

5月中美通胀背后的新变化？

核心观点：

1、5月国内CPI同比上涨不及预期。从当前的通胀特征来看，主要延续结构性通胀与输入性通胀并存的特征。结构性通胀方面主要体现为食品项中的猪肉以及鲜菜鲜果等，一方面，猪肉价格跌幅收窄，猪周期对年内CPI的拉抬或逐渐显现，另外疫情逐渐平稳之后，居家生活类物资需求或逐步趋于平稳，关注鲜果季节性上升以及鲜菜季节性下降对CPI同比的带动作用。输入型通胀体现在能源链条以及粮食，能源链条和美国CPI能源分项同比走势基本一致，尽管美国通胀同比见顶，但通胀压力仍处于高位，能源链条以及粮食对国内通胀的传导仍在持续。

2、5月通胀数据背后除了俄乌以及国内疫情的影响之后，猪肉跌幅加速收窄对CPI的拉升作用逐渐被市场所关注。后续来看，俄乌影响下的通胀传导压力仍在，但疫情逐步平稳之后内需的修复或许更加值得关注，但总体来看，考虑到经济修复当中消费总是滞后于投资和出口，居民收入以及消费意愿等受到持续冲击后恢复相对较慢，预计年内CPI整体仍将呈现温和上涨态势。。

3、5月美国通胀数据再度爆表，不仅再度点燃市场预期7月加息75bp的预期，对于9月加息50bp的市场预期也有所升温，美联储掉期显示，市场预计美联储在6月、7月和9月的会议上均加息50个基点，但无论是激进加息预期角度还是激进加息后或引发的美国经济衰退担忧，都将支撑美元指数偏强表现，通胀不止，加息不止，通胀不降，加息不缓，通胀高企下的紧缩逻辑仍将主导美元指数偏强表现。

风险提示：疫情不确定性 俄乌冲突超预期 美联储政策超预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	我国 5 月通胀背后的新变化?	3
1.1.	CPI 上涨不及预期, 输入型通胀与结构性通胀并存	3
1.2.	PPI 同比加速向下	4
1.3.	通胀后续走势展望	5
第 2 章	美国 5 月通胀再度走高	5
	免责声明	7

第1章 我国5月通胀背后的新变化？

事件：2022年6月10日，统计局公布5月通胀数据。数据显示，5月CPI同比上涨2.1%，预期上涨2.2%，前值上涨2.1%。PPI同比上涨6.4%，预期上涨6.4%，前值上涨8%。

1.1. CPI 上涨不及预期，输入型通胀与结构性通胀并存

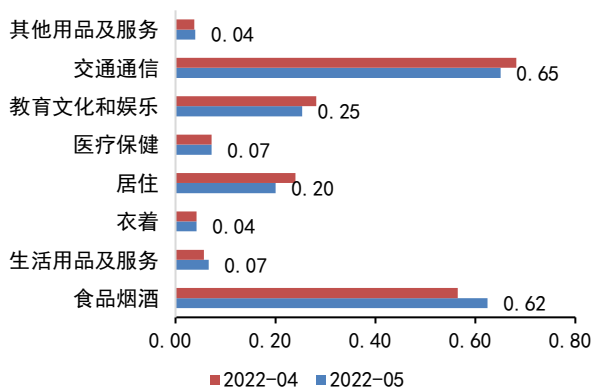
5月CPI上涨2.1%，与前值持平，低于市场预期的2.2%。

从同比口径来看，食品烟酒、生活用品及服务对CPI同比拉动增加，交通通信、教育文化和娱乐以及居住分项对CPI拉动下降。更细致一些来看，涨价因素主要体现为猪肉、鲜果同比贡献上涨，与生猪产能调减效应逐步显现、猪肉价格同比跌幅收窄有关，与此同时，水产品、鲜菜以及蛋类同比则明显下降，这则体现了物流和供应链逐步打通之后生活必需品价格趋于合理，与出口数据超预期反弹的逻辑相呼应。除此之外，出行、居住以及教育文化及娱乐对CPI拉动下降，这背后其实是疫情期间人流活动受限、线下相关服务需求受限等短期因素以及疫情以来对居民收入和消费意愿冲击等长期因素的综合体现。

