

2023年06月14日

通胀继续下行或增强联储6月暂停加息意愿——美国5月CPI点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国公布5月最新通胀数据。其中CPI同比上升4.0%，环比上升0.1%，略低于市场预期；核心CPI同比上升5.3%，略高于市场预期，环比上升0.4%，符合市场预期。

● 美国通胀同比继续下行，核心通胀黏性仍较足

1. 高基数下，通胀同比水平再度下行。美国5月CPI同比上升4.0%、环比上升0.1%，核心CPI同比上涨5.3%，较4月下降0.2个百分点，环比上升0.4%，同4月份持平。总的来看，在2022年往期的高基数背景下，短期内核心通胀高于整体通胀的态势或将延续，且通胀还会较快下行。但由于劳动力市场尚有韧性，在高基数消失后，通胀水平可能会阶段性提升，通胀下行的进程或仍存波折，且离美联储的通胀目标尚有距离，美联储抗通胀还未结束。

2. 能源通胀加速下行，核心通胀环比保持韧性。具体而言，5月能源项同比下降11.7%，同比增速跌幅较4月份扩大6.6个百分点；环比下降3.6%，环比增速较4月份下降4.2个百分点；食品方面，5月份食品项同比上升6.7%，较4月份下降1.0个百分点，连续9个月下降；核心CPI方面，5月核心CPI同比上升5.3%，环比上升0.4%。同比增速较4月略有下降，环比增速较4月持平。总的来看，5月核心CPI同比与环比增速走势略有分化，可能与2022年同期基数提升有关。核心商品和核心服务通胀环比增速保持平稳，或主因5月份二手车、医疗服务环比增速与4月份持平有关，并最终带动整体核心通胀环比增速保持0.4%相对高位，体现出较强的黏性。

3. 通胀水平短期内或将继续下行，但核心通胀黏性或仍较强。5月的通胀数据显示美国通胀水平同比增速再次下降，且降幅略超市场预期。环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对比较。从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，5月份同比、环比增速分别较4月份下降0.49、上升0.13个百分点至4.62%、0.24%，走势出现分化。往后看，我们认为在高基数的带动下，整体通胀水平会再下台阶。同时在住房通胀下行的带动下，整体核心通胀将会持续下行，后续的关注或将聚焦于核心通胀的下降斜率。考虑到当前劳动力市场依旧偏强，在高基数消失后，后续核心通胀的下行斜率隐忧尚存，通胀水平出现反复的可能性并不低。

● 通胀继续下行或进一步支持美联储6月暂停加息

矛盾的就业数据，叠加通胀数据的继续下行，或将加大美联储内部的分歧，6月份跳过并暂停加息或为其最优选择。从5月份的就业与通胀数据来看，就业市场和通胀水平均显现出韧性下行的姿态，高基数消失后，通胀水平出现反弹的风险不低。

对美联储而言，其当前货币政策的重点仍是控通胀。但另一方面来看，目前已经加息至5%-5.25%水平，整体的利率水平已经比较高，实际政策利率已经转正，继续加息的动力已经逐渐减弱。仅从5月份的就业和通胀数据来看，美联储内部对后续货币政策的分歧或也将加大，6月份进一步加息的动力并不足，大概率暂停加息，以便对经济有更多的观察。再往后，若6月份的就业和通胀数据出现超预期上行，则7月份加息或将成为政策可选项之一，不过条件或较严格。数据发布后，CME利率期货显示6月份不加息的概率为93.1%，已较前期有较大幅度上升。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《稳增长增量政策可期——宏观周报》- 2023.6.11

《消费需求有待进一步提振——5月通胀数据点评——宏观经济点评》- 2023.6.10

《“填坑”效应消退，出口压力显现——5月进出口数据点评——宏观经济点评》- 2023.6.7

目录

1、美国通胀同比继续下行，核心通胀黏性仍较足.....	3
1.1、高基数下，通胀同比水平再度下行.....	3
1.2、能源通胀加速下行，核心通胀环比保持韧性.....	3
1.3、通胀水平短期内或将继续下行，但核心通胀黏性或仍较强.....	5
2、通胀继续下行或进一步支持美联储6月暂停加息.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国通胀水平继续下行.....	3
图 2：5月通胀环比增速下降.....	3
图 3：能源通胀近期有较大幅度下行.....	4
图 4：食品通胀继续下行.....	4
图 5：核心商品与核心服务通胀环比增速保持平稳.....	4
图 6：美国汽油零售价格近期略有上升.....	5
图 7：粮食期货价格近期微升.....	5
图 8：美国二手车价格连续下行.....	6
图 9：美国房租通胀后续或将持续下行.....	6
图 10：5月美国非房核心服务通胀同比下降、环比上升.....	6

