

通胀正在变得更具“传染性”——美国 5 月 CPI 数据点评

报告日期: 2022-06-11

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路——美国 3 月 FOMC 会议点评》2022-03-17
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_地缘冲突下的通胀加速——美国 3 月 CPI 数据点评》2022-04-13
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_缩表落地,美联储“明鹰实鸽”——5 月 FOMC 会议纪要点评》2022-05-05
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业继续改善,联储压力更增——美国 4 月非农数据点评》2022-05-07
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业市场韧性仍足,加息预期再度升温——美国 5 月非农数据点评》2022-06-05

主要观点:

- **事件:** 美国公布 5 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 8.6%，环比上升 1.0%；超出市场预期，并再创 1981 年以来新高。核心 CPI 同比上升 6.0%，环比上升 0.6%，较上月有所回落，但超市场预期。
- **美国通胀正在变得广泛而坚挺**
 1. **几乎所有通胀分项都在上涨，显示通胀正在变得更加广泛。**美国 5 月 CPI 同比上升 8.6%、环比上升 1.0%，在超过市场预期的 8.3%与 0.7%的同时，还超过 3 月份的 8.5%，创下 1981 年 12 月份以来新高。本月通胀同比与环比分别较上月上升 0.3、0.7 个百分点，原因主要是本月能源环比增长由负转正，食品、房租环比增速较上月提升，特别是燃油项环比上升 16.9%，带动整个能源项环比上升 3.9%。核心 CPI 同比上涨 6.0%，较上个月回落 0.2 个百分点，但超出市场预期的 5.9%；环比增加 0.6%，较上个月持平，超出市场预期的 0.5%。核心 CPI 同比虽然较上月有所下降，但这可能与高基数有关，环比增速依旧较高，美国通胀内生增长动能依旧充足。此外，与前几个月的数据不同，本月通胀数据中几乎所有分项环比增速都为正，说明当前美国通胀正在变得广泛且坚挺，“传染性”更强。
 2. 具体来看，能源项同比上升 34.6%，环比上升 3.9%，环比增速较 4 月份抬升 6.6 个百分点，显示当前原油价格的高位震荡导致美国汽油市场摩擦加剧。5 月份食品项同比上升 10.1%，连续四个月上升；环比上升 1.2%。居家食品同比上升 11.9%，创下 1979 年 4 月以来新高；核心 CPI 数据显示当前通胀内生增长动能依旧充足，其中核心商品环比上升 0.7%，较上个月提升 0.5 个百分点，升幅较多，主因二手车通胀结束跌势；在交通运输服务以及机票通胀环比增速放缓的拖累下，核心服务环比增速则略有下降。
 - 1) 能源方面，5 月能源项同比上升 34.6%，环比上升 3.9%，较 4 月份上升 6.6 个百分点，是本月 CPI 环比增速提升的重要贡献项之一。其中汽油项环比上升 4.1%、燃油项环比上升 16.9%，分别较 4 月份大幅上升 9.9 个百分点与 14.2 个百分点。能源通胀环比增速的大幅上升，显示当前原油价格的高位震荡导致美国汽油市场摩擦加剧，5 月份美国汽油价格最高至 4.44 美元/加仑，较 4 月份最高点提升超过 10%，甚至超过了 3 月份汽油价格的最高点。
 - 2) 食品方面，5 月份食品项同比上升 10.1%，较 4 月份提升 0.7 个百分点，连续四个月上升；环比上升 1.2%，较 3 月份提升 0.3 个百分点。其中居家食品（food at home）同比上升 11.9%，较 4 月份提升 1.1 个百分点，创下 1979 年 4 月以来新高；环比上升 1.4%，较上月提升 0.4 个百分点，连续 5 个月环比增速超过 1.0%。其中谷物、烘焙食品同比上涨 11.6%，其他居家食品同比上涨 12.6%，肉类鸡蛋同比上涨 14.2%。
 - 3) 核心 CPI 方面，5 月核心 CPI 同比上升 6.0%，环比上升 0.6%。同比

较上个月下降 0.2 个百分点，环比较上个月持平，通胀内生增长动能依旧充足。分项来看，**核心商品**环比上升 0.7%，较上个月提升 0.5 个百分点，升幅较多，是本月较高环比增速的主要原因。其中二手车项环比上升 1.8%，较上月提升 2.2 个百分点，结束连续 5 个月以来的下降趋势。新车方面，环比上升 1.0%，较 4 月份微降 0.1 个百分点。**核心服务**环比上升 0.6%，较 4 月份下降 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 5.5%，较 4 月提升 0.4 个百分点，创下 1991 年 2 月份以来新高；环比上升 0.6%，较上月提升 0.1 个百分点，并创 2004 年 3 月份以来新高。交通运输服务环比上升 1.3%，较 4 月份下降 1.8 个百分点，机票项环比上升 12.7%，环比增速较 4 月份下降 5.9 个百分点，但同比仍上升 37.8%，说明当前美国居民出行需求仍在继续较快恢复。本月核心商品环比继续上升主要是因为二手车环比增速由负转正，核心服务通胀略有下降，则是由交通运输服务和机票项通胀的环比增速有所放缓导致。

3.后续来看，短期内能源与粮食价格压力可能继续增大，相关通胀压力有增无减。核心商品通胀短期预计继续上升，核心服务通胀升势可能略微放缓，总体核心通胀保持坚挺。

1) 能源与粮食价格短期内压力可能继续增大，相关通胀压力有增无减。

能源方面，截至 6 月 6 日，美国汽油价格升至 4.7 美元/加仑，连续 8 周上升，较 5 月底汽油价格的最高点上涨 5.8%。后续来看，根据达拉斯联储的最新研究，由于俄乌冲突导致的原油价格高位震荡，加油站担心后续汽油批发价反弹影响其利润，叠加季节性因素，美国汽油价格易涨难跌。**食品方面**，俄乌冲突仍在持续，当前乌克兰对外的粮食出口屡屡受阻，乌克兰农业部表示 5 月份乌克兰粮食、油菜籽等农业品出口尚未恢复至冲突前 1/3 水平，相关的粮食运输谈判也无法取得进展。若考虑到谷物、化肥等成本的提升，全球粮食价格有可能会进一步上涨。综合来看，地缘政治冲突的迟迟未决，将会导致能源与粮食的价格继续上涨，美国能源与食品的通胀压力预计将会有增无减。

2) 核心商品通胀短期预计继续上升，核心服务通胀升势可能略微放缓，

总体核心通胀保持坚挺。**核心商品**方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）较上月环比上升 0.68%，环比转正。新车方面，相关的汽车生产供应链仍然受阻，俄罗斯近期对氟、氦、氙等在半导体生产中期关键性作用的气体实施管制，可能导致全球“缺芯”局面进一步恶化，新车价格预计将会继续提升。同时，居民可能不得不转向二手车市场，从而推动二手车价格重新上升，美国核心商品通胀短期可能继续上升。**核心服务**方面，服务通胀上行态势可能略有放缓，一方面在与疫情共存的政策下，美国居民服务消费虽然仍在增加，但是在前期较高的基数之上，后续交通运输、机票通胀增加幅度预计将会逐渐减少；但另一方面核心服务中最重要的住房通胀也同比增长 5.5%，环比涨幅亦较上月有所提升，为服务通胀提供了坚实的基础，使得总体服务通胀的升势仅会略微放缓。

3) 总的来看，当前美国的通胀水平呈现出全面而广泛的特征，通胀上升已经“传染”至几乎所有的生活门类之中。地缘政治风险的延宕使得大宗

商品与粮食价格的不确定性大大提高，促使企业有动力进行提价，来保证自己的利润，带动相关通胀持续发酵。供应链的修复缓慢以及服务消费的持续恢复，带动核心商品与核心服务通胀短期内“高烧难退”，进而带动美国总体通胀高位徘徊。

