

再创新高的通胀，骑虎难下的联储—美国 6 月 CPI 数据点评

报告日期: 2022-07-14

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_宏观点评_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄经济和产业链的几点影响》2022-02-28

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_宏观专题_破局之路,妙手何方?——2022 中期宏观展望》2022-06-14

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“亡羊补牢”,其时晚否?—美国 6 月 FOMC 会议点评》2022-06-16

8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业市场火热能缓解衰退担忧吗?—美国 6 月非农数据点评》2022-07-09

主要观点:

- **事件:** 美国公布 6 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 9.1%，环比上升 1.3%；超出市场预期，再创 1981 年以来新高。核心 CPI 同比上升 5.9%，环比上升 0.7%，较上月有所回落，但超市场预期。

- **通胀的“传染性”变的更强，但短期内或已触及顶部**

1.几乎所有通胀分项都再次上涨，通胀的“传染性”变的更强。美国 6 月 CPI 同比上升 9.1%、环比上升 1.3%，在超过市场预期的 8.8%与 1.0%的同时，还超过 5 月份的 8.6%，创下 1981 年 11 月份以来新高。本月通胀同比与环比分别较上月上升 0.5、0.3 个百分点，原因主要是本月能源环比增速有较大提升，特别是燃油项环比上升 11.2%，带动整个能源项环比上升 7.5%。核心 CPI 同比上涨 5.9%，较上个月回落 0.1 个百分点，但超出市场预期的 5.7%；环比增加 0.7%，较上个月环比增速提升 0.1 个百分点，超出市场预期。核心 CPI 同比虽然较上月有所下降，但这可能与高基数有关，环比增速依旧处于高位，美国通胀内生动能较为强劲。此外，与上月类似，本月通胀数据中几乎所有分项环比增速都为再次为正，说明当前美国通胀的“传染性”变得更强，美国居民的通胀预期可能再度上升。

2. 具体来看，能源项同比上升 41.6%，环比上升 7.5%，环比增速较 5 月份抬升 7.1 个百分点，说明原油价格的高位震荡导致的美国汽油市场摩擦仍在延续。6 月份食品项同比上升 10.4%，连续五个月上升；环比上升 1.0%。居家食品同比上升 12.2%，再创下 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强劲依旧，其中核心商品环比上升 0.8%，较上个月提升 0.1 个百分点，核心服务环比增速较上月提升 0.1 个百分点至 0.7%。

1) 能源方面，6 月能源项同比上升 41.6%，环比上升 7.5%，较 5 月份上升 3.6 个百分点，是本月 CPI 环比增速提升的最重要贡献项。其中汽油项环比上升 11.2%，较 5 月份大幅上升 7.1 个百分点；燃油项环比下降 1.2%，较 5 月份大幅下降 18.1 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仍在延续，6 月份美国汽油价格最高至 5 美元/加仑，较 5 月份最高点提升超过 15%，部分地区甚至超过 6 美元/加仑。

2) 食品方面，6 月份食品项同比上升 10.4%，较 5 月份提升 0.3 个百分点，连续五个月上升；环比上升 1.0%，较 5 月份下降 0.3 个百分点。其中居家食品（food at home）同比上升 12.2%，较 5 月份提升 0.3 个百分点，再创下 1979 年 4 月以来新高；环比上升 1.0%，较上月下降 0.4 个百分点，但连续六个月环比增速超过 1.0%。其中谷物、烘焙食品同比上涨 13.8%，其他居家食品同比上涨 14.4%，肉类鸡蛋同比上涨 11.7%。

3) 核心 CPI 方面，6 月核心 CPI 同比上升 5.9%，环比上升 0.7%。同比较上个月下降 0.1 个百分点，环比较上个月上升 0.1 个百分点，通胀内生