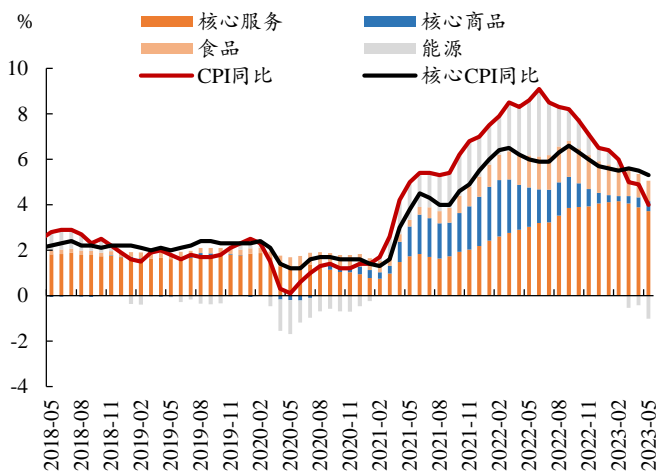
事件：美国公布 5 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 4.0%，环比上升 0.1%，略低于市场预期；核心 CPI 同比上升 5.3%，略高于市场预期，环比上升 0.4%，符合市场预期。

1、美国通胀同比继续下行，核心通胀黏性仍较足

1.1、高基数下，通胀同比水平再度下行

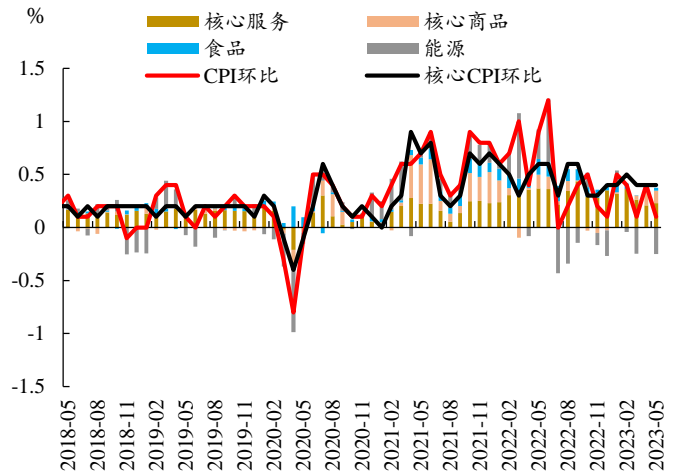
美国 5 月 CPI 同比上升 4.0%、环比上升 0.1%，绝对通胀水平连续 11 个月下降，为 2021 年 3 月份来的最低位。5 月通胀同比较 4 月回落 0.9 个百分点、环比较 4 月下降 0.3 个百分点，主因 5 月能源同比、环比增速均有较大幅度下降，带动整体 CPI 下行速度加快。核心 CPI 同比上涨 5.3%，较 4 月下降 0.2 个百分点，环比上升 0.4%，同 4 月份持平。5 月份 CPI 与核心 CPI 走势同时向下，但核心通胀水平仍超过整体通胀水平，显示当前美国通胀的主要矛盾聚焦在核心服务与核心商品，反映的是劳动力市场的走势。考虑到当前美国就业市场下行趋势仍未逆转，失业率有所提升，薪资增速虽保持韧性，但后续下降趋势或难改变。总的来看，在 2022 年往期的**高基数背景下，短期内核心通胀高于整体通胀的态势或将延续，且通胀还会较快下行**。但由于劳动力市场尚有韧性，在高基数消失后，通胀水平可能会阶段性提升，通胀下行的进程或仍存波折，且离美联储的通胀目标尚有距离，**美联储抗通胀还未结束**。