从环比看，CPI环比由升转降，核心CPI环比上涨持平，5月仍属疫情期间，内需未能明显释放，进入6月，疫情逐步平稳，内需释放或加速，年内CPI同比逐步回升的趋势相对确定，后续疫情因素逐步平缓，重点关注猪肉以及能源链条对CPI的拉动。

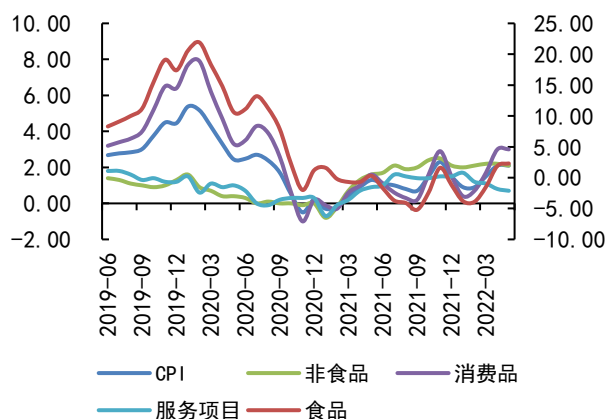
从当前的通胀特征来看，主要延续结构性通胀与输入性通胀并存的特征。结构性通胀方面主要体现为食品项中的猪肉以及鲜菜鲜果等，一方面，猪肉价格跌幅收窄，猪周期对年内CPI的拉抬或逐渐显现，另外疫情逐渐平稳之后，居家生活类物资需求或逐步趋于平稳，关注鲜果季节性上升以及鲜菜季节性下降对CPI同比的带动作用。输入型通胀体现在能源链条以及粮食，能源链条和美国CPI能源分项同比走势基本一致，尽管美国通胀同比见顶，但通胀压力仍处于高位，能源链条以及粮食对国内通胀的传导仍在持续。

图 1.1.1：5月CPI 同比的主要拉动项



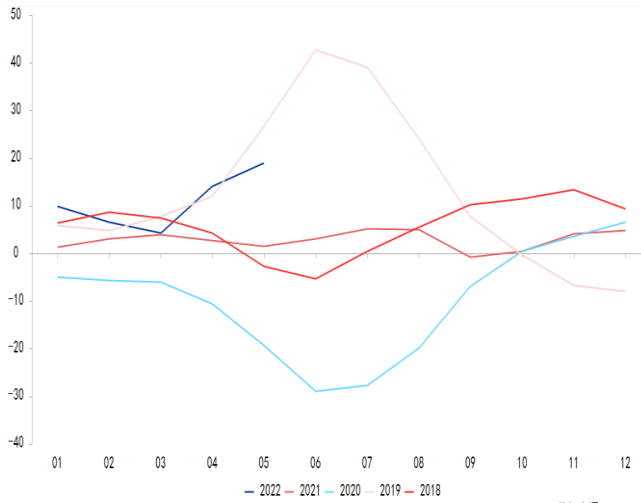
数据来源：Choice 南华研究

图 1.1.2：年内CPI 温和上涨趋势不变（%）



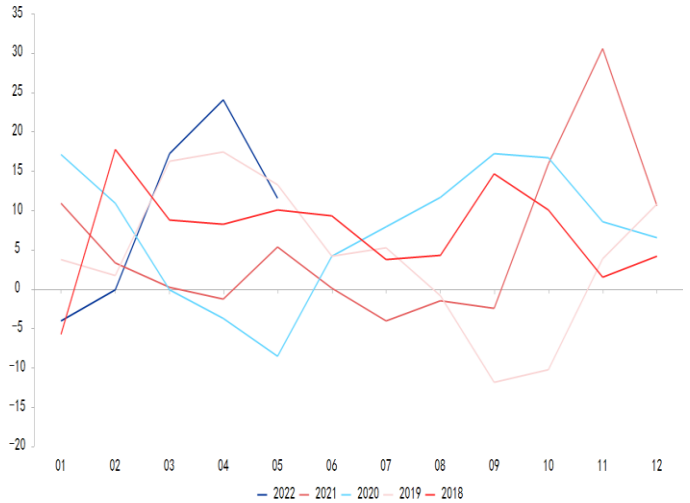
数据来源：Choice 南华研究

图 1.1.3: 鲜果通胀季节性上涨



数据来源: Choice 南华研究

图 1.1.4: 鲜菜通胀季节性下跌 (%)

