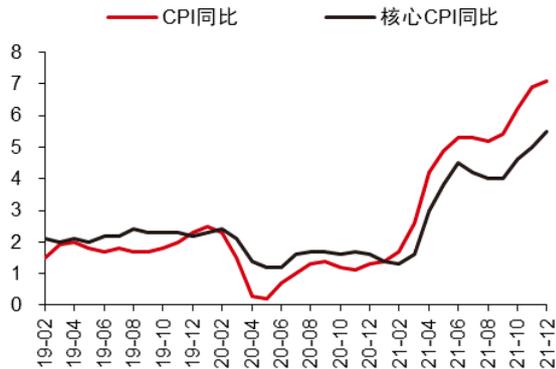
美东时间 1 月 12 日上午，美国发布 12 月 CPI 数据。12 月 CPI 同比 7.1%，前值 6.9%；环比 0.5%，前值 0.8%。12 月核心 CPI 同比 5.5%，前值 5.0%；环比 0.6%，前值 0.5%。通胀同比继续上行破 7，再创新高。但数据落地后美股仍然上涨，至报告发布，10 年期美债收益率震荡下行。

开年以来，货币政策紧缩一直是困扰市场的核心风险点，而高通胀是其底层逻辑。12 月通胀破 7，但市场反馈温和，我们认为其中隐含了当前市场对宏观风险定价的一些关键信息——

- 1) 通胀：市场的通胀预期已经筑顶高企，通胀虽然维持高位，但很难再超出预期范围而造成明显的冲击；
- 2) 政策：年初以来，市场对缩表冲击的匆忙反应定价或已较为到位。虽然短期美国高通胀+热经济宏观组合下，美联储仍会在沟通中持续传递鹰派政策信号，但在当前市场定价隐含的紧缩政策预期下，继续助推利率大幅上行、压制股市的空间或已有限。

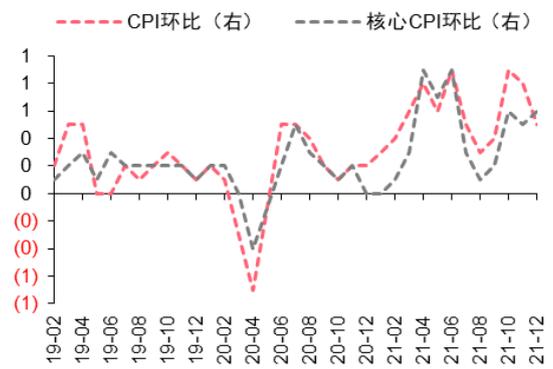
12 月 CPI 数据同比破 7 创新高，但符合市场预期。12 月 CPI 同比 7.1%，核心 CPI 同比 5.5%，均较 11 月增速上行，创下新高。环比则分别为 0.5%、0.6%，CPI 环比继续走低，但核心 CPI 环比略有反弹。12 月通胀的整体增速虽高，但在 2021 年下半年通胀持续走高的趋势下，市场对 12 月通胀破 7 有较强的一致性预期，数据发布前彭博一致预期 CPI 同比读数为 7.0%，发布数据基本符合市场预期。

图 1：美国 CPI、核心 CPI 同比增速 (%)



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：美国 CPI、核心 CPI 环比增速 (%)



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

能源&食品、住房仍对 CPI 同比构成主要贡献，是美国高通胀风险当中的主要矛盾。12 月 CPI 同比的主要拉动仍然来自于能源、食品、住房。在 7.1% 的 CPI 同比当中，食品项拉动 0.9%，能源项拉动 1.7%，住房项拉动 1.8%。而商品项则拉动 1.2%，且主要来自于二手车/卡车贡献 (0.7%)。一篮子消费品当中的能源与食品价格与油价均存在较强线性相关，油价决定了能源项和食品项价格走势，而住房项价格则受到美国房价走势影响。

图 3: CPI 同比的各分项拉动 (%)

CPI同比的分项拉动	权重	Dec-21	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	7.1%	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%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
家用食品	7.716	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
宠物饲料/宠物用品	0.979	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽蛋蛋	1.827	0.2%	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%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.1%	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%	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%	0.0%	0.1%
非家用食品	6.261	0.4%	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	1.7%	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	1.6%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	0.7%	0.1%	-0.3%
原油	0.099	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽油(所有类型)	3.911	1.5%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%	0.7%	0.0%	-0.3%
柴油(所有类型)	3.83	1.5%	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%	0.3%	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%	0.1%	0.0%	0.0%
公用事业(管理)燃气服务	0.773	0.1%	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	1.2%	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%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新车	3.834	0.3%	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	0.7%	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%	0.0%	-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%	0.0%
烟草和烟草制品	0.608	0.3%	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	2.9%	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	1.8%	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%	0.3%	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	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
医疗服务	7.024	0.5%	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%	0.1%	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%	0.1%
运输服务	5.018	0.2%	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%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机动车辆保险	1.575	0.1%	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%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