增长动能强劲依旧。分项来看，**核心商品**环比上升 0.8%，较上个月提升 0.1 个百分点，并连续三个月环比增幅提升。其中二手车项环比上升 1.8%，较上月下降 0.2 个百分点；新车方面，环比上升 0.7%，较 5 月份下降 0.3 个百分点。**核心服务**环比上升 0.7%，较 5 月份上升 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 5.6%，较 5 月份提升 0.1 个百分点，再创 1991 年 2 月份以来新高；环比上升 0.6%，与上月持平。交通运输服务环比上升 2.1%，较 5 月份上升 0.8 个百分点，机票项环比下降 1.8%，环比增速较 5 月份大幅下降 14.4 个百分点，但机动车维护与修理项本月环比上升 2.0%，较 5 月份提升 1.5 个百分点，创下 1974 年 9 月以来最高。总的来看，与上月不同，本月核心商品和核心服务通胀环比增速均有所提高，显示当前核心通胀的基础正在变得更加牢固。

3.后续来看，能源与粮食价格短期内压力可能将会减轻，带动相关通胀下行。核心商品通胀短期预计略微放缓，核心服务通胀升势可能保持坚挺，总体核心通胀继续缓慢回落。

1) 能源与粮食价格短期内压力可能将会减轻，带动相关通胀下行。**能源方面**，截至 7 月 11 日，美国汽油价格降至 4.5 美元/加仑，连续 5 周下降，较 6 月底汽油价格的最高点下降将近 5%。后续来看，由于国际油价近期下行较多，这将会逐步传导至美国消费市场，即使存在市场摩擦因素，汽油价格上涨空间也将受限。同时较高的汽油价格也会对人们的出行需求产生压制，从而使得汽油的供需关系得到一定的缓解。**食品方面**，虽然俄乌冲突仍未解决，但是由于欧美央行同时步入紧缩周期，引发市场对于经济大幅放缓甚至衰退的担忧，再加上北半球的农作物将迎来收获，粮食供应量有所提升，粮食价格或将迎来一定程度的回落，近期 CBOT 大豆期货价格已经回落超过 10%。在此情况下，美国短期内的能源与食品价格上涨压力预计将会缓解，并带动相关通胀下行。

2) 核心商品通胀短期预计略微放缓，核心服务通胀升势可能保持坚挺，总体核心通胀继续缓慢回落。**核心商品**方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）环比下降 1.25%。新车方面，伴随着我国的疫情受控，汽车生产与出口预计将会逐步回归常态，虽然全球汽车芯片短缺尚未完全解决，但是新车供给端将会逐步改善，新车价格增速也将会放缓，二手车市场价格预计也将会有所降低，因此美国核心商品的通胀预计将会略微放缓。**核心服务**方面，服务通胀上行态势可能保持坚挺，一方面在与疫情共存的政策下，美国居民服务消费仍在增加，叠加 7 月份是美国传统的夏季出行高峰，相关的交通运输通胀预计将保持坚挺，6 月份已经看到机动车的维修与保养项通胀上升；另一方面核心服务中最重要的住房通胀也同比增长 5.6%，环比涨幅亦较上月提升 0.1 个百分点，租金通胀更是环比上升 0.8%，创 1986 年 4 月份以来新高。总的来看，交通运输与住房服务通胀的稳步上涨，将会促使总体服务通胀更加坚挺。

3) 总的来看，当前美国的通胀水平全面而广泛的特征更加明显，通胀的“传染性”也较上月更强。虽然后续来看，在食品与能源通胀下行的带动下，美国总体的通胀在短期内或已经触及顶部，但是由于核心通胀的高度坚挺，美国通胀的下行之路将会崎岖艰难，整体通胀水平将会在高位徘徊，