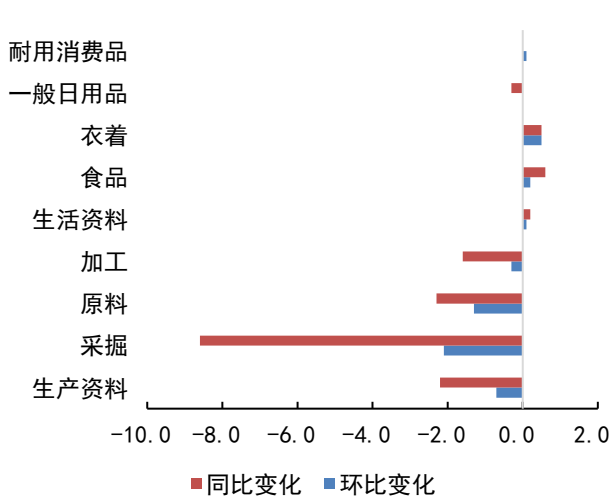


数据来源: Choice 南华研究

1.2. PPI 同比加速向下

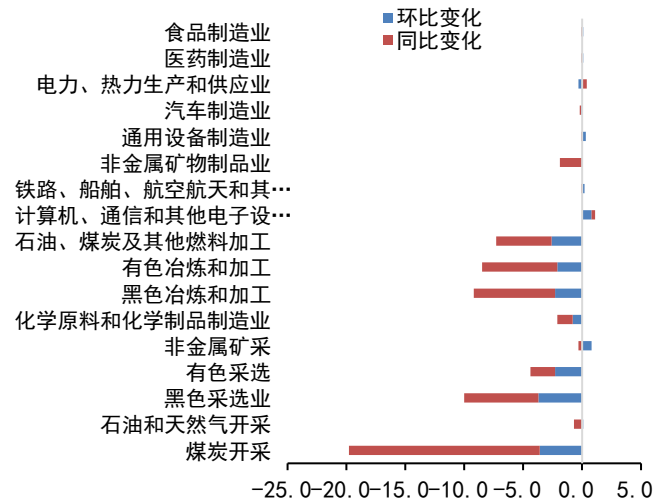
5 月 PPI 同比上涨 6.4%，与预期持平，较前值回落 1.6%，在高基数效应下向下趋势延续。

图 1.2.1: 5 月 PPI 同环比变化 (%)



数据来源: choice 南华研究

图 1.2.2: 分行业 PPI 同比变化



数据来源: choice 南华研究

从同比来看，PPI 同比回落主要系生产资料价格下降，上中下游均出现不同程度下降，尤其是中下游加工业下降明显。从细分行业看，主要体现为黑色、有色以及煤炭加工业以及煤炭开采同比下降，这背后或与 5 月房地产市场疲弱、汽车产业链不畅以及投资增速放缓有关，与制造业 PMI 价格指数走势一致，与此同时，对 PPI 同比形成正向贡献的为计算机等电子设备制造业和通用设备制造业，与高端制造业产能在 5 月逐步修复有关，环比表现同样印证这一逻辑。除此之外，生活资料 PPI 同比上涨，尤其是食品和

衣着分项，俄乌冲突、国内疫情均对食品项形成正向拉抬，但后续随着疫情平稳、经济修复，食品项预计主要体现为猪肉价格影响。

据统计局测算，在5月份6.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为4.1个百分点，新涨价影响约为2.3个百分点，可见翘尾因素对PPI同比的影响较大，并且在三季度或加速拖累PPI同比下行。