图1：美国通胀水平继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：5月通胀环比增速下降



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

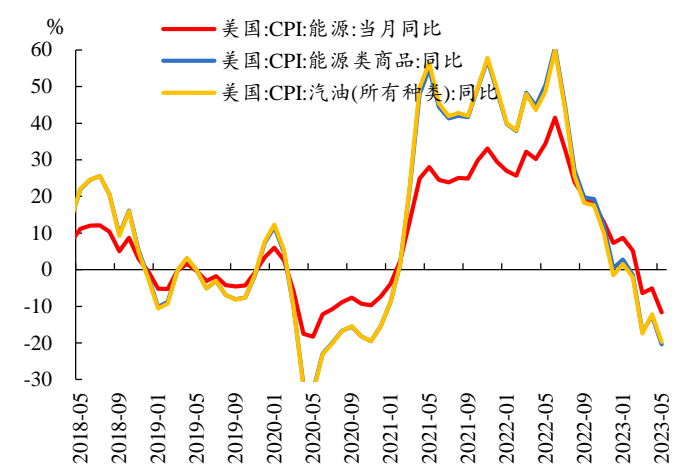
1.2、能源通胀加速下行，核心通胀环比保持韧性

(1) 能源方面，5 月能源项同比下降 11.7%，同比增速跌幅较 4 月份扩大 6.6 个百分点；环比下降 3.6%，环比增速较 4 月份下降 4.2 个百分点。其中汽油项环比下降 5.6%，环比增速较 4 月份下降 8.6 个百分点；燃油项环比下降 7.7%，环比增速跌幅较 4 月份扩大 2.2 个百分点。5 月能源通胀环比增速有较大幅度下降，我们认为或与 5 月国际原油价格大幅下行及基数有关。5 月份美国汽油价格从 4 月底的 3.54 美元/加仑下跌至 3.44 美元/加仑。

(2) 食品方面，5 月份食品项同比上升 6.7%，较 4 月份下降 1.0 个百分点，连续 9 个月下降；环比较 4 月上升 0.2 个百分点至 0.2%。其中居家食品（Food at home）同比上升 5.8%，较 4 月份下降 1.3 个百分点。食品项的同比与环比增速出现

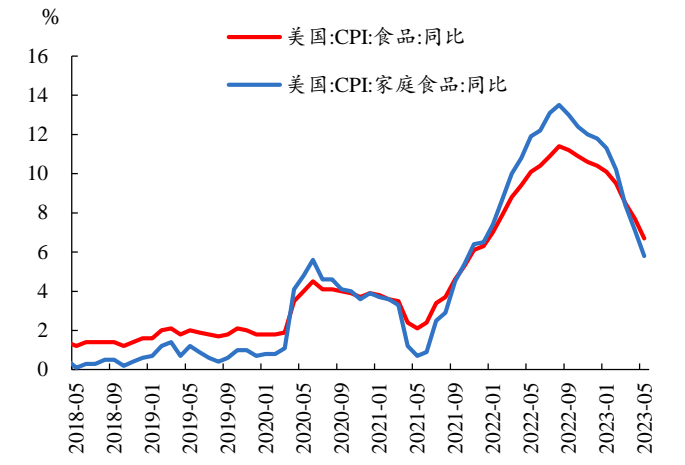
背离，我们认为一方面是基数效应，另一方面则可能是 5 月粮食期货价格上升，并逐步传导至居民消费端。