“高烧难退”的局面短期内不会有明显改观。若再发生一些黑天鹅事件，甚至不排除通胀再创新高的可能。

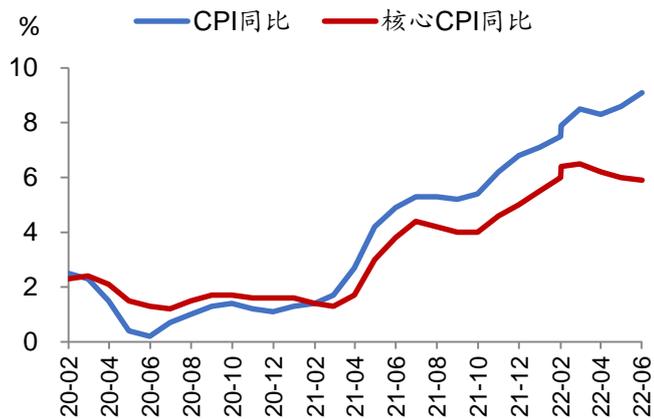
- **美联储会选择加息 100bp 吗？**

火热的劳动力和再度创新高的通胀，美联储的货币紧缩压力将会更增，加息 100bp 可能性将会大增。作为 7 月份 FOMC 会议前最重要的两份数据，6 月份的就业数据显示美国劳动市场火热依旧，供不应求现象仍然突出，后续工资增长压力不容小觑。6 月份住房通胀增速的再度上涨，显示当前美国工资的上涨已经传导至住房市场，这将会为核心通胀创造一个稳固而坚挺的基础。此外，连续超预期且创新高的通胀，也会促使民众对于未来通胀的锚定发生改变，纽约联储最新的调查显示居民对于未来一年的通胀预期中值上升 0.2 个百分点 6.8%，达到历史新高。考虑到通胀预期具有自我实现的特征，美联储接下来将面临更大的通胀压力。在此情况下，美联储或许需要更强硬的货币紧缩政策来抗击通胀，加息 100bp 将会是一个可行的选择，数据发布后 CME 期货市场预计 7 月份加息 100bp 的概率也首度超过 50%。

- **风险提示**

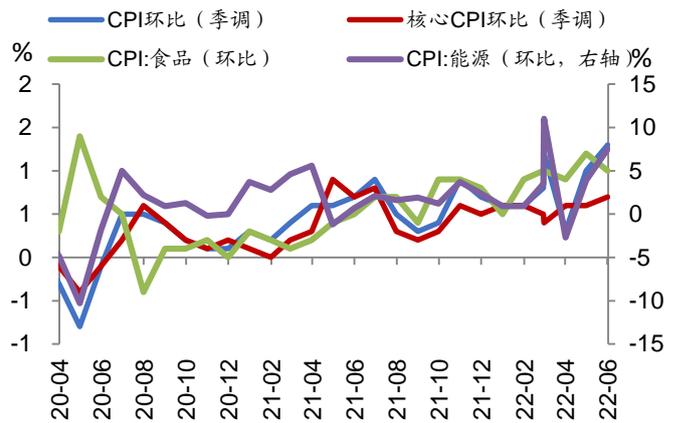
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国 CPI 再创新高



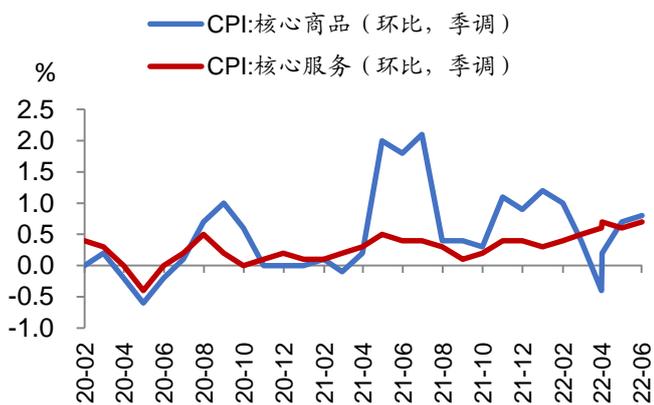
资料来源：BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 2 能源项环比上升较多



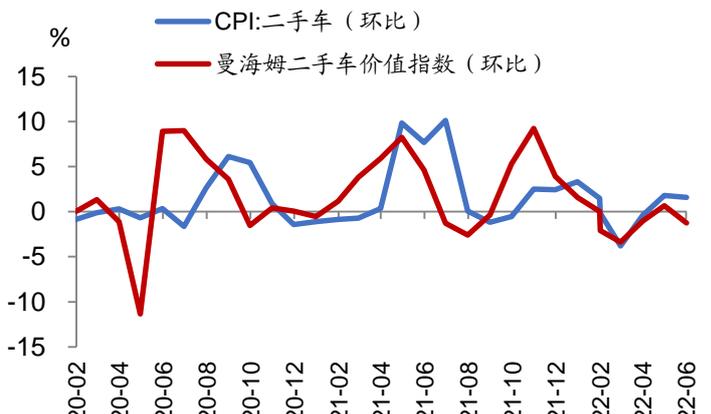
资料来源：BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国核心商品与核心服务通胀增速上升



