

宏观点评 20230614

5月通胀：6月不加息稳了，但是然后呢？

2023年06月14日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 5月通胀好消息>坏消息，6月不加息“板上钉钉”，但是7月呢？5月通胀同比超预期回落，且美联储最爱的“超级核心通胀”同比增速降至4.6%，创2022年2月以来的新低。但好消息到此为止，核心通胀“表现平平”。那美联储会上车澳大利亚及加拿大央行，跳过一次后再次加息吗？我们认为美联储并不急于决定是否再次紧缩政策，6月往后是暂停而非市场“共识”的跳过。但如果“紧信用”不给力，那“紧货币”在未来就需要承担更多。

■ 那么从细项上看，通胀到什么地步了：

■ 除非薪资陡峭回落，否则核心通胀难以缓解。由图2可以看到，薪资与核心通胀高度共振。难以修复的供需失衡是薪资居高不下“罪魁祸首”（图3）。一方面，职位空缺/失业人数反弹，反映出劳动力市场结构性失衡缓解需要更长时间。另一方面，受消费韧性影响，就业密集型的服务业人数增长显著，整体带动薪资上涨。

■ 汽车作为核心商品的重要组成部分，价格重新加速成为通胀的“隐忧”。此前通胀回落主要靠核心商品的大幅转弱下行。但是二手车价格的再次提速，不得不让通胀的“隐忧”尚难消散（图4-5）。

■ 房租本是今年带动通胀大幅回落的主力，但在本月又重新“提速”。5月美国CPI住房租金分项在上月环比转弱后反弹。环比增速从0.4%升至0.8%。美国不仅从4月开始房屋销售暴涨，而且无论是20个城市的房价，还是房地美的房价指数在3月份都有所上涨。如果上涨趋势延续，则将会对未来房租通胀造成压力（图6-7）。

■ 市场这次“抢跑”，抢对了吗？虽然市场押注6月暂停是一次跳过而不是停住，但我们认为基准情形是下半年利率保持不变。“紧信用”对经济活动的影响还不明显，所以美联储现在最需要的是时间（图8）。因此我们认为，在美联储认为利率已经处于限制性水平的情况下，他们有耐心等待更多数据的公布。

■ 往后看，7月再加息门槛很高。参考历史答案，每次Skip的原因都是经济出现强劲反弹：要么新增非农就业大增，要么通胀环比增速反弹>0.3%。但从当前美国整体情况来看，还不足以达到7月份加息的标准。因此我们继续认为下半年利率维持“更长、更久”，降息要到2024Q1（图9）。

■ 风险提示：金融体系流动性风险超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动；美联储政策超预期。

相关研究

《6月降息拉开年中稳经济序幕》

2023-06-13

《稳增长的政策牌还有哪些？》

2023-06-13

图1: 美国5月通胀主要靠汽油带

	同比, 季调 (%)			环比, 季调 (%)		
	2023-05	2023-04	2023-03	2023-05	2023-04	2023-03
CPI	4.0	4.9	5.0	0.1	0.4	0.1
食品	6.7	7.7	8.5	0.2	0.0	0.0
家庭食品	5.8	7.1	8.3	0.1	-0.2	-0.3
非家用食品	8.3	8.6	8.8	0.5	0.4	0.6
能源	-11.7	-5.1	-6.4	-3.6	0.6	-3.5
能源类商品	-20.5	-12.6	-17.0	-5.6	2.7	-4.6
汽油(所有种类)	-19.7	-12.2	-17.4	-5.6	3.0	-4.6
燃油	-37.0	-20.2	-14.2	-7.7	-4.5	-4.0
能源服务	1.6	5.9	9.2	-1.4	-1.7	-2.3
电力	5.9	8.4	10.2	-1.0	-0.7	-0.7
公共事业(管道)燃气服务	-11.0	-2.1	5.5	-2.6	-4.9	-7.1
核心CPI	5.3	5.5	5.6	0.4	0.4	0.4
商品, 不含食品和能源类商品	2.0	2.1	1.6	0.6	0.6	0.2
新汽车和卡车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手汽车和卡车	-4.2	-6.6	-11.2	4.4	4.4	-0.9
服装	3.5	3.6	3.3	0.3	0.3	0.3
医疗护理商品	4.4	4.0	3.6	0.6	0.5	0.6
服务, 不含能源服务	6.6	6.8	7.1	0.4	0.4	0.4
收容所	8.0	8.1	8.2	0.6	0.4	0.6
运输服务	10.3	11.1	13.8	0.8	-0.2	1.4
医疗护理服务	-0.1	0.4	1.0	-0.1	-0.1	-0.5