图3：能源通胀近期有较大幅度下行



数据来源：BLS、开源证券研究所

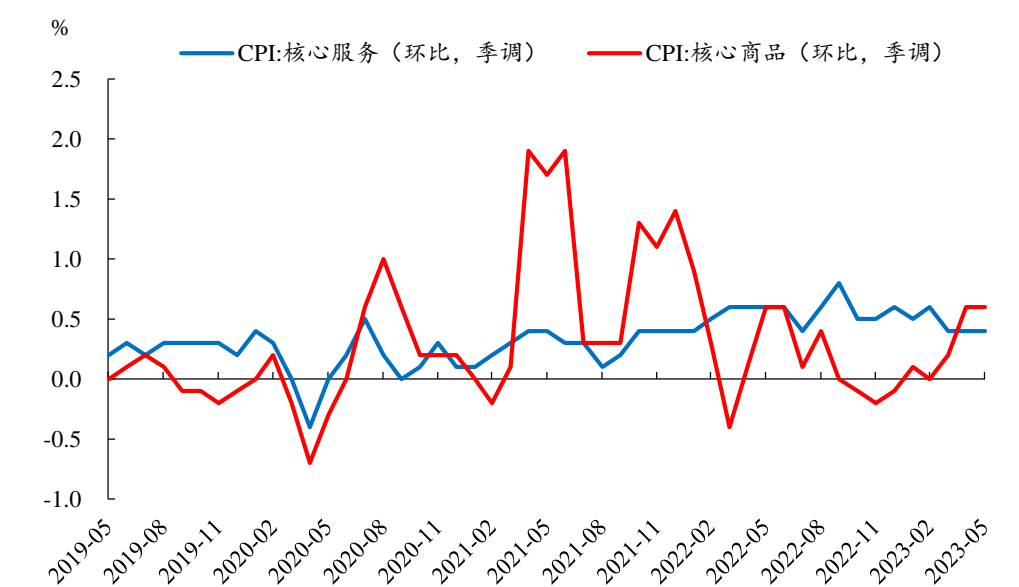
图4：食品通胀继续下行



数据来源：BLS、开源证券研究所

(3) 核心 CPI 方面，5 月核心 CPI 同比上升 5.3%，环比上升 0.4%。同比增速较 4 月略有下降，环比增速较 4 月持平。**分项来看**，核心商品环比与同比增速均较 4 月持平；其中二手车项环比上升 4.4%，较 4 月份持平；新车方面，环比增速为-0.1%，降幅较 4 月份收窄 0.1 个百分点。核心服务环比上升 0.4%，较 4 月份持平。其中住房项同比上升 8.0%，较 4 月份下降 0.1 个百分点；环比上升 0.6%，较 4 月份提升 0.2 个百分点，房租通胀拐点或已到来。交通运输服务环比上升 0.8%，较 4 月份提升 1.0 个百分点。总的来看，5 月核心 CPI 同比与环比增速走势略有分化，可能与 2022 年同期基数提升有关。核心商品和核心服务通胀环比增速保持平稳，或主因 5 月份二手车、医疗服务环比增速与 4 月份持平有关，并最终带动整体核心通胀环比增速保持 0.4% 相对高位，体现出较强的黏性。