1.3. 通胀后续走势展望

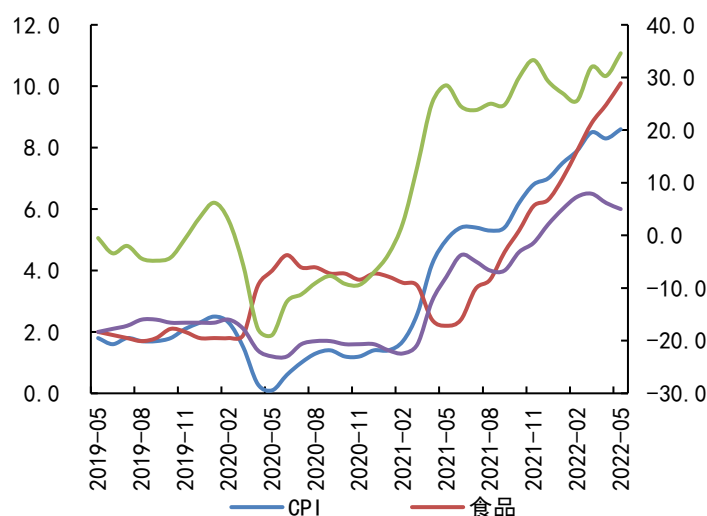
5月通胀数据背后除了俄乌以及国内疫情的影响之后，猪肉跌幅加速收窄对CPI的拉升作用逐渐被市场所关注。后续来看，俄乌影响下的通胀传导压力仍在，但疫情逐步平稳之后内需的修复或许更加值得关注，但总体来看，考虑到经济修复当中消费总是滞后于投资和出口，居民收入以及消费意愿等受到持续冲击后恢复相对较慢，预计年内CPI整体仍将呈现温和上涨态势。

对于PPI，考虑到高基数效应，年内PPI延续回落的趋势也不会变，尽管中上游PPI同比在保供稳价下延续回落，但整体处于较高位置，中下游企业盈利改善还需上游成本进一步压降以及终端需求的明显好转，或许在下半年有望看见这一趋势的加速。

第2章 美国5月通胀再度走高

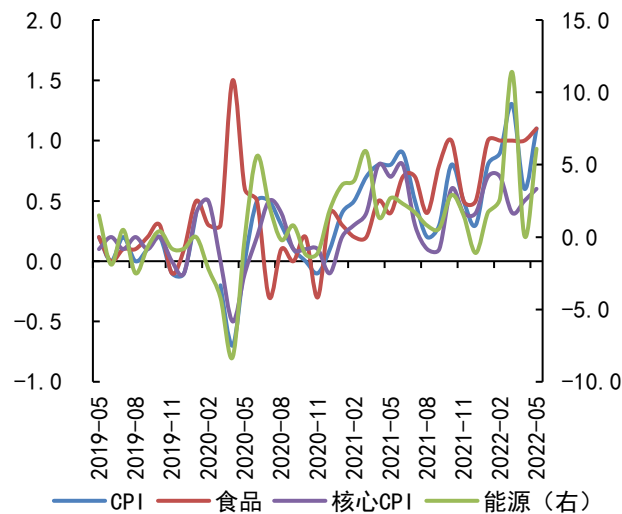
5月CPI同比上涨8.6%，创1981年12月以来新高，并高于4月及预期的8.3%增幅；5月CPI环比增长1%，显著高于预期的0.7%和4月的0.3%；5月核心CPI同比上涨6%，较4月的6.2%有所回落，但依然高于预期的5.9%；5月核心CPI环比增长0.6%，与4月增幅持平，但高于预期的0.5%。

图 2.1.1: 美国5月CPI同比变化 (%)



数据来源: choice 南华研究

图 2.1.2: 5月美国CPI环比 (%)



数据来源: choice 南华研究

5月CPI同比不仅超出市场预期，且超前值，打破了之前市场对于美国通胀初步见顶的判断。数据公布后，美元指数冲破104，美债收益率全线拉升，市场交易员对美联

储加息 75bp 的激进预期较之前升温，随后在美国消费数据表现不急预期之后美元指数虽然小幅回吐涨幅，但整体站稳 104 高位。

从同比口径看，能源以及食品均对 CPI 形成正向贡献，尤其是能源分项几乎主导了 5 月美国 CPI 的飙升，能源项下商品项和服务项 CPI 趋势相较 4 月均由降转升、且涨幅不小。

从环比口径来看，几乎所有分项环比都在上涨，仅运输服务和酒精饮料是例外，住宅、租金、新车以及二手车等为主要贡献。6 月 16 日即将迎来美国 6 月 FOMC 会议，继 5 月非农数据印证美国劳动力市场仍旧强劲之后，5 月通胀数据的爆表不仅再度点燃市场预期 7 月加息 75bp 的预期，对于 9 月加息 50bp 的市场预期也有所升温，美联储掉期显示，市场预计美联储在 6 月、7 月和 9 月的会议上均加息 50 个基点，但无论是激进加息预期角度还是激进加息后或引发的美国经济衰退担忧，都将支撑美元指数偏强表现，通胀不止，加息不止，通胀不降，加息不缓，通胀高企下的紧缩逻辑仍将主导美元指数偏强表现。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点