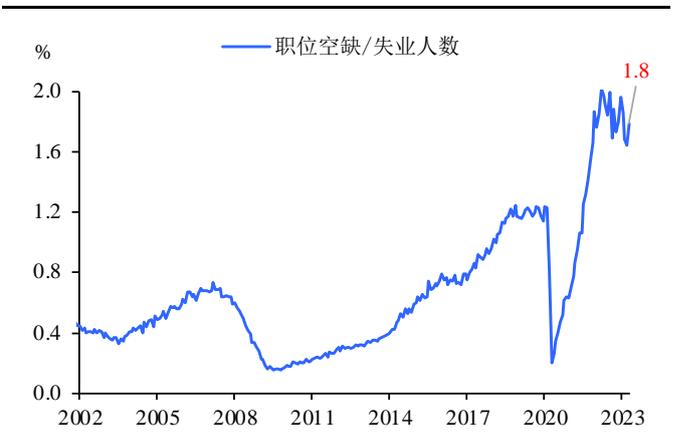
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 工资与核心通胀高度挂钩



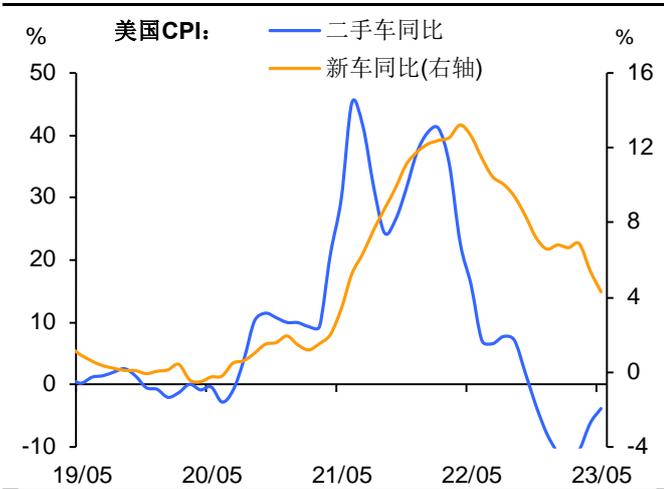
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图3: 供需失衡问题尚未缓解



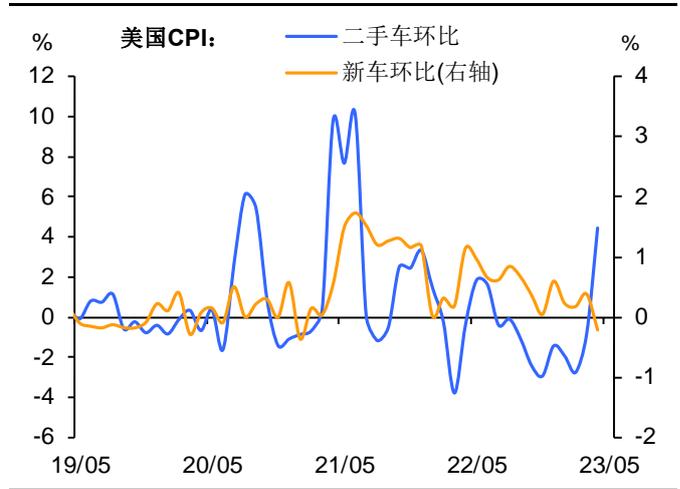
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图4: 二手车同比延续上涨趋势



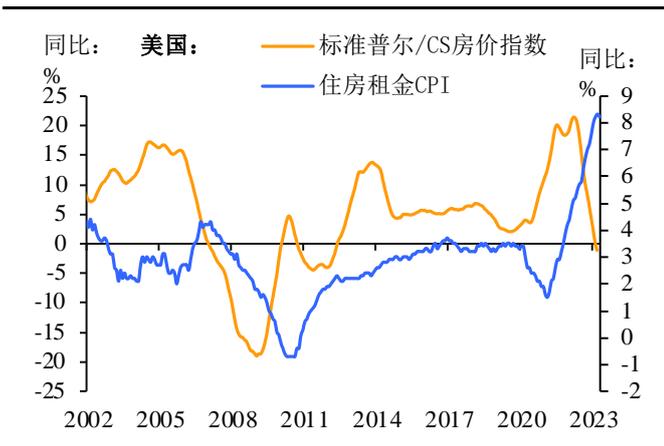
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 二手车价格上涨明显