图5：核心商品与核心服务通胀环比增速保持平稳

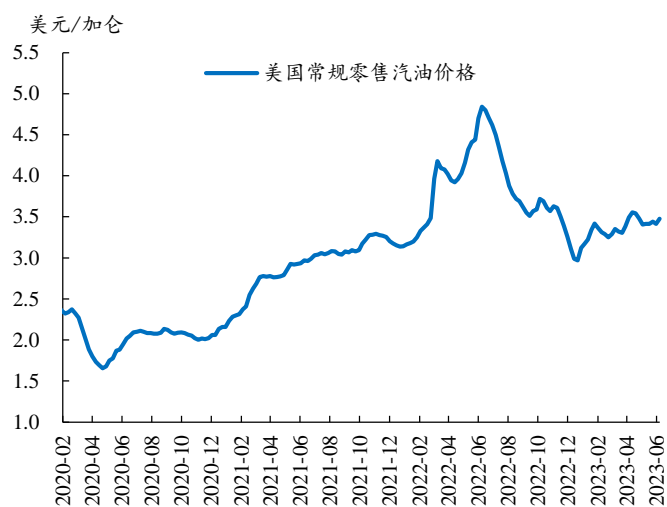


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、通胀水平短期内或将继续下行，但核心通胀黏性或仍较强

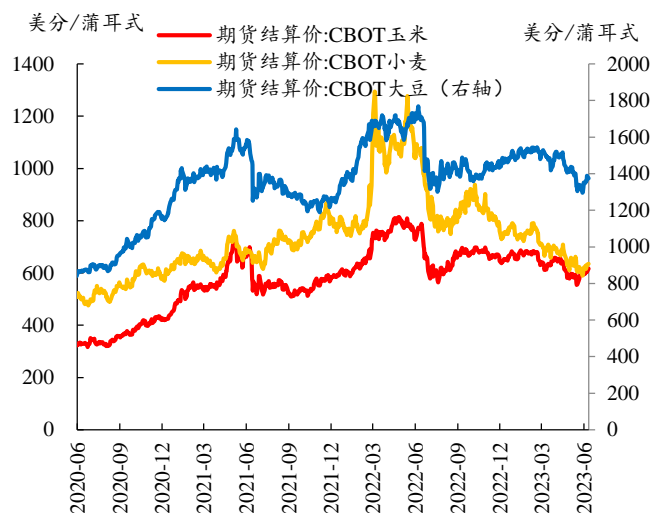
(1) 高基数下，能源与粮食项短期内或仍将成为通胀拖累项。能源方面，截至6月12日，美国汽油价格为3.48美元/加仑，较5月底汽油价格上升0.9%，价格上升幅度较少。从近期原油价格表现来看，OPEC减产等因素对汽油价格支撑力度有限，原油价格短期内后续或还将下行。食品方面，由于近期俄乌冲突波澜再起，相关水利设施遭到破坏，乌克兰粮食生产与运输或将受到负面影响，粮食价格短期内预计将会上升。综合来看，由于2022年6月份的高基数，短期内能源与食品项对整体通胀仍会产生一定的拖累作用。

图6：美国汽油零售价格近期略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

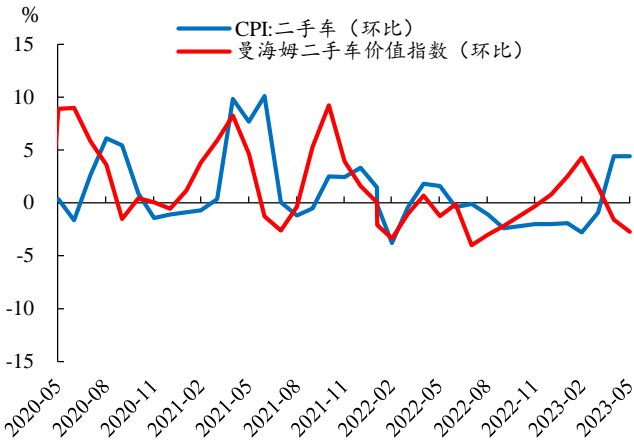
图7：粮食期货价格近期微升



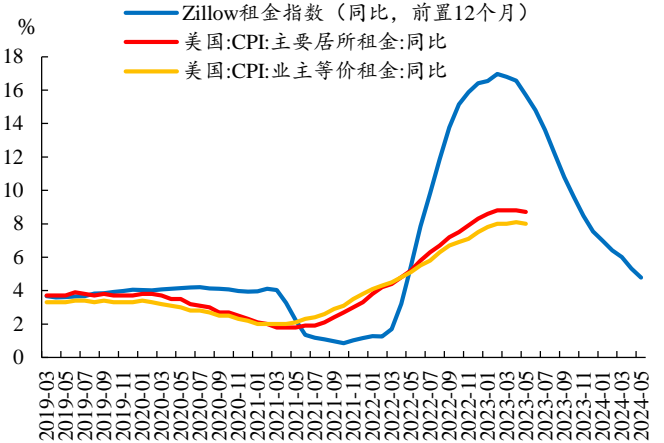
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀环比或将迎来下行，但下行速度面临不确定性。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 5月环比下降2.73%，二手车价格或将继续下行，并最终传导至二手车通胀；新车方面，全球供应链压力环比继续改善，新车价格或也将面临下行；核心服务方面，住房通胀仍是5月核心服务通胀的关键所在。从Zillow房租指数同比增速来看，当前房租通胀再度下行，后续大概率将开始趋势性回落，且幅度或将有所提升，从而有助于推动整体核心服务通胀下行。但核心通胀在劳动力市场保持较强韧性的背景下，下行速度面临不确定性，整体核心通胀同比增速下行可能偏慢。

