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

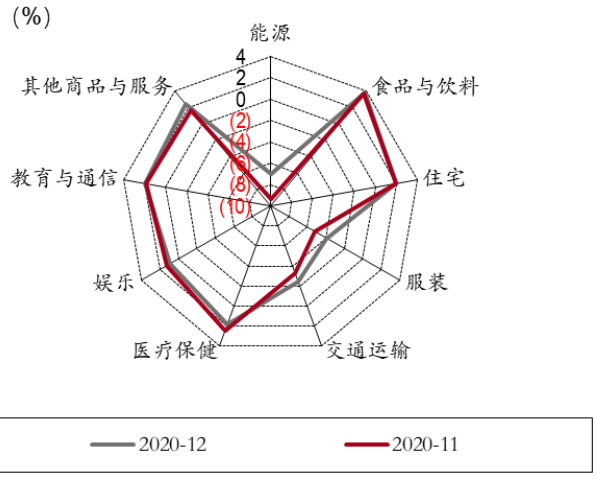
证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

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。

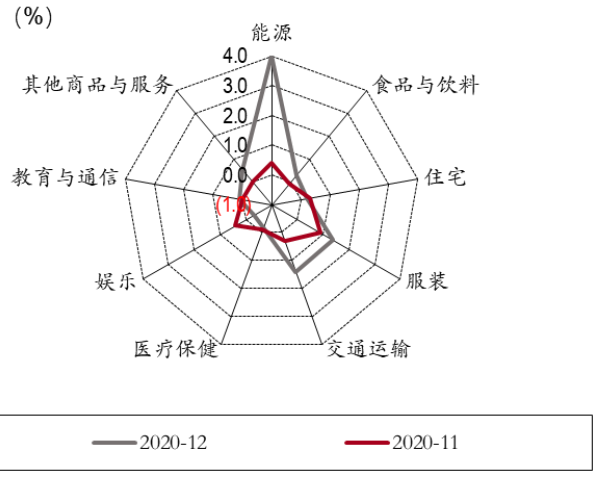
从一级分项看，12 月份能源同比增长（括号中为前值）-7.0%(-9.4%)、食品饮料同比增长 3.9%(3.7%)、住宅同比增长 2.0%(2.0%)、服装同比增长-3.9%(-5.2%)、交通运输同比增长-2.4%(-3.3%)、医疗保健同比增长 1.8%(2.4%)、娱乐同比增长 0.9%(1.3%)、教育和通信同比增长 2.0%(1.9%)、其他商品与服务同比增长 2.4%(1.7%)，**除娱乐和医疗保健两个服务分项外，其他分项基本都显示较好的复苏势头或同比降幅收窄。**其中交通运输分项基本和能源联动密切，因此其较高负值增长是由油价引起的，随着油价的稳定，其同比跌幅有显著收窄；食品饮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



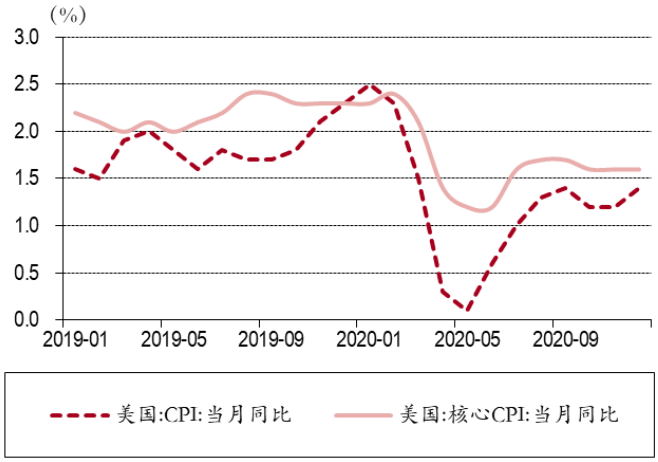
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国 11-12 月 CPI 分项环比增速



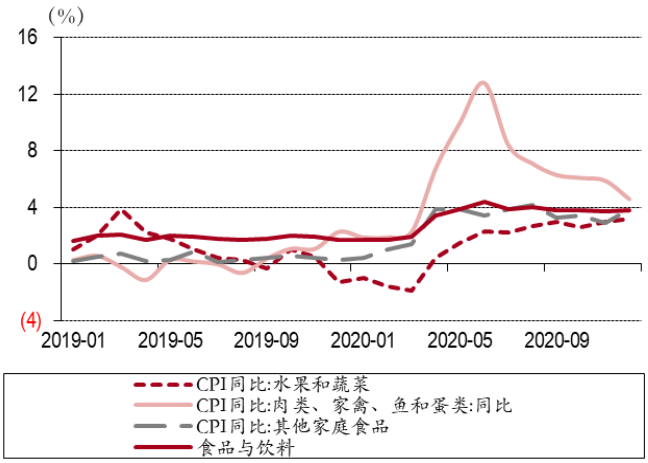
资料来源：万得，中银证券

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

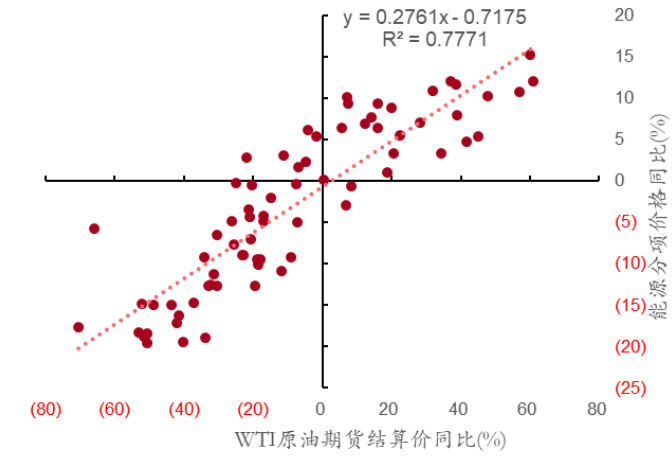
	2020年11月环比	2020年12月环比	2020年12月同比
CPI	0.2	0.4	1.4
食物	-0.1	0.4	3.9
家用食品	-0.3	0.4	3.9
非家用食品	0.1	0.4	3.9
能源	0.4	4.0	-7.0
汽油	-0.4	8.4	-15.2
燃油	3.6	10.0	-20.0
电力服务	0.5	0.4	2.2
燃气管道服务	3.1	-0.8	4.1
核心CPI	0.2	0.1	1.6
新机动车	-0.1	0.4	2.0
二手车与卡车	-1.3	-1.2	10.0
服装	0.9	1.4	-3.9
保健医疗商品	-0.3	-0.4	-2.5
收容服务	0.1	0.1	1.8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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371