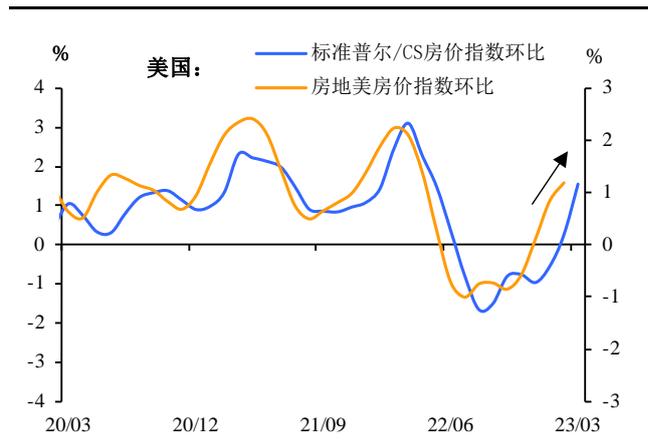
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 房价水平平均领先 CPI 房租分项 1 年左右



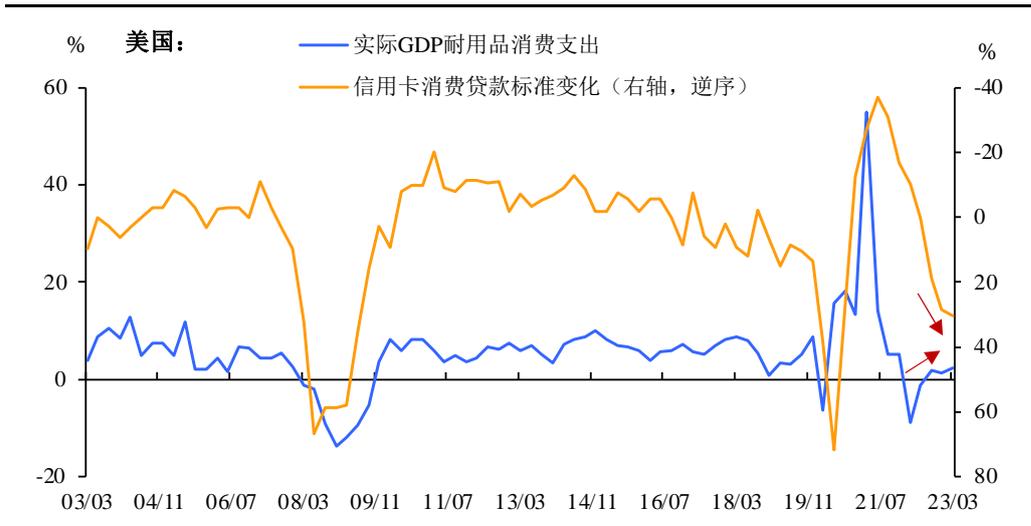
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 房价环比上涨



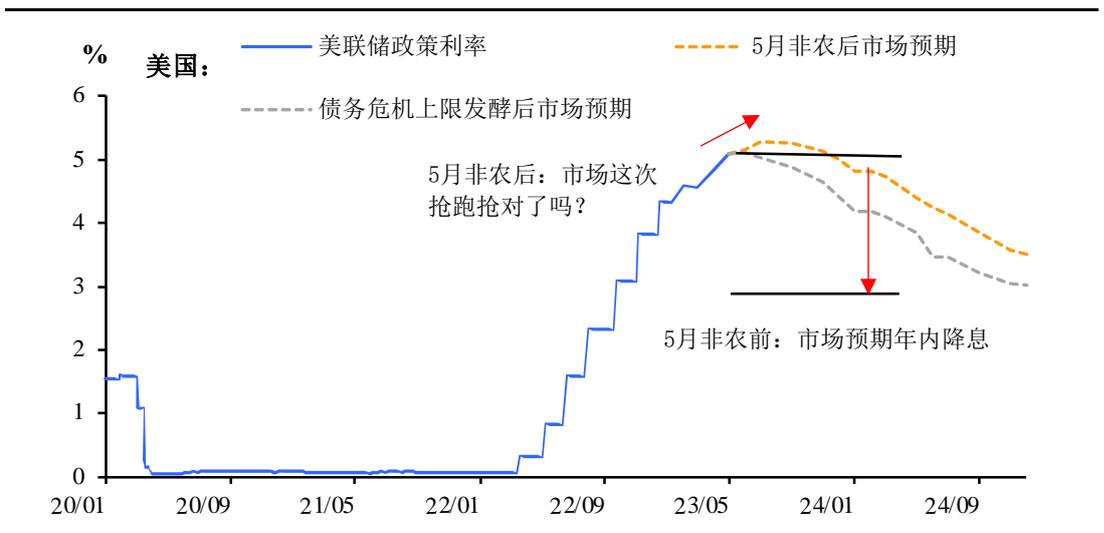
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 消费贷款收紧但消费仍旧强劲