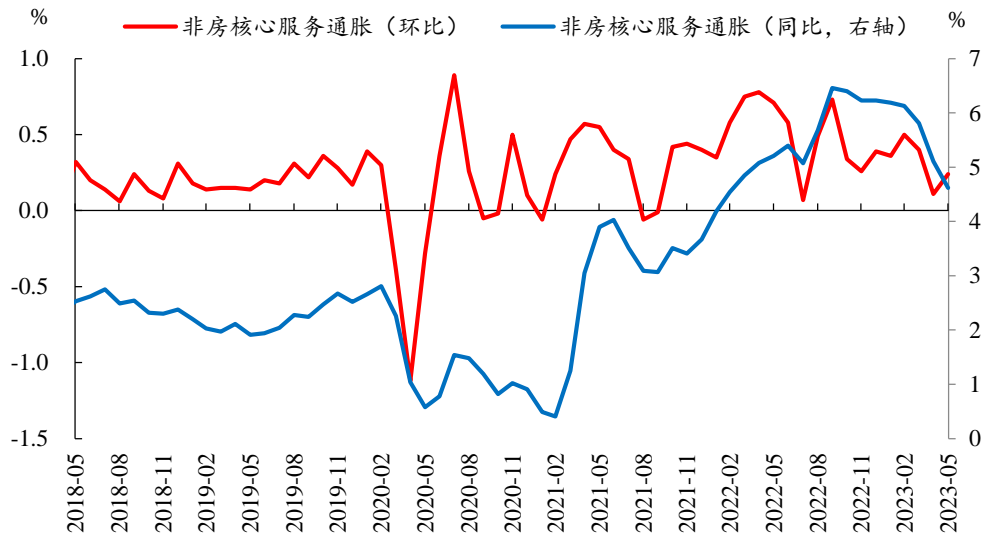
(3) 总的来看，5月的通胀数据显示美国通胀水平同比增速再次下降，且降幅略超市场预期，虽有高基数因素，但仍显示当前通胀下行的趋势并未扭转。环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对比较。从美联储鲍威尔关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，5月份同比、环比增速分别较4月份下降0.49、上升0.13个百分点至4.62%、0.24%，走势出现分化。往后看，我们认为在高基数的带动下，整体通胀水平会再下台阶。同时在住房通胀下行的带动下，整体核心通胀将会持续下行，后续的关注或将聚焦于核心通胀的下降斜率。考虑到当前劳动力市场依旧偏强，在高基数消失后，后续核心通胀的下行斜率隐忧尚存，通胀水平出现反复的可能性并不低。

图8：美国二手车价格连续下行


数据来源：Manheim、Wind、开源证券研究所

图9：美国房租通胀后续或将持续下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图10：5月美国非房核心服务通胀同比下降、环比上升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、通胀继续下行或进一步支持美联储6月暂停加息

矛盾的就业数据，叠加通胀数据的继续下行，或将加大美联储内部的分歧，6月份跳过并暂停加息或为其最优选择。由于调查方式不同，5月美国新增非农就业数量与失业率出现背离，新增非农虽仍较多，但失业率有所提升。从当前的数据来看，失业率上升显示出整体就业市场仍在降温（失业人数上升叠加总就业人数下降），离职率的下降亦是一个侧证，反映出当前寻找新工作的难度可能在提升。对美联储而言，就业数据的分歧意味着后续劳动力市场虽然仍在降温，但斜率可能进一步放缓，联储决策面临两难（可参考报告《矛盾的就业数据或驱使联储6月“按兵不动”——美国5月非农就业数据点评》）。从5月份的通胀数据来看，当前就业市场对核心通胀的支撑较为明显，若就业市场后续仍保持较慢回落，核心通胀下行的斜率也会相应较慢，特别是下半年能源项的高基数消失后，整体通胀水平大概率会迎来反弹。

对美联储而言，其当前货币政策的重点仍是控通胀，一则当前通胀水平虽然连

续下行，但离其目标水平仍有距离，还需要货币紧缩政策继续发挥效力；二则核心通胀下行斜率较慢，高基数消失后的通胀反弹的风险比较大；三则当前民众的通胀预期有所提升，需要美联储保持高利率环境。但另一方面来看，美联储已经加息至5%-5.25%水平，整体的利率水平已经比较高，实际政策利率已经转正，美联储继续加息的动力已经逐渐减弱。对其而言，现在需要等待高利率水平对需求端的压制逐渐发挥作用。仅从5月份的就业和通胀数据来看，美联储内部对后续货币政策的分歧或也将加大，6月份进一步加息的动力并不足，大概率暂停加息，以便对经济有更多的观察。再往后，若6月份的就业和通胀数据出现超预期上行，则7月份加息或将成为政策可选项之一，不过条件或较严格。数据发布后，CME利率期货显示6月份不加息的概率为93.1%，已较前期有较大幅度上升。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn