

对通胀少一些焦虑

证券研究报告

2022年06月13日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

对美国 5 月通胀读数可以少一些焦虑。

第一，四个预料之中的涨价项（机票住宿能源食品）加起来占了大头，预料之外的涨价主要是汽车，中国长三角已经全面复工复产，供应影响造成的涨价只是暂时的。

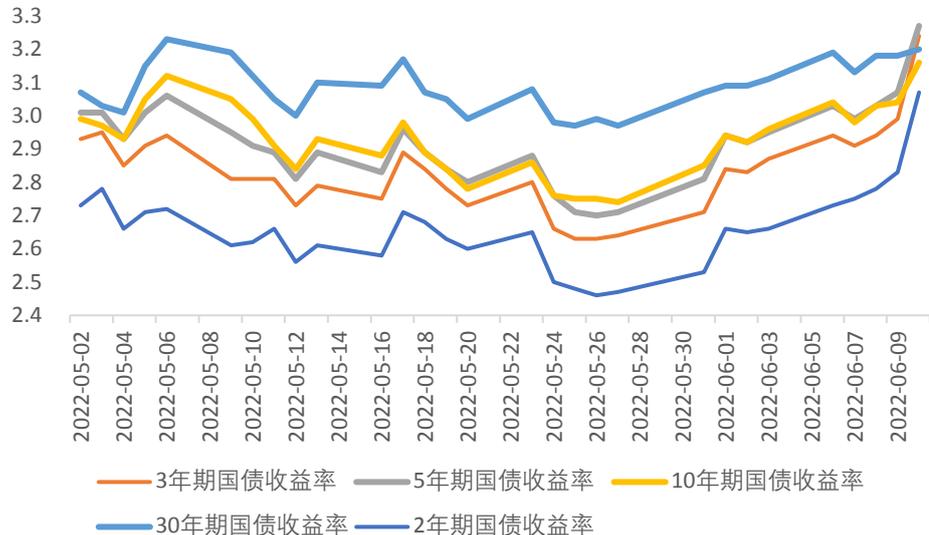
第二，核心通胀依然是强弩之末。核心商品通胀虽然在连续回落之后出现反弹，但除汽车受长三角疫情影响外，其他分项大体走平或回落，没有超预期。核心服务主要是夏季出行高峰和旅行限制完全取消，但无论是旅游出行还是餐饮娱乐，恢复到正常后增速可能放缓，难以像去年的商品消费一样透支未来。

第三，关于加息，联储怕的不是通胀，而是通胀失控，即鲍威尔在今年 3 月的 NABE 年会上提到的“长期通胀预期脱锚”的风险。至于通胀失控、预期脱锚、通胀螺旋，联储只承认过关注，但从未确认过存在。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

美国5月通胀超预期,CPI同比8.6%,比4月8.3%有所反弹,也超过了3月的高点8.5%。数据出来后,股债双杀,市场表现得很焦虑,担忧通胀压力还没有见顶,后续通胀读数会更高,因而联储加息会再超预期。

图 1: 5月以来各期限美债收益率(%)走势



资料来源: FRED, 天风证券研究所

通胀压力到底有没有见顶? 核心通胀究竟是不是强弩之末?

首先,把CPI分成三个部分——核心商品(环比0.7%),核心服务(环比0.6%),非核心(能源环比3.9%,食品环比1.2%)。这三者在今年5月以前的趋势是:核心商品CPI从去年12月以来环比连续回落至通缩,核心服务CPI从去年9月以来环比持续上升,非核心(能源和食品)CPI环比大幅波动但在近期快速上升。

应该说,后两者(核心服务、非核心)在5月CPI里的表现尚在预料之中。

核心服务CPI环比0.6%,主要原因是夏季出行高峰和旅行限制完全取消。

比如核心服务里的机票环比12.6%,这项在CPI里的权重只有0.659%,但对5月CPI的贡献达到了8.3%。而且受油价和旅行限制取消的双重刺激,过去三个月机票CPI环比都在10%以上。

核心服务里的住宿价格,也和出行需求有关。5月住宿价格环比最高的是酒店,环比1.0%,而且取消旅行限制后,现场办公和Airbnb带来的租房需求,也会阶段性抬升租金。5月住宿CPI环比0.6%,在CPI占比32.068%,对5月CPI上涨的贡献达到了20%。

但需要注意的是,服务需求的恢复总会有上限,约束上限的变量是时间。无论是旅游出行还是餐饮娱乐,恢复到正常后增速可能放缓,难以像去年的商品消费一样透支未来。

非核心CPI里的能源和食品价格上涨,都是显而易见的供给因素导致,且问题主要在美国之外。

5月能源项环比3.9%(能源品4.5%,能源服务3.0%),燃料油环比16.9%,汽油环比4.1%。美国部分地区1加仑汽油超过7美元,中国1升95号汽油接近10元。在夏季出