数据来源: Fred, Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 市场预期7月继续加息, 但更有可能的情形是 Pause



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

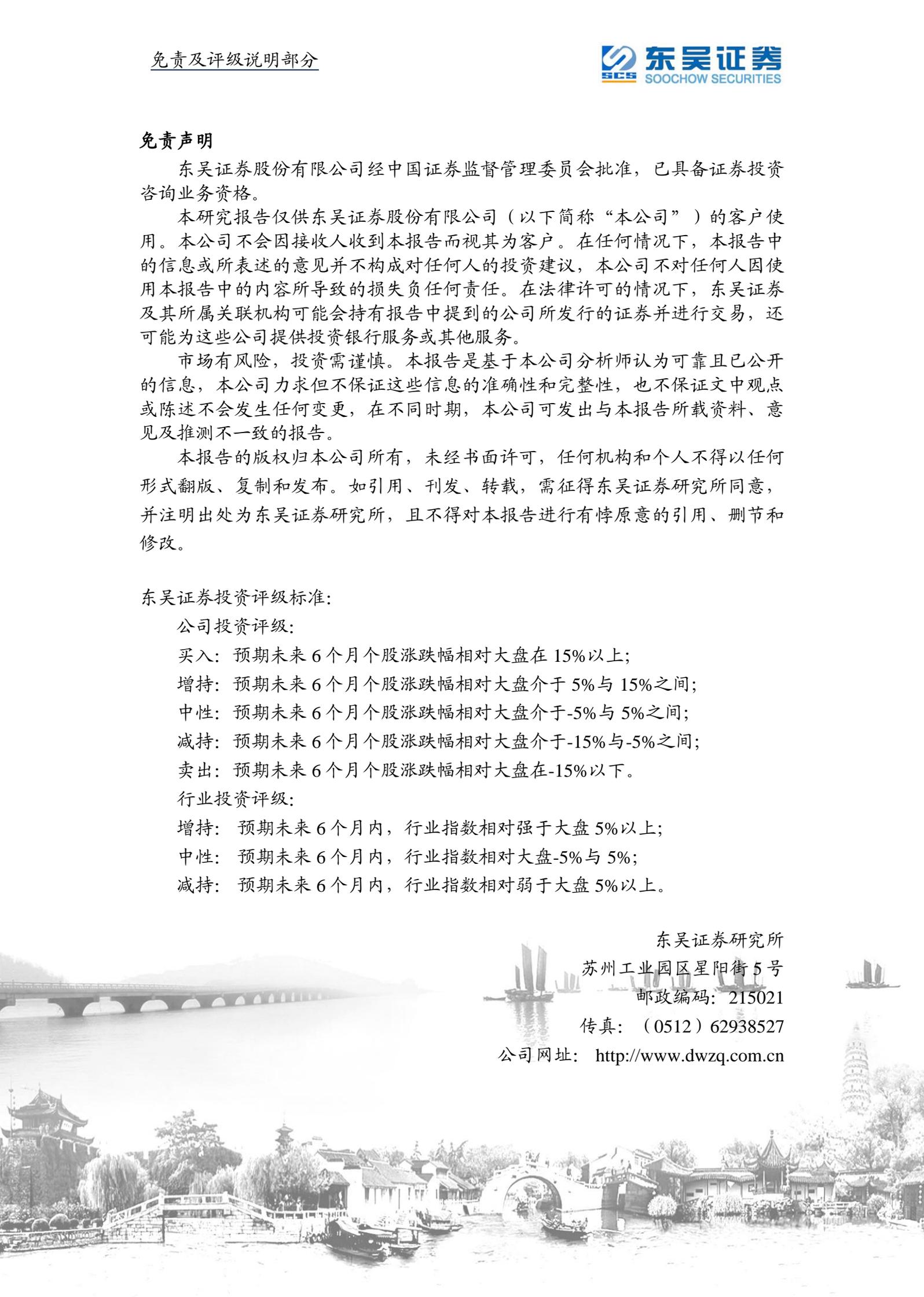
东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>