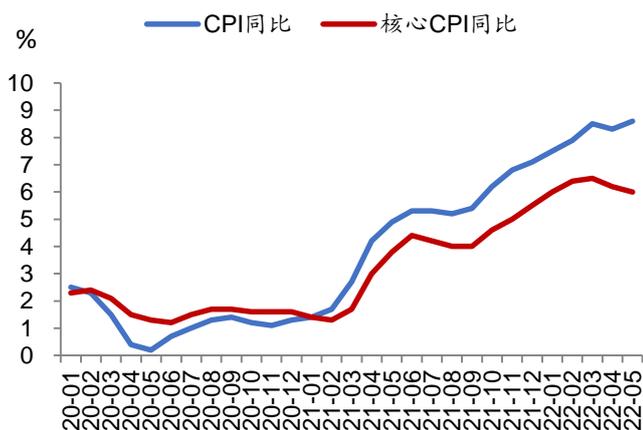
● **美国通胀超预期上行，美联储准备好了吗？**

强劲的劳动力市场和超预期上行的通胀，将会给美联储更大的货币紧缩压力，有一定可能实施更为强硬的货币紧缩政策。作为6月份FOMC会议前最重要的两份数据，5月份的就业数据显示美国劳动力市场恢复良好，但劳动力市场供不应求现象仍然突出，虽然“工资—通胀螺旋”有一定缓解，但后续工资上涨的压力依旧较大。5月份住房通胀超预期上升，将会为服务通胀提供坚实的支撑。而俄乌冲突带来的能源与粮食价格高位波动，会导致美国的总体通胀预期难以有效锚定，这将加大美联储对于通胀的管理难度。在此情况下，美联储或将面临更大的货币紧缩压力，以打压需求，控制通胀预期，货币政策操作难度将会大为增加，其内部分歧也将增多。而在当前超预期的通胀以及火热的劳动力市场压力下，美联储有一定可能实施更为强硬的货币紧缩政策，以应对当前较为复杂严峻的局势。

● **风险提示**

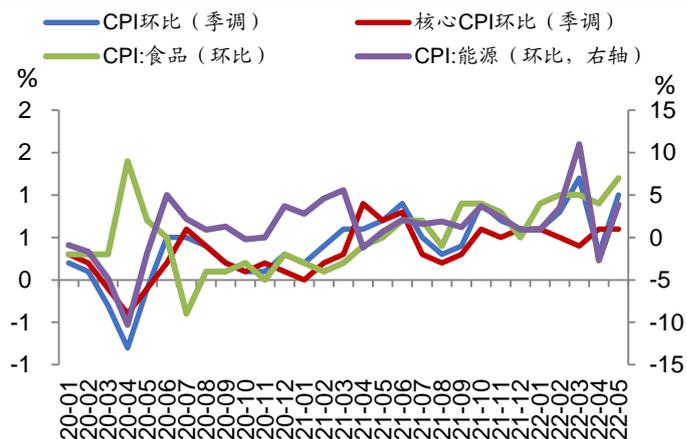
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国 CPI 超预期上行



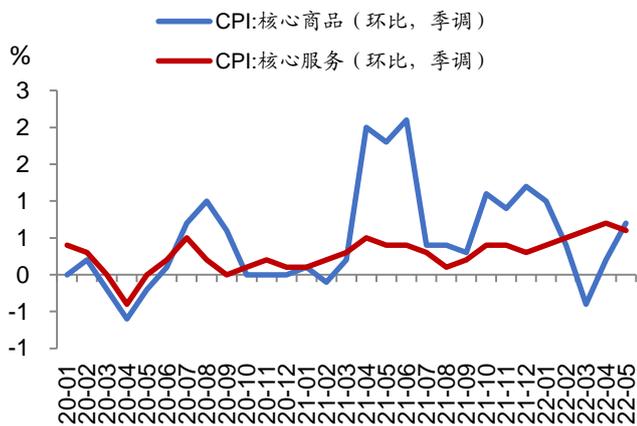
资料来源: BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 2 能源与食品项环比上升较多



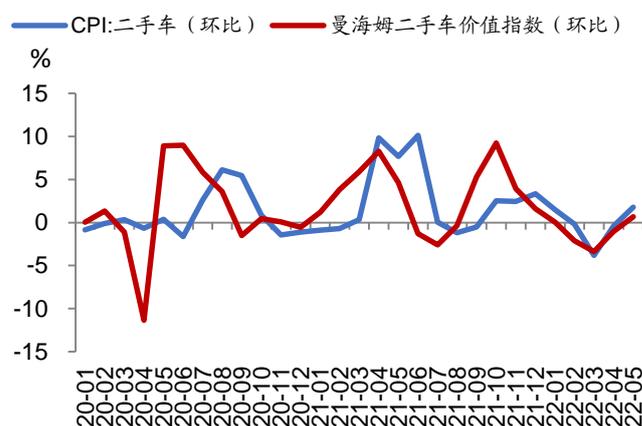
资料来源: BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国核心商品环比提升较多



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国二手车价格环比转正



资料来源: Manheim, FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国汽油价格连续 8 周上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 全球供应链修复缓慢



资料来源: 纽约联储, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。