行高峰结束之前（一般是九月美国国庆节），油价都是易涨难跌。

食品项环比 1.2%，在俄乌战争、粮食禁运、化肥涨价以及极端天气的作用下，食品价格依然受到来自供给的持续冲击，食品涨价一般都是能源涨价的附属品。

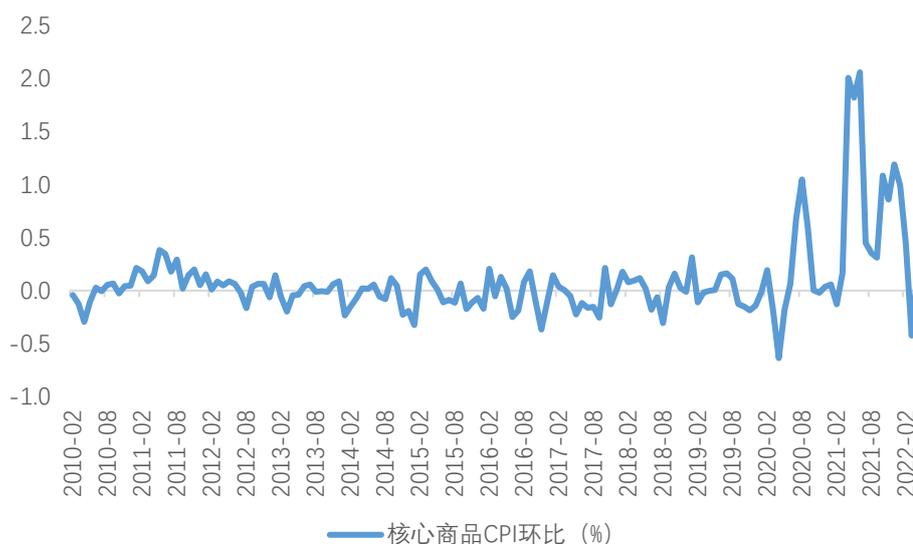
能源在 CPI 占比 8.255%，对 5 月 CPI 贡献达到了 32.1%，食品在 CPI 中占比 13.421%，对 5 月 CPI 的贡献达到了 15.8%

到这里总结一下，受能源食品供给和夏季旅行恢复这两大原因的影响，以上四个预料之中的涨价项（机票、住宿、能源、食品），就贡献了 5 月 CPI 上涨的 76.2%。

5 月 CPI 中，真正意外的其实是核心商品价格，环比 0.7%。

这既超出了市场预期（导致虽然核心 CPI 同比回落，但主要是基数效应，环比没有做出贡献），也是今年连续回落后的一次较大反弹（1 月环比 1.0%，2 月 0.4%，3 月 -0.4%，4 月 0.2%），并且和 4-5 月以来的美国需求数据矛盾（6 月密歇根消费信心指数创历史最低，美国零售业的库销比也在底部回升）。

图 2：核心商品价格季调环比



资料来源：FRED，天风证券研究所

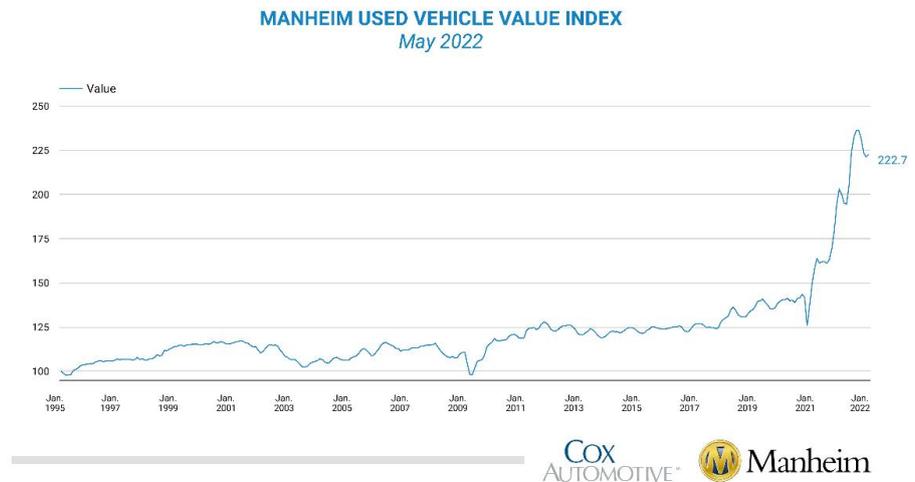
所以比起媒体标题喜欢用的“5 月 CPI 创历史新高”，需要仔细研究的是“为什么 5 月核心商品 CPI 突然回升”。

答案来自于汽车。

5 月二手车价格环比 1.8%，新车价格环比 1.0%，两者加起来占 CPI 权重 8.023%，但对 5 月 CPI 上涨的贡献达到了 11.1%，是核心商品中对 CPI 贡献最大的一项。

按理来说汽油和汽车是互补品（放在一起才能使用），在其他条件不变的情况下，油价上涨，车价应该下跌。根据 Manheim 二手车指数，今年以来美国二手车价格趋势回落，港口堵塞和汽车缺芯问题有所缓解后，新车交付逐渐恢复，二手车价格正在回归正常。像夏季出行这样的需求因素，在 CPI 季节性调整时会被考虑。既然需求因素难以解释 5 月二手车和新车价格环比上涨，那就只剩下供给因素。

图 3：Manheim 指数近期小幅走高



资料来源：Manheim，天风证券研究所

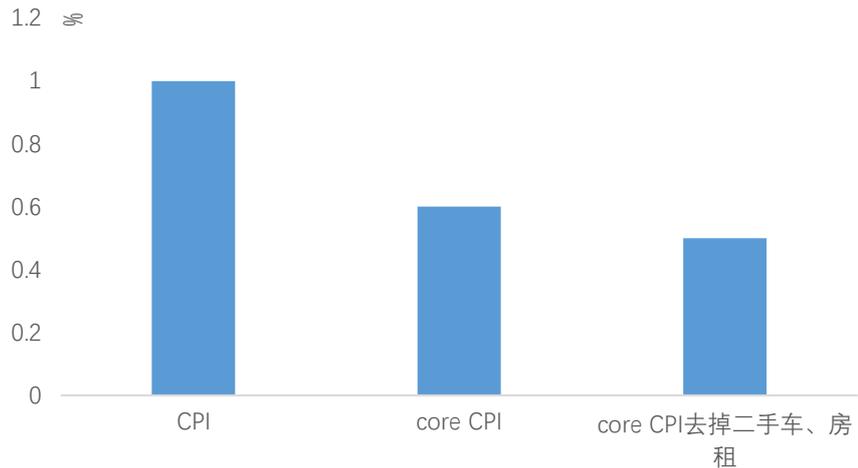
对 5 月全球汽车供应影响最大的冲击因素是长三角疫情。上海不仅是中国汽车工业的心脏地带，生产全国 10% 的汽车（以及特斯拉），也是全球汽车行业的核心地带，聚集了众多汽车零部件巨头和工厂，全球前十大汽车零部件集团中有九家的中国总部位于上海。

因此上海因疫情停产后，汽车生产商几乎找不到可以替代上海产能的供应商，而汽车业偏偏又是个高度精细化的行业。疫情还影响了长三角的陆运和航运物流，加重了汽车供应链的紊乱。马自达和丰田的日本工厂在今年 4 月和 5 月都因为零部件供应不足，停产了部分生产线。

汽车供应链问题也反映在 5 月汽车零部件 CPI，环比 2.3%，超过了新车和二手车的 CPI 环比。另外汽车短缺对运输服务 CPI 也有影响，5 月环比 1.3%，其中租车 CPI 环比 1.7%。

核心商品的其他细分项，除了服装环比 0.7%（CPI 涨的多主要是西服衬衫和外套裙子，勉强算出行和现场办公原因，但低端商超已经开始打折去库存），其他项大体走平或回落，比如手机环比-5.0%，电脑环比-1.4%。整体来看，5 月耐用品 CPI 环比 0.1%，和 4 月持平。如果去除能源食品住房二手车，5 月 CPI 环比 0.5%，比 3 月 0.6% 和 4 月 0.7% 也有回落。

图 4：去掉二手车、房租的和核心 CPI 环比 0.5%



资料来源：BLS，天风证券研究所

至此，对美国 5 月通胀读数可以少一些焦虑。

第一，四个预料之中的涨价项（机票住宿能源食品）加起来占了大头，预料之外的涨价主要是汽车，中国长三角已经全面复工复产，供应影响造成的涨价只是暂时的。

第二，核心通胀依然是强弩之末。核心商品通胀虽然在连续回落之后出现反弹，但除汽车受长三角疫情影响外，其他分项大体走平或回落，没有超预期。核心服务主要是夏季出行高峰和旅行限制完全取消，但无论是旅游出行还是餐饮娱乐，都是恢复正常即结束，不会像去年的商品消费一样出现报复式或者透支式服务消费。

第三，关于加息，联储怕的不是通胀，而是通胀失控，即鲍威尔在今年 3 月的 NABE 年会上提到的“长期通胀预期脱锚”的风险。至于通胀失控、预期脱锚、通胀螺旋，联储只承认过关注，但从未确认过存在。

因此当下通胀读数升高，不等于未来加息会更鹰（当然预期会先上升）。如果通胀有螺旋上升的失控风险，则联储快速连续加息。若没有，那么通胀是供给问题还是需求问题？是短期问题还是长期问题？如果是短期的需求问题，那还是用熟悉的泰勒规则解决。如果是长期的供给问题，且问题无解，则只能靠减少需求来表现“政治正确”，加息幅度取决于经济和市场能承受多大幅度的加息。若能承受，联储就继续加息。如果经济和市场到了需要缓和加息的边缘，联储态度可能软化，因为通胀从来都不是联储和白宫的唯一目标。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com