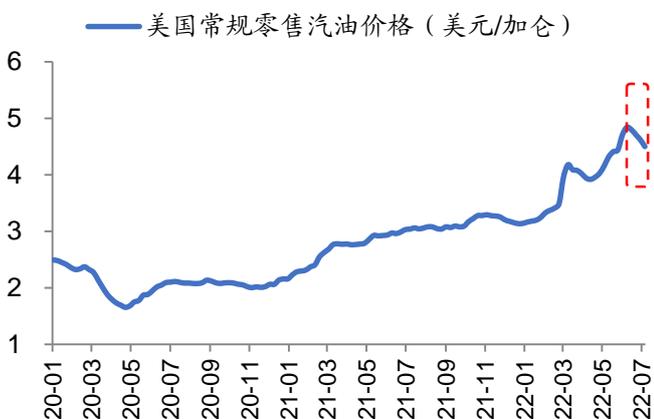
资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国二手车价格环比下跌



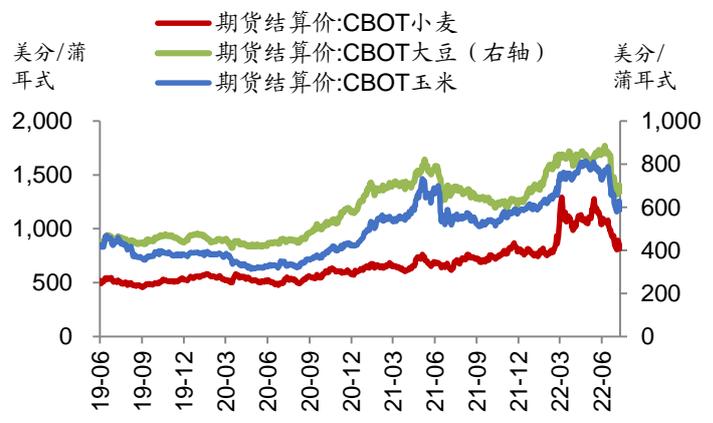
资料来源：Manheim, FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国汽油价格连续 5 周下降



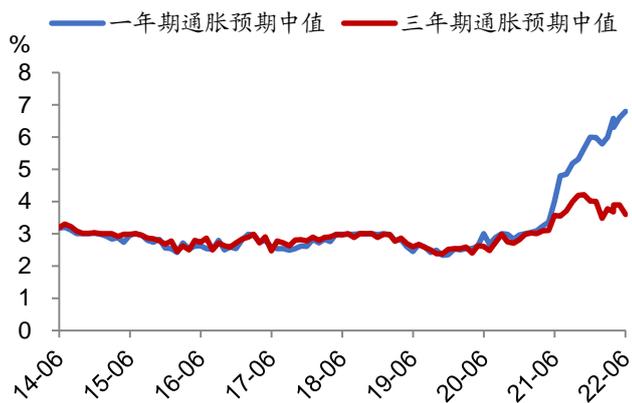
资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 6 全球粮食期货价格下跌



资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 7 美国居民通胀预期达到历史新高



资料来源：纽约联储，华安证券研究所

图表 8 期货市场显示 7 月份加息 100bp 概率大增

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	22.0%	78.0%	0.0%						
2022/9/21	0.0%	0.0%	2.6%	28.7%	68.6%	0.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	16.4%	49.7%	32.5%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.1%	40.2%	37.4%	9.3%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.4%	5.6%	23.8%	39.0%	25.7%	5.4%	0.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.4%	5.5%	23.5%	38.7%	25.9%	5.8%	0.1%
2023/5/3	1.0%	7.7%	25.3%	37.2%	23.5%	5.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.7%	5.3%	19.0%	33.0%	28.4%	11.7%	1.9%	0.0%
2023/7/26	0.5%	3.7%	14.3%	28.2%	30.0%	17.4%	5.2%	0.7%	0.0%

资料来源：CME，华安证券研究所，数据截止 2022.07.14

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。