能源对通胀拉动已经减弱，住房价格增速拐点预计在 2022 年末出现，通胀有望迎来顶点。11 月底以来，油价步入下跌、震荡，12 月 CPI 当中能源项环比已经由正转负，同比增速也出现显著下行。疫情之后，油价大幅度上行始于 2020 年 11-12 月份，这意味着从现在开始，未来能源项价格也将面临越发显著的高基数压力，对通胀的同比贡献大概率逐步弱化。而住房项增速仍在攀高，这是因为住房租金滞后于房价周期，当前仍然处在加速上行阶段。标普/CS 大中城市房价指数显示，美国房价周期已经在 2021 年 7 月份开始呈现出持续的增速回落趋势，而 CPI 当中的住房租金项历史上滞后于房价周期 16 个月，本轮地产周期当中则滞后房价增速启动约 9 个月，这意味着虽然目前 CPI 当中的住房价格增速仍然走高，但有望在 2022 年晚些时刻迎来增速拐点。根据我们先前的预测，CPI、核心 CPI 同比增速均有望在 Q1 跨越峰值。

图 4: CPI 分项同比增速 (%)

	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	Dec-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	7.1
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	29.6
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	6.3
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	5.5
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	5.1
医疗保健(服务)	7%	1.9	2.0	1.8	1.5	0.9	0.4	-0.2	0.4	0.4	1.3	1.7	2.2
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	1.6
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	21.4
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	3.3
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	4.5
服装	3%	(2.5)	(3.6)	(2.5)	1.9	5.6	4.9	4.2	4.2	3.4	4.3	5.0	5.8
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	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	2.8

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

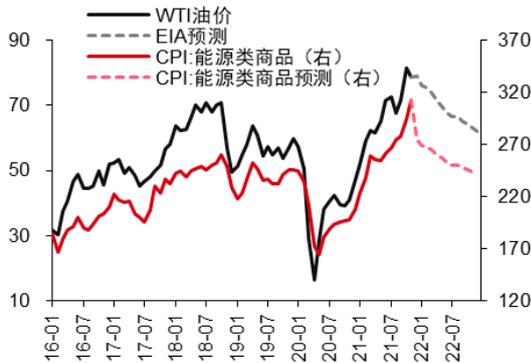
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 5：CPI 环比分项增速 (%)

	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	Dec-21
CPI同比	100%	0.3	0.4	0.6	0.8	0.6	0.9	0.5	0.3	0.4	0.9	0.8	0.5
能源	7%	3.5	3.9	5.0	(0.1)	0.0	1.5	1.6	2.0	1.3	4.8	3.5	(0.4)
食品	14%	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.8	0.7	0.4	0.9	0.9	0.7	0.5
核心CPI同比	79%	0.00	0.10	0.30	0.90	0.70	0.90	0.30	0.10	0.20	0.60	0.50	0.60
住宅	33%	0.00	0.20	0.30	0.50	0.40	0.40	0.40	0.40	0.50	0.70	0.50	0.40
医疗保健 (服务)	7%	0.40	0.30	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.30	0.20	0.00	0.50	0.20	0.30
教育与通信 (服务)	6%	0.00	0.10	-0.10	0.30	0.30	0.10	0.20	0.20	0.40	0.20	0.00	0.00
交通运输 (服务)	5%	1.10	1.10	2.70	2.50	2.10	3.60	0.60	-0.10	0.30	2.40	2.50	0.80
娱乐 (服务)	4%	-0.60	0.60	0.40	0.90	0.20	0.20	0.60	-0.50	0.20	0.70	-0.20	-0.20
其他商品与服务	3%	0.40	0.40	0.60	0.20	-0.10	0.10	0.70	0.40	0.10	0.80	0.20	0.50
服装	3%	2.20	-0.70	-0.30	0.30	1.20	0.70	0.00	0.40	1.10	0.00	1.30	1.70
信息技术、硬件和服务	0.4%	-0.50	-0.10	0.20	1.40	0.10	-0.40	0.60	-0.80	0.70	-0.20	-0.70	0.00
个人计算机及周边设备	0.1%	-0.00	-0.30	-2.00	5.10	0.60	0.10	1.20	0.10	1.20	-0.80	-1.30	-1.00

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：WTI 原油价格、EIA 油价预期 vs CPI 能源商品指数



数据来源：EIA、Bloomberg、东方证券研究所

图 7：CPI 住房项同比及美国大中城市房价同比



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

市场反馈隐含的关键信息：更重要的是，我们认为通胀破 7 落地后，市场相对温和的反馈隐含了当前市场对宏观风险定价的一些关键信息。开年以来，货币政策紧缩一直是困扰市场的核心风险点，而高通胀是其底层逻辑。美联储提前缩表的预期作为政策紧缩冲击的具象载体，在短时间内推高 10 年期美债收益率一度达到 30bp 以上。

我们研究了本轮联储缩表的潜在目标幅度和对利率的理论影响范围后，认为如果年初以来 10 年期美债收益率上行的核心驱动是缩表预期冲击，那么当前利率上行幅度，已经在较大程度上定价了未来缩表因素将会对利率的抬升作用。但是在短期高增长+热经济组合下，联储传递的政策信号仍然可能偏鹰，对市场造成持续的风险扰动。那么市场对当下高通胀数据的温和反馈，就一颗包含了重要信息的定心丸，其传递的信息是当前市场的通胀预期确已高企筑顶，政策的紧缩预期也有较大可能定价调整到位，在当前市场定价隐含的紧缩政策预期下，继续助推利率大幅上行、压制股市的空间或已有限。

风险提示

供应链瓶颈持续的风险。

通胀预期管理失控的风险。

油价超预期上行的风险。